

Sistema Financiero y Realidad Empresarial

LA FINANCIACIÓN DEL MERCADO DE LA VIVIENDA: EL PAPEL DE LAS CAJAS DE AHORROS

Santiago Carbó Valverde (*)
José M. Liñares Zegarra (**)

1. INTRODUCCIÓN

El persistente crecimiento del precio de la vivienda ha suscitado un intenso debate debido a las consecuencias que puede acarrear para las empresas constructoras, economías domésticas y entidades financieras. En un contexto caracterizado por reducidos tipos de interés y diversas tensiones en la oferta y la demanda, la financiación del mercado de la vivienda supone un aspecto fundamental de análisis, del que pueden desprenderse lecciones respecto a algunos de los riesgos latentes en el mercado. Por el lado de la demanda, el crédito hipotecario ha registrado elevadas tasas de crecimiento en los últimos años —con una intensa competencia entre las entidades financieras para aumentar su cuota de mercado— propiciando un notable incremento en las necesidades de liquidez que deben afrontar las distintas entidades bancarias para desarrollar este proceso de financiación. En él, es importante destacar el papel jugado por las cajas de ahorros, no sólo por la magnitud de los créditos concedidos y la gestión del riesgo de los mismos, sino también por su compromiso para facilitar el acceso a la vivienda de los hogares con menos recursos —materializado en la gestión de los distintos planes de vivienda— a fin de evitar o disminuir la exclusión financiera y social de las familias. Por el lado de la oferta, las instituciones financieras han incrementado de forma notable los créditos a las empresas del sector de la construcción y, en particular, a la actividad inmobiliaria. Si bien en este segmento de negocio la morosidad se

ha mantenido igualmente en niveles reducidos, pueden existir tantos o más riesgos latentes que en el segmento del crédito hipotecario. En este sentido, resulta conveniente que la financiación de la vivienda se gestione eficientemente reduciendo las tensiones y riesgos inherentes a este sector.

Por todo ello, y dada la importancia del crédito en el mercado de vivienda, este artículo adopta un análisis global desde una doble perspectiva, tanto desde el punto de vista de la demanda (crédito hipotecario para adquisición de vivienda), como de la oferta (crédito al sector de la construcción e inmobiliario), tratando de señalar las principales tendencias y riesgos asociados a estos procesos, y destacando el papel desempeñado por las cajas de ahorros en estos mercados. De este modo, en el apartado 2 se analiza la evolución del crédito hipotecario y la participación de las cajas de ahorros en este mercado. En el apartado 3 se estudia el recurso a la titulización como alternativa de las entidades bancarias para la obtención de liquidez. La financiación del sector de la construcción se recoge en el apartado 4. Finalmente, el apartado 5 incluye algunas de las principales conclusiones del artículo.

2. EL CRÉDITO HIPOTECARIO: EL PAPEL DE LAS CAJAS DE AHORROS

El crédito hipotecario ha registrado en los últimos años un fuerte crecimiento, auspiciado por

diversos factores, entre los que destacan niveles de tipos de interés reducidos respecto a épocas precedentes, el crecimiento de la renta y del empleo y unas expectativas económicas bastante favorables. En el cuadro 1 se muestra la evolución del saldo vivo del crédito hipotecario entre 1988 y 2004, así como la distribución entre las principales entidades financieras de este tipo de financiación, incluyendo los establecimientos financieros de crédito (EFC). En primer lugar, se constata una considerable expansión del mismo, pasando de 38.790 millones de euros en 1987 a 505.481 millones en 2004. El ritmo de crecimiento es particularmente intenso en los últimos años, en los que el precio de la vivienda ha experimentado su mayor repunte. En particular, la actividad crediticia hipotecaria ha aumentado un 134,1 por 100 en términos netos entre 1999 y 2003. Por tipos de entidades, las cajas de ahorros —con una clara vocación hacia la banca minorista— ocupan un lugar destacado, aumentando su cuota de mercado del 49,61 por 100 en 1988 al 53,29 por 100 del crédito hipotecario concedido en 2004 (1). De este modo, se constata que las cajas son los intermediarios financieros más activos en el mercado hipotecario. En contraste, la banca privada, ha visto reducida su cuota del 41,49

por 100 al 39,81 por 100, mientras que las cooperativas de crédito registran un importante progreso en la captación de crédito hipotecario (del 1,89 al 5,79 por 100).

