

Resumen

El mercado inmobiliario del Reino Unido presenta un largo historial de auges y hundimientos. Algunos de estos episodios han coincidido con caídas particularmente fuertes de la actividad, provocadas en parte por el sector financiero. Tras haber sufrido una fuerte corrección a raíz de las recesiones de 2007-2008, actualmente los precios y las operaciones inmobiliarios del Reino Unido están volviendo a crecer con rapidez. En este artículo se analizan los vínculos existentes entre los mercados inmobiliarios, el sistema financiero y la economía, a la luz de la experiencia del Reino Unido, así como las lecciones de política que cabe extraer.

Palabras clave: ciclos, bancos centrales, política monetaria, mercados inmobiliarios.

Abstract

The UK property market has experienced a long history of boom and bust in property markets. Some of these episodes have coincided with particularly sharp falls in activity, partly contributed to by distress within the financial sector. Prices and transactions in UK property markets, having gone through a sharp correction in the aftermath of the 2007-8 recessions, are now growing rapidly. This article reviews the links between property markets, the financial system and the economy, in light of the UK experience and considers the lessons for policy.

Key words: cycles, central banks, monetary policy, real estate markets.

JEL classification: E32, E52, E58, R31.

EL MERCADO INMOBILIARIO DEL REINO UNIDO: EXPERIENCIA, RIESGOS Y RESPUESTAS POLÍTICAS (*)

Jon CUNLIFFE
James BENFORD
Oliver BURROWS
Tracey WHEELER

Banco de Inglaterra

I. INTRODUCCIÓN

EL mercado inmobiliario del Reino Unido tiene un largo historial de auges y hundimientos, con cinco ciclos evidentes en el último medio siglo. Algunos de estos episodios han coincidido con caídas particularmente fuertes de la actividad, provocadas en parte por el sector financiero. Tras haber sufrido una fuerte corrección a raíz de las recesiones de 2007-2008, actualmente los precios y las operaciones de los mercados inmobiliarios del Reino Unido están volviendo a crecer con rapidez. En respuesta a estos acontecimientos, el Comité de Política Financiera del BoE (FPC), en su *Informe de Estabilidad Financiera*, de noviembre de 2013, estableció una serie de acciones, ya acometidas o a punto de serlo, para mitigar los riesgos potenciales para la estabilidad financiera que plantea el sector inmobiliario. También ha diseñado algunas medidas adicionales que podrían adoptarse más adelante si fuera necesario.

En este artículo se analizan los vínculos existentes entre los mercados inmobiliarios, el sistema financiero y la economía, a la luz de la experiencia del Reino Unido, así como las lecciones de política que cabe extraer. El artículo está estructurado como sigue. En la sección II se repasa la historia de los mercados residencial y comercial del Reino Unido, prestando

especial atención a los eventos que llevaron a los periodos de inestabilidad de comienzos de los años noventa y finales de la primera década del siglo XXI. En la sección III se parte de este repaso para extraer un conjunto de hechos «estilizados» que identifican la relación existente entre los mercados inmobiliarios, la actividad económica y la estabilidad financiera. En la sección IV se justifica la intervención de los responsables de las políticas públicas en los mercados inmobiliarios. En la sección V se examina la evolución más reciente de los mercados inmobiliarios del Reino Unido y los riesgos que plantea, avanzándose las posibles respuestas que están considerando los responsables de las políticas públicas. La sección VI cierra el artículo con las conclusiones.

II. LA EXPERIENCIA BRITÁNICA CON LOS CICLOS DEL MERCADO INMOBILIARIO

El mercado inmobiliario del Reino Unido tiene una larga experiencia de auges y hundimientos. La evidencia internacional muestra que los auges en los mercados residenciales y comerciales a menudo se producen simultáneamente, y los del Reino Unido no son una excepción. Para cada uno de estos dos sectores abordaremos brevemente la historia de auges y hundimientos,

antes de entrar a analizar en más detalle los dos ciclos más recientes: el de finales de los años ochenta y el de la primera década del siglo XXI, que son los más relevantes para el actual sistema financiero y de los que se dispone de más datos.

El carácter pronunciado de los ciclos del mercado de la vivienda del Reino Unido es un rasgo clave de los mismos desde los años sesenta. Se han sucedido cinco periodos distintos de crecimiento rápido de los precios reales de la vivienda (sin incluir el repunte reciente). Estos fueron los de 1971-1973, 1978-1980, 1983-1989, 1997-2003 y 2004-2007. A excepción del penúltimo periodo, todos se vieron seguidos de caídas significativas en los precios reales de la vivienda (gráfico 1). Los dos primeros ciclos, que ocurrieron en un mercado hipotecario británico muy diferente al de hoy, con planes informales de racionamiento que fueron cruciales para la evolución del mercado (1). Los tres ciclos más recientes, en los que nos centraremos, se caracterizan por una expansión del crédito y una relajación de las condiciones de crédito/suavización de los criterios de concesión de préstamos, impulsadas en cierta medida por la flexibilización de la regulación.

1. De finales de los ochenta a comienzos de los noventa

— El auge de los años ochenta (83-89)

El periodo registró un auge prolongado en ambos mercados inmobiliarios, el residencial y el comercial.

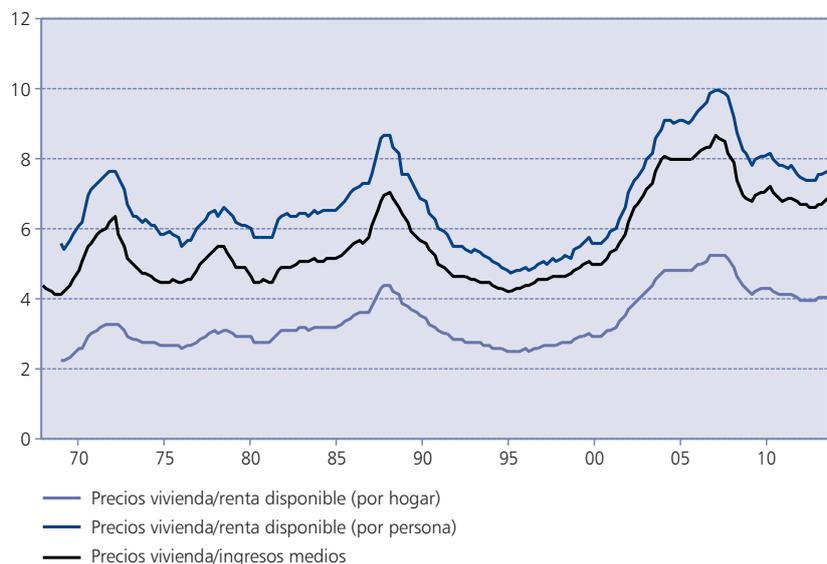
En el mercado inmobiliario residencial, los precios nominales de la vivienda se incrementaron en un 145 por 100 entre 1982 y su pico en 1989, con la tasa de

GRÁFICO 1
PRECIOS DE LA VIVIENDA EN EL REINO UNIDO^(a)
(Variación interanual, en porcentaje)



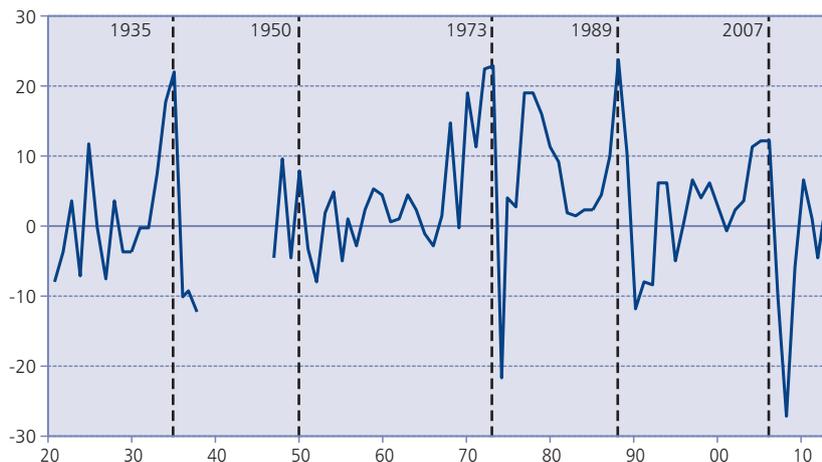
Nota: (a) Las áreas grises denotan periodos expansivos.
Fuentes: Nationwide, ONS y cálculos del Banco de Inglaterra.

GRÁFICO 2
RATIO PRECIO DE LA VIVIENDA/RENTA



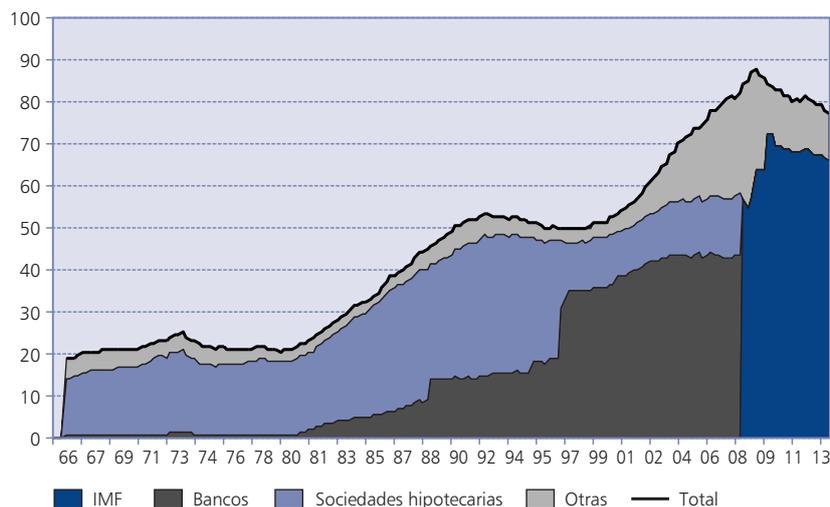
Nota: El precio de la vivienda utilizado es la media de los parámetros de Halifax y Nationwide.
Fuentes: Nationwide, Halifax, ONS y cálculos del Banco de Inglaterra.

GRÁFICO 3
VALOR DE INMUEBLES COMERCIALES A LARGO PLAZO EN EL REINO UNIDO^(a)
(Variación interanual, en porcentaje)



Nota: (a) La línea de puntos indica la separación de auges y hundimientos. Los años señalados indican el pico del auge.
 Fuentes: Scott (1996), Investment Property Databank y cálculos del Banco de Inglaterra.

GRÁFICO 4
DEUDA HIPOTECARIA
(En porcentaje del PIB)



Notas:
 (a) Otras incluye SPV.
 (b) Bancos y sociedades hipotecarias reclasificados como IMF (Instituciones Financieras Monetarias) en marzo de 2010. Para mayor claridad, en este gráfico, el ajuste entre las dos series se traza antes de dicha fecha.
 Fuentes: CML y ONS.

incremento anual de los precios tocando techo en el 30 por 100 a comienzos de 1989 (gráfico 1). La ratio precio de la vivienda/renta se incrementó desde un múltiplo de 5,7 hasta 8,7 (gráfico 2). Las transacciones de vivienda en Inglaterra y Gales aumentaron desde una media de apenas algo más de 100.000 al mes, a comienzos de la década, hasta un máximo de 175.000 en 1988. Los datos de la OCDE sugieren que los precios subieron un 60 por 100 más que los alquileres entre 1982 y 1989. Este periodo de fuerte crecimiento en los precios y en las transacciones se vio acompañado igualmente de un gran aumento de la oferta: las licencias de vivienda nueva aumentaron de 200.000 en 1985 a cerca de 250.000 al final de la década.

En el mercado inmobiliario comercial los precios nominales de los inmuebles se incrementaron en un 50 por 100 entre 1986 y 1990, tal y como ocurrió con el mercado residencial, la tasa de incremento anual de los precios tocó techo a comienzos de 1989, en el 25 por 100 (gráfico 3). Se produjo un aumento sustancial de los precios en comparación con los alquileres y un auge en la construcción. Este auge en el sector inmobiliario comercial se corresponde con procesos similares en muchas otras economías avanzadas.

En el Reino Unido, la subida de los precios de los inmuebles se vio acompañada de un gran aumento de la deuda relacionada con inmuebles de hogares y empresas: el stock de deuda hipotecaria se incrementó del 20 por 100 del PIB nominal anual en 1980 al 50 por 100 en 1989, duplicándose la proporción (sobre el PIB nominal anual) de los préstamos garantizados con inmuebles comerciales desde el 5 por 100 en 1985 hasta el 10 por 100 en 1989 (gráficos 4 y 5).

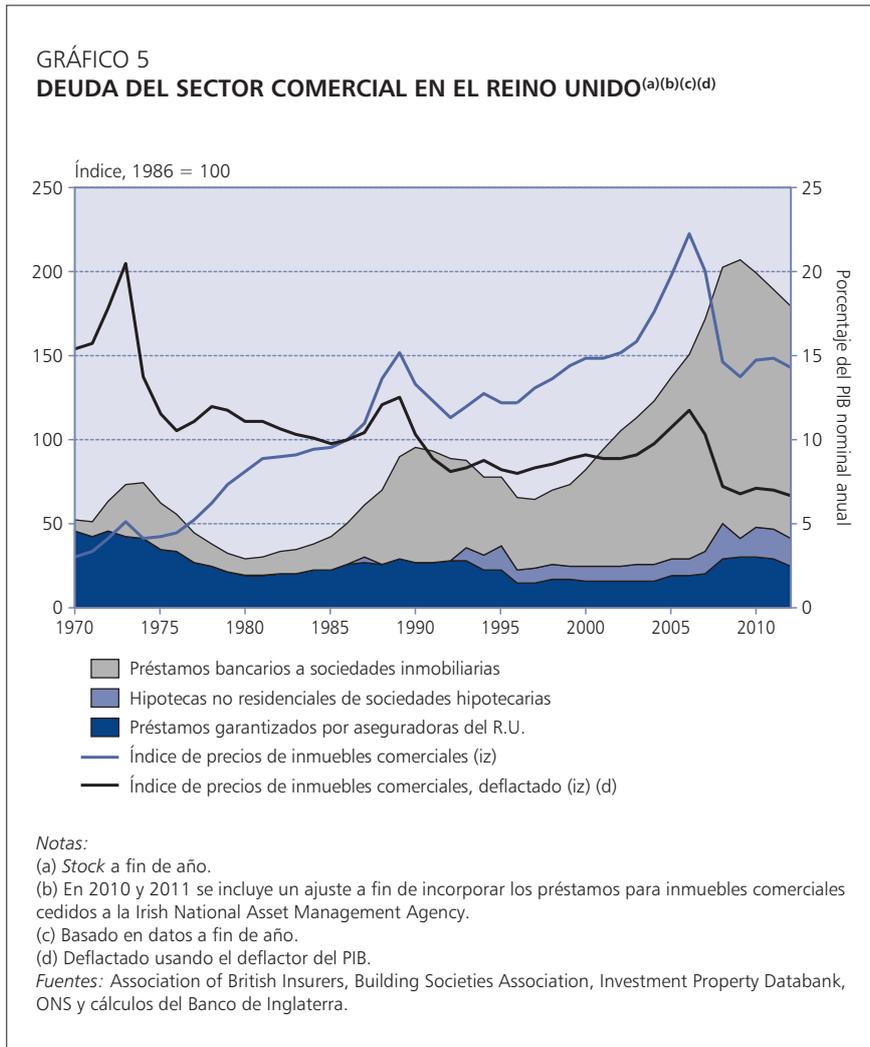
Este crecimiento en los precios de los inmuebles y de la deuda asociada se vio, en parte, impulsado por una variedad de factores especiales que promovieron tanto la oferta de crédito como la demanda de compras de inmuebles financiadas con deuda. A continuación, analizamos estos factores.

— Factores que influyen en la oferta de crédito

El auge de finales de los ochenta en el mercado inmobiliario del Reino Unido corrió parejo a un largo periodo de desregulación en los mercados financieros, con una relajación significativa en las restricciones a la actividad crediticia.

Con anterioridad a los años ochenta, la concesión de préstamos, particularmente hipotecarios, se había visto periódicamente restringida mediante el uso de planes informales de racionamiento por parte de las sociedades hipotecarias que dominaban el mercado. Uno de dichos planes era el *corset*, en virtud del cual los bancos estaban obligados a mantener depósitos no remunerados en el Banco de Inglaterra si el crecimiento de sus depósitos superaba unos límites definidos. Entre otras medidas, la supresión del *corset* en 1980 permitió a los bancos competir más agresivamente en el mercado hipotecario; también se amplió la libertad de las sociedades hipotecarias para competir vía tipos de interés; y, además, las reformas permitieron a las sociedades hipotecarias financiar sus préstamos hipotecarios en el mercado monetario mayorista (2). Estos cambios alentaron una mayor competencia y, por ende, propiciaron la expansión de la oferta de productos.

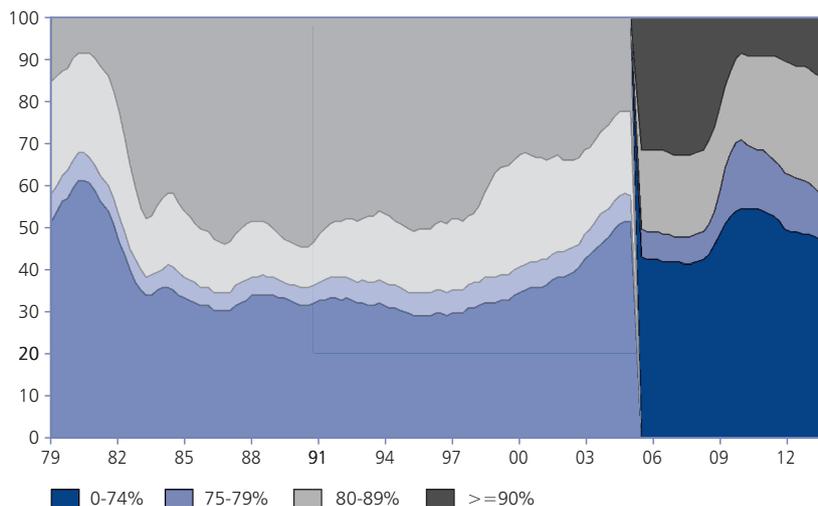
Este aumento de la disponibilidad de crédito quedó patente



en una subida muy pronunciada en las ratios préstamo/valor (*Loan-to-Value*, LTV) y préstamo/ renta (*Loan-to-Income*, LTI) para los compradores de su primera vivienda (*First Time Buyers*, FTB). Las hipotecas a compradores de su primera vivienda con una tasa préstamo/valor del 90 por 100 o superior se incrementaron del 10 por 100 del flujo de préstamos a comienzos de los años ochenta hasta el 50 por 100 a finales de la década; a lo largo de ese mismo periodo, la proporción de prestatarios compradores de su primera vivienda que recibieron un préstamo superior a tres veces su renta pasó del 1 a casi el 20 por 100 (gráficos 6 y 7).

La oferta de financiación hipotecaria se vio probablemente favorecida por las fuertes entradas de capitales extranjeros. En 1989, el Reino Unido exhibía un déficit por cuenta corriente cercano al 5 por 100 del PIB. El sistema bancario en su conjunto no atraía flujos adicionales de depositantes minoristas suficientes para compensar su cartera de créditos cada vez mayor, de manera que un buen número de bancos, sobre todo las entidades más pequeñas, empezaron a depender cada vez más de la financiación mayorista. En cuanto a los préstamos para la adquisición de inmuebles comerciales, la liberalización generalizada de los mercados financieros de

GRÁFICO 6
RATIO DE PRÉSTAMO/VALOR EN HIPOTECAS DE PRIMERA VIVIENDA^{(a)(b)(c)(d)}
(Porcentaje sobre las hipotecas)



Notas:

- (a) Los datos son medias móviles de cuatro trimestres para eliminar pautas estacionales.
 - (b) Los Product Sales Data (PSD) de la FCA solo están disponibles desde el segundo trimestre de 2005. Desde 1979 hasta el primer trimestre de 2005, los datos utilizados proceden de la antigua Survey of Mortgage Lenders (SML), que realizaba el Council of Mortgage Lenders. Las dos fuentes de datos no son directamente comparables. Los PSD tienen un tamaño de muestra mucho mayor, ya que abarca todos los préstamos hipotecarios regulados, mientras que la SML solo abarcaba en torno al 50 por 100 del mercado hipotecario.
 - (c) Los datos de ambas fuentes incluyen préstamos a compradores de primera vivienda (FTB), arrendatarios de viviendas sociales que ejercen su opción de compra y a propietarios de su vivienda que cambian de casa.
 - (d) El PSD incluye solo hipotecas reguladas y, por lo tanto, excluye otros productos de financiación de viviendas tales como los planes de compra de vivienda y las reversiones de vivienda, así como productos no regulados como préstamos de segunda hipoteca e hipotecas «comprar para alquilar».
- Fuentes: CML, FCA Product Sales Data y cálculos del Banco de Inglaterra.

todo el mundo intensificó la competencia entre prestamistas para financiar transacciones con inmuebles comerciales. En 1991, los bancos extranjeros representaban el 43 por 100 de los préstamos a las sociedades de inmuebles comerciales en el Reino Unido y la diversificación de cartera había impulsado la inversión transfronteriza en bienes inmuebles (3).

— Factores que influyen en la demanda de crédito y viviendas en propiedad

Al mismo tiempo que se producían estos cambios en la oferta

de crédito, varias políticas públicas de la época contribuyeron igualmente al aumento de la demanda de viviendas en propiedad y de préstamos hipotecarios.

En el Reino Unido, una de ellas fue la política de «Opción de Compra», en virtud de la cual se otorgaba a los arrendatarios de viviendas de propiedad pública una opción de compra sobre sus casas con un descuento con respecto al valor de mercado no inferior al 33 por 100. Esta política comenzó en 1980 y motivó en torno a 1,3 millones de ventas en los diez años siguientes.

A lo largo de los años ochenta, el Gobierno británico continuó subvencionando los préstamos hipotecarios vía deducciones fiscales de los intereses hipotecarios pagados a través de un plan, iniciado en 1969, conocido como la deducción de los intereses de la hipoteca en origen (*Mortgage Interest Relief At Source*, MIRAS). En 1983, estas desgravaciones fiscales se ampliaron de 25.000 a 30.000 libras y se permitió a las parejas casadas poner en común sus desgravaciones hasta 60.000 libras, aunque esta opción fue posteriormente eliminada en la ley de presupuestos de 1988. Más tarde, el programa MIRAS fue gradualmente retirado a lo largo de los años noventa. El tipo de la deducción se fue reduciendo desde el tipo impositivo marginal del prestatario hasta el 10 por 100 y se eliminó completamente el 6 de abril de 2000.

La evolución demográfica también influyó en el crecimiento de la demanda, ya que el porcentaje de la población con edades comprendidas entre 25 y 29 años aumentó sustancialmente durante los años ochenta. El fuerte crecimiento de la actividad y el empleo, sobre todo a finales de los años ochenta, así como el optimismo asociado a las expectativas de rentas futuras, probablemente hizo que aumentara aún más la demanda de viviendas. Asimismo, es probable que la psicología y las expectativas del mercado jugaran algún rol, ya que la gente, al haber asistido a subidas de precios en el pasado, llegó al mercado con la expectativa de que los precios continuarían subiendo.

En resumen, las tasas de ocupación de viviendas por propietarios subieron del 56 al 67 por 100 entre 1981 y 1991.

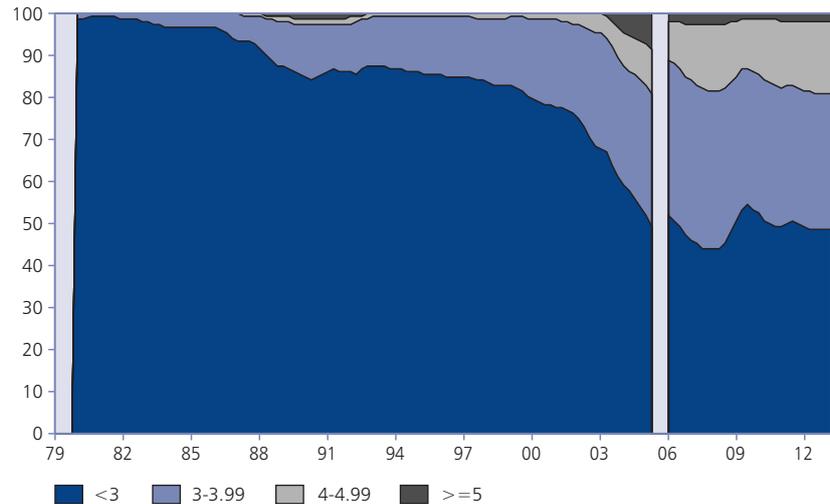
El fuerte crecimiento de la actividad también impulsó la demanda de inmuebles comerciales. Durante la segunda mitad de los años ochenta, los alquileres de los locales comerciales de primer nivel (*prime*) se incrementaron en cerca de un 25 por 100. La demanda de negocios especializados y de servicios financieros auxiliares creció de forma particularmente rápida en Londres, disparando la demanda de espacio para oficinas.

— La corrección de 1989-1992

El auge prolongado de los mercados inmobiliarios se vio acompañado por una acumulación de riesgos tanto entre prestatarios, que asumieron más deuda a ratios préstamos/renta y préstamo/valor cada vez más altos, como entre prestamistas, cuyos balances se vieron crecientemente restringidos por los préstamos adicionales. El desencadenante de la corrección de los precios de los inmuebles fue probablemente el brusco aumento del tipo de referencia del Banco de Inglaterra, que subió del 7,5 por 100 a un breve pico del 15 por 100 entre 1988 y 1990, en un intento por el Reino Unido de permanecer en el Mecanismo de Tipos de Cambio europeo y defender el tipo de cambio fijo de la libra esterlina con el marco alemán.

Este endurecimiento de la política monetaria trajo consigo una intensa recesión, con una contracción del PIB cercana al 2,5 por 100 y un aumento del desempleo por encima del 10 por 100. Los precios nominales de las viviendas cayeron en un 20 por 100 en los tres años posteriores a 1989, y no recuperaron sus máximos previos hasta 1998. Según estimaciones, en 1992 tal situación

GRÁFICO 7
RATIO DE PRÉSTAMO/RENTA EN HIPOTECAS DE PRIMERA VIVIENDA^{(a)(b)(c)(d)}
(Porcentaje sobre hipotecas)



Notas:

- (a) Los datos son medias móviles de cuatro trimestres para eliminar pautas estacionales.
 (b) Los Product Sales Data (PSD) de la FCA solo están disponibles desde el segundo trimestre de 2005. Desde 1979 hasta el primer trimestre de 2005, los datos utilizados proceden de la antigua Survey of Mortgage Lenders (SML), que realizaba el Council of Mortgage Lenders. Las dos fuentes de datos no son directamente comparables. Los PSD tienen un tamaño de muestra mucho mayor, ya que abarca todos los préstamos hipotecarios regulados, mientras que la SML solo abarcaba en torno al 50 por 100 del mercado hipotecario.
 (c) Los datos de ambas fuentes incluyen préstamos a compradores de primera vivienda (FTB), arrendatarios de viviendas sociales que ejercen su opción de compra y a propietarios de su vivienda que cambian de casa.
 (d) El PSD incluye solo hipotecas reguladas y, por lo tanto, excluye otros productos de financiación de viviendas tales como los planes de compra de vivienda y las reversiones de vivienda, así como productos no regulados como préstamos de segunda hipoteca e hipotecas «comprar para alquilar».

Fuentes: CML, FCA Product Sales Data y cálculos del Banco de Inglaterra.

había dejado al 11 por 100 de deudores hipotecarios con patrimonio negativo (4). Los precios de los inmuebles comerciales acumularon caídas del 40 por 100 y la tasa anual de liquidaciones de empresas se multiplicó por seis.

La combinación de pérdidas de empleos y de mayores costes financieros hizo que muchas hipotecas fueran inasumibles, disparándose la morosidad de los préstamos hipotecarios a partir de 1990. La proporción de hipotecas con pagos atrasados superiores a seis meses alcanzó su máximo a finales de 1992 en el 3,5 por 100 (gráfico 8). Los pres-

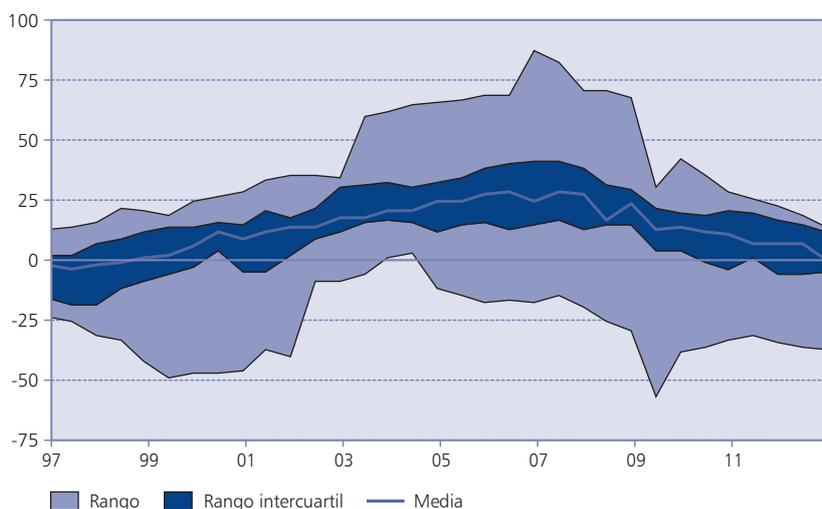
tamistas se apresuraron a embargar inmuebles, disparándose la tasa de embargos hasta el 0,4 por 100 del volumen de hipotecas por trimestre a finales de 1991, antes de iniciar el retroceso a medida que la liquidez en el mercado de la vivienda se agotó en un entorno de fuertes caídas en los precios. Durante el periodo, se estima que se saneó en torno al 3 por 100 de la deuda hipotecaria del Reino Unido (unos 9.000 millones de libras esterlinas), anotándose los bancos unos dos tercios de estas pérdidas y el otro tercio las compañías de seguros, que habían asegurado una proporción sustancial de

GRÁFICO 8
MOROSIDAD Y EMBARGO DE HIPOTECAS
(Porcentaje sobre hipotecas)



Fuentes: CML y cálculos del Banco de Inglaterra.

GRÁFICO 9
DÉFICIT DE FINANCIACIÓN DE CLIENTES^(a)
(Porcentaje sobre préstamos)



Nota: (a) El déficit de financiación de clientes muestra el déficit entre préstamos a clientes y financiación de clientes, siendo «clientes» todos aquellos prestatarios y depositantes no bancarios. Los contratos de recompra, si fueron declarados, están excluidos de los préstamos y depósitos.

Fuentes: Cuentas publicadas y cálculos del Banco de Inglaterra.

los préstamos hipotecarios con una elevada ratio préstamo/valor.

Los datos agregados que miden directamente las pérdidas incurridas en préstamos para inmuebles comerciales son más difíciles de determinar, si bien un examen de las cuentas publicadas por los bancos de Davis (1993) concluyó que una gran parte de las pérdidas de los bancos a comienzos de los noventa procedían de préstamos para inmuebles comerciales. El saneamiento acumulado de préstamos generales a empresas, que incluye préstamos garantizados con inmuebles comerciales, se situó en el 7 por 100 durante ese periodo.

