

Resumen

La finalidad de este trabajo es analizar la evolución de los créditos con garantía hipotecaria en los últimos veinte años de funcionamiento del mercado hipotecario, período en el que ha pasado de ser un mercado estrecho y poco flexible a ser un mercado de oferta muy competitivo y con un potente ritmo de expansión, sobre todo desde mediados de los noventa, en los que la fuerte competencia entre las entidades de crédito ha permitido que el acceso por parte de los hogares a un crédito hipotecario se haga en condiciones de plazo, volumen y tipo de interés realmente favorables.

Palabras clave: mercado hipotecario, vivienda, crecimiento, endeudamiento.

Abstract

The main aim of this work is to analyse of evolution of mortgage credits over the last twenty years, period in which it has evolved from a tight and hardly flexible market to a highly competitive one, with a powerful rhythm of expansion, mainly from the 90s onwards, due to a strong competition among the different credit societies, which has permitted most household to access a mortgage in the most favourable conditions of time, volume and interest rate.

Key words: mortgage market, housing, growth, indebtedness.

JEL classification: G21, R31.

MERCADO HIPOTECARIO Y FINANCIACIÓN A LA VIVIENDA

VEINTE AÑOS DE FUNCIONAMIENTO DE LA LEY DEL MERCADO HIPOTECARIO

Juan de Dios JIMÉNEZ AGUILERA
María Teresa SÁNCHEZ MARTÍNEZ

Universidad de Granada

I. INTRODUCCIÓN

HASTA la década de los ochenta, el mercado hipotecario existente en España se caracterizaba por ser un mercado estrecho y poco flexible (1). Se reducía a las operaciones que realizaban tanto el Banco Hipotecario de España como, sobre todo, las cajas de ahorros. Estas últimas constituían la principal fuente de recursos financieros a largo plazo, debido al circuito privilegiado que el coeficiente de préstamos de regulación especial suponía.

La constatación de la inexistencia de actividad crediticia hipotecaria libre o vocacional y la carencia de mecanismos autónomos de financiación a la vivienda llevan a la regulación del Mercado Hipotecario con la Ley 2/1981. Los objetivos expresos de esta iniciativa legislativa, de la que se han cumplido ahora veinte años, eran crear las condiciones de mercado adecuadas para que el sistema financiero pudiera aportar los recursos necesarios para financiar la actividad inmobiliaria, y facilitar el acceso a la vivienda en propiedad a segmentos cada vez mayores de población.

Las reformas más importantes se llevaron a cabo a partir de estos años, y se caracterizaron por el fuerte dinamismo que imprimieron al desarrollo de las operaciones hipotecarias, lo que les hizo ganar peso en la financiación de familias y empresas. Durante la década de los noventa, estas operaciones han se-

guido incrementándose tras producirse nuevos cambios normativos. Todo ello ha afectado de forma decisiva a las condiciones en que se desarrolla la financiación a la adquisición de la vivienda.

La reciente puesta en marcha de la unión monetaria y la introducción del euro están permitiendo a las entidades de crédito acceder a los mercados financieros en mejores condiciones, a tipos de interés más bajos, lo que, unido a las mejoras introducidas por el desarrollo del mercado hipotecario, ha llevado a que una gran parte de la población disponga de capacidad financiera para acceder a una vivienda.

La finalidad de este trabajo es analizar la evolución de los créditos con garantía hipotecaria en estos últimos veinte años, relacionándolos con las variables económicas que más inciden en la demanda de vivienda.

II. VEINTE AÑOS DEL MERCADO HIPOTECARIO ESPAÑOL. UNA PANORÁMICA LEGISLATIVA

A comienzos de la década de los ochenta, el sistema financiero español venía demandando un marco jurídico que permitiera desarrollar nuevas alternativas de financiación para los préstamos hipotecarios. Se trataba de resolver el problema que representaba para los intermedia-

rios financieros la inmovilización en operaciones de financiación inmobiliaria. De esta forma, era posible aumentar el volumen de recursos financieros sin tener que aumentar sus recursos propios, ante la dificultad de encontrar financiación al mismo plazo que los créditos concedidos, evitando, al mismo tiempo, una concentración de riesgos que pusiese en peligro la rentabilidad y la solvencia de estas entidades.