El gráfico 1 muestra las tasas de crecimiento interanual del crédito hipotecario en España. Si bien estas tasas presentan un comportamiento irregular a lo largo del período considerado, las variaciones fueron siempre superiores a los dos dígitos para las entidades de depósito, mientras que presentaron una tendencia decreciente, e incluso negativa, en el caso de los establecimientos financieros de crédito. Es importante destacar dos aspectos. En primer lugar, que las tasas de variación interanual más elevadas a lo largo del período de estudio corresponden tanto a las cooperativas de crédito como a las cajas de ahorros. En segundo lugar, se constata la presencia de una elevada correlación en el ritmo de crecimiento de los créditos concedidos entre los bancos y las cajas. Se puede observar una continua aceleración en la concesión de crédito hipotecario para el conjunto de las entidades de depósito —con tasas medias superiores al 20 por 100— tanto al inicio, como al final del período que, sin embargo, presentan características muy distin-

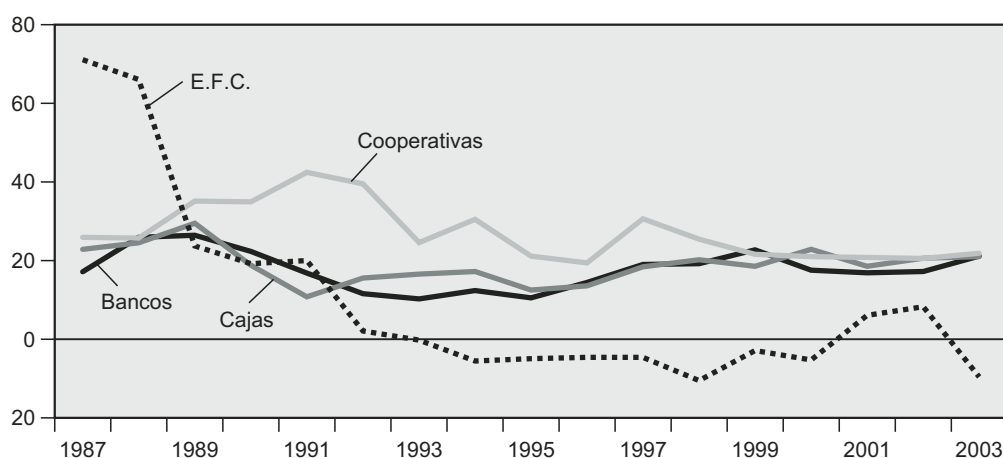
CUADRO 1
CRÉDITO HIPOTECARIO: EVOLUCIÓN Y DISTRIBUCIÓN INSTITUCIONAL (1988-2004)
Saldos vivos en balance. Millones de euros y porcentaje

PERÍODO	TOTAL	ENTIDADES DE DEPÓSITO							EFC	
		Total	Bancos	Porcentaje	Cajas	Porcentaje	Cooperativas	Porcentaje	Porcentaje	
1988	38.790	36.072	16.093	41,49	19.245	49,61	734	1,89	2.718	7,01
1989	49.609	46.246	20.338	41,00	24.917	50,23	992	2,00	3.363	6,78
1990	59.826	55.818	24.870	41,57	29.611	49,50	1.338	2,24	4.008	6,70
1991	68.571	63.761	29.037	42,35	32.818	47,86	1.906	2,78	4.811	7,02
1992	77.880	72.970	32.401	41,60	37.911	48,68	2.658	3,41	4.910	6,30
1993	88.128	83.229	35.715	40,53	44.202	50,16	3.313	3,76	4.898	5,56
1994	100.896	96.268	40.154	39,80	51.791	51,33	4.324	4,29	4.628	4,59
1995	112.287	107.888	44.376	39,52	58.274	51,90	5.237	4,66	4.399	3,92
1996	127.418	123.223	50.784	39,86	66.184	51,94	6.255	4,91	4.195	3,29
1997	150.990	146.987	60.429	40,02	78.387	51,92	8.171	5,41	4.004	2,65
1998	180.069	176.487	72.018	39,99	94.223	52,33	10.246	5,69	3.582	1,99
1999	215.922	212.445	88.357	40,92	111.629	51,70	12.458	5,77	3.478	1,61
2000	259.357	256.065	103.832	40,03	137.159	52,88	15.074	5,81	3.292	1,27
2001	305.638	302.145	121.343	39,70	162.599	53,20	18.203	5,96	3.493	1,14
2002	363.910	360.128	142.156	39,06	196.033	53,87	21.939	6,03	3.782	1,04
2003	442.138	436.896	176.050	39,82	234.516	53,04	24.331	5,50	5.241	1,19
2004 (*).....	505.481	499.886	201.246	39,81	269.354	53,29	29.286	5,79	5.595	1,11

(*) Datos relativos a agosto de 2004.

Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

GRÁFICO 1
TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN ESPAÑA



Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

tas. Así, a finales de la década de 1980 los hogares españoles incrementaron su endeudamiento hipotecario en un entorno de elevados tipos de interés y "excesivas" expectativas de renta, lo que propició una elevación sustancial de la morosidad. Por el contrario, la expansión del crédito hipotecario a finales de la década de 1990 se produjo en un contexto de tipos de interés significativamente más reducidos y con la morosidad en mínimos históricos. En este sentido, a priori, parecen existir menos riesgos en la concesión de crédito hipotecario que

en épocas precedentes, al menos desde la perspectiva de los intermediarios financieros.