2. De 1997 a 2010

— *Auges gemelos: 1997-2004 y 2005-2007*

Los diez años que van de 1997 a 2007 también conocieron subidas prolongadas de los precios de los inmuebles, no siendo menores los registrados en el mercado de la vivienda. Los precios de la vivienda subieron un 230 por 100 entre 1997 y 2007, con las transacciones aumentando desde una media de poco más de 100.000 al mes hasta un máximo de 135.000 en 2004. En el mercado inmobiliario comercial, los precios se incrementaron en un 120 por 100. Las valoraciones, medidas por los ratios precio de la vivienda/renta y precio del inmueble comercial/alquiler, alcanzaron niveles sin precedentes (gráficos 2 y 3). Al igual que en el episodio de los años ochenta, el crédito relacionado con inmuebles creció fuertemente.

Si examinamos el periodo más detenidamente, esta subida de los precios puede dividirse en dos fases. La primera, de 1997 a

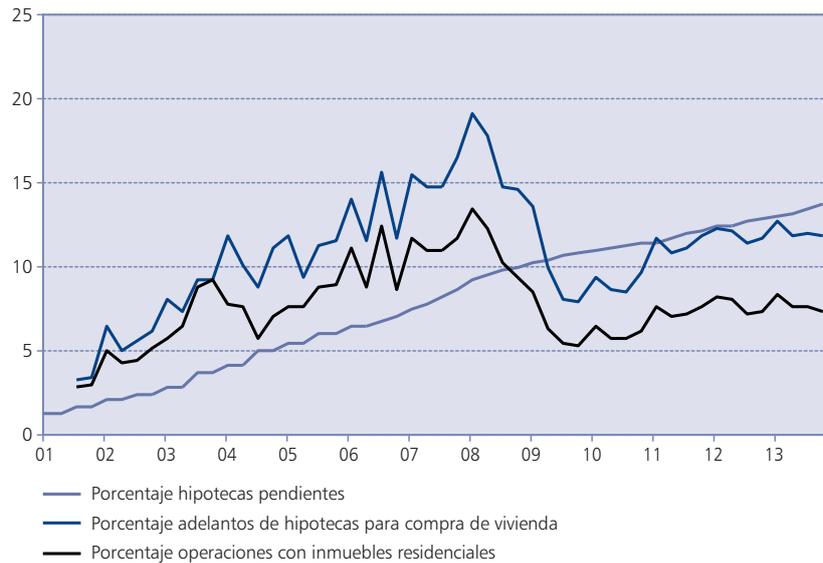
2004, conoció un periodo sostenido de encarecimiento rápido de la vivienda, que se produjo en línea con una caída constante de los tipos hipotecarios al ajustarse la economía a un entorno de baja inflación y al tipo del Banco, que cayó del 7,25 por 100 en 1997 al 3,5 por 100 en 2003. El periodo de subida rápida de los precios llegó a su fin en 2004, cuando comenzó a subir el nivel del tipo del Banco y los tipos hipotecarios a lo largo de 2003-2004. Durante la mayor parte de este periodo, las subidas de los precios de los inmuebles comerciales fueron relativamente contenidas. Los precios de la vivienda no volvieron a caer, sino que más bien se igualaron, ya que su crecimiento fue limitado.

Este breve interludio de crecimiento plano en los precios de la vivienda terminó a finales de 2005, cuando la caída de los tipos de interés reales en todo el mundo y la relajación de las condiciones de endeudamiento en los mercados de capitales globales imprimieron un renovado impulso en los mercados inmobiliarios del Reino Unido, con un crecimiento sostenido de los precios de los inmuebles tanto residenciales como comerciales. Este periodo llegó a su fin en 2007, con el estallido de la crisis financiera. Entre 2007 y 2009 los precios nominales de la vivienda en el Reino Unido cayeron en algo más de un 20 por 100 y las compraventas de viviendas se redujeron a la mitad, de 120.000 a 60.000 unidades al mes.

— Factores que influyen en la oferta de crédito

Los préstamos hipotecarios subieron desde el 50 por 100 del PIB en 1998, hasta un máximo del 80 por 100 en 2007 (gráfico 4).

GRÁFICO 10
SECTOR «COMPRAR-PARA-ALQUILAR»
(En porcentaje)

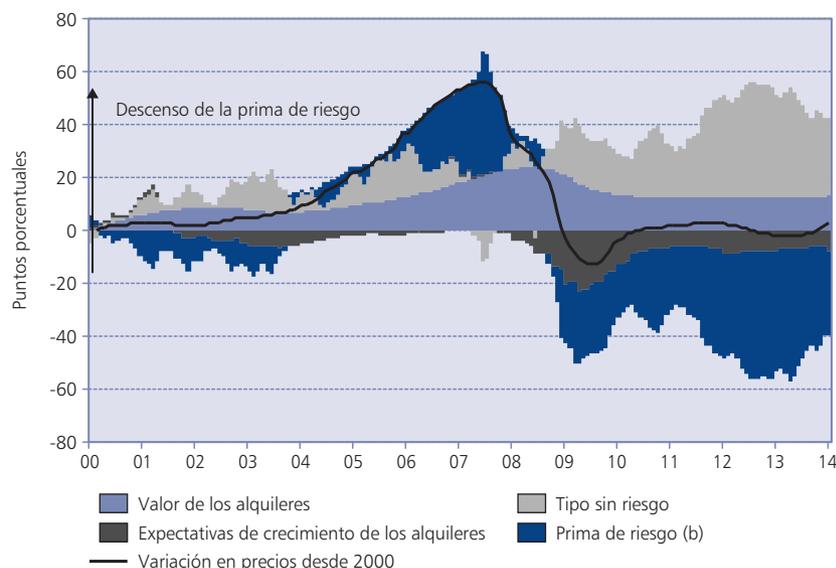


Fuentes: CML, HMRC y cálculos del Banco de Inglaterra.

Y el crédito al sector inmobiliario comercial se duplicó pasando del 10 al 20 por 100 sobre el PIB (gráfico 5). En un cierto grado, este crecimiento del crédito obedecía al efecto retardado de aumentos anteriores en los precios de los inmuebles y con nuevos entrantes en el mercado inmobiliario asumiendo más deuda en su primera compra. Estas subidas en los precios de los inmuebles y en el nivel de endeudamiento se vieron reforzados por el descenso de los tipos de interés a largo plazo en todo el mundo, provocado en parte por el denominado *savings-glut*, al registrar un buen número de países emergentes, economías avanzadas y exportadores de petróleo grandes superávits por cuenta corriente. En el caso del Reino Unido, que incurrió sistemáticamente en déficit por cuenta corriente durante el periodo, una buena parte de la contrapartida de las entradas de capital estuvo intermediada por

el sector bancario y protagonizada por transacciones de fondos de inversión en los mercados inmobiliarios residencial y comercial. Los bancos prestaron un volumen superior al que podían financiar con su base de depósitos. El denominado «Déficit de financiación de clientes» (la diferencia entre préstamos y depósitos a entidades no financieras) pasó de un pequeño superávit de depósitos en 1997 a un déficit medio, en el caso de los grandes bancos británicos, superior al 20 por 100 en 2007 (gráfico 9), con los prestamistas recurriendo a una combinación de financiación a corto plazo en los mercados mayoristas y de emisión de títulos respaldados por hipotecas para cubrir la diferencia. Una gran parte de esta financiación mayorista se obtuvo fuera del Reino Unido (5). A su vez, el prolongado periodo de condiciones relajadas en los mercados de financiación mayorista

GRÁFICO 11
DESCOMPOSICIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES COMERCIALES
APLICANDO EL MODELO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS^(a)



Notas:

(a) El modelo utilizado es un MDD de tres fases, como se explica en Panigirtzoglou y Scammell (2002). Las expectativas de alquileres están tomadas del Investment Property Forum.

(b) La «prima de riesgo» se calcula como el residuo de la descomposición del modelo. Una contribución positiva del residuo a las variaciones en los precios de los inmuebles comerciales representa un descenso en la prima de riesgo.

Fuentes: Investment Property Databank, Investment Property Forum y cálculos del Banco de Inglaterra.

provocó una fuerte competencia en los mercados de crédito y un periodo de relajación de las condiciones crediticias.

La mayor competencia en el mercado hipotecario quedó patente por el descenso continuado de los diferenciales de los préstamos nuevos, respecto del correspondiente tipo de interés sin riesgo. En algunos productos, el diferencial de los préstamos nuevos era cercano a cero en 2007. Al comprimirse los diferenciales, el foco de la competencia entre prestamistas se trasladó a los criterios de concesión. Las ratios préstamo/renta aumentaron fuertemente (gráfico 7), si bien, en contraste con los auges anteriores, las ratios préstamo/valor

de los compradores de primera vivienda cayeron ligeramente (gráfico 6). Es probable que, al llegar los prestatarios a límites máximos en las ratios préstamo/renta a los que los bancos estaban dispuestos a concederles un préstamo, algunos decidieran tener depósitos más grandes para poder comprar la vivienda deseada. También hubo un rápido crecimiento de las hipotecas con ingresos no comprobados, que en 2007 representaban casi el 50 por 100 de las nuevas hipotecas. Los precios de las viviendas compradas por compradores de primera vivienda (que tienden a tener restricciones crediticias) subieron más que los de las casas más caras compradas por prestatarios que cambiaban de casa

(que tienden a tener menos restricciones crediticias), lo que sugiere que la relajación de las restricciones en las ratios préstamo/renta para los compradores de primera vivienda influyó sustancialmente en el encarecimiento de la vivienda a lo largo de este periodo.

La relajación de los criterios de concesión de préstamos también fue evidente en el sector inmobiliario comercial. El recuerdo habitual del episodio entre los partícipes del mercado era de relajación en los criterios de concesión de préstamos bancarios, con un subconjunto de prestatarios con niveles de endeudamiento cada vez más altos y, tras las subidas de los precios de los inmuebles, extrayendo recursos propios para apalancarse nuevamente e invertir en más propiedades, creando una fuerte retroalimentación positiva (6). Además del creciente apalancamiento, algunos fondos de inversión en inmuebles comerciales parece que asumieron un riesgo de liquidez sustancial, comprando activos poco líquidos pero ofreciendo pasivos relativamente líquidos.

— *Factores que influyen en la demanda de crédito y viviendas en propiedad*

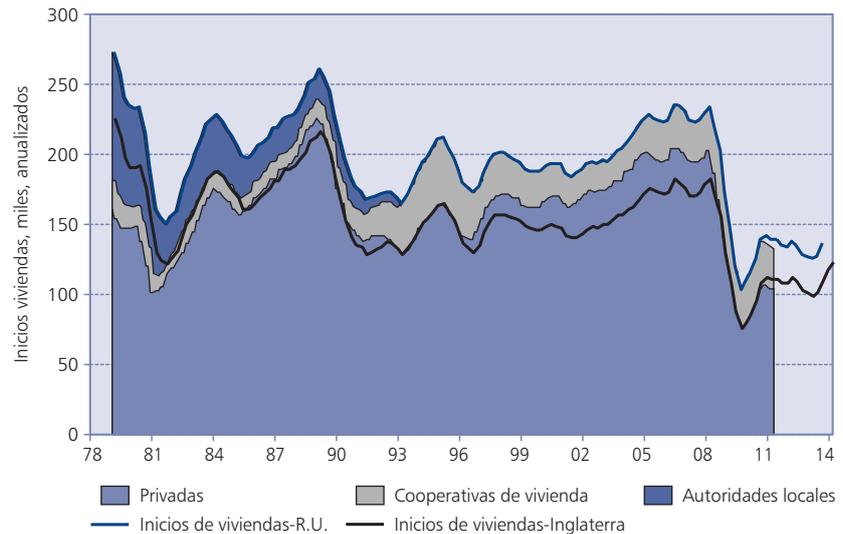
Por el lado de la demanda, las expectativas de subidas futuras de precios probablemente volvieron a influir de nuevo. En el mercado de la vivienda, dicha influencia puede apreciarse en la creciente proporción de préstamos al sector «comprar-para-alquilar» (gráfico 10) a pesar de los bajos rendimientos de los alquileres, al confiar los arrendadores en la revalorización de los inmuebles para obtener una rentabilidad. En efecto, el sector de

alquileres privados creció desde el 10 por 100 en 1997 hasta el 15 por 100 en 2007. Un fenómeno similar puede verse en el sector inmobiliario comercial, donde los precios se incrementaron en más de lo que justificarían los alquileres y los tipos de interés a largo plazo. Esto puede apreciarse en el gráfico 11, que trata de dar cuenta del aumento de los precios durante el periodo a través de un modelo de descuento de dividendos, como una función de los ingresos por alquileres y tipos de interés actuales y futuros esperados. En el modelo, estos factores pueden explicar solo un tercio del incremento en precios del 60 por 100 que se produjo entre 2000 y 2007. Al no explicarse una gran parte de dicho aumento, la implicación del modelo es que otros factores, tales como la relajación de las condiciones de endeudamiento y las expectativas de revalorizaciones adicionales, y por tanto de plusvalías, tiraron más de los precios que de los alquileres durante el periodo, lastrando la «prima de riesgo» sobre los precios de los inmuebles comerciales.

— Rol de la oferta

A diferencia del episodio de comienzos de los años noventa, el impacto de la fuerte demanda de casas en los precios de la vivienda durante este periodo se vio exacerbado por la limitada respuesta de la oferta. Las viviendas terminadas entre 1997 y 2007 rondaron las 200.000 unidades al año, solo un 10 por 100 más que a comienzos de los noventa y considerablemente menos que los niveles estimados necesarios para igualar el número de nuevos hogares (gráfico 12) (7). El Informe Barker (2004) concluyó que, dadas las tendencias en la formación de hogares, en

GRÁFICO 12
INICIO DE VIVIENDAS EN EL REINO UNIDO



Fuentes: Gobiernos local y regional.

Inglaterra se necesitaría un número adicional de 120.000 viviendas en el sector privado al año tan solo para reducir la tendencia de crecimiento en el precio real de la vivienda al 1,1 por 100. La oferta limitada se ha achacado en una gran medida a un sistema de planificación insensible y a los incentivos distorsionados de los gobiernos locales y promotores inmobiliarios.