Por tanto, se planteaba la necesidad de crear un mercado secundario de hipotecas en el que se pudiesen comprar y vender los créditos hipotecarios generados por las entidades financieras que actuaban en el mercado primario. En esas fechas, la financiación a la vivienda a largo plazo estaba muy poco desarrollada, lo que suponía que la obtención de un crédito debía de hacerse en condiciones escasamente atractivas, con plazos demasiado cortos y tipos de interés elevados.

1. La reforma del mercado hipotecario

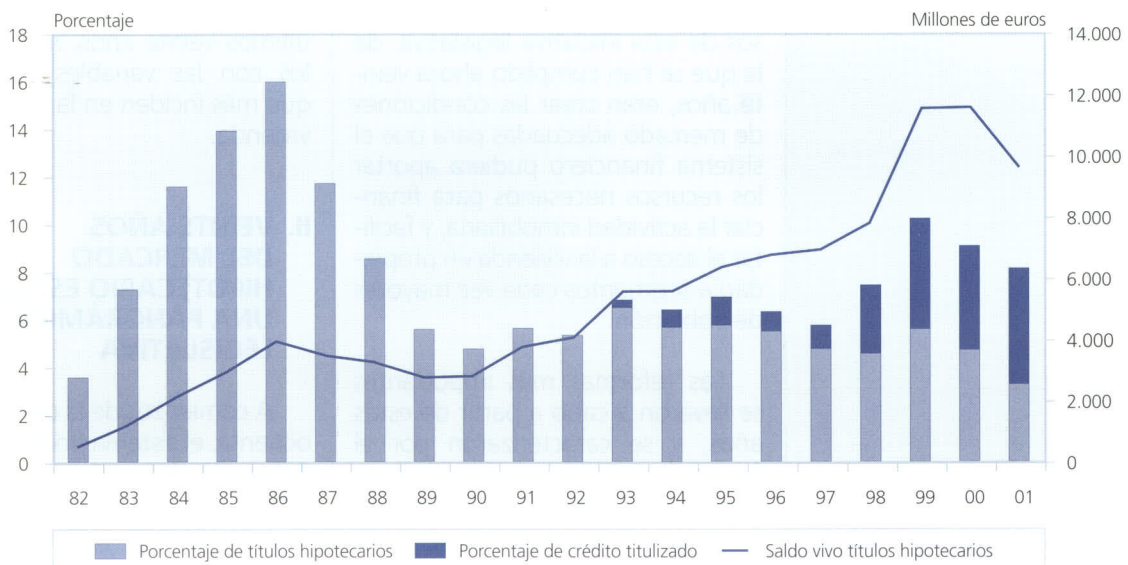
Con la Ley 2/1981, del Mercado Hipotecario, se perseguían dos finalidades básicas: por un lado, impulsar los mercados primario y secundario de renta fija con nuevos activos financieros, de gran interés e importancia en otros países; por otro, atraer fondos para la financiación de la vivienda, en condiciones adecuadas de plazo y de tipo de interés, que permitieran contrapesar el efecto negativo que para el sector iba a tener la disminución de los coeficientes de inversión obligatorios. Por tanto, la vivienda era uno de los sectores que, evidentemente, se iba a ver más favorecido por todas las mejoras introducidas con la reforma.

A partir de la citada Ley, se crearon unos instrumentos de financiación para aquellas entidades que concediesen créditos hipotecarios, como fueron las cédulas (2), los bonos y las participaciones hipotecarias. Los dos últimos instrumentos

quedaron postergados desde su origen por las limitaciones establecidas a su uso, y fueron las cédulas las que obtuvieron mayor éxito, ya que fueron acompañadas inicialmente de medidas incentivadoras, tanto fiscales como económico-administrativas (3), siendo emitidas con profusión hasta mediados de los ochenta. Pero, con posterioridad, la pérdida de todas estas ventajas supuso un serio inconveniente para las posibilidades de absorción de cédulas hipotecarias por el mercado, al tiempo que se vieron seriamente arrinconadas por los distintos inversores, ante la progresiva consolidación del mercado de deuda pública.

En el gráfico 1 podemos observar cómo las cédulas hipotecarias alcanzaron en 1986 el máximo nivel, con un valor del 15,9 por 100 del total de préstamos hipotecarios, y a partir de entonces sus emisiones empiezan a disminuir hasta situarse en el 4,7 por 100 en 1990, situación que se mantiene prácticamente estacionaria durante la siguiente década.

GRÁFICO 1
PORCENTAJE DE CRÉDITO HIPOTECARIO FINANCIADO CON INSTRUMENTOS ESPECÍFICOS



Fuentes: Asociación Hipotecaria Española, AIAF, CNMV.

Todas las medidas que se llevaron a cabo en los primeros años de la década de los ochenta concentraron las reformas más importantes y condujeron a una situación caracterizada por la liberalización plena de los tipos de interés, tanto de activos como de pasivos, por la práctica desaparición de los coeficientes de inversión obligatorios y por la equiparación total de las operaciones autorizadas para bancos y cajas de ahorros. El mayor dinamismo en el desarrollo de las operaciones hipotecarias es uno de los aspectos inducidos por la evolución del mercado, además de otros aspectos importantes en los que el mercado hipotecario tuvo mucho que ver, como son: la mayor participación de la banca privada y la creación de las sociedades de crédito hipotecario (SCH), actualmente denominados establecimientos financieros de crédito (EFC); la prolongación de los plazos de amortización de los préstamos; el aumento de la relación préstamo valor, hasta alcanzar la cuantía del 80 por 100 del valor de mercado de la vivienda (4); por último, la aparición y la rápida generalización del empleo del interés variable en la devolución de los préstamos a largo plazo.

2. Segunda reforma del mercado hipotecario: la titulización hipotecaria

La titulización es un proceso financiero consistente en transformar cualquier activo no negociable susceptible de generar una corriente de ingresos, como sería el caso de los préstamos hipotecarios, en valores negociables. Los activos cedidos por la entidad son adquiridos por una institución independiente, llamada fondo de titulización (5), la cual emite como contrapartida títulos de renta fija estandarizados y susceptibles de negociación en mercados organizados, denominados bonos de titulización.

La puesta en marcha del proceso de titulización hipotecaria se implanta con la Ley 19/1992. Buscaba potenciar las posibilidades de recuperación de los flujos de recursos que previamente se habían invertido en la concesión de préstamos hipotecarios, de los que la mayoría están dirigidos al sector de la construcción, promoción y adquisición de viviendas.

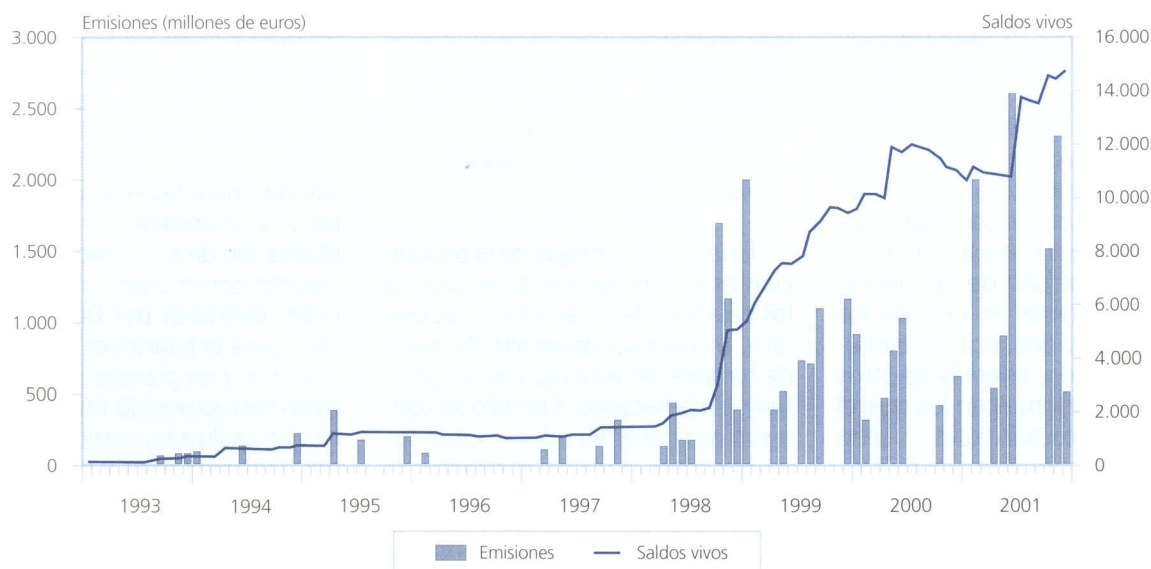
Una de las ventajas de la titulización es la eliminación de activos de los balances de las entidades de crédito, modalidad denominada *fuera de balance*, en este caso de los préstamos hipotecarios. Con ello se consigue recuperar liquidez y sobre todo traspasar el riesgo asociado a la operación de concesión de préstamos hipotecarios (Freixas, 1993). Al darse de baja al préstamo hipotecario del balance, éste deja de computar como activo de riesgo de la entidad emisora de la participación, lo cual permite reducir las exigencias de recursos propios (6). Al mismo tiempo, puede seguir obteniendo ingresos derivados de los servicios financieros asociados al préstamo (ingresos por comisiones), y no perder sus vínculos con la clientela hasta el vencimiento del préstamo, que en el caso de estos préstamos suele ser a largo plazo. Otra ventaja de la titulización es la posibilidad de ampliar de forma considerable la capacidad para captar recursos destinados a la financiación de la vivienda, lo que contribuirá a abaratar los préstamos para su adquisición.

La titulización no tuvo un desarrollo demasiado espectacular en los primeros años de funcionamiento (ver gráfico 2). La estrechez y escasa liquidez de los mercados de renta fija privada en nuestro país, la fuerte competencia de la deuda pública y la aprobación de la Ley 2/1994, de Subrogación y Modificación de Préstamos Hipotecarios (7), explicarían en parte el reducido avance de aquella (Carbó y Coello, 1996). Con la aspiración de potenciar algo más este

proceso, el Real Decreto 926/1998 introduce una serie de medidas para ampliar el ámbito de los activos susceptibles de titulización, así como otras para agilizar y flexibilizar los fondos de titulización, dándole la seguridad jurídica necesaria para su buen desarrollo. De esta forma, se regula la titulización de otros activos no hipotecarios, lo que abrirá la posibilidad para las empresas financieras y no financieras de proceder a la titulización de sus activos, tales como créditos comerciales, créditos personales, deudores por tarjetas de crédito, para la financiación de infraestructuras y de grandes proyectos; incluso han aparecido nuevos tipos de crédito titulado, como los concedidos a las pequeñas y medianas empresas.

A partir de 1998 el crecimiento de la titulización ha sido muy importante, como se aprecia en el citado gráfico, llegándose a alcanzar una cifra cercana a 14.400 millones de € en el año 2001, sólo para la titulización hipotecaria (8). Aunque el peso alcanzado por la titulización es todavía reducido dentro del mercado de renta fija, su presencia en éste es ya muy significativa. Dentro de ese mercado, los bonos de titulización alcanzaban un porcentaje del 20 por 100 para el año 2000, superando los saldos de las cédulas hipotecarias, la otra figura del mercado hipotecario. La titulización de activos se presenta como una alternativa muy prometedora dentro de los mercados de renta fija privada, con un potencial de crecimiento importante, sobre todo si se tiene en cuenta la disminución que están experimentando los saldos de la deuda pública en estos últimos años, la excelente calificación otorgada por las agencias de *rating* en la mayoría de las emisiones y la mayor necesidad por parte de las entidades crediticias de captar recursos en el mercado, emitiendo instrumentos propios, ante el fuerte crecimiento experimentado por el crédito hipotecario (Sánchez Martínez, 2001).

GRÁFICO 2
SALDOS VIVOS Y EMISIONES DE BONOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA



Fuentes: AIAF, CNMV.

III. CRÉDITOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA POR ENTIDADES

Cuando se observa la evolución del crédito hipotecario gestionado (9) a lo largo de estos últimos veinte años, podemos comprobar que su crecimiento ha sido superior al de otros segmentos de crédito. A lo largo de este período, el saldo del crédito hipotecario ha pasado de 33.515 millones de € en 1982 a 257.694 millones de € en el año 2001, como se puede observar en el gráfico 3 (10). Como factor condicionante del aumento de la oferta crediticia se encuentra el proceso de desregulación y liberalización de nuestro sistema financiero iniciado en 1977. Con él se liberó un considerable volumen de recursos disponibles, gracias a la reducción de coeficientes como el de caja o el de inversión obligatoria (García Montalvo y Mas, 2000).

Por entidades, son las cajas de ahorros y los bancos comerciales que

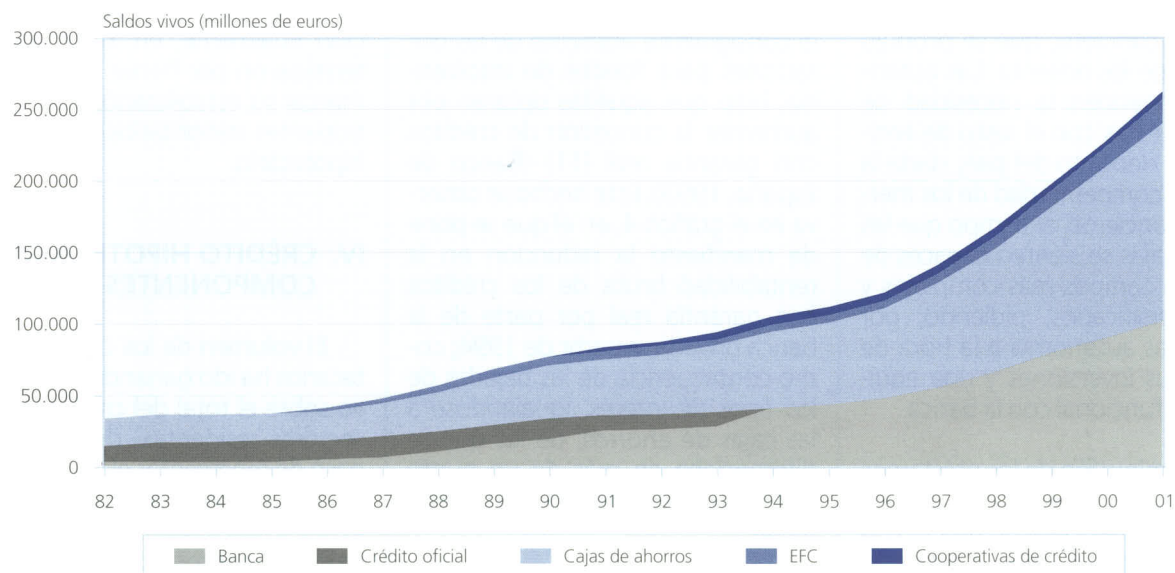
aportan el grueso de la financiación hipotecaria en España. Aunque no siempre ha sido así. De hecho, hasta mediados de la década de los ochenta el mercado de los créditos hipotecarios, en especial el crédito a particulares, estaba dominado por las cajas de ahorros y la banca oficial, sin apenas presencia de la banca privada. Como puede observarse en el cuadro n.º 1, en 1982 el 57,5 por 100 del crédito hipotecario gestionado pertenecía a las cajas de ahorros, seguidas por la banca oficial, con un 32,7 por 100, mientras que el resto de las entidades de depósito no llegaba al 10 por 100. Se evidencia, no obstante, que si se integra el crédito oficial en el ámbito de la banca privada, la cuota de mercado del crédito gestionado prácticamente no ha sufrido grandes variaciones a lo largo de este período, con una mayor presencia de las cooperativas de crédito.

Las cajas de ahorros ocupan una posición de liderazgo en la concesión de préstamos hipotecarios. Se han distinguido siempre por su es-

pecial atención a la financiación a la vivienda. A pesar de no existir en España intermediarios financieros especializados en la financiación de este sector, las cajas están entre las instituciones con mayor protagonismo en este mercado. Su preferencia manifiesta por este tipo de financiación estaba motivada por distintas causas, como pueden ser sus connotaciones sociales, la seguridad que implica la garantía hipotecaria, tan conveniente en entidades no llamadas al lucro y al riesgo, las preferencias habituales en la demanda de crédito procedente de sus depositantes, formados por familias de ingresos medios y bajos; sin olvidar, además, la presión oficial para que estas entidades se ocuparan de este sector, debido a sus características como motor económico, por los aspectos sociales que conllevaba y porque estaba totalmente desatendido por la banca privada (Jiménez Aguilera, 1995).

El proceso de liberalización financiera iniciado en 1977 supuso un considerable aumento de la com-

GRÁFICO 3
CRÉDITO HIPOTECARIO GESTIONADO POR ENTIDADES



Notas:
 - A partir de 1994 se incluye como banca al crédito oficial.
 - Las series están expresadas en pesetas constantes utilizando el deflactor del PIB, base 1995.
 Fuente: Banco de España.

CUADRO N.º 1

CUOTA DE MERCADO DEL CRÉDITO HIPOTECARIO GESTIONADO, 1982-2001

Años	Banca privada	Banca privada (a)	Cajas de ahorros	EFC	Cooperativas	Total (b)
1982	7,6	40,3	57,5	0,1	2,1	-
1983	6,6	43,9	53,6	0,9	1,6	10,0
1984	6,5	44,8	51,7	2,0	1,5	1,6
1985	7,4	45,6	49,9	2,7	1,8	4,4
1986	9,7	44,7	49,5	3,9	1,9	7,8
1987	12,9	43,1	49,5	5,5	2,0	16,4
1988	18,4	42,4	48,5	7,1	1,9	23,0
1989	22,2	41,7	49,4	6,9	2,0	21,7
1990	24,6	42,1	48,9	6,8	2,3	14,6
1991	30,2	42,7	47,4	7,1	2,8	9,0
1992	30,0	41,3	49,2	6,5	3,1	5,6
1993	30,1	39,9	50,7	5,7	3,7	8,7
1994	39,1	39,1	51,9	4,7	4,2	9,8
1995	38,7	38,7	52,7	4,0	4,6	6,4
1996	39,1	39,1	52,7	3,4	4,8	9,9
1997	39,3	39,3	52,6	2,7	5,3	16,7
1998	39,1	39,1	53,2	2,0	5,6	17,0
1999	40,1	40,1	52,4	1,6	5,9	17,7
2000	39,0	39,0	53,8	1,3	5,9	16,2
2001	38,7	38,7	54,0	1,3	6,0	13,2
Tasa crecimiento media anual (c)	24,0	11,9	11,7	59,8	19,3	12,1

Notas:
 (a) Se incluye el crédito gestionado por la banca oficial.
 (b) Tasa de crecimiento anual en términos reales.
 (c) En términos reales.
 Fuente: Banco de España.

petencia entre las entidades. A ello contribuyó de forma notoria la flexibilización de la normativa que limitaba la expansión de la actividad de las cajas de ahorros fuera de un territorio concreto, que se produjo a finales de los ochenta. Las autoridades entienden la necesidad de igualar a éstas con el resto de entidades de depósito del país, dada la creciente competitividad de los mercados financieros, al tiempo que las propias cajas se sienten capaces de entrar en campos más complejos y más diversificados, pidiendo, por tanto, más autonomía a la hora de decidir sus inversiones y una equiparación funcional con la banca.

La disminución de los préstamos de regulación especial que supuso la reforma financiera no afectó a la dedicación de las cajas al mercado hipotecario, y más concretamente al crédito a la vivienda, dirigiéndose hacia otros sectores o actividades crediticias, sino al contrario, lo que sucedió fue que esta atención se reorientó desde la vivienda protegida hacia la vivienda libre a medida que fue evolucionando el sistema financiero y el propio sector inmobiliario. De hecho, en el año 2001, las cajas de ahorros, pese a haber perdido algo de peso a finales de los ochenta y principios de los noventa, han vuelto a recuperar posiciones, y siguen siendo las principales gestoras de préstamos hipotecarios, con un 54,0 por 100 de cuota de mercado del crédito gestionado.

La concesión de préstamos hipotecarios ocupó, hasta fechas recientes, un lugar muy secundario dentro de la actividad crediticia de la banca privada, ya que sus operaciones se centraban más en las operaciones de crédito comercial y a corto plazo. Sin embargo, se percibía la necesidad de diversificar riesgos, sobre todo en períodos de recesión económica, en los que se evidencia una fuerte correlación negativa entre la ratio morosidad de las entidades de crédito españolas y

la tasa de crecimiento del PIB (Fernández de Lis, Martínez y Saurina, 2000). El deseo de frenar la subida en los índices de morosidad por parte de las entidades de crédito, con el consiguiente aumento de las dotaciones para fondos de insolvencia, hizo que aquéllas optaran por aumentar la concesión de créditos con garantía real (11) (Banco de España, 1993). Este hecho se observa en el gráfico 4, en el que se pone de manifiesto la reducción en la rentabilidad bruta de los créditos con garantía real por parte de la banca privada, a partir de 1994, como consecuencia de las bajadas de los tipos de interés, igualándose a las cajas de ahorros, de las que se diferenciaba en más de un punto porcentual con anterioridad a esta fecha.

Habría que añadir, como factor importante, la mayor disponibilidad de fondos prestables que las medidas dereguladoras y las reformas del mercado hipotecario trajeron consigo. Todas estas razones explican la fuerte irrupción de la banca privada, a partir de 1993, en la denominada «guerra» del pasivo hacia el activo, que hizo que se produjese un fuerte aumento de las operaciones de crédito con garantía hipotecaria, como se puede ver en el cuadro n.º 1, donde la banca ha ganado cerca de treinta puntos porcentuales, pasando de gestionar el 7,6 por 100 del total de crédito hipotecario en 1982, al 39,1 por 100 en 1994 (12).

Las SCH fueron creadas por la Ley 2/81, del Mercado Hipotecario, para ampliar y potenciar la competencia entre las entidades y agilizar la gestión del mercado hipotecario. En sus comienzos disfrutaron de importantes ventajas fiscales, lo que favoreció su implantación, alcanzando en 1988 la cifra de 26 entidades, que eran, en su mayor parte, filiales de las cajas de ahorros y de los bancos; pero la desaparición de dichas ventajas fis-

cales y su integración en las ECAOL (entidades de crédito de ámbito operativo limitado), la equiparación normativa con las entidades de depósito (13), y su transformación finalmente, en 1997, en EFC, terminaron por frenar su ascenso y marcar su estabilización como participantes minoritarios del mercado hipotecario.

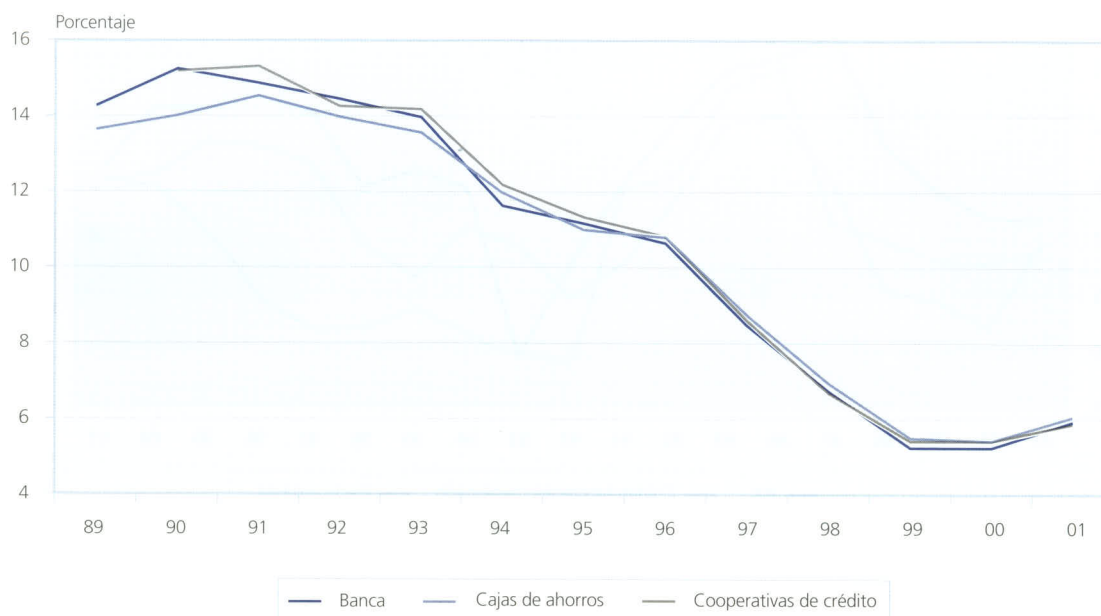
IV. CRÉDITO HIPOTECARIO: COMPONENTES CÍCLICOS

El volumen de los créditos hipotecarios ha ido ganando peso relativo sobre el total del crédito a otros sectores residentes, de forma que pasó de representar el 15,7 por 100 en 1982 al 49,9 por 100 en 2001, lo que implica una captación de cerca de 35 puntos porcentuales (gráfico 5).

Sin duda alguna, el entorno macroeconómico resulta ser un determinante explicativo tanