

# VIVIENDA Y MERCADO HIPOTECARIO

Este trabajo de **Antonio Torrero Mañas** pretende alcanzar básicamente dos objetivos. El primero es pasar revista a los mecanismos financieros establecidos para apoyar la financiación de la vivienda en nuestro país. El segundo, analizar la incidencia de estos mecanismos financieros sobre la realidad. El autor señala que no debe identificarse el fuerte crecimiento del mercado primario de títulos hipotecarios con financiación adicional a la vivienda, y que la mayor parte de las nuevas emisiones corresponde a la sustitución de pasivo de las entidades financieras emisoras.

## I. SITUACION DE LA FINANCIACION DE LA VIVIENDA CON ANTERIORIDAD A LA LEY DEL MERCADO HIPOTECARIO

### 1. Introducción

**L**os siguientes datos sobre la importancia del sector de la construcción en la economía española son significativos para caracterizarlo en cuanto a su aptitud para el desarrollo de la política de lucha contra el paro y su dependencia de las condiciones de financiación.

- La aportación del sector al PIB de 1982 representó el 7 por 100 (1), pese a haber descendido a lo largo de la última década desde niveles cercanos al 9 por 100 en 1970. Algo más de la mitad de la actividad del sector está representada por la construcción de viviendas.

- El coste del factor trabajo oscila entre el 40 por 100 y el 50 por 100 del valor de la producción del

sector. La mano de obra empleada está compuesta fundamentalmente por trabajadores con mínima cualificación: en concreto, el 80 por 100 tiene estudios primarios o no ha cursado estudio alguno. Por otra parte, por lo que respecta a la construcción de viviendas, se estima que por cada puesto de trabajo directo, existen 2,2 indirectos.

- De acuerdo con los datos de la encuesta de población activa correspondiente al primer trimestre de 1983, el sector representaba prácticamente el 10 por 100 de la población activa española, con 1,3 millones de personas, de las cuales más del 30 por 100 se encontraban en paro, frente a un 17 por 100 (2) para el conjunto de la población. Con anterioridad a la crisis, la tasa del paro en la construcción era apreciablemente inferior a la media nacional, lo que nos indica la sensibilidad del sector al cambio de coyuntura.

- La financiación aportada por el sistema crediticio es un componente básico de la actividad de construcción de viviendas; en concreto, dicha financiación ha

venido representando más del 80 por 100 de la formación bruta del capital fijo en vivienda.

- En 1982 se han iniciado 201 mil viviendas, de las que un 63 por 100 han sido protegidas, es decir, han gozado de ventajosas condiciones de financiación acordadas por la Administración. Cinco años antes se iniciaron 369 mil viviendas, de las que tan sólo el 39 por 100 eran protegidas. Para 1983 este porcentaje se estima que alcanzará aproximadamente el 85 por 100. Estos datos ilustran cómo en los últimos años se ha desplomado la construcción de viviendas no amparadas por los planes oficiales de apoyo financiero.

### 2. Política reciente del sector

Tradicionalmente la vivienda ha sido uno de los principales beneficiarios de los circuitos privilegiados de financiación. Por una parte, de manera indirecta la suscripción obligatoria de cédulas para inversiones por la Banca y Cajas de Ahorros, servía para nutrir de fondos a las entidades oficiales de crédito. Pero el apoyo más trascendental estaba constituido por las operaciones concedidas directamente por las Cajas de Ahorros y computadas dentro de su coeficiente de préstamos y créditos de regulación especial.

Durante más de 20 años, a partir de 1951, estas instituciones estuvieron obligadas a invertir un determinado porcentaje de sus depósitos específicamente en créditos a la vivienda. A principios de 1973, en los albores de la política de reforma liberalizadora de nuestro sistema financiero, esta obligación específica quedó subsumida en un único coeficiente de préstamos y créditos de regula-

ción especial, junto con otras líneas de financiación privilegiadas, fijado entonces en un 33 por 100 de los depósitos. Este coeficiente global, como es sabido, fue objeto de un programa de reducción adoptado en 1974 y acelerado en el verano de 1977.

La consecuencia de estas medidas fue la lógica reducción de la financiación a viviendas protegidas en beneficio de las viviendas libres; así, mientras que en conjunto la financiación neta de las Cajas de Ahorros a la vivienda en 1976 y 1978 se mantuvo prácticamente en el mismo importe, 120 mil millones de pesetas, la financiación de viviendas protegidas pasaba en esos dos años de 68 a 3 mil millones de pesetas.