— Hundimiento de 2007-2008

La corrección que siguió a este auge difirió sustancialmente del hundimiento anterior de los precios de la vivienda de comienzos de los años noventa. En el episodio anterior, los altos tipos de interés durante la crisis de la libra esterlina, la debilidad resultante de la economía real y el elevado desempleo provocaron impagos y pérdidas en el sistema bancario. Los precios nominales de las vi-

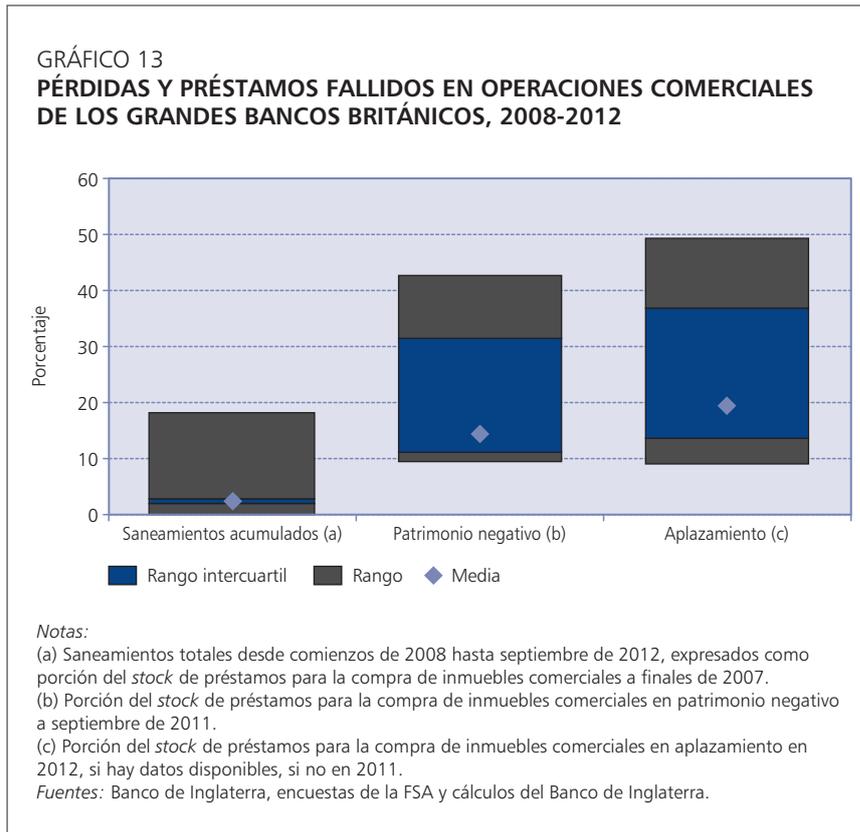
viviendas cayeron casi un 20 por 100 en los tres años que siguieron al pico de 1989. Sin embargo, la corrección de 2007-2008 vino provocada por una gran debilidad estructural en la solvencia y liquidez del sistema bancario (tanto en el Reino Unido como en el resto del mundo), que trajo consigo un sustancial endurecimiento de las condiciones de crédito y un duro *shock* para la confianza. La recesión resultante lastró los tipos de interés en la mayoría de las economías avanzadas hasta el límite inferior efectivo. En el Reino Unido, a pesar de una caída mucho mayor en la producción, el aumento del desempleo, del 5 al 8 por 100, fue mucho menor que en la recesión anterior, donde subió del 6 al 11 por 100. Los precios de las viviendas cayeron un 20 por 100 en los dieciocho meses siguientes al pico de 2007.

La primera gran víctima británica de la crisis fue Northern

Rock, que había recurrido de forma inusualmente intensa al mercado mayorista para financiar su abultada cartera de préstamos hipotecarios en el segmento de prestatarios de alta ratio préstamo/valor. Cuando la actividad de los mercados de titulización junto con la de otros mercados mayoristas quedó congelada, a raíz de la crisis de las hipotecas *subprime* de Estados Unidos en el verano de 2007, Northern Rock se quedó con un inventario de préstamos hipotecarios que era incapaz de financiar, lo que le obligó a pedir un préstamo de emergencia al Banco de Inglaterra. Más tarde, el banco necesitó una inyección de capital público para estabilizar su posición de capital.

Dificultades similares —achacables tanto al recurso inusualmente elevado a la financiación mayorista como a la débil posición de capital— surgieron en otras dos entidades de pequeño y mediano tamaño especializadas en préstamos hipotecarios: Bradford and Bingley (parcialmente nacionalizada en septiembre de 2008) y Alliance and Leicester (al final absorbida por el Grupo Santander en octubre de 2008).

El punto más bajo de la crisis vino, no obstante, con el surgimiento de problemas de liquidez y solvencia graves en varias de las grandes entidades bancarias del Reino Unido. Halifax Bank of Scotland (HBOS) y Royal Bank of Scotland (RBS) —a raíz de un largo periodo de préstamos agresivos en mercados inmobiliarios tanto dentro como fuera del Reino Unido y, en el caso del RBS, de una adquisición muy cara de una unidad de negocio de ABN AMRO— exhibían ambos un peligroso apalancamiento y una fuerte dependencia de la financiación mayorista. Las pérdidas en los préstamos inmobiliarios,



incluyendo posiciones en títulos ligados a hipotecas *subprime* de Estados Unidos, ocasionaron un rápido deterioro en sus posiciones de capital a lo largo de 2008. En ambos casos fueron necesarias grandes inyecciones de capital privado (incluyendo, en el caso del HBOS, su adquisición por Lloyds TSB) y público para estabilizar la situación.

La crisis en el sector bancario trajo consigo una reducción dramática de la disponibilidad de crédito, no solo para préstamos hipotecarios residenciales y comerciales, sino también del crédito general a empresas. La proporción de crédito hipotecario a prestatarios con una ratio préstamo/valor superior al 90 por 100 cayó desde cerca de un tercio a menos del 10 por 100. En cambio, durante la corrección del mercado de la vivienda de 1989-

1992, la proporción de crédito hipotecario de alta ratio préstamo/valor a compradores de primera vivienda se mantuvo prácticamente intacta.

En el mercado inmobiliario comercial, las entidades de crédito prácticamente duplicaron el depósito medio exigido para conceder préstamos para la adquisición de inmuebles comerciales *prime*. Unido a una contracción de la actividad económica del 7 por 100, este endurecimiento de las condiciones de crédito provocaron un brusco descenso de los precios de los inmuebles: los precios de la vivienda cayeron un 25 por 100 y los precios de los inmuebles comerciales un 50 por 100.

El impago de hipotecas se mantuvo relativamente bajo en el episodio más reciente. Aunque la morosidad, los embargos y los

saneamientos de préstamos hipotecarios repuntaron, se mantuvieron en niveles mucho más bajos que a comienzos de los años noventa (gráfico 8). Ello se debe sin duda a la fuerte bajada del tipo de referencia del Banco de Inglaterra hasta el 0,5 por 100, los aplazamientos concedidos por los prestamistas, así como al limitado aumento del desempleo en comparación con el registrado en los años noventa. Se saneó menos de un 0,5 por 100 del volumen de préstamos hipotecarios (unos 5.000 millones de libras esterlinas), frente al 3 por 100 en la corrección de comienzos de los años noventa. Ahora bien, las pérdidas en los préstamos para inmuebles comerciales fueron mucho más severas: se saneó en torno al 6 por 100 del *stock* de deuda (más de 15.000 millones de libras esterlinas), saneando algunos bancos hasta el 50 por 100 de su cartera británica de préstamos para la compra de inmuebles comerciales (gráfico 13). Asimismo, algunos prestatarios entraron en un periodo de aplazamientos, llegando a representar el valor de los préstamos aplazados cerca de un tercio del crédito destinado a la compra de inmuebles comerciales (CRE) de los bancos británicos en 2011 y hasta la mitad del valor de los préstamos de algunos bancos.

III. CONSECUENCIAS PARA LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y FINANCIERA

En el apartado anterior se ha relatado brevemente la evolución histórica de los mercados inmobiliarios del Reino Unido, prestando especial atención a los dos últimos ciclos. Antes de abordar el impacto de las oscilaciones del mercado inmobiliario en la actividad económica y en el sistema fi-

nanciero, convendría entrar a examinar la dinámica de precios de los bienes inmuebles.

1. Explicación de la dinámica de precios del mercado inmobiliario del Reino Unido

Entender la dinámica que determina los precios de los inmuebles puede ayudar a comprender cómo podría producirse el riesgo de una corrección posterior.

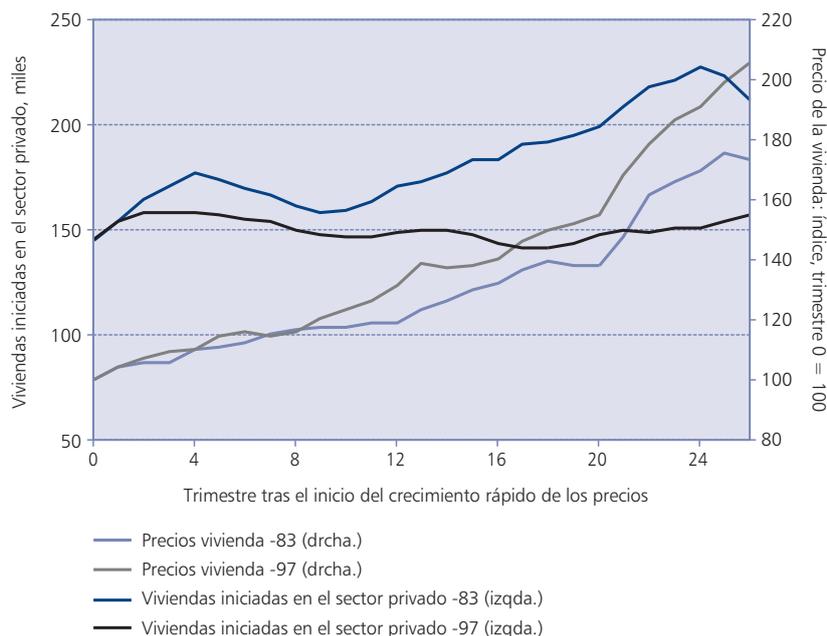
Algo fundamental para el valor de cualquier activo, financiero o real, es el valor neto presente, descontado al tipo de interés en vigor, del flujo de servicios que presta. En el caso de una inversión inmobiliaria, este sería el flujo de ingresos por alquileres de arrendar la vivienda o el local comercial. Como se ha indicado anteriormente, los movimientos en los precios de los inmuebles comerciales del Reino Unido en la primera década del siglo XXI no pueden explicarse por los alquileres y tipos de intereses corrientes y esperados, lo que deja un importante margen a otros factores tales como las expectativas de los inversores de plusvalías adicionales. Por el lado residencial, la ratio precios de la vivienda/alquileres subió casi un 60 por 100 en los diez años hasta 2007, sugiriendo de nuevo un cierto protagonismo para factores tales como expectativas de subidas de precios y plusvalías adicionales.

En muchos países uno de los motivos por los que los precios se desmarcan de los alquileres ha sido el ciclo de inversión. Cuando suben los precios de los inmuebles en el mercado secundario, los propietarios de terrenos tienen un incentivo para promover nuevos inmuebles para la venta. Cuando los precios de los inmue-

bles bajan, ese incentivo desaparece. Esto hace que la oferta aumente en respuesta a los precios, al igual que en otros mercados de bienes y servicios, y es un ejemplo del *feedback negativo* sobre los precios. Ahora bien, existen diferencias notables con otros mercados: los inmuebles no son bienes homogéneos y los tiempos de espera en la construcción son mucho más largos que para muchos otros bienes y servicios. Esto puede provocar que la oferta se vea limitada a corto plazo, ejerciendo un impacto positivo en los precios seguido por una sobrerreacción en respuesta a precios más altos con el eventual aumento, contribuyendo posteriormente a un desplome al producirse un exceso de oferta de inmuebles. En general, se piensa que esta dinámica explicaría las caídas de precios posteriores a la crisis en España, Irlanda y algunas regiones de Estados Unidos. Sin embargo, en el caso del Reino Unido, la importancia del ciclo de inversión en el pasado reciente se ha visto limitada por una oferta relativamente inelástica de viviendas nuevas: a pesar de que los precios de las viviendas se duplicaron entre finales de los años noventa y comienzos de la siguiente década, la licitación de viviendas se mantuvo prácticamente sin cambios hasta 2003 (gráfico 14). La oferta comenzó a responder a partir de 2004 y, aunque el incremento global de la licitación de viviendas alcanzó el 20 por 100, fue poco si se compara con el registrado a lo largo de los años ochenta. Probablemente, eso frenó la caída de los precios después de 2007.

Mientras que el ciclo de inversión puede añadir un *feedback negativo* a la dinámica del mercado de la vivienda, si bien con un retraso tan largo que hace que no necesariamente impida

GRÁFICO 14
PRECIOS NOMINALES DE LA VIVIENDA Y VIVIENDAS INICIADAS
DEL SECTOR PRIVADO, COMPARACIÓN ENTRE LOS PERIODOS
1983-1989 Y 1997-2003



Fuentes: Gobierno local y regional, Nationwide y cálculos del Banco de Inglaterra.

el desarrollo de auges, el ciclo de crédito es un ejemplo de *feedback positivo* que puede amplificar tanto los auges como los hundimientos. En efecto, a medida que suben los precios de los inmuebles, los prestatarios tienen más patrimonio con el que apalancarse, lo que les permite invertir más en inmuebles. Si lo hacen, ello puede hacer subir más los precios de los inmuebles, en particular, si la oferta no puede responder fácilmente. Del mismo modo, una relajación de las condiciones de crédito permite a los prestatarios endeudarse más para comprar inmuebles, lo cual, a su vez, incrementa adicionalmente el valor de los inmuebles. En el Reino Unido, el periodo de 2005-2007 ilustra la importante influencia que pueden tener las

condiciones de los mercados financieros globales en la dinámica de precios de los inmuebles. La caída de los tipos de interés a largo plazo globales, junto con un periodo de condiciones relajadas en los mercados de deuda mayoristas, generó un fuerte bucle de *feedback positivo* entre subida de precios de los inmuebles y crecimiento del crédito que se vio sostenido hasta que se endurecieron espectacularmente las condiciones crediticias a raíz de la crisis financiera mundial y la recesión subsiguiente.

Las expectativas de prestatarios y prestamistas pueden desempeñar una función importante en esta dinámica. Si las subidas de precios llevan a inversores o tenedores de vivienda a

incrementar su demanda, en anticipación a subidas de precios adicionales, o hacen que los prestamistas se sientan más cómodos con las garantías reales y relajen las condiciones de crédito, el bucle de *feedback positivo* puede volverse incluso más fuerte. Esta dinámica autorreforzada entre precios crecientes y fuerte crecimiento del crédito es fundamentalmente frágil. Si se produce un acontecimiento que hace caer los precios o lleva a los prestamistas a endurecer las condiciones de crédito, el *feedback positivo* puede invertirse rápidamente, lastrando adicionalmente los precios y reduciendo el patrimonio de los prestatarios. Las expectativas de precios decrecientes hace que prestatarios y prestamistas se replieguen aún más e intensifiquen el *feedback*.

2. Repercusión de los ciclos de los mercados inmobiliarios en la actividad y estabilidad financiera

Es esta interacción entre inmuebles y estabilidad económica y financiera la que reviste especial interés para el Banco de Inglaterra. En este apartado se aborda esta cuestión, examinando primero el nexo con la actividad económica y, seguidamente, la conexión con la estabilidad financiera. Por supuesto, ambos se solapan de manera sustancial: los episodios de inestabilidad financiera afectan invariablemente a la actividad económica.

2.1. El nexo de los mercados inmobiliarios con la actividad económica

Por lo general, se piensa que el nexo más significativo entre los inmuebles y la economía se

halla más en el mercado de la vivienda que en el de inmuebles comerciales. En este apartado, se examinan los canales a través de los cuales se piensa que ambos mercados inmobiliarios afectan a la actividad económica, y se muestran algunas evidencias en el Reino Unido sobre la importancia de cada canal. Dividimos los canales entre los que afectan al consumo y los que inciden en la inversión.

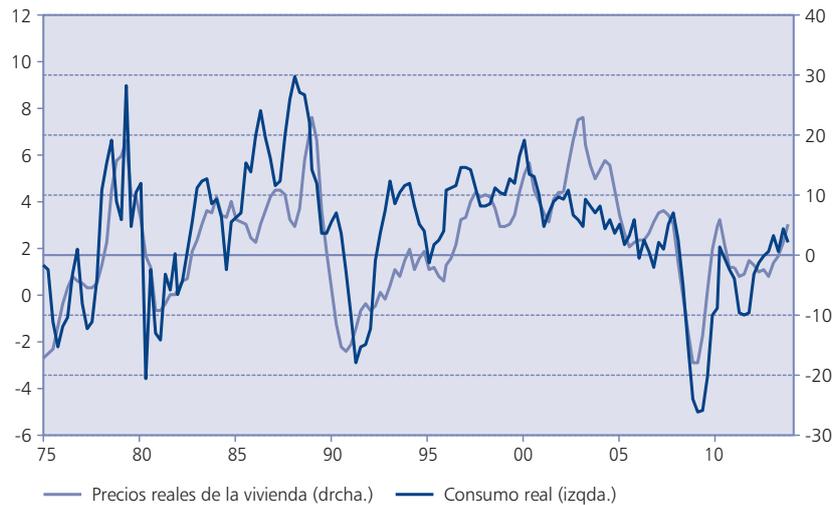
— Mercados inmobiliarios y consumo

La evidencia empírica ha constatado una clara correlación entre los precios de la vivienda y el consumo a lo largo de muchos periodos (gráfico 15), aunque no está claro que exista un nexo causal sólido entre ambas variables. A continuación, abordamos las posibles explicaciones de dicha correlación y presentamos las evidencias de cada una de ellas.

El primer canal es el «canal colateral» a través del cual los crecientes (decrecientes) precios de la vivienda aumentan (reducen) el patrimonio inmobiliario que los hogares pueden usar como garantía de préstamos para el consumo.

Un segundo canal sería el «efecto riqueza» en virtud del cual los propietarios de inmuebles que no tienen previsto comprar más inmuebles en el futuro previsible usan el mayor patrimonio resultante del incremento de los precios de la vivienda para consumir más. Este incremento en el consumo puede verse contrarrestado, en parte, por el mayor ahorro de los hogares que sí prevén comprar una casa o mudarse a una más grande y que se ven empobrecidos como resultado de esa misma subida de los precios de la vivienda.

GRÁFICO 15
PRECIOS DE LA VIVIENDA Y CONSUMO
(Variación interanual, en porcentaje)

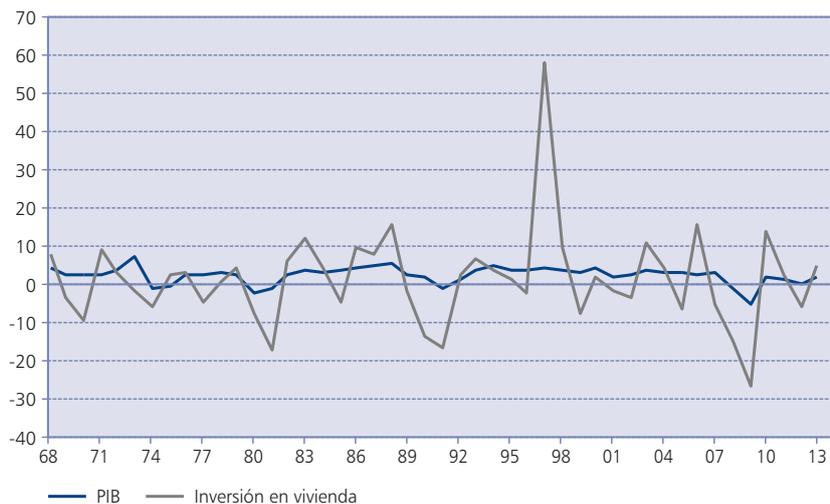


Fuentes: Nationwide y ONS.

Ambos canales, efecto riqueza y colateral, entrañan una relación más estrecha entre precios de la vivienda y consumo para los propietarios que para los arrendatarios de viviendas. Regresiones simples de los cambios en los precios de la vivienda sobre el consumo no de vivienda tanto de propietarios como de arrendatarios con datos del Reino Unido entre 1995 y 2011 (un periodo en el que, en su mayor parte, los precios de la vivienda estuvieron subiendo) sugieren una respuesta más fuerte de los propietarios, lo que respalda un pequeño efecto colateral y de riqueza. Si suponemos que la totalidad de la sensibilidad adicional de los propietarios, en comparación con los arrendatarios, se debe a los efectos colateral y de riqueza, estas regresiones apuntan a que un incremento del 20 por 100 en los precios de la vivienda podría aumentar el nivel de consumo en torno a un 0,5 por 100. Esto es compatible con las conclusiones de Benito (2007).

El canal «factores comunes» conlleva que una tercera variable, a saber, las expectativas de rentas futuras, o la incertidumbre con respecto a la renta, podrían estar influyendo tanto en los precios de la vivienda como en el consumo. La falta de evidencia sobre la existencia de efectos de colateral o de riqueza intensos en el Reino Unido, a pesar de la asociación de los aumentos del consumo y de vivienda en algunos periodos, apunta a que son los factores comunes los que determinan la relación entre consumo y precios de la vivienda. Ahora bien, la importancia de los factores comunes parece variar a lo largo del tiempo. Por ejemplo, en el auge de los años ochenta se observa una relación entre consumo y precios de la vivienda más intensa que en el auge de los años 1997-2007. Probablemente esto se deba a que, en el primer periodo, las expectativas impulsaron tanto los precios de la vivienda como el consumo, mientras que en el se-

GRÁFICO 16
INVERSIÓN EN VIVIENDA Y PIB
 (Variación interanual, en porcentaje)



Fuente: ONS.

gundo no existe evidencia clara de un aumento significativo en las expectativas de renta, y otros factores, tales como la interacción entre relajación de las condiciones de crédito y las restricciones sobre la oferta, fueron más determinantes en la subida de los precios de la vivienda.

La actividad del mercado de la vivienda, en contraposición a los precios, también podría haber tenido un pequeño impacto en el consumo ya que los hogares serían más proclives a comprar ciertos tipos de bienes duraderos, como electrodomésticos y muebles, cuando cambian de casa. Aunque existe cierta evidencia de que el mercado de la vivienda puede incidir en el consumo a través de este canal, los efectos parecen ser pequeños y poco sólidos. Análisis del Banco realizados desde 2005 (8) utilizando datos micro muestran que los hogares son entre dos y tres veces más proclives a comprar

ciertos bienes duraderos cuando se mudan de casa. Pero dado que solo una pequeña proporción de hogares cambia de casa a la vez, el impacto en el gasto total en bienes duraderos es modesto. Datos más recientes del Reino Unido arrojan que, si bien el gasto de los hogares en electrodomésticos y muebles cayó bruscamente en 2009 cuando se desplomaron las compraventas de viviendas, se recuperó en 2010, a pesar de que las operaciones inmobiliarias siguieron siendo muy inferiores a los niveles previos a la crisis.

El impacto de la evolución del mercado inmobiliario comercial en la actividad económica ha suscitado una menor atención en la literatura. Quizá ello se deba a que cualquier impacto en el consumo será probablemente muy indirecto, ya que la exposición directa de los hogares seguramente estará concentrada en un reducido número de grandes pa-

trimonios, y su exposición indirecta, vía fondos de pensiones, será probablemente muy oscura para la mayoría de los partícipes de dichos fondos. No obstante, el sector inmobiliario comercial es más susceptible de tener un mayor impacto en la inversión, como se verá en el siguiente apartado.

— *Mercados inmobiliarios e inversión*

Si bien la inversión en vivienda representa una parte pequeña de la actividad económica en el Reino Unido (un 4 por 100 de media entre 1997 y 2013), ha sido volátil, con una tendencia a caer pronunciadamente durante las desaceleraciones de mercado y, por tanto, a contribuir de manera significativa a los ciclos económicos del Reino Unido (gráfico 16) (9). Esta volatilidad se produce en parte debido a que pequeños cambios en el parque de viviendas deseado requieren grandes cambios en la inversión en vivienda. Las restricciones crediticias que sufren los promotores de viviendas también pueden poner freno a los inicios de viviendas durante una ralentización.

La construcción privada de inmuebles comerciales ha supuesto aproximadamente el 3 por 100 del PIB en las últimas décadas y también ha sido muy cíclica. Es probable que los efectos de colateral también presenten una consideración importante para la inversión del sector corporativo. Según estudios pasados del Banco, se estima que alrededor de un 50 por 100 del endeudamiento no dedicado a inmuebles comerciales de las pymes está garantizado con bienes inmuebles, siendo esta proporción ligeramente inferior en el caso de las grandes empresas. Asimismo, incluso la capacidad de las empre-

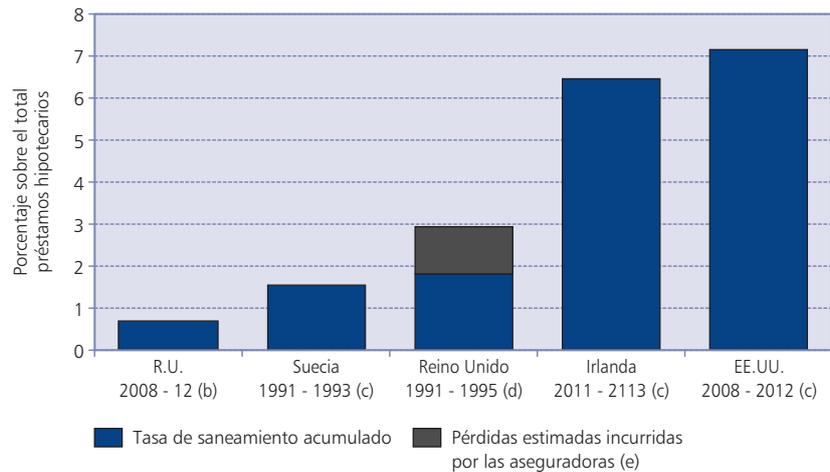
sas para endeudarse sin aportar garantías se ve afectada por el valor de su patrimonio inmobiliario, ya que forma parte de su valor neto global. De modo que el valor de los inmuebles comerciales podría ser una consideración importante para determinar las condiciones de crédito para las empresas que no son sociedades inmobiliarias.

Considerados conjuntamente, el descenso de la inversión en vivienda e inmuebles comerciales durante la desaceleración de 2008 explica más de la mitad de la amplitud del ciclo en el crecimiento del PIB durante el periodo. La inversión en vivienda (0,7 puntos porcentuales) y en inmuebles comerciales (0,4 puntos porcentuales) explicó en cerca de un punto porcentual del 3 por 100 del crecimiento medio anual del PIB registrado entre 2005 y 2006. Entre 2008 y 2009, el PIB se contrajo anualmente una media del 3 por 100, siendo achacable a la inversión inmobiliaria un efecto negativo medio anual sobre el crecimiento del 2,5 por 100 (repartido en una caída del 2 por 100 de la inversión en vivienda y una reducción del 0,6 por 100 de la inversión en inmuebles comerciales). Así pues, comparando los dos periodos, el crecimiento del PIB cayó en 6 puntos porcentuales, correspondiendo 3 de ellos a la brusca reducción en la tasa de crecimiento de la inversión inmobiliaria.

2.2. Los vínculos directos del mercado de la vivienda con la estabilidad financiera

El riesgo más obvio que plantea el sector inmobiliario a la estabilidad financiera procede de las pérdidas directas en que pueden incurrir los bancos por créditos fallidos, si bien la experiencia

GRÁFICO 17
ESTIMACIONES DE LAS PÉRDIDAS ACUMULADAS EN LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS^(a)



Notas:

(a) Las pérdidas acumuladas se estiman como el total de saneamientos realizados durante el periodo analizado en el gráfico dividido por el stock inicial de préstamos.

(b) Los datos del Reino Unido de 2008-2012 cubren todos los préstamos hipotecarios regulados y son recabados por el Banco de Inglaterra y la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido.

(c) Las pérdidas suecas están basadas en entidades de crédito a la vivienda. La pérdidas irlandesas son las registradas entre 2011 y mediados de 2013 por Banco de Irlanda, Allied Irish Bank y Permanent TSB. Las pérdidas de Estados Unidos hacen referencia a todas las entidades aseguradas por la FDIC. Todas las pérdidas están escaladas por la proporción de los préstamos al inicio del periodo.

(d) Las estimaciones de pérdidas en que incurrir los bancos y sociedades hipotecarias del Reino Unido entre 1991 y 1995 se basan en datos del Banco de Inglaterra, en los saneamientos declarados por una muestra de sociedades hipotecarias británicas y en los datos de embargos de la CML. Estas estimaciones se basan en cálculos del personal del Banco y están sujetas a cambio.

(e) Estimación de las pérdidas en que incurrir el sector asegurador en concepto de préstamos concedidos por bancos y sociedades hipotecarias. Se basa en datos publicados por MIAC-Acadametrics.

Fuentes: Banco de Inglaterra, Building Societies Association, Council of Mortgage Lenders, FDIC, Financial Conduct Authority, Glas Securities, Halifax, MIAC-Acadametrics, Nordic Council of Ministers, Statistics Sweden.

en el mercado de la vivienda ha demostrado que los préstamos hipotecarios pueden provocar una crisis sistémica aun cuando las pérdidas por créditos fallidos sigan siendo bajas. En este apartado, primero nos centramos en los riesgos de crédito directos derivados de los mercados inmobiliarios, para luego abordar los riesgos a través de canales no crediticios que en la reciente crisis se han revelado sustanciales.

— Riesgos de crédito

Históricamente, las pérdidas por hipotecas residenciales do-

mésticas del sistema bancario británico han sido bajas en comparación con los sistemas bancarios de otros países (gráfico 17). Por ejemplo, las pérdidas sufridas por los mayores prestamistas hipotecarios del Reino Unido en la crisis financiera más reciente ascendieron al 0,6 por 100 de sus préstamos hipotecarios. Junto con un exceso relativamente pequeño en la oferta inmobiliaria poscorrección (y, por ende, una corrección de precios más pequeña), el nivel relativamente bajo de pérdidas refleja en parte el predominio en el Reino Unido de las hipotecas con recurso pleno. Tales hipotecas suponen desincentivos

muy poderosos al impago de los prestatarios e incrementan la capacidad del banco para recuperar las pérdidas de quienes sí incurren en impago. Las pérdidas fueron mayores en el «desplome» de comienzos de los años noventa. Entre 1991 y 1995, el sistema bancario británico incurrió en pérdidas equivalentes a una tasa estimada del 1,8 por 100 del total de préstamos hipotecarios del Reino Unido. Y la industria aseguradora sufrió pérdidas equivalentes a una tasa estimada del 1,1 por 100 del total de préstamos hipotecarios del Reino Unido, por su provisión de seguros para hipotecas (habitualmente con una mayor ratio préstamo/valor) originadas por el sector bancario. Cabe achacar estas pérdidas más altas de los años noventa a los elevados tipos de interés y a las pésimas condiciones macroeconómicas, en particular, el elevado desempleo durante este periodo.

De una forma creciente, desde la desregulación de los sistemas bancarios en los años setenta y ochenta, los auges y hundimientos de la vivienda han coincidido con auges y hundimientos en el mercado inmobiliario comercial, provocando estos últimos pérdidas en los préstamos a la construcción y otros créditos comerciales ligados al sector inmobiliario que han sido mucho más elevadas que las pérdidas incurridas por hipotecas residenciales. Las tasas de pérdidas en préstamos para la compra de inmuebles comerciales habitualmente superaron las tasas de pérdidas de préstamos para vivienda, en parte porque los bancos no tienen más recurso contra las sociedades inmobiliarias que el colateral subyacente y, por lo general, estas sociedades inmobiliarias no tienen ningún interés en poseer un inmueble sin plus-

valía financiera (a diferencia de los hogares). La crisis reciente del Reino Unido es un ejemplo relevante, al haber ascendido las pérdidas al 6 por 100 de los préstamos y estimarse que hay otro tercio de los préstamos en aplazamiento en 2011.

— Riesgos no crediticios

Si bien las eventuales pérdidas crediticias derivadas del mercado de la vivienda fueron relativamente pequeñas en la crisis reciente, varios bancos británicos con balances dominados por hipotecas tuvieron problemas, como se indicó en la sección II. Ahora examinaremos cómo factores comunes al crédito hipotecario en particular pueden llevar a riesgos en el sistema financiero a través de varios canales no crediticios.

Riesgo de renta: En las hipotecas los precios tienden a fijarse de forma bastante competitiva y el plazo contractual es largo. Esto significa que pueden convertirse en un lastre significativo para el resultado neto de los bancos si están valoradas a niveles que posteriormente no resultan rentables. En 2008 y 2009 varios bancos del Reino Unido sufrieron fuertes descensos en el resultado financiero neto al rebajarse el tipo de referencia del Banco de Inglaterra del 5,75 al 0,5 por 100 y verse algunos contractualmente obligados a trasladar tales reducciones a sus tipos hipotecarios, pero no pudiendo ellos mismos hacer recortes similares en sus tipos de depósito. El impacto en el resultado de algunos prestamistas fue tan grave que llevó al Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra, en su reunión de noviembre de 2012, a concluir que no era deseable hacer más recortes en el tipo de

referencia del Banco de Inglaterra por debajo del 0,5 por 100 en el futuro previsible.

Riesgo de liquidez: Ciertas características de los préstamos hipotecarios pueden hacer que a algunos prestamistas les resulte atractivo financiar las hipotecas en los mercados de financiación mayorista. Entre estas características figuran las bajas pérdidas crediticias históricas en los activos hipotecarios y su relativa homogeneidad que facilita su seguimiento y titulización. Ahora bien, si el endeudamiento es a corto plazo, esto puede entrañar un desajuste de vencimientos en los libros de los prestamistas que les dificultará refinanciarse si los acreedores tienen dudas sobre la viabilidad de sus negocios a largo plazo. La gran dependencia de la financiación mayorista a corto plazo y el elevado apalancamiento eran comunes entre los prestamistas hipotecarios del Reino Unido que precisaron ayuda a raíz de la crisis financiera de 2007-2008.

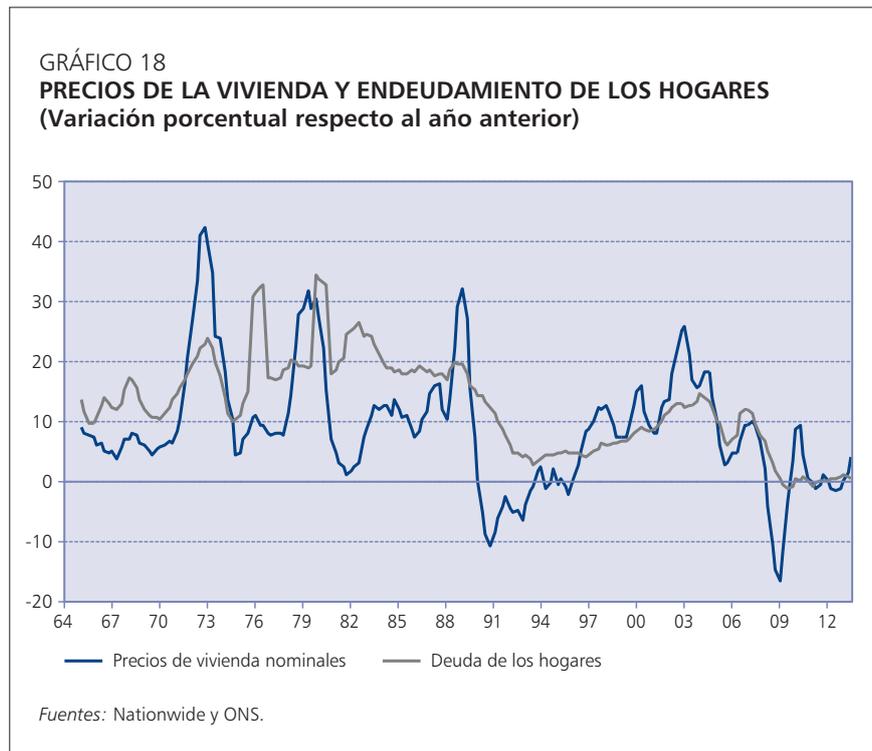
2.3. Vínculos a medio plazo e indirectos entre el mercado de la vivienda y la estabilidad financiera

Todos los episodios en los que se ha registrado un periodo de incrementos rápidos y sostenidos de los precios de la vivienda en el Reino Unido se han visto seguidos de un incremento sustancial del endeudamiento de los hogares (gráfico 18). La evidencia internacional sugiere que esto puede ser importante. Varios estudios han concluido que los países que han experimentado un crecimiento rápido del crédito y de los precios de la vivienda han tendido a sufrir recesiones más largas y profundas en la crisis

subsiguiente (10). Por ejemplo, un trabajo del FMI (2011) encontró que, en todos los países, las recesiones asociadas a hundimientos de la vivienda llevaron consigo un descenso de la producción del 10 por 100 con respecto a la senda anterior: más del doble de la caída registrada en recesiones sin hundimiento del sector de la vivienda.

El peor comportamiento macroeconómico es susceptible, en parte, por el mayor impacto macroeconómico de las perturbaciones de la oferta crediticia que se produce cuando una ralentización en el mercado inmobiliario pone de manifiesto posiciones de capital y de liquidez débiles en el sistema financiero. Cuando los prestamistas intentan mejorar sus posiciones de capital mediante operaciones de desapalancamiento, en un esfuerzo por reducir el denominador de sus ratios de capital, colectivamente las acciones pueden revelarse autodestructivas: la reducción de la oferta de crédito deja a la economía en una recesión más profunda y, en consecuencia, los prestamistas soportan pérdidas crediticias más altas.

Eso es parte de la motivación para la incorporación de *buffers* en el marco de capital revisado (Basilea III). Se garantizaría que, durante periodos de buenas condiciones económicas, los prestamistas mantengan un *buffer* de capital que pueda utilizarse con más seguridad cuando se producen pérdidas y existe así menos riesgo de que la oferta de crédito se recorte cuando las condiciones cambian. Como se explorará con más detalle a continuación, Basilea III permite a las autoridades macroprudenciales exigir un *buffer* de capital adicional durante periodos de riesgos crecientes en los sistemas financieros, que



luego puede liberarse cuando y conforme remitan los riesgos.

Más difícil de cuantificar son los efectos macroeconómicos de un sobeendeudamiento entre algunos hogares tras una corrección de precios. Los hogares que compraron con unas ratios préstamo/valor elevadas en los momentos álgidos del mercado experimentarán, tras una caída en los precios, patrimonios negativos, sufriendo una fuerte *shock* en sus patrimonios y, aun sin contracción general en la oferta de crédito, una merma enorme en su acceso al crédito. Estos altos niveles de endeudamiento también dejan a los hogares más vulnerables ante *shocks* de renta y cambios en los tipos de interés, por lo que se magnifica el impacto de un determinado cambio en la política monetaria o cambios en la renta, el consumo y la actividad al igual que en el riesgo de crédito. Análisis preliminares del Banco de Inglaterra usando datos

micro sugieren que hogares británicos altamente endeudados hicieron ajustes en el gasto mucho más grandes de lo que requería su renta a raíz de la crisis financiera. Los cálculos iniciales sugieren que este efecto podría dar cuenta de una reducción de hasta el 2 por 100 en el nivel de consumo inmediatamente después de la crisis.

Estos vínculos entre bancos, mercados inmobiliarios y la economía general pueden combinarse y transformarse en un círculo vicioso durante la desaceleración. La ralentización del mercado inmobiliario debilita las posiciones financieras tanto de los prestatarios como de los bancos, dando lugar a un fuerte endurecimiento de las condiciones crediticias, un *shock* para la confianza y, consiguientemente, una debilidad adicional en la economía al replegarse los prestatarios. La conjunción de endurecimiento de las condiciones crediticias y de debi-

lidad en los mercados inmobiliarios también provoca fuertes caídas en la inversión inmobiliaria, lo que contribuye aún más a la ralentización económica. Un elevado desempleo y debilidad generalizada en el sector corporativo pesa aún más en los bancos, lastrando nuevamente las condiciones de crédito y la confianza. La recuperación de las condiciones de crédito y la confianza puede tardar tiempo en llegar y quizá demorarse hasta después del saneamiento de los balances.

IV. OBJETIVOS DE POLÍTICA E INTERACCIONES

Con la aprobación de la Ley de Servicios Financieros (2012) el 1 de abril de 2013 y la creación de la Autoridad de Regulación Prudencial (Prudential Regulation Authority, PRA) y un Comité de Política Financiera (Financial Policy Committee, FPC) que estatutariamente forman parte del Banco de Inglaterra, este tiene ahora un abanico de competencias y responsabilidades sin precedentes en su historia. A través de la Autoridad de Regulación Prudencial, es responsable de la supervisión de bancos, compañías de seguros y grandes sociedades de inversión. A través del Comité de Política Financiera, tiene bajo su responsabilidad la política macroprudencial y, a través del Comité de Política Monetaria, la responsabilidad de la política monetaria. También se encarga de la supervisión y el control de la Infraestructura del Mercado Financiero y es la autoridad de resolución del Reino Unido.

El marco en el que el Banco de Inglaterra ejerce estas competencias viene definido en normas legales y, en cuanto a la estabilidad financiera y monetaria, clarifi-

cado mediante un intercambio periódico de cartas entre el Chancellor of the Exchequer (Ministro de Economía y Hacienda) y el Banco de Inglaterra. Dentro de ese marco, el Banco de Inglaterra goza de independencia operativa para desempeñar sus competencias de la manera que estime más pertinente para el cumplimiento de los objetivos que tiene encomendados por el Parlamento y el Gobierno.

Los objetivos estatutarios del Comité de Política Monetaria son mantener la estabilidad de precios y, sin perjuicio de la misma, prestar apoyo a las políticas económicas del gobierno, incluidos sus objetivos de crecimiento y empleo. La definición exacta de estabilidad de precios y de las políticas económicas del gobierno se establecía anualmente por el Chancellor of the Exchequer en una carta de mandato anual, siendo actualmente su objetivo lograr una tasa de inflación medida por el IPC del 2 por 100. No obstante, el marco de acción reconoce que la inflación puede desviarse del objetivo debido a *shocks* y perturbaciones y que, en tales circunstancias, intentar mantenerlo podría dar lugar a una volatilidad indeseable en la producción.

De conformidad con sus estatutos, los objetivos (11) primordiales de la PRA son promover la seguridad y la salud financiera de las antedichas entidades y, en el caso específico de las aseguradoras, contribuir a garantizar un grado de protección adecuado para los asegurados. El Consejo de Gobierno de la PRA controla el cumplimiento de estos objetivos y adopta las decisiones de supervisión más significativas y trata de aplicar una estrategia de supervisión de futuro basada en el buen juicio de las entidades que plantean el mayor riesgo a

los objetivos de la PRA, asegurando también un régimen de supervisión apropiado para las entidades de menor tamaño.

El Banco no es responsable de la conducta del mercado, lo cual incumbe a la Autoridad de Conducta Financiera (FCA).

El Comité de Política Financiera (FPC) tiene encomendados los objetivos de contribuir a proteger y mejorar la estabilidad del sistema financiero del Reino Unido y, sin perjuicio de la misma, apoyar las políticas económicas del Gobierno británico, incluidos sus objetivos de crecimiento y empleo. La estabilidad financiera es definida adicionalmente a través de un intercambio de cartas entre el Chancellor of the Exchequer y el FPC con vistas a mantener y reforzar la resistencia del sistema financiero y, asegurando esto, ayudar a evitar perturbaciones graves en las funciones vitales que desempeña el sistema financiero en su conjunto en nuestra economía: en concreto, la prestación de servicios de pago y liquidación, intermediar entre ahorradores y prestatarios, así como asegurar riesgos.

El Comité de Política Financiera tiene la potestad de ordenar a los reguladores microprudenciales (la PRA y la FCA) que lleven a cabo acciones mediante el establecimiento de instrumentos macroprudenciales designados. Actualmente, entre estos instrumentos figura un poder general —a través del denominado «*buffer* anticíclico»— para incrementar los requisitos de capital de todas las operaciones de préstamo de bancos del Reino Unido, sociedades de inversión y sociedades hipotecarias, al igual que una potestad de dirección específica para incrementar los requisitos de capital de las operaciones

de préstamo a sectores concretos (a través de requisitos de capital sectoriales). El Comité de Política Financiera también tiene la facultad de formular recomendaciones a los reguladores microprudenciales del Reino Unido (la Autoridad de Regulación Prudencial y la Autoridad de Conducta Financiera) con requerimientos de cumplimiento o de explicación, así como para hacer recomendaciones más generales sobre estabilidad financiera cuando lo estime pertinente.

La estabilidad financiera es relevante para los tres comités de política y consejos del Banco de Inglaterra, a saber: el Comité de Política Financiera, el Comité de Política Monetaria y la Autoridad de Regulación Prudencial. La experiencia de la crisis ha mostrado que un sistema financiero resistente es una condición previa vital para la estabilidad de los precios y ayuda a asegurar que los cambios en la política monetaria se transmitan a la economía de manera efectiva y previsible.

La forma en la que estos tres organismos se dividen el trabajo de mitigar los riesgos para la estabilidad financiera probablemente evolucionará a lo largo del tiempo conforme cambien las circunstancias prevalecientes. Por el momento, el Comité de Política Financiera y el Comité de Política Monetaria han acordado que incumbirá al primero y a otros reguladores formar la primera línea de defensa contra los riesgos para la estabilidad financiera. Este acuerdo se ha formalizado en los últimos intercambios de cartas entre esos dos Comités y el Chancellor of the Exchequer. Esto coloca al Comité de Política Financiera, junto con los reguladores, al frente de la mitigación de los riesgos resultantes de cualquier impulso renovado en los mercados

inmobiliarios, dejando al Comité de Política Monetaria libre para centrarse primordialmente en la tarea de gestionar activamente la demanda agregada en un nivel compatible con el mantenimiento de la estabilidad de los precios.

Esto deja al Comité de Política Financiera la realización de una serie de juicios potencialmente difíciles y controvertidos sobre cuándo y cómo actuar si se produce un nuevo auge en el mercado inmobiliario. Es evidente que este Comité, junto con los reguladores prudenciales, debe actuar para mantener la fortaleza del sistema, en particular, asegurándose de que el sistema mantenga los importes de capital y liquidez en niveles comparables a las amenazas emergentes. Los reguladores microprudenciales necesitan asegurarse que la gestión de riesgos y los criterios de concesión de crédito de las empresas financieras garantizan su resistencia a cualquier corrección en el mercado en fechas posteriores.

La difícil decisión que incumbirá al Comité será precisar el alcance y la rapidez de su actuación para comprobar si el mercado inmobiliario está cobrando impulso y si debe actuar antes de que se detecte una amenaza clara y directa para la resistencia del sistema. Volveremos a esta cuestión en el contexto de los recientes desarrollos en el mercado inmobiliario del Reino Unido, donde observamos una vuelta a un rápido crecimiento en precios y transacciones.

V. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS INMOBILIARIOS DEL REINO UNIDO

Desde el comienzo de 2013, ha habido un repunte sostenido

en los mercados inmobiliarios residencial y comercial *prime*. Esta evolución llevó al Comité de Política Financiera en noviembre de 2013 a emprender acciones, ya ejecutadas o en curso de ejecución, que deberían servir para mitigar los riesgos potenciales para la estabilidad financiera resultantes del creciente impulso en los mercados inmobiliarios. También ha diseñado algunas medidas adicionales que podrían adoptarse si los riesgos se intensifican. En este apartado se analiza esta evolución reciente y las acciones de política adoptadas por el Comité de Política Financiera.

1. Evolución reciente de los precios y de la actividad

Los precios de la vivienda del Reino Unido han subido un 9 por 100 en el año hasta marzo y la mayoría de las encuestas arrojan que las tasas de aumento recientes probablemente continuarán al menos varios meses. La ratio precio de la vivienda/renta media, una referencia clave de asequibilidad, situada en siete veces la renta, se mantiene cerca de un múltiplo por debajo de su pico de 2007 (gráfico 2). Si bien la ratio ha regresado al nivel registrado en 2003, sigue alrededor de 1,5 múltiplos por encima de su media a largo plazo. La actividad también ha repuntado con fuerza a lo largo de los últimos doce meses, con un incremento en la aprobación de préstamos para la compra de vivienda superior al 30 por 100 en el año hasta febrero, aunque su nivel, en 70.000 al mes, sigue siendo un 20 por 100 inferior al registrado desde 1993.

Todas las regiones del Reino Unido registraron subidas de precios a lo largo de 2013, si bien su

ritmo no fue uniforme en todo el país. En el conjunto del año, 10 de las 14 regiones registraron incrementos de precio de entre el 5 y el 10 por 100; en Londres los precios subieron alrededor de un 15 por 100. En el último trimestre del año, el impulso cobraba más fuerza y ya eran 7 regiones las que registraban subidas de precio superior al 10 por 100.

Esta fuerte recuperación del mercado de la vivienda puede atribuirse a varios factores: mejora de la confianza en la recuperación económica y, por ende, en las expectativas de renta; relajación de las restricciones de financiación de los bancos apoyada en parte por el plan de Financiación de Préstamos del Banco de Inglaterra y el Tesoro británico (Funding for Lending Scheme). Junto con las medidas adoptadas para recapitalizar los bancos, estas mejoras han propiciado una relajación de las condiciones crediticias. Conjuntamente, estos factores parecen haber comenzado a liberar la demanda latente de muchos hogares de mudarse a una casa nueva tras un periodo de cinco años de escasa rotación en el parque de viviendas, con propiedades cambiando de dueño a un ritmo de solo una vez cada 25 años (frente a la tasa media, desde 1980, cercana a una vez cada 15 años).

El Gobierno también ha introducido planes diseñados para ayudar a los hogares con bajos depósitos a que accedan al mercado. Los programas HtB:MG (Help to Buy Mortgage Guarantee, Ayuda a la Compra: Aval Hipotecario) y HtB:EL (Help to Buy: Equity Loan, Ayuda a la Compra: Préstamo Patrimonial) fueron puestos en marcha en 2013 en respuesta a la falta de disponibilidad de hipotecas para compradores con una alta ratio

préstamos/valor, una situación que venía caracterizando al mercado hipotecario del Reino Unido desde la crisis. En virtud del programa HtB:EL, el Estado promueve el acceso con préstamos patrimoniales a personas que compran viviendas de nueva construcción. Mediante el programa HtB:MG el gobierno trata de impulsar la disponibilidad de hipotecas con ratios LTV del 80-95 por 100 aportando a los prestamistas un aval estatal para cubrir la mayoría de las pérdidas sobre los préstamos en las hipotecas con mayor LTV en caso de impago. Si bien el volumen de préstamos generado por el HtB:MG, el mayor de los dos programas, ha sido reducido hasta la fecha. De hecho, muchos de los partícipes del mercado han sugerido que el impacto indirecto del programa en la confianza podría haber impulsado los precios al alza.

El reciente repunte de la demanda de viviendas se produce en un contexto de muy bajo aumento de la oferta, lo que añade presión adicional sobre los precios. La construcción de vivienda nueva cayó desde cerca de 230.000 unidades en 2008, a 130.000 al año en el periodo 2010-2012 (gráfico 12), aunque recientemente ha comenzado a recuperarse. La incapacidad de la construcción de viviendas para seguir el ritmo de la demanda desde la crisis ha sido achacada a una financiación limitada para la promoción inmobiliaria y a la incertidumbre sobre la demanda a la vista del restrictivo mercado hipotecario, además de la falta de respuesta del sistema de planificación y de los incentivos distorsionados de los gobiernos locales, que han persistido desde antes de la crisis. El repunte reciente puede atribuirse a la relajación de las dificultades de financiación y a la mayor demanda.

Hasta la fecha, este aumento del impulso en precios y transacciones aún no ha generado una subida sustancial en la tasa de crecimiento del *stock* de deuda hipotecaria. Si bien las operaciones a precios más altos han hecho subir el volumen bruto de préstamos hipotecarios, de momento este aumento está siendo menor que en ciclos anteriores ya que los prestamistas han mantenido unas ratios LTV bajas (con solo alrededor de un 15 por 100 del nuevo préstamo hipotecario concedido a compradores de primera vivienda con una ratio LTV superior al 90 por 100, frente a más de un 30 por 100 antes de la crisis) y procediendo parte del mayor número de transacciones de un aumento de los compradores al contado en el mercado londinense. Además, el impacto del aumento del crédito hipotecario bruto sobre el *stock* de hipotecas se ha visto compensado en gran medida por un aumento de las amortizaciones de deuda, al haberse registrado durante el pasado año un repunte en los reembolsos periódicos de préstamos hipotecarios.

Con todo, las aprobaciones de préstamos para comprar vivienda aún están lejos de alcanzar los niveles observados durante los periodos anteriores de rápido crecimiento del endeudamiento hipotecario. A lo largo del episodio de la primera década del presente siglo (2000-2007), las aprobaciones de préstamos para comprar casa rondaron de media las 100.000 al mes, llegando a 120.000 en el momento más álgido del mercado. En aquel momento, la combinación de un nivel más elevado en los precios de la vivienda y de un mayor volumen de transacciones provocó un rápido y sustancial aumento en el nivel de endeudamiento de los hogares al rotar el parque

de viviendas. Si las transacciones aumentaran en 2014 a la tasa registrada en 2013, el nivel de operaciones se colocaría en el umbral que desencadenó el auge del crédito en este episodio previo.

La recuperación del mercado inmobiliario comercial también ha sido segmentada. Los precios en el mercado *prime* (definido en términos amplios como inmuebles de buena calidad en una buena ubicación —a menudo en el centro de Londres— y alquilados a arrendatarios solventes) subieron un 6 por 100 durante el año pasado y se encuentran ya al 80 por 100 de sus máximos de 2007 (gráfico 1). En 2013, cerca de tres cuartas partes de la inversión bruta en Londres procedieron de compradores extranjeros. Sin embargo, los precios en el mercado secundario (definido en términos amplios como inmuebles «no *prime*», aunque abarcando un gran espectro de calidades) solo comenzaron a recuperarse en el último trimestre de 2013 y continúa un 50 por 100 por debajo de sus máximos de 2007. Las transacciones y la disponibilidad de crédito también se han recuperado más rápidamente en el mercado *prime* y el volumen de operaciones de inmuebles comerciales en Londres ya ha superado el máximo previo a la crisis.

La recuperación del mercado inmobiliario comercial *prime* también puede atribuirse a la mejora de la confianza en la recuperación económica. No obstante, también existen factores adicionales tales como el aumento de la demanda de exposición al sector inmobiliario comercial de los inversores de cartera, en particular compañías de seguros y de fondos de pensiones, así como soberanos extranjeros que se han visto atraídos por la percepción

de «seguridad» relativa del mercado británico y los bajos rendimientos de sus mercados domésticos. Este flujo de fondos hacia el mercado *prime* acaba de comenzar a afectar al mercado secundario, traduciéndose en un pequeño repunte en sus precios. Sin embargo, la velocidad de la potencial recuperación de este mercado se ha visto en cierta medida frenada por la vasta exposición pasada de los bancos británicos a un mercado secundario del que desean salir.

2. Riesgos

Los mercados inmobiliarios siguen en las primeras fases de recuperación. Aunque cabía esperar un cierto rebote dada la recuperación generalizada de la economía británica, el impulso de los mercados inmobiliarios ha repuntado con una gran rapidez. Las aprobaciones de créditos para comprar casa han subido un 30 por 100 con respecto a su nivel de hace un año, igualando el ritmo de cambio observado en los repuntes de actividad en el mercado de la vivienda a comienzos y mediados de los años 2000. Es probable que las crecientes expectativas de renta estén influyendo en este despegue de la actividad.

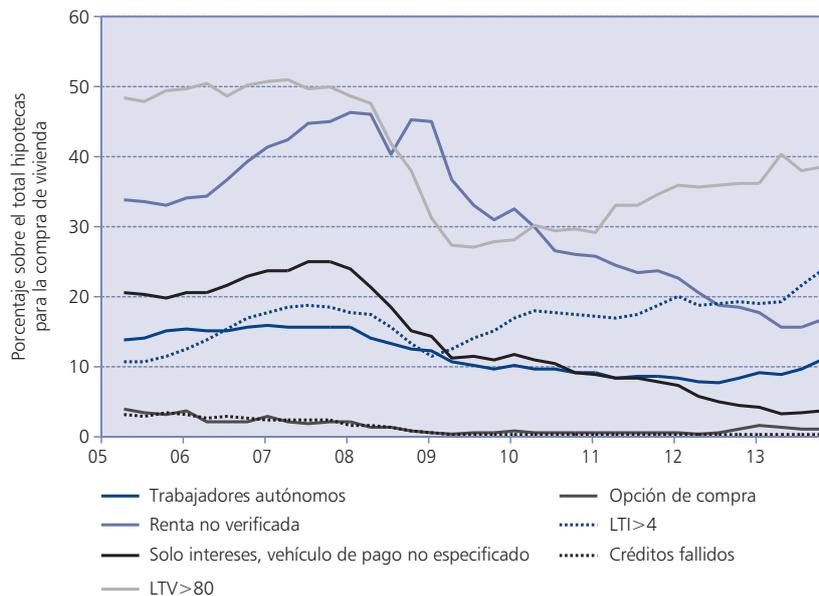
La relajación de las condiciones de crédito también parece haber liberado la demanda latente de los propietarios de vivienda que deseaban cambiar de casa. Desde 2008, las aprobaciones mensuales de préstamos para la adquisición de vivienda venían siendo unas 30.000 menos al mes que el promedio registrado desde 1993. Si se suman estas cantidades no realizadas, habría más de 2 millones de operaciones «pendientes», lo que augura un potencial sustancial de repun-

te sostenido en las transacciones. Dado el largo periodo de escasa construcción de viviendas, así como el potencial limitado de que la nueva oferta llegue rápidamente al mercado, si dicha demanda se materializara rápidamente existiría un riesgo real de que el aumento de la actividad generara incrementos adicionales significativos en los precios de la vivienda. En este contexto, es probable que las expectativas también jueguen cierto papel en la conformación del mercado ya que los compradores tratarán de cerrar las operaciones cuanto antes para evitar tener que comprar a precios más caros en el futuro.

No está claro dónde terminará esta historia. De un lado, a medida que suban los precios, las restricciones de asequibilidad podrían empezar a hacer mella en el número de operaciones, actuando así como un freno natural a la generación de impulso en el mercado. Ahora bien, si se suavizan las condiciones de concesión de préstamos, el periodo de subidas rápidas de los precios podría durar más tiempo, viéndose probablemente acompañado de un aumento sustancial del apalancamiento de los hogares.

Las medidas adoptadas a raíz de la crisis para estabilizar el sistema han dejado al sistema bancario en mejor forma que en el periodo previo a la crisis. Los grandes bancos del Reino Unido disponen ahora de 150.000 millones de libras esterlinas más de capital y su apalancamiento ha caído casi a la mitad. En conjunto, se ha cerrado el déficit de financiación de clientes, y sus posiciones en activos líquidos se han triplicado. Incluso la mayor brecha de financiación de clientes del grupo, que representan un 15 por 100 de los préstamos pendientes, es pequeña y mucho

GRÁFICO 19
CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS NUEVOS^{(a)(b)}



Notas:

(a) Incluye préstamos a compradores de su primera vivienda (FTB), arrendatarios de viviendas sociales que ejercen su opción de compra y prestatarios que ya son propietarios de una vivienda y adquieren otras para cambiar de casa.

(b) Los datos incluyen solo hipotecas reguladas y, por lo tanto, excluyen otros productos de financiación de viviendas regulados tales como los planes de compra de vivienda y las reversiones de vivienda, así como los productos no regulados tales como préstamos de segunda hipoteca e hipotecas «comprar para alquilar».

Fuentes: Product Sales Data de la FCA y cálculos del Banco de Inglaterra.

más reducida que en la posición previa a la crisis.

Por el momento, a juzgar por un buen número de parámetros, los criterios de concesión de préstamos hipotecarios parecen haber mantenido su solidez hasta este último repunte.

Eso refleja el repliegue del apetito por el riesgo de los prestamistas a raíz de la crisis financiera y, más recientemente, la anticipación de normas más estrictas de concesión de créditos con la Mortgage Market Review (MMR), que entró en vigor el 26 de abril de 2014. A partir de ahora, los prestamistas estarán

obligados a valorar la capacidad de endeudamiento total y aseguirabilidad de la hipoteca de los prestatarios, incluyendo tipos de interés más altos. Esto debería ayudar a mantener las ratios préstamo/renta en un nivel asequible para los prestatarios a lo largo del tiempo y prohíbe efectivamente las hipotecas *self-certified* o *sub-prime*. Y las normas sobre préstamos con amortización de intereses solo al vencimiento deberían reducir su predominio en el mercado y limitar el riesgo que puede resultar inasequible al vencimiento (12). A la vista de una amplia variedad de parámetros, incluido el número de hipotecas autocertificadas con renta y la in-

cidencia de las hipotecas con amortización de intereses al vencimiento, los préstamos con características de mayor riesgo identificados por la Mortgage Market Review (MMR) de la Financial Service Authority del Reino Unido asociados a préstamos fallidos, sigue siendo baja (gráfico 19) (13).

Ahora bien, hay indicios de que las características de riesgo de los nuevos créditos hipotecarios a los hogares estarían aumentando.

La proporción de hipotecas con una elevada ratio préstamo/valor sigue siendo baja en comparación con las medias históricas, pero las ratios préstamo/valor de los nuevos préstamos están subiendo y parece que lo seguirán haciendo tras el fuerte incremento del número de productos nuevos de elevada ratio préstamo/valor en el mercado. Solo algunos de estos productos forman parte del programa HtB:MG, donde las pérdidas de los bancos estarían limitadas por el seguro del gobierno.

Las hipotecas con una ratio préstamo/renta superior a 4,5 suponen el 8 por 100 del nuevo volumen de préstamos, un nivel idéntico al registrado en los tiempos previos a la crisis; en cuanto a los préstamos con garantía real en Londres, más del 16 por 100 del volumen nuevo exhibe una ratio préstamo/renta superior a 4,5. Aunque las ratios préstamo/renta no fueron identificadas en el estudio de la MMR como predictor fiable de impagos futuros, hay que tener en cuenta que el estudio se llevó a cabo con datos de 2005-2010, periodo durante el cual la subida más alta del tipo de referencia del Banco de Inglaterra fue de apenas 1,25 puntos porcentuales. Esa conclusión podría no ser robusta en el

caso de que los tipos de interés se incrementen significativamente.

En el segmento comercial, el repunte de la inversión en inmuebles comerciales *prime* ha venido impulsado en su mayor parte por la inversión de capital, y no tanto por la deuda bancaria. Y el crédito para adquirir inmuebles comerciales sigue exhibiendo unas ratios préstamo/valor muy conservadoras.

3. Respuestas políticas

En su *Informe de Estabilidad Financiera* de noviembre de 2013, el Comité de Política Financiera advertía de que la recuperación del mercado de la vivienda podría plantear riesgos a la estabilidad financiera si se veía acompañado de subidas sustanciales y rápidas en los precios de las viviendas y de un mayor apalancamiento de los hogares. El Comité de Política Financiera dejó clara su intención de realizar un estrecho seguimiento del mercado de la vivienda, incluida la evolución de los precios de las viviendas en comparación con indicadores de accesibilidad y sostenibilidad. Señaló que controlaría estrictamente las exposiciones de los bancos a prestatarios altamente endeudados, los criterios de concesión de préstamos tanto en el mercado hipotecario residencial como en los sectores de inmuebles comerciales y de construcción afín, así como el recurso de los prestamistas a la financiación mayorista a corto plazo. El Comité se reafirmó en esta opinión en una declaración tras sus reuniones de marzo de 2014 (14).

El Comité de Política Financiera señaló en noviembre que ya se estaban ejecutando varias medidas que probablemente ayudarían a mitigar los riesgos:

— Los pasos (antes señalados) que ya se han dado para reforzar el capital agregado y la posición de liquidez de los bancos.

— Las medidas ya puestas en marcha por la Autoridad de Conducta Política para ayudar a mantener criterios de concesión de hipotecas sólidos. Tales medidas constituyen un elemento importante de la implementación de la Mortgage Market Review (MMR) de abril de 2014 (15).

— La política, puesta en marcha en respuesta a la crisis financiera, de permitir a los bancos con crecientes préstamos a los hogares acogerse al Funding for Lending Scheme (FLS), para solicitar una compensación en sus requisitos de capital, se terminaría y los términos del FLS se modificarían para eliminar los incentivos directos que han incrementado los préstamos a los hogares en 2014 (16).

— El ejercicio anual de pruebas de resistencia concurrentes para los grandes bancos del Reino Unido se centrarían en los riesgos relacionados con la vivienda. El test forma parte del ejercicio de pruebas de resistencia de la Unión Europea previsto para 2014. El Comité de Política Financiera anunció en marzo de 2014 que la variante británica de las pruebas de resistencia examinaría la resistencia de los bancos británicos a un *shock* en el mercado de la vivienda, a una brusca subida de los tipos de interés y a un aumento pronunciado en el desempleo.

— En adelante, a la hora de llevar a cabo los test de accesibilidad, los prestamistas hipotecarios deberán tener en cuenta las recomendaciones del Comité de Política Financiera sobre los tipos

de interés que son apropiados usar en su valoración.

En noviembre de 2013, el Comité de Política Financiera también avanzó las acciones adicionales que emprendería para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera derivados del mercado de la vivienda:

— Recomendaciones al Tesoro británico sobre el programa HTN:MG. Entre ellas podría figurar si la fijación de precios y el techo de 600.000 libras esterlinas a los precios de los inmuebles es apropiado.

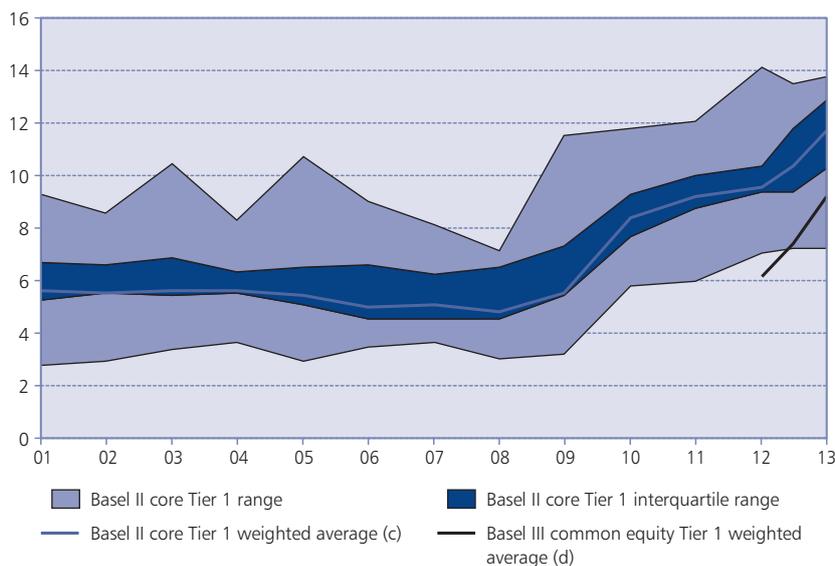
— Recomendaciones para asegurarse de que los criterios de concesión de créditos son estrictos. Entre ellas puede haber recomendaciones a prestamistas sobre el tipo de interés que es adecuado usar en sus evaluaciones.

— Recomendaciones u órdenes a la Autoridad de Regulación Prudencial para incrementar los requisitos de capital del sector para que los bancos con préstamos hipotecarios amplíen directamente las provisiones para pérdidas que mantienen contra pérdidas de tales préstamos.

— Incrementar el *buffer* de capital anticíclico para ampliar el capital de absorción de pérdidas en todo el sistema con vistas a mejorar la resistencia general de los bancos al impacto de una desaceleración de la economía británica provocada por el mercado de vivienda (gráfico 20).

— Recomendaciones a la Autoridad de Conducta Financiera y/o la Autoridad de Regulación Prudencial, en forma de requerimientos tanto de cumplimiento como de explicación, para establecer límites a las ratios préstamo/valor, préstamo/renta, deuda

GRÁFICO 20
RATIOS DE CAPITAL DE LOS BANCOS BRITÁNICOS^{(a)(b)(c)(d)}



Notas:

(a) Capital básico de Tier 1 de los grandes bancos británicos como porcentaje de sus activos ponderados por el riesgo. La serie emplea el grupo de grandes bancos británicos a 2014 y sus anteriores integrantes. Los datos excluyen Northern Rock/Virgin Money a partir de 2008.

(b) Desde 2008, el gráfico muestra los ratios Tier 1 publicadas por los bancos, excluyendo los instrumentos de capital híbrido y haciendo deducciones de capital basadas en las definiciones de la FSA. Antes de 2008 ese parámetro no solía revelarse; el gráfico muestra los cálculos del Banco que se aproximan a los publicados anteriormente en el FSR.

(c) La media está ponderada por los activos ponderados por el riesgo.

(d) La «ratio de capital del capital social ordinario de Tier 1 Basilea III» se calcula como niveles agregados del capital ordinario Tier 1 de un grupo comparable sobre los activos ponderados por riesgo agregados, de acuerdo con la definición propuesta Basilea III. La muestra Basilea III incluye Barclays, HSBC, Lloyds Banking Group, RBS, Nationwide, Santander UK y Co-operative Banking Group.

Fuentes: Cuentas publicadas, rentabilidad regulada PRA y cálculos del Banco de Inglaterra.

total/renta o a los vencimientos de la hipoteca, a fin de restringir la disponibilidad de hipotecas de un tipo concreto.

— Recomendaciones al Tesoro británico para otorgar al Comité de Política Financiera una potestad de dirección sobre el valor máximo permitido a estos términos y condiciones del crédito hipotecario.

La respuesta del Comité de Política Financiera a la evolución de los riesgos del mercado inmobiliario británico debe depender de la naturaleza de dichos ries-

gos. Por ejemplo, si las pruebas de resistencias revelaran que los requisitos de capital para hipotecas son insuficientes para cubrir las pérdidas potenciales, incrementar los requisitos de capital podría ser un curso de acción natural. Si los riesgos radican primordialmente en el endeudamiento de los hogares, serían más apropiadas acciones que se centraran en reforzar las restricciones de accesibilidad.

En el pasado, los periodos de un rápido impulso en el crecimiento del mercado se han asociado a deterioros en los criterios

de concesión y a un alto nivel de financiación de deuda hipotecaria, seguidos por aumentos sustanciales y rápidos en el stock de deuda, que más tarde resultó inasequible para una gran parte de los prestatarios. Si se apreciaran indicios de relajación de los criterios de concesión, incluidas indicaciones de que los prestatarios están asumiendo deuda que más tarde podría revelarse inasequible, eso representaría una razón para que el Comité de Política Financiera considerara acciones adicionales para reforzarlos.

Asimismo, aun cuando los prestamistas no alterasen de manera perceptible las condiciones en las que acceden a conceder crédito, el incremento del stock de créditos podría verse impulsado por una simple subida de las valoraciones. Tal incremento del stock de deuda podría resultar especialmente peligroso ahora que los tipos de interés están inusualmente bajos, ya que es probable que los mismos vuelvan a subir en algún momento. Si llegara a preocupar más al Comité de Política Financiera el gran número de prestatarios que asume préstamos que más tarde podrían resultar inasequibles durante un periodo prolongado en el que los tipos de interés hayan vuelto a niveles más normales, el curso de acción más natural sería recomendar pruebas de estrés de tipos de interés como los usados en las pruebas de accesibilidad.

La psicología del mercado de la vivienda del Reino Unido podría ser especialmente peligrosa si los prestatarios o prestamistas extrapolan los recientes repuntes de los precios de los inmuebles y prevén subidas adicionales en el futuro. Es posible que arraigue este tipo de mentalidad «especuladora». La experiencia pasada sugiere que esto resultaría muy

difícil de combatir sin una ralentización abrupta y desestabilizadora en el mercado. Si se ve acompañada por crédito y endeudamiento crecientes susceptibles de reclamar una respuesta graduada y proporcionada a los riesgos resultantes del mercado inmobiliario conforme empiecen a emerger, en lugar de actuar de forma más repentina, al final del ciclo, de nuevo se habría generado una vulnerabilidad sustancial y directa para el sistema.

VI. CONCLUSIÓN

Con las reformas que siguieron a la crisis financiera, el Banco de Inglaterra ahora ostenta una responsabilidad sustancial, realmente sin precedentes, así como los poderes pertinentes para gestionar los riesgos que amenacen la estabilidad financiera del país, incluidos los derivados de los mercados inmobiliarios. Ahora bien, un mayor poder conlleva una mayor responsabilidad. El Reino Unido muestra una historia de periodos de rápido aumento de los precios de los inmuebles y financiado con deuda y de operaciones crediticias que generan un riesgo dentro del sistema y correcciones que se han visto acompañadas de contracciones de la actividad económica dolorosas y más profundas de lo habitual, así como de episodios de debilidad dentro del sistema bancario. Las medidas puestas en marcha desde la crisis han hecho al sistema más resistente, con volúmenes de capital y liquidez más grandes y criterios de concesión de crédito más prudentes. Sin embargo, el impulso de los mercados inmobiliarios del Reino Unido está creciendo nuevamente con rapidez, lo cual, si es sostenido podría traer consigo un incremento rápido y sustancial del endeudamiento. Es posible

que el impulso pierda fuerza si las restricciones de accesibilidad empiezan a hacer mella. Sin embargo, si los prestamistas permiten a los prestatarios asumir volúmenes de deuda cada vez mayores en comparación con sus ingresos, es probable que el impulso se sostenga durante más tiempo. Un impulso rápido en el mercado inmobiliario puede traer consigo aumentos rápidos y sustanciales del endeudamiento que más tarde se revele inasequible, lo cual, a su vez, puede acarrear riesgos directos e indirectos para el sistema. El Comité de Política Financiera del Banco de Inglaterra está haciendo un seguimiento muy estrecho de la posible evolución de dichos riesgos y está preparado para emprender las acciones que sean necesarias para proteger la estabilidad.

NOTAS

(*) El artículo fue preparado y terminado sobre la base de la información disponible al final de marzo de 2014.

- (1) Véase BANCO DE INGLATERRA (1989).
- (2) Véase BANCO DE INGLATERRA (1989 y 1992).
- (3) Véase RENAUD (1995).
- (4) Véase HELLEBRANDT *et al.* (2013).
- (5) Véase BANCO DE INGLATERRA (2008).
- (6) Véase BENFORD y BURROWS (2013).
- (7) Véase BARKER (2004).
- (8) Véase BENITO y WOOD (2005).
- (9) Véase CORDER y ROBERTS (2008).
- (10) Véase CROWE *et al.* (2013).

(11) La PRA tiene igualmente un objetivo secundario, subordinado a sus objetivos generales, de promover la competencia efectiva en los mercados de servicios prestados por las sociedades autorizadas por la PRA.

(12) Las normas en materia de hipotecas «solamente intereses» obligan a los prestamistas a asegurarse de que el prestatario cuenta con una estrategia de reembolso creíble, o bien, a llevar a cabo un test completo de accesibilidad del préstamo «solo intereses» como si fuera a ser reembolsado abonando intereses y capital.

(13) Estos incluyen los siguientes factores de riesgo, identificados en la Mortgage Market Review de la Financial Service Authority del Reino Unido: préstamos a prestatarios con un historial del crédito deteriorado; préstamos con una elevada ratio préstamo/valor; donde el prestatario es trabajador autónomo; donde la rehipoteca es para consolidar deudas; donde la hipoteca es para el arrendador de una vivienda social que ejerce la opción de compra; donde la renta del prestatario hipotecario es *self-certified*; e hipotecas «solo intereses» con una dependencia elevada en el producto de la venta del inmueble para hacer el reembolso del capital.

(14) Para acceder a la declaración del FPC posterior a sus reuniones de marzo, véase: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2014/025.aspx>

(15) Para más información sobre las normas de la MMR, véase: <http://www.fca.org.uk/firms/firm-types/mortgage-brokers-and-home-finance-lenders/mortgage-market-review>

(16) Para más información sobre el FLS, véase: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/FLS/default.aspx>

BIBLIOGRAFÍA

- ASHCRAFT, A., y SCHUERMANN, T. (2008), «Understanding the securitization of subprime mortgage credit». Staff Report, Federal Reserve Bank of New York, número 318.
- ATTANASIO, O.; BLOW, L.; HAMILTON, R., y LEICESTER, A. (2005), «Consumption, house prices and expectations», «Booms and busts: consumption, house prices and expectations», *Economica*, 71: 20-50.
- BANCO DE INGLATERRA (1989), «The housing market», *Quarterly Bulletin*, February 1989. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/qb/1989/qb89q16677.pdf>
- (1992), «House prices, arrears and possessions», *Quarterly Bulletin*, May 1992. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/qb/1992/qb92q2173179.pdf>
- (2008), «Financial Stability Report, October 2008», Issue n.º 24. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2008/fsrfull0810.pdf>
- (2013), «Financial Stability Report, November 2013», n.º 34. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2013/fsrfull1311.pdf>
- BARKER, K. (2004), «Barker review of housing supply. Delivering stability: Securing our future housing needs». Disponible en: http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/consultations_and_legislation/barker/consult_barker_index.cfm

<p>BENFORD, J., y BURROWS, O. (2013), «Commercial Property and financial stability», <i>Quarterly Bulletin del Banco de Inglaterra</i>, 2013 (Q1). Disponible en: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2013/qb130105.pdf</p> <p>BENITO, A. (2007), «Housing equity as a buffer: evidence from UK households». Documento de trabajo del Banco de Inglaterra, n.º 324.</p> <p>BENITO, A., y WOOD, R. (2005), «How important is housing market activity for durables spending?», <i>Quarterly Bulletin del Banco de Inglaterra</i>, Verano de 2005.</p>	<p>Disponible en: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb050202.pdf</p> <p>CORDER, M., y ROBERTS, R. (2008), «Understanding dwellings Investment», <i>Quarterly Bulletin del Banco de Inglaterra</i>, 2008 (Q4). Disponible en: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb080402.pdf</p> <p>CROWE, C.; DELL'ARICCIA, G.; IGAN, D., y RABANAL, P. (2013), «How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences», <i>Journal of Financial Stability</i>, 9: 300-319.</p>	<p>DAVIS, E.P. (1993), «Bank Credit Risk». Documento de trabajo del Banco de Inglaterra, número 8.</p> <p>HELLEBRANDT, T.; KAWAR, S., y WALDRON, M. (2009), «The economics of negative equity», <i>Quarterly Bulletin del Banco de Inglaterra</i>, 2009 (Q2).</p> <p>MINSKY, H. (1987), <i>Stabilising and unstable economy</i>, McGraw-Hill.</p> <p>RENAUD, B. (1995), «The 1985-94 global real estate cycle. Its causes and consequences». World Bank Policy Research Working Paper número 1452.</p>
---	--	--