En el cuadro 2 se analiza la evolución del crédito hipotecario entre 1995 y 2004, atendiendo a su finalidad. El principal destino es la adquisición de la vivienda, que supone aproximadamente un 70 por 100 del total, en términos medios, a lo largo del horizonte temporal considerado. Distinguiendo entre el tipo de vivienda financiada, existe una creciente orientación hacia la financiación de vivien-

CUADRO 2
SALDOS VIVOS DEL CRÉDITO HIPOTECARIO POR FINALIDADES (1995-2004)
Millones de euros

PERÍODO	CRÉDITO HIPOTECARIO TOTAL	ADQUISICIÓN DE VIVIENDA (INCLUYE REHABILITACIÓN)		FINANCIACIÓN PRIVILEGIADA		VIVIENDA LIBRE		RESTO	
		Porcentaje	Porcentaje	Porcentaje	Porcentaje	Porcentaje	Porcentaje		
1995	107.929	72.986	67,62	17.712	24,27	55.273	75,73	34.943	32,38
1996	123.437	85.585	69,33	20.333	23,76	65.252	76,24	37.851	30,66
1997	146.472	106.166	72,48	20.978	19,76	85.188	80,24	40.306	27,52
1998	173.959	123.244	70,85	21.740	17,64	101.504	82,36	50.715	29,15
1999	209.582	145.171	69,27	21.964	15,13	123.207	84,87	64.411	30,73
2000	250.767	176.639	70,44	21.418	12,13	155.221	87,87	74.128	29,56
2001	297.192	205.774	69,24	20.503	9,96	185.271	90,04	91.419	30,76
2002	354.294	239.219	67,52	19.836	8,29	219.383	91,71	115.075	32,48
2003	430.900	275.940	64,04	19.399	7,03	256.541	92,97	154.960	35,96
2004 (*).....	493.400	301.519	61,11	21.692	7,19	279.827	92,81	191.881	38,89

(*) Datos a junio de 2004.

Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

da libre. En contraste, se observa una pronunciada reducción del peso de la financiación privilegiada, en consonancia con la menor intensidad con la que se han manifestado los planes de vivienda articulados durante el período analizado.

Es importante destacar, que las cajas de ahorros han jugado un papel esencial, gestionando, en promedio, el 65 por 100 de la financiación privilegiada dentro de los planes de vivienda. En consonancia a esto, las entidades han realizado una intensa labor en materia de inclusión financiera —en un contexto en el que el esfuerzo financiero de las familias ha crecido considerablemente—; este hecho se pone de manifiesto en el gráfico 2, en el que se observa que a lo largo del período 1996-2003, las cajas de ahorros han concedido hipotecas en las que el importe medio de las mismas —considerando fincas urbanas—, se sitúa, en términos medios, en torno al 88 por 100 del importe medio de su principal competidor, la banca privada.

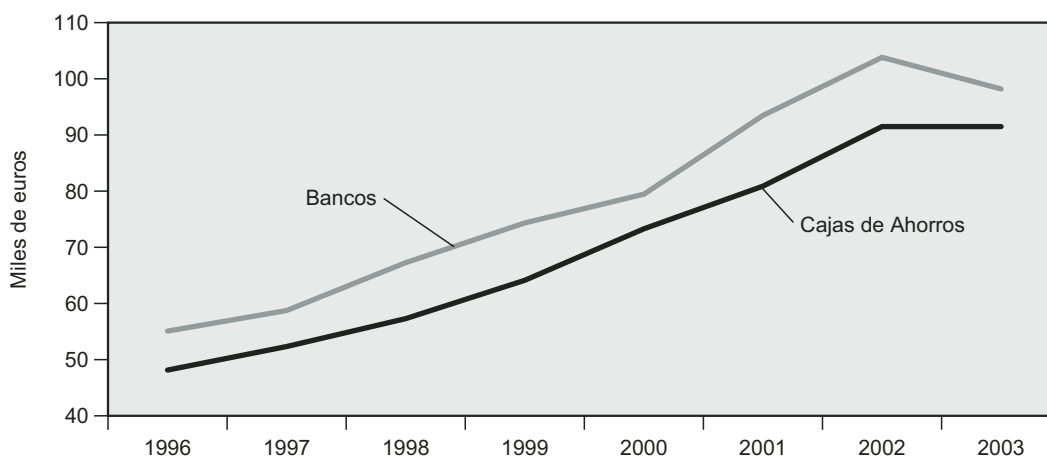
Teniendo en cuenta la expansión del crédito hipotecario en España, y el papel que las entidades bancarias desempeñan en el mismo como canalizadores de recursos, resulta conveniente analizar la evolución de la morosidad como indicador de riesgo de crédito. El cuadro 3 muestra el porcentaje de créditos dudosos respecto al total de crédito hipotecario entre 1998 y 2004, distinguiendo por tipos de entidades financieras. Tanto el nivel como la variación neta de esta ratio indican una mejora significativa de la morosidad en

este período en el que, como se señaló anteriormente, se produce de forma especialmente intensa la expansión del crédito hipotecario. El porcentaje de dudosa promedio se ha reducido en el sistema en su conjunto del 1,39 al 0,45 por 100 entre 1998 y 2004. En estos años, la reducción neta (como diferencia porcentual) más importante se ha producido en las cooperativas de crédito (-1,31) y las cajas de ahorros (-0,99), mientras que en los bancos es algo menos intensa (-0,88), aunque cabe destacar que estos continúan manteniendo los menores niveles de morosidad en 2004 (0,31 frente al 0,47 por 100 de las cajas y el 1,91 por 100 de las cooperativas de crédito).

3. LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ: EL RECURSO A LA TITULIZACIÓN

Es posible que los mayores riesgos en la concesión de crédito hipotecario se encuentren en el propio mecanismo de obtención de liquidez para la concesión de estos créditos por parte de las entidades. En particular, dado que los ritmos de captación de nuevos depósitos han disminuido en los últimos años de forma sensible —merced, entre otros factores, a la expansión de instrumentos de ahorro alternativos como los fondos de inversión— las entidades financieras han debido incrementar su recurso a otras fuentes de liquidez. En este sentido, el mercado interbancario español se ha revelado insuficiente como fuente de liquidez. Sin embargo, las cajas de ahorros han podido afrontar

GRÁFICO 2
IMPORTE MEDIO HIPOTECA FINCA URBANA (1996-2003)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

CUADRO 3
PORCENTAJE DE DUDOSIDAD EN EL CRÉDITO HIPOTECARIO (1998-2004)
Porcentaje

PERÍODO	TOTAL	ENTIDADES DE DEPÓSITO				EFC
		Total	Bancos	Cajas	Cooperativas	
1998	1,39	1,297	1,191	1,455	2,139	1,445
1999	0,87	0,827	0,684	0,993	1,008	1,092
2000	0,67	0,661	0,523	0,733	0,912	1,082
2001	0,62	0,614	0,512	0,632	1,104	1,245
2002	0,59	0,580	0,475	0,592	1,123	1,188
2003	0,48	0,471	0,377	0,486	0,952	1,598
2004 (*).....	0,45	0,428	0,309	0,469	0,830	1,915

(*) Datos a junio de 2004.

Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

tar mejor esta situación que los bancos comerciales debido a sus ventajas en la captación de pasivos. Del mismo modo, las cesiones de activos no parecen ser una alternativa tan atractiva como en épocas precedentes, dado su valor como colateral. Por todo ello, el principal recurso alternativo lo han constituido los mercados de capitales y, sobre todo, la titulización de activos. En lo que respecta a la titulización, el riesgo no se encuentra tanto en la liquidez, profundidad o volatilidad de los mercados donde se negocian estos activos, como en su elevado coste relativo respecto a otras fuentes

de liquidez. En cualquier caso, el dinamismo de la titulización hipotecaria como mecanismo generador de liquidez a corto plazo ha propiciado un intenso desarrollo de la misma en los últimos años en España.

En el cuadro 4 se muestra la evolución y composición —por grupos institucionales— de los activos hipotecarios titulizados entre 1992 y 2004. El crecimiento de estos instrumentos de financiación ha sido espectacular, multiplicándose por más de 221,4 durante este período y alcanzando los 48.280

CUADRO 4
ACTIVOS HIPOTECARIOS TITULIZADOS: EVOLUCIÓN Y DISTRIBUCIÓN INSTITUCIONAL
Millones de euros y porcentajes

PERÍODO	TOTAL	ENTIDADES DE DEPÓSITO							EFC	
		Total	Bancos	Porcentaje	Cajas	Porcentaje	Cooperativas	Porcentaje	Porcentaje	
1992	218	55	30	13,76	25	11,47	—	—	163	74,77
1993	328	145	88	26,83	58	17,68	—	—	183	55,79
1994	732	164	60	8,20	104	14,21	—	—	568	77,60
1995	1.236	415	321	25,97	94	7,61	—	—	822	66,50
1996	1.144	426	355	31,03	71	6,21	—	—	718	62,76
1997	1.844	682	629	34,11	53	2,87	—	—	1.162	63,02
1998	5.025	3.564	2.668	53,09	896	17,83	—	—	1.461	29,07
1999	9.359	8.288	4.021	42,96	4.077	43,56	191	2,04	1.072	11,45
2000	11.020	9.689	4.434	40,24	4.912	44,57	343	3,11	1.335	12,11
2001	15.139	13.612	5.570	36,79	7.530	49,74	512	3,38	1.527	10,09
2002	22.719	20.917	8.700	38,29	10.883	47,90	1.333	5,87	1.802	7,93
2003	36.976	34.418	13.178	35,64	18.272	49,42	2.967	8,02	2.558	6,92
2004 (*).....	48.280	45.319	18.122	37,54	22.437	46,47	4.759	9,86	2.962	6,14

(*) Datos a agosto de 2004.

Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

millones de euros en 2004. En este sentido, las cajas de ahorros (con un 46,47 por 100 del total de activos hipotecarios titulizados) registraron el mayor crecimiento neto, multiplicándose el conjunto de activos titulizados entre 1992 y 2004 por 897,5.