Este desplazamiento concurrió en el tiempo con fuertes elevaciones de los tipos de interés, así como con problemas debidos al diseño de la política de vivienda. Nos estamos refiriendo al impacto en aquellos años del programa de «Viviendas Sociales», en cuyo planteamiento inicial (D. L. 12/1976) sólo se contemplaba la financiación al adquirente, dejando, por tanto, desasistido financieramente al eslabón representado por el promotor. La consecuencia de este conjunto de factores fue una apreciable reducción de la actividad: el número de viviendas de protección oficial iniciado en 1978 fue inferior en más del 30 por 100 al de 1976.

Esta presión de la realidad del sector llevó a la reconsideración de los diversos aspectos financieros comentados. En 1977 se arbitró un esquema transitorio para plantear la financiación desde la etapa de promoción. El calendario de adaptación del coeficiente de préstamos y créditos de regulación especial fue modificado

en la primavera de 1979, ralentizando apreciablemente su ritmo de aplicación (de un descenso de 0,25 por 100 mensual se pasó a sólo 0,10 por 100). Por último, a finales de 1980 se concierta el Plan Trienal 1981/1983 de Viviendas de Protección Oficial.

Este Plan venía a suponer una modificación de los esquemas de apoyo financiero a la vivienda. En primer lugar, la aportación al mismo a realizar por las entidades de crédito privadas era objeto de un convenio entre ellas y la Administración del Estado. Por otra parte, se establecía una subvención a cargo del IPPV que compensaría la diferencia entre el tipo de interés a percibir por dichas entidades (el 14 por 100) y el tipo soportado por el beneficiario (11 por 100).

Por lo que respecta al primer aspecto, el carácter «concertado» de las aportaciones al Plan de las entidades privadas, frente al carácter «impuesto» tradicional hasta entonces, no debe engañarnos acerca de la poca diferencia de fondo que, desde la perspectiva de una entidad concreta, existe entre una y otra modalidad. Quizá estos acuerdos, a los que se refirió el Presidente de la AEB como las «nuevas acciones concertadas», podrían llegar a considerarse una forma, adaptada a los tiempos, de restablecimiento de un circuito privilegiado si bien bastante menos oneroso que en su configuración anterior.

En segundo lugar, se ha de señalar que la carga que supone la implantación de un circuito privilegiado, tradicionalmente soportada por el sistema financiero (y repercutida en mayores tipos de activo para el resto de la clientela y/o menores retribuciones al

pasivo) ha pasado cuando menos parcialmente (ya que el tipo del 14 por 100 no cabe conceptuarlo «de mercado») a ser soportada por el Presupuesto, incrementando así el déficit público, y el problema de su financiación, que acaba revirtiendo a su vez al sistema financiero.

Este esfuerzo presupuestario es todavía más intenso en el caso de aplicación de la Ayuda Económica Personal, que, en su concepción actual, a través de la concesión por el IPPV de un préstamo sin interés al adquirente, hace que el tipo de interés para éste se reduzca en realidad por debajo del 11 por 100. Esta modalidad de la Ayuda Económica Personal, que si bien hasta ahora no ha alcanzado gran desarrollo está llamada a tenerlo en el futuro próximo, es una de las vías posibles de intensificación del apoyo oficial a la financiación de la vivienda: la concesión a los estratos de población con rentas más bajas de fondos por mayor porcentaje del precio de la vivienda, a menor tipo de interés y a mayores plazos. La otra alternativa consiste en ampliar el ámbito de la protección a un mayor segmento de la población, efecto conseguido con la inclusión en el Plan de viviendas de mayor superficie y precio, así como por la posible evolución del módulo, del que depende la financiación y el precio máximo de venta, a ritmos más rápidos que el de los precios de venta efectivos.

Tomando la situación actual como punto de partida, las posibilidades de intensificar el apoyo oficial por la primera de las vías citadas son limitadas, ya que, desde una perspectiva de prudencia, la financiación no debería alcanzar nunca el 100 por 100 del precio de la vivienda, o, en otras

palabras, el acceso a la propiedad de la vivienda debería estar condicionado a la existencia de una determinada capacidad de ahorro, probada en el pasado inmediato. La elección de la segunda vía, representaría, por su parte, la preeminencia del objetivo de lucha contra el paro sobre otras finalidades posibles de la acción gubernamental en este campo.

Como síntesis, puede dejarse claramente establecido que la Administración y las instituciones financieras son la base que está soportando la actividad del sector mediante mecanismos de subvención que no son claramente explicitados:

- La Administración subvenciona el tipo de interés.
- Bancos y Cajas aceptan prestar a un tipo de interés por debajo de los precios de mercado.

El Banco Hipotecario, en su intervención a través de los conciertos, corre a cargo de los correspondientes costes de intermediación, por lo que cabe estimar que, para el Banco, los conciertos suponen un coste superior al 1,5 por 100 de las cantidades concertadas.

### 3. La financiación

Es difícil poder ofrecer datos rigurosos de la financiación de la vivienda en nuestro país, debido a las lagunas y falta de homogeneidad de las informaciones estadísticas. Así, por ejemplo, no existe posibilidad de desglosar la financiación al promotor de la otorgada al adquirente, diferenciación que, tanto por la distinta función económica que cumplen como por consideraciones de

riesgo para las entidades, sería muy provechosa.

Nos limitaremos, pues, a comentar las cifras disponibles de saldos de crédito de las principales instituciones financieras.

En primer lugar, por el volumen de recursos afectados, aparecen las Cajas de Ahorros, entidades con una gran tradición en estas operaciones. Sobre el conjunto de créditos de cajas, banca privada y EOC, se han mantenido en estos últimos años en cuotas siempre superiores al 50 por 100. Por otra parte, y dentro de su cartera de créditos, la financiación de la vivienda se destaca como la línea principal, representando aproximadamente la mitad del total. Este carácter vocacional o especialización de las cajas en el campo de la financiación de la vivienda ha quedado plasmado en el apartado anterior cuando se reflejó el comportamiento de estas instituciones al no verse afectadas sensiblemente las cantidades totales destinadas a este sector por las vicisitudes experimentadas por los coeficientes obligatorios.

La información estadística correspondiente a banca privada es la referida al sector «Edificación», publicada por el Consejo Superior Bancario, no existiendo desglose de las cifras relativas a vivienda. Pasando por alto esta falta de homogeneidad con otras instituciones, y tomando como crédito a la vivienda esos datos referentes al conjunto de edificación, nos encontramos cómo la cuota de mercado de la banca privada, situada en un 37 por 100 en 1973, ha ido descendiendo a lo largo de los años de crisis, rondando en 1982 el 25 por 100, año en el que incluso se ha producido un descenso en términos absolutos en las correspondientes cifras de cré-

dito. La actividad de la Banca en el sector ha sido tradicionalmente muy marginal y, congruentemente con su razonable aversión a las colocaciones a plazo dilatado, el apoyo crediticio reflejado en los datos anteriores debe presumiblemente incluir de manera fundamental financiación de circulante a las empresas del sector. Este carácter marginal está reflejado más claramente en la incidencia que dentro del conjunto de inversión en créditos y efectos de la Banca tiene esta línea de financiación a la edificación, y que en la actualidad no alcanza el 6 por 100 del total. De cualquier manera, se ha de señalar que la tendencia apuntada hasta ahora ha de cambiar en los próximos años, a medida que se materialicen los compromisos asumidos por estas entidades en la financiación del Plan Trienal, y, eventualmente, en su continuación, compromisos que en la actualidad han tenido un reflejo muy pequeño en las cifras de créditos dispuestos.

Queda, por último, comentar la actividad de las Entidades Oficiales de Crédito, desarrollada en la actualidad, y tras la absorción del pasado año del Banco de Crédito a la Construcción, de manera exclusiva por el Banco Hipotecario de España. El apoyo crediticio del Crédito Oficial ha sido el conjunto más dinámico de la financiación a la vivienda, habiendo crecido su cuota de mercado desde un 9 por 100 en 1975 a un 13 por 100 en 1980, y, merced al impulso del Plan Trienal, a aproximadamente un 20 por 100 en 1982. Esta tendencia, contraria a la observada en la primera mitad de la pasada década, pone de manifiesto el papel beligerante otorgado por las autoridades económicas al Crédito Oficial en los años de agravamiento de la cri-

sis económica de nuestro país. La especial aptitud del apoyo a la financiación de la vivienda como instrumento de lucha contra los efectos de esa crisis, explica el hecho de que, dentro de la propia actividad del Crédito Oficial, la línea de viviendas haya ido cobrando mayor importancia relativa, representando en la actualidad una cuarta parte del total.

Hecha esta descripción de la situación de la financiación de la vivienda, vamos a pasar a comentar los rasgos principales de las normas legales de regulación del mercado hipotecario.

## **II. LAS MEDIDAS LEGALES: LA LEY 2/1981**

La Ley de Regulación del Mercado Hipotecario de 1981 vino a satisfacer los deseos expresados desde diversas instancias de resolver el problema que para los intermediarios financieros representaba la inmovilización en operaciones de financiación inmobiliaria, considerándose que esta resolución supondría un destacado acicate a la inversión a largo plazo. Las esperanzas depositadas en las consecuencias beneficiosas de la Ley a este respecto, llevaron incluso a que desde estas instancias se manifestara a finales de 1980, y con una gran dosis de optimismo, que el Plan Trienal era una operación puente hasta que la Ley del Mercado Hipotecario estuviese rodada.

### **1. Entronque en la política financiera**

Esta norma legal ha de juzgarse en el contexto de un movimiento mucho más amplio de li-

beralización de nuestro sistema financiero, cuyos hitos principales han estado constituidos por los paquetes de medidas adoptados en 1974, 1977 y 1981. Como es sabido, a través de esta reforma se perseguía: 1) un levantamiento de las limitaciones administrativas a los tipos de interés, de forma que éstos reflejaran la escasez relativa del factor capital; 2) el fomento de la competencia a través del desarrollo de mercados financieros amplios y transparentes, igualando las condiciones operativas de las distintas instituciones, y 3) una progresiva disminución de la importancia de los circuitos privilegiados de financiación, que, a través del acercamiento de sus tipos de interés a los de mercado, mejorara la asignación de recursos.

El entronque de la nueva norma dentro de esta corriente de reforma tiene como antecedente la inclusión dentro de los llamados «Pactos de la Moncloa» firmados en 1977 por las principales fuerzas políticas, y que en cierto sentido pueden considerarse como el momento, en que las ideas liberalizadoras en el campo financiero alcanzaron su cénit, de la creación de un mercado hipotecario entre las medidas a adoptar en este terreno.

### **2. La movilización de las inversiones**

Como queda dicho, el punto central de la Ley está constituido por las posibilidades de movilización de los créditos hipotecarios que se instituyen en la misma. Esta movilización se plantea de forma indirecta, a través de la creación y colocación de títulos hipotecarios.

El principal objetivo que persi-

que esta posibilidad de movilización es el incentivar una ampliación del plazo de los créditos que, a su vez, potencia la canalización de fondos del sector por parte de las entidades que tradicionalmente no han operado en él. Si bien, en tiempos de mayor estabilidad monetaria, fue más viable un cierto equilibrio entre el plazo de las operaciones activas y pasivas, las convulsiones de los mercados financieros materializados en particular en el proceso de subida del tipo de interés lo fueron haciendo más difícil, obligando a las entidades financieras a la transformación de plazos, mediante la continua refinanciación a corto plazo de sus inversiones a largo.

No es preciso insistir aquí en el riesgo para los intermediarios financieros de acomodación entre sus tipos activos y pasivos, que abogan por la proliferación de las operaciones a tipo de interés variable, que tienen carta de naturaleza en nuestro país a partir de 1979; mediante esta instrumentación se traspara al cliente de activo el riesgo de variación del coste de refinanciación a corto, si bien la introducción de esta posibilidad para estratos muy amplios de los adquirentes encuentra, desde un punto de vista comercial, bastantes resistencias.

En resumen, se ha implantado una movilización que, incorporando la garantía hipotecaria a una diversidad de títulos a los que nos referiremos enseguida, descansa en definitiva en el desarrollo de mercados secundarios eficaces. La liquidez de estos mercados secundarios se ha visto reforzada por el legislador por un doble mecanismo. En primer lugar, dotando a estos títulos de condiciones singularmente ventajosas en cuanto a facilidad y ausencia de costes de transmisión. Por otra

parte, se han instituido dos canales de actuación de los emisores de dicho mercado: el llamado «mercado secundario individual» creado por las amplias facultades concedidas a cada emisor de comprar, vender y pignorar sus propios títulos y la obligación de publicar precios de oferta y demanda de los mismos, y como canal conjunto los fondos de regulación.

Por lo que respecta a estos fondos, la Ley determina la promoción por parte del Banco Hipotecario de España de un fondo de regulación de carácter público, fondo ya constituido y en funcionamiento en la actualidad y en el cual el Banco ha seguido una filosofía de apertura, dando entrada en el mismo y en el capital y Consejo de Administración de la correspondiente Sociedad gestora a otros emisores privados, fórmula ésta que permitirá la dinamización del mercado secundario y hará de este Fondo un instrumento de cumplimiento del papel institucional que la Ley del Mercado Hipotecario asigna a esta entidad.

### 3. Entidades

El artículo segundo de la Ley enumera en su número primero los posibles emisores de títulos hipotecarios.

Los posibles emisores pueden ser clasificados de la forma siguiente:

a) Con posibilidad de emitir todo tipo de títulos, incluidas cédulas hipotecarias.

a.1.) Las Cajas de Ahorros y las Entidades Oficiales de Crédito, en particular el Banco Hipotecario de España, es decir, las

entidades con una marcada vocación y una gran tradición en el área del crédito hipotecario.

a.2.) Un nuevo tipo de intermediario financiero especializado: Las Sociedades de Crédito Hipotecario.

b) Con posibilidad de emitir bonos y participaciones, pero no cédulas: las entidades financieras que tradicionalmente han tenido tan sólo una presencia marginal en este tipo de créditos.

b.1.) La banca privada, incluido el Banco Exterior de España.

b.2.) La Caja Postal de Ahorros.

b.3.) Las cooperativas de crédito.

b.4.) Las entidades de financiación.

Las posibilidades iniciales de emitir estos nuevos títulos son muy distintas en las entidades con una fuerte tradición en el crédito hipotecario, que en las restantes, ya que la Disposición Transitoria Segunda del Reglamento permite la utilización de la cartera de préstamos existente como cobertura de las emisiones que se realicen.

La principal novedad a este respecto es la configuración de una institución de nueva planta: la Sociedad de Crédito Hipotecario, que es un tipo de financiera especializada en el sector inmobiliario, al estilo de las existentes en muchos otros países. Entre sus rasgos más característicos se debería citar la limitación de captación de pasivo a operaciones a plazo superior a tres años, lo que constituye un valladar importante en el caso de no depender de otra entidad de crédito con una

imagen y una capacidad comercial establecida. Como aliciente obvio para esta dependencia, figura el de constituir el único canal de acceso a la emisión de cédulas hipotecarias practicable para las entidades a las que no se ha concedido en la norma la posibilidad de efectuar directamente esas emisiones.

La posibilidad de emitir determinados títulos hipotecarios (bonos y participaciones) concedida a cooperativas de crédito y entidades de financiación ha de ser contemplada con escepticismo. El público en nuestro país no es muy probable que reaccione ante la mejora que desde la perspectiva de la garantía suponen estos títulos frente a otras formas de captación de pasivo convencionales, ya que, por lo general, está acostumbrado a otorgar su confianza en función de la imagen que le ofrece una determinada entidad. Por otra parte, la dedicación muy marginal de ambas instituciones a este campo de la financiación hipotecaria y su consiguiente falta de especialización constituyen otro serio inconveniente.

### 4. Los títulos hipotecarios

El aspecto más novedoso de la Ley está constituido, sin duda, por la creación de estas nuevas figuras.

Las cédulas hipotecarias son, como es sabido, los títulos dotados por el legislador de características más favorables, entre las que se deben citar:

a) Una gran agilidad: sin necesidad de inscripción registral, el capital e intereses de las cédulas quedan garantizados por hipoteca sobre todas las inscritas a favor de la entidad emisora. Los tí-

tulos, que pueden emitirse al portador, son transmisibles sin necesidad de intervención de fedatarios ni notificación al deudor.

b) Tratamiento fiscal: la emisión, transmisión y reembolso de cédulas están exentos del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. La suscripción de cédulas se considerará inversión a efectos de las deducciones previstas en la ley reguladora del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Por otra parte, en este tema se ha de señalar las posibilidades que, merced a su regulación, tienen estos títulos de proporcionar lo que se ha dado en llamar «opacidad fiscal» a sus tenedores.

c) Aptitud como materialización de inversiones de diversas entidades: en especial como cobertura de reservas técnicas de las compañías de seguros.

d) Mecanismos de apoyo a su liquidez: ya comentados anteriormente.

Como puede apreciarse, cabe calificar de muy ventajosa la regulación de que se ha dotado a estos títulos. En especial, su no gravamen por coeficientes, sus posibilidades de proporcionar esa «opacidad fiscal», así como la ausencia de gastos en su creación y circulación los hacen verdaderamente atractivos en un mercado financiero que viene demostrando en estos últimos años una gran avidez por productos con estas características. Eso explica el importante volumen de emisiones de cédulas realizado, tal y como comentaremos en el siguiente apartado.

Por lo que respecta a los bonos hipotecarios, su principal diferencia con las cédulas es su menor

agilidad, ya que su emisión habrá de constar en escritura pública que habrá de inscribirse, en su caso, en el Registro Mercantil; en la misma se harán constar detalladamente los créditos hipotecarios que quedan afectados al pago de los bonos; en los Registros de la Propiedad correspondientes habrá de extenderse para cada finca una nota de afectación al margen de las respectivas inscripciones de los créditos hipotecarios.

Las participaciones hipotecarias pueden ser de dos tipos muy diferenciados, según que su suscripción y tenencia esté limitada a los emisores de títulos hipotecarios y otras entidades de ahorro institucional o no. En el primer caso, estos títulos de circulación restringida, que recuerdan a los creados por la normativa francesa de mercado hipotecario, han sido dotados de una gran flexibilidad, si bien habrán de ser nominativos en todo caso. Cuando su circulación no esté limitada, habrán de emitirse en escritura pública, de la que se tomará nota en el Registro de la Propiedad. Ninguno de los dos tipos de participación incorpora derecho a deducción fiscal por inversiones. Si bien la concepción fundamental de la participación obedece a una idea de cesión de activos, sin responsabilidad para la entidad emisora en cuanto a la solvencia del deudor del crédito hipotecario, el reglamento prevé el aseguramiento del pago de principal e intereses de la participación, bien directamente por la entidad emisora, bien mediante la contratación de un seguro a favor del partícipe.

## **5. Otros aspectos**

Entre otros aspectos destacables de la regulación del merca-

do hipotecario, podemos resaltar la trascendencia de dos de ellos.

En primer lugar, el esfuerzo de normalización que supone para todo el mercado hipotecario la regulación contenida en la Ley y sus disposiciones reglamentarias. Esta homogeneización, que es absolutamente necesaria para el desarrollo de un mercado amplio y fluido, está en la base del crecimiento experimentado por estas operaciones en otros países.

Por último, y como factor no absolutamente independiente del anterior, ha de hacerse referencia a la profesionalización, que se ve impulsada por esta normativa, y que en una actividad tan específica como la concesión de créditos hipotecarios tiene una relevancia trascendental. A este respecto, es de alabar la importancia otorgada por la Ley a la profesionalización de la tasación y la creación de sociedades de tasación especializadas.

## **III. SITUACION ACTUAL**

### **1. Actuación de las diversas entidades**

En el escaso tiempo de rodaje del mercado hipotecario en su reciente regulación legal se han efectuado emisiones de cédulas por un volumen muy considerable: prácticamente doscientos mil millones de pesetas, de los que sólo 19 mil corresponden a Sociedades de Crédito Hipotecario y 12 mil al Banco Hipotecario de España. El resto (el 84 por 100 del total) han sido puestas en circulación por Cajas de Ahorros.

Este fuerte desarrollo de las emisiones de cédulas por las Cajas de Ahorros ha sido posible por la movilización de una pequeña

parte de su *stock* inicial de crédito hipotecario. A finales del primer trimestre de 1983, las cédulas efectivamente colocadas ascendían a unos 134 mil millones de pesetas, tan sólo un 10 por 100 del importe total de sus créditos hipotecarios.

Se da la circunstancia de que si tomamos los datos relativos al primer trimestre de 1983, la captación de recursos mediante colocación de cédulas, con cerca de 54 mil millones de pesetas, ha sido un 56 por 100 superior al aumento de las cuentas de crédito hipotecario, lo que pone de relieve este aspecto de movilización del *stock* inicial, así como el proceso de transformación de los pasivos de las cajas. En particular, este proceso ha consistido en la sustitución de cuentas a plazo por cédulas: así, si se comparan los datos correspondientes a los primeros trimestres de 1982 y 1983, nos encontramos que, mientras el crecimiento del conjunto de depósitos (incluidas cédulas) se ha acelerado (pasando de un 2 por 100 a un 3,5 por 100), el correspondiente a los depósitos a plazo se ha ralentizado apreciablemente (de un 9,2 por 100 a un 6,3 por 100).

Por lo que respecta a las Sociedades de Crédito Hipotecario, en un corto espacio de tiempo se han creado ocho entidades, de las que, como no podía menos que esperarse, siete han sido promovidas por bancos privados y la restante por una caja de ahorros.

En lo tocante a la Banca, su actuación en este campo está limitada a su relativamente reducida «producción» de créditos hipotecarios.

Por último, citar la modesta actividad del Banco Hipotecario de España, que es imputable, apar-

te de a la complejidad del proceso de fusión con el antiguo Banco de Crédito a la Construcción, a la inexistencia de una red comercial propia. En 1982 el Banco Hipotecario de España emitió 2.000 millones y en 1983, 10.000.