En cuanto a la relación entre crédito hipotecario concedido y posibilidades de financiación del mismo, el porcentaje de crédito hipotecario financiado con títulos hipotecarios (cuadro 5) es una buena aproximación de las tensiones de liquidez a las que se están enfrentando las entidades de depósito a la hora de generar nuevos créditos. Del análisis del período 1988-2004 se desprende que, tras un período de continua reducción en el recurso a la titulización, se ha hecho progresivamente más intensa la dependencia sobre los títulos hipotecarios para generar liquidez. Esta dependencia es, asimismo, más marcada en el caso de los bancos que en las cajas de ahorros. De este modo, aunque los activos hipotecarios sean mayores en las cajas de ahorros en términos absolutos, el porcentaje de crédito financiado con titulización en estas últimas ha pasado del 6,4 por 100 en 1999 al 8,2 por 100 en 2004, mientras que en la banca privada, esta transición es del 6,4 al 17,9 por 100.

Este análisis nos lleva a la siguiente pregunta: ¿Hasta qué punto el recurso a la titulización representa un mayor coste financiero para las entidades bancarias? Para aproximarnos a este coste, resulta útil analizar los principales índices de refe-

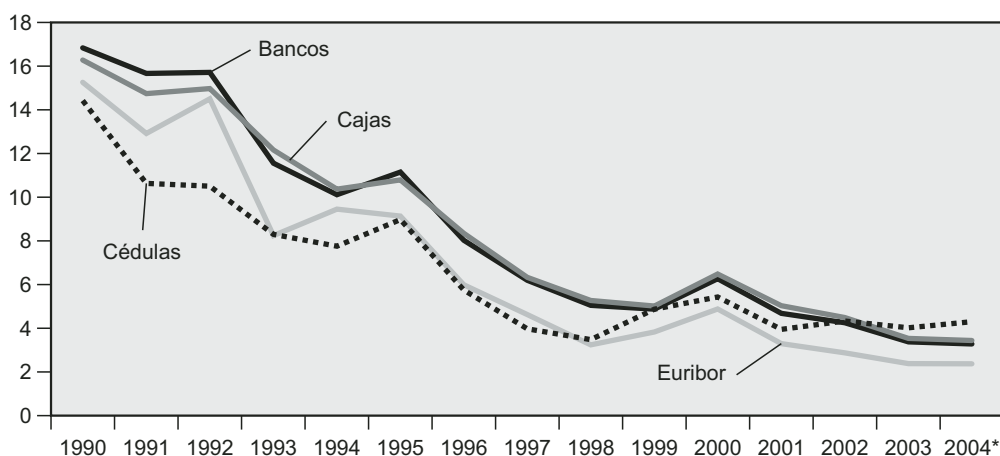
CUADRO 5
PORCENTAJE DEL CRÉDITO HIPOTECARIO DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO FINANCIADO CON TÍTULOS HIPOTECARIOS

Porcentaje				
PERÍODO	TOTAL	BANCOS	CAJAS	COOPERATIVAS
1988.....	—	—	13,7	—
1989.....	—	—	7,6	—
1990.....	—	—	4,8	13,7
1991.....	—	—	5,5	6,4
1992.....	7,9	10,8	5,5	4,3
1993.....	9,6	13,8	6,3	2,1
1994.....	8,2	12,0	5,3	1,7
1995.....	8,1	10,1	6,7	0,8
1996.....	6,6	8,1	6,5	0,4
1997.....	5,6	5,6	6,4	—
1998.....	5,2	4,2	6,6	—
1999.....	5,9	6,4	6,4	—
2000.....	4,9	6,5	4,4	—
2001.....	4,8	4,9	5,4	—
2002.....	7,1	9,2	6,7	—
2003.....	9,9	13,9	8,5	—
2004 (*).....	11,5	17,9	8,2	—

(*) Datos relativos a agosto de 2004.
Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

rencia de los tipos de interés hipotecarios. En el gráfico 3 se muestran los índices de referencia hipotecarios de banca privada y cajas de ahorros, junto con la evolución del Euribor (Mibor hasta 1999) y del índice de referencia de las cédulas

GRÁFICO 3
ÍNDICES DE REFERENCIA DEL MERCADO HIPOTECARIO (1990-2004)



(*) Datos a septiembre de 2004.
Fuente: Banco de España y Asociación Hipotecaria Española.

hipotecarias. Al menos tres conclusiones pueden deducirse de este gráfico. En primer lugar, se observa una sensible disminución de los tipos de interés a lo largo del tiempo, con ligeros repuntes en los años 1992, 1995 y 2000. Por otro lado, los diferenciales de tipos entre banca privada y cajas son muy reducidos y el diferencial de tipos de interés de ambas entidades respecto al Euribor se mantiene a lo largo del tiempo. En tercer lugar, se aprecia una continua reducción del spread entre los índices de referencia de las entidades de depósito y el de las cédulas hipotecarias a lo largo del tiempo. Esta situación evidencia los mayores costes asociados a la titulación hipotecaria respecto a otras fuentes de financiación. En cualquier caso, si bien los intermediarios bancarios españoles han gestionado sus recursos de liquidez de forma eficaz para atender la demanda de crédito, es posible que, en ausencia de otras alternativas de liquidez, y manteniendo constante la demanda de financiación hipotecaria en los niveles actuales, puedan tener ciertos problemas a medio plazo para atender esta demanda y deban endurecer su política crediticia.

4. LA FINANCIACIÓN DE LA ACTIVIDAD INMOBILIARIA: LA PERSPECTIVA DE LA OFERTA

Junto con la financiación hipotecaria —por el lado de la demanda— la financiación crediticia al sector de la construcción y, en particular, a la actividad inmobiliaria, proporciona algunas ideas. Para entender la evolución de los precios de la vivienda por un lado, y las tensiones existentes en este mercado en los últimos años, en esta sección se presentan algunos datos —a pesar de la escasez de información disponible en comparación con la financiación hipotecaria— que pueden ilustrar su relevancia, dentro de las distintas formas de financiación que realizan las entidades financieras, y que muchas veces no es tenida en cuenta, puesto que no se le asigna la importancia que debiera, aunque las cifras nos indiquen lo contrario.

En el cuadro 6 se relacionan los saldos vivos del crédito destinado a actividades de construcción entre 1988 y 2004. En torno al 96 por 100 de este crédito se encuentra distribuido entre las enti-

CUADRO 6
CRÉDITO DESTINADO A LAS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN.
EVOLUCIÓN Y DISTRIBUCIÓN INSTITUCIONAL (1988-2004)
Saldos vivos. Millones de euros

PERÍODO	TOTAL	ENTIDADES DE DEPÓSITO							EFC	
		Total	Bancos	Porcentaje	Cajas	Porcentaje	Cooperativas	Porcentaje		Porcentaje
1988	10.252	10.252	6.323	61,68	3.929	38,32	—	—	—	—
1989	13.687	13.687	7.969	58,22	5.718	41,78	—	—	—	—
1990	16.993	16.993	9.715	57,17	7.278	42,83	—	—	—	—
1991	20.942	20.942	12.030	57,44	8.911	42,55	—	—	—	—
1992	26.800	25.357	13.661	50,97	11.311	42,21	385	1,44	1.443	5,38
1993	24.019	23.662	11.172	46,51	12.038	50,12	451	1,88	358	1,49
1994	22.391	21.975	9.826	43,88	11.635	51,96	515	2,30	415	1,85
1995	22.900	22.416	10.250	44,76	11.598	50,65	568	2,48	483	2,11
1996	24.050	23.114	10.955	45,55	11.543	48,00	615	2,56	937	3,90
1997	24.888	23.946	11.847	47,60	11.217	45,07	883	3,55	942	3,78
1998	28.829	27.725	14.581	50,58	12.091	41,94	1.053	3,65	1.103	3,83
1999	34.511	33.218	17.156	49,71	14.745	42,73	1.317	3,82	1.294	3,75
2000	41.965	40.229	20.216	48,17	18.307	43,62	1.706	4,07	1.735	4,13
2001	45.806	43.635	20.174	44,04	21.282	46,46	2.178	4,75	2.171	4,74
2002	56.565	53.868	24.629	43,54	26.822	47,42	2.417	4,27	2.697	4,77
2003	65.247	62.463	27.733	42,50	31.921	48,92	2.808	4,30	2.784	4,27
2004 (*).....	71.799	69.284	31.218	43,48	34.888	48,59	3.178	4,43	2.515	3,50

(*) Datos a junio de 2004.

Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

CUADRO 7
CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN POR FINALIDADES (1992-2004)
Millones de euros y porcentajes

	CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE EDIFICIOS Y OBRAS SINGULARES (1)		CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE OBRAS PÚBLICAS (2)		CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE INSTALACIÓN Y ACABADO DE EDIFICIOS Y OBRAS (3)		CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE PREPARACIÓN DE OBRAS (4)		OTROS (SIN CLASIFICAR) (5)		CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE CONSTRUCCIÓN (6) = (1) + (2) + (3) + (4) + (5)
		Porcentaje		Porcentaje		Porcentaje		Porcentaje		Porcentaje	
1992.....	19.230	65,85	1.330	4,55	1.993	6,82	2.805	9,60	3.845	13,17	29.202
1993.....	15.337	61,47	1.446	5,80	2.326	9,32	4.556	18,26	1.286	5,15	24.952
1994.....	14.001	60,52	1.394	6,02	2.210	9,55	4.436	19,17	1.095	4,73	23.137
1995.....	14.154	59,94	1.781	7,54	2.615	11,07	3.911	16,56	1.154	4,89	23.615
1996.....	14.902	61,41	1.881	7,75	2.675	11,02	3.818	15,73	992	4,09	24.267
1997.....	15.469	62,62	1.790	7,25	2.969	12,02	3.532	14,30	942	3,81	24.701
1998.....	18.972	64,82	2.259	7,72	3.436	11,74	3.500	11,96	1.102	3,77	29.270
1999.....	23.312	66,39	2.785	7,93	4.205	11,98	3.517	10,02	1.293	3,68	35.112
2000.....	29.612	69,47	3.338	7,83	4.261	10,00	3.681	8,64	1.735	4,07	42.627
2001.....	33.123	71,37	3.469	7,47	4.520	9,74	3.128	6,74	2.171	4,68	46.412
2002.....	41.068	71,58	4.368	7,61	5.891	10,27	3.352	5,84	2.697	4,70	57.376
2003.....	46.299	70,38	5.352	8,14	7.532	11,45	3.816	5,80	2.784	4,23	65.784
2004 (*)....	52.560	72,63	4.563	6,31	8.340	11,53	4.384	6,06	2.515	3,48	72.362

(*) Datos a junio de 2004.
Fuente: Banco de España.

dades de depósito. Mientras, que entre los analistas, parece causar cierta alarma el hecho de que el crédito hipotecario haya crecido un 350,2 por 100 desde 1995 a 2004 en términos netos, no parece causar tanto revuelo el que el crédito destinado a actividades de construcción haya aumentado un 213,5 por 100 en el mismo período. Esto pone de manifiesto que gran parte del crecimiento del mercado de la vivienda se encuentra condicionado por la financiación de la oferta. Por tipos de entidades, resulta destacable la sustancial ganancia de cuota de mercado de las cajas de ahorros frente a la banca privada. De este modo, si en 1988 las cajas agrupaban el 38,32 por 100 de los créditos al sector de la construcción (la banca privada el 61,68), en 2004 este porcentaje ha pasado al 48,59 por 100 (siendo en la banca privada del 43,48 por 100).

Al analizar el crédito al sector de la construcción resulta de interés, asimismo, analizar los destinos de esta financiación. En el cuadro 7 se ofrece una desagregación del crédito a la construcción gestionado por las entidades financieras, para el período 1992-2004. Del total del crédito para la financiación de la construcción, el porcentaje

que representan las obras y edificios singulares — como principal componente de este crédito — ha pasado del 65,85 por 100 en 1992 al 72,63 por 100 en 2004. Del mismo modo, y aún representando un porcentaje significativamente más reducido, el crédito para financiación de obras de carácter público ha aumentado del 4,55 al 6,31 por 100 en el mismo período. Por último, mientras que también se ha incrementado el porcentaje de crédito destinado a la financiación y acabado de obras (del 6,82 al 11,53 por 100), ha disminuido el destinado a la preparación de estas obras (del 9,60 al 6,06 por 100), lo que proporciona una idea aproximada de la regeneración de necesidades adicionales de crédito a lo largo del ciclo de la construcción.

Junto con el crédito destinado a la construcción, conviene analizar, asimismo, el crédito concedido a actividades inmobiliarias (incluyendo la promoción, gestión y compraventa de estos activos). Dada la espectacular expansión de este tipo de actividades empresariales en España, no es menos llamativa la evolución de su financiación. Según los datos recogidos en el cuadro 8 — referidos a la evolución de los saldos vivos del crédito destinado a

CUADRO 8
CRÉDITO DESTINADO A ACTIVIDADES INMOBILIARIAS.
EVOLUCIÓN Y DISTRIBUCIÓN INSTITUCIONAL (1988-2004)
Saldos vivos. Millones de euros y porcentajes

PERÍODO	TOTAL	ENTIDADES DE DEPÓSITO						EFC		
		Total	Bancos	Porcentaje	Cajas	Porcentaje	Cooperativas	Porcentaje	Porcentaje	
1988	3.639	3.639	2.161	59,38	1.478	40,62	—	—	—	—
1989	5.053	5.053	2.515	49,77	2.538	50,23	—	—	—	—
1990	7.058	7.058	3.626	51,37	3.432	48,63	—	—	—	—
1991	8.461	8.461	4.910	58,03	3.551	41,97	—	—	—	—
1992	8.907	8.907	4.959	55,68	3.870	43,45	78	0,88	—	—
1993	12.118	11.086	6.501	53,65	4.474	36,92	111	0,92	1.032	8,52
1994	11.472	10.672	5.826	50,78	4.729	41,22	117	1,02	800	6,97
1995	12.740	12.222	6.968	54,69	5.107	40,09	146	1,15	518	4,07
1996	14.854	13.909	7.826	52,69	5.918	39,84	165	1,11	944	6,36
1997	16.634	15.876	9.175	55,16	6.431	38,66	271	1,63	758	4,56
1998	18.815	18.100	9.206	48,93	8.504	45,20	389	2,07	715	3,80
1999	24.590	23.893	11.421	46,45	12.219	49,69	252	1,02	697	2,83
2000	33.482	32.555	14.082	42,06	17.938	53,58	535	1,60	927	2,77
2001	41.763	40.624	18.974	45,43	20.825	49,86	825	1,98	1.139	2,73
2002	53.146	51.787	24.597	46,28	25.904	48,74	1.286	2,42	1.359	2,56
2003	77.896	76.598	36.671	47,08	38.132	48,95	1.794	2,30	1.298	1,67
2004 (*).....	94.859	93.216	43.724	46,09	47.147	49,70	2.346	2,47	1.642	1,73

(*) Datos a Junio de 2004.

Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

actividades inmobiliarias entre 1988 y 2004—, resulta destacable que, mientras que el crédito hipotecario se había multiplicado por más de 13 en este período, el crédito destinado al negocio inmobiliario lo ha hecho por 28,6 aproximadamente. Asimismo, solamente desde 1995 hasta 2004, este crédito ha aumentado en un 644,5 por 100 (mientras que el crecimiento del crédito hipotecario en este período era del 350,2 por 100). El espectacular crecimiento del crédito a actividades inmobiliarias se explica, en gran medida, por las necesidades financieras inherentes a una mayor promoción de la vivienda (2).

En cuanto a la distribución por tipos de entidades, de nuevo las cajas de ahorros lideran la concesión de créditos, pasando sus cuotas de mercado del 40,62 por 100 en 1988 (59,38 por 100 en la banca privada) al 49,7 por 100 en 2004 (46,09 por 100 en la banca privada). Esta característica pone de relieve la importancia de las cajas en la financiación crediticia no sólo de naturaleza hipotecaria, sino también inmobiliaria por el lado de la oferta.

5. CONCLUSIONES

La rápida escalada de los precios de la vivienda en los últimos años ha suscitado un debate en torno a la sostenibilidad y posible evolución futura de los mismos. Es comúnmente aceptada la idea de que este fenómeno no responde a un único factor. En este sentido, este artículo presta especial atención a la vinculación con la financiación de la vivienda. En particular, las entidades de depósito desempeñan un papel fundamental en esta financiación, ya que han dotado de dinamismo al mercado hipotecario —con tasas de crecimiento interanual del crédito hipotecario en torno al 20 por 100—, todo ello con una adecuada gestión del riesgo, que ha permitido alcanzar unos reducidos niveles de dudosa de los créditos concedidos. Es conveniente hacer hincapié, en este contexto, de los posibles efectos que podría tener un cambio en la tendencia de los tipos de interés dadas las tensiones de liquidez existentes en el mercado hipotecario español. La concesión de los créditos hipotecarios —principalmente por parte de las cajas de ahorro— ha contribuido a reducir la exclusión financiera de las fami-

lias, concediendo hipotecas con un menor importe medio en comparación a los bancos. Por otro lado, la disminución en el ritmo de captación de los depósitos —en mayor medida en los bancos que en las cajas de ahorros—, y la necesidad de recurrir a otras fuentes alternativas de liquidez, han obligado a las entidades financieras a hacer uso de manera creciente del recurso a la titulización de activos. En este panorama las cajas de ahorros mantienen en términos absolutos mayores activos hipotecarios que los bancos; sin embargo, son los bancos los que presentan una mayor dependencia de la titulización como porcentaje de sus créditos. Si bien esta alternativa resulta atractiva por el dinamismo con que puede dotar a la cartera crediticia, resulta una opción significativamente más cara que el mercado interbancario, los depósitos o las cesiones de deuda. En este sentido, una de las claves para el futuro es la búsqueda de soluciones que garanticen la necesaria obtención de recursos de liquidez. Con soluciones de liquidez, el mercado hipotecario contribuirá a que el mercado de la vivienda sea más estable. Por el contrario, si no se encuentra la liquidez necesaria, se puede generar un proceso de endurecimiento y restricciones en la concesión de hipotecas.

NOTAS

() Universidad de Granada y FUNCAS.

(**) FUNCAS.

(1) En primer lugar, el 97 por 100 de estos saldos vivos a 2003 es a tipo variable, lo que supone una elevada exposición al riesgo ante un cambio de escenario en los tipos de interés. Por otro lado, el plazo medio de amortización es de 20 años (en 1995 este promedio era 12), lo que implica una mayor difusión temporal de los riesgos, si bien supone, asimismo, una mayor incertidumbre respecto a la carga financiera y endeudamiento futuro que han de soportar las economías domésticas.

(2) No se puede olvidar que una gran parte de las sociedades creadas en este entorno mantienen objetivos de naturaleza fundamentalmente especulativa. Así parecen apuntar algunos datos proporcionados por el INE en el Directorio Central de Empresas (DIRCE) actualizados a 1 de enero de 2004 que resultan ilustrativos al respecto de las características de las empresas inmobiliarias. En España se encuentran registradas 121.295 empresas relacionadas con actividades inmobiliarias. El 51,8 por 100 de estas empresas no cuentan con ningún asalariado, mientras que este porcentaje sube al 86,7 por 100 si se suman aquellas que cuentan con uno o dos asalariados. Si bien el ritmo de crecimiento de estas empresas es elevado, la mayor parte de las mismas se forma con carácter temporal, para un período de actividad reducido. De este modo, alrededor de un 10 por 100 de estas sociedades causa baja cada año, si bien su número ha venido creciendo del orden del 15-20 por 100 en los últimos años.