## 2. Consideración final

A la hora de tratar de enjuiciar la situación actual y las políticas a seguir en el campo de la financiación de la vivienda, es conveniente tener muy presente el hecho de que éste es un sector que, debido a sus características, está sometido en todas las sociedades industriales a un notable grado de intervención por parte del poder público que, a través del fomento de la construcción y del acceso a la vivienda, persigue un cúmulo de objetivos: la satisfacción de una necesidad claramente sentida y demandada por la colectividad, un apreciable impacto sobre el empleo, así como la consecución de una mayor estabilidad política por medio de la difusión de la propiedad, al tiempo que se incentiva a las economías domésticas a que alcancen una mayor propensión al ahorro.

La necesidad de esta intervención se ha hecho más acuciante en la última década, a consecuencia de los efectos de la crisis económica. En particular, la drástica elevación de los tipos de interés y su mayor volatilidad han constituido un agravante financiero de la crisis de la demanda y la actividad del sector real de la construcción. Por otro lado, y en el ámbito estrictamente financiero, esta situación ha dificultado enormemente la captación de recursos a largo plazo, con los consiguientes riesgos para los intermediarios financieros inherentes a la falta de adecuación entre plazos

de las operaciones activas y pasivas (*mismatching*) y que en alguna ocasión, en otros países, han llegado a plantear situaciones críticas a las instituciones de crédito especializadas.

Como reacción a estos hechos, las autoridades de los distintos países se han visto obligadas a intensificar sus actuaciones en el campo de la financiación de la vivienda. En la actualidad, estas intervenciones administrativas revisten una gran variedad de formas, algunas de las cuales nos resultan muy familiares; así, por ejemplo, cabe citar:

- Incentivos fiscales.
- Subvenciones directas de los tipos de interés.
- Existencia de coeficientes obligatorios de inversión.
- Predominio de las entidades de crédito de derecho público en la financiación de la vivienda.
- Garantías prestadas por organismos públicos a créditos hipotecarios otorgados por entidades financieras especializadas.
- Apoyos oficiales a la liquidez del mercado secundario de hipotecas a través de organismos específicos.

Ante este panorama, no es extraño que, si pasamos a contemplar la situación de nuestro país, nos encontremos con un entorno similar: la presión del sector real obliga al poder público a adoptar medidas pragmáticas que no encajan con la filosofía liberalizadora declarada para el sector financiero de la economía, lo que en el fondo nos está poniendo de relieve las limitaciones de dicha filosofía, pese a su coherencia formal, en su confrontación con las realidades cotidianas.

Ahora bien, dicho esto, es con-

veniente aludir a las limitaciones y los riesgos de las medidas «pragmáticas» tendentes a mantener, por medio de apoyos financieros, un ritmo de actividad en la construcción insostenible si se prolonga la crisis económica que sufre nuestro país. A este respecto, se ha de señalar que desde mediados de 1979, y en medida creciente, las encuestas realizadas por los promotores dan mayor importancia a la debilidad de la demanda que a la escasez de financiación como causa de la contención de su actividad. Este dato debe completarse con el de la existencia de 2,4 millones de viviendas desocupadas junto a otros 2 millones de «segundas residencias» en nuestro país, de acuerdo con el Censo de Vivienda del INE de 1981; en conjunto, casi un 30 por 100 del parque total existente a esa fecha, frente a un 18 por 100 en 1970, cifras que reflejan la atonía de la demanda, constreñida por la incertidumbre, cuando no franco pesimismo, de las economías domésticas con respecto a la evolución futura de su renta disponible.

Los efectos de esta debilidad de la demanda son los que trata de combatir la política oficial de apoyo a la financiación de la vivienda. Esta política ha logrado sostener el nivel de actividad y de empleo del sector, con la esperanza de que las viviendas, una vez construidas, se vendan y se haga cargo de la deuda del promotor, y pueda atenderla el comprador final. No obstante, en los últimos tiempos y desde muy diversas instancias, se están formulando dudas acerca de la existencia en la realidad del número suficiente de estos compradores solventes.

Pese a estos argumentos, compartidos con generalidad, es com-

preensible que se intente evitar, mediante mecanismos financieros, una mayor caída del sector por la incidencia sobre la demanda que genera y sobre el nivel de empleo. Por ello, el nuevo Plan Cuatrienal, que se estudia en estos momentos, contempla la acentuación de las ayudas financieras. Si esto es comprensible, no lo es menos aludir a los problemas que se derivan de una actuación de este tipo. En particular, el riesgo que comporta la apelación a niveles de clientela cada vez más escasos de solvencia y, por tanto, al deterioro de la calidad de los activos de las instituciones financieras.

En esta situación, no se puede descontar totalmente el riesgo de que el mantenimiento gracias a apoyos financieros de un determinado nivel de actividad en la construcción, que origina un *stock* creciente de viviendas sin vender, desemboque en una baja generalizada de precios en el mercado inmobiliario, lo cual no es algo insólito en la experiencia internacional reciente, como prueban las crisis experimentadas en la pasada década por los mercados británico y danés. Naturalmente, las implicaciones de este riesgo para las entidades financiadoras pueden ser preocupantes, y han de hacerlas conjugar su tradicional política rigurosa de tasación con un análisis de la viabilidad económica de los proyectos.

Vamos, por último, a tratar de enjuiciar, a partir de este contexto, las repercusiones de la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario, no sin antes poner énfasis en el carácter estrictamente personal de las opiniones que se ofrecen a continuación.

Desde una perspectiva amplia de los problemas que tiene plan-

teados el sector de la vivienda y su financiación, la aportación de esta Ley ha de considerarse muy modesta. En efecto, dicha aportación se centra fundamentalmente en la creación de unos instrumentos financieros de movilización de los préstamos concedidos por las entidades de crédito. El impacto de esta creación sobre las operaciones de activo, es, cuando menos, muy dudoso, máxime en las actuales circunstancias del mercado de financiación de vivienda que acabamos de comentar. Así, por lo que respecta a las cédulas hipotecarias, que es sin duda de entre los activos financieros creados el dotado de más posibilidades por el legislador, el muy importante volumen de emisiones realizadas corresponde en su inmensa mayoría a las Cajas de Ahorros, las instituciones financieras que ya ocupaban tradicionalmente el papel preponderante en la financiación inmobiliaria en nuestro país. Como ya se ha comentado, esa voluminosa actividad emisora no se ha traducido en una aceleración de traducido en una aceleración de sus inversiones en este sector, sino tan sólo en una transformación de su pasivo. Y, teniendo esto en cuenta, es extraño que en la nueva definición de la M-3 se incorporen estos pasivos junto con otros (pagarés y letras) a la magnitud base del cómputo de coeficientes. Siendo esto así, probablemente se produciría un retroceso en la cifra de emisión de cédulas que no tendría demasiado sentido identificar con la financiación efectiva al sector vivienda.

Dentro de esta línea, se inscribe la recomendación, de la que se han hecho eco los medios de difusión muy recientemente, dirigida por el Banco de España a las

entidades de crédito en el sentido de que moderen, durante un plazo de tres meses, sus actuaciones en este campo de los activos cuasi monetarios y, en concreto, de que no se proceda a nuevas emisiones de cédulas hipotecarias.

En resumen, la repercusión fundamental de la regulación del mercado hipotecario parece quedar contenida dentro de los límites del sistema financiero. Se han creado unos instrumentos ágiles, con un tratamiento generoso en el ámbito fiscal y de normativa financiera, que pueden potenciar la aparición de mercados secundarios eficaces. Quizá quepa plantearse que lo que se haya facilitado sea la movilización de los pasivos a largo.

En otro orden de cosas, la creación de entidades especializadas, potenciada en este caso concreto por el legislador al convertirlas en la vía obligada de acceso de la Banca a la emisión de cédulas, cuenta ya con bastantes antecedentes en nuestra historia financiera reciente como para albergar dudas acerca de sus posibilidades de aportar modificaciones significativas a nuestro sistema financiero. Se trata, en definitiva, de un paso más en el camino de la «desintermediación», en el peculiar sentido que en nuestra realidad tiene esta palabra, tan de moda en los últimos tiempos.

La consecuencia esperable de estos acontecimientos es la de un incremento de la retribución obtenida por el público de sus depósitos en las entidades de crédito. Las mayores o menores posibilidades de repercusión de este incremento neto de sus costes por parte de los intermediarios financieros harán que los efectos del mismo se traduzcan en un

aumento de los tipos activos, o en el empeoramiento de la situación de algunas de las propias entidades.

#### NOTAS

(1) N. de la R. — Esta aportación fue del 7,3 por 100 en 1983.

(2) N. de la R. — Según la EPA del 4.º trimestre de 1983, el paro del conjunto de la población ascendía al 18,4 por 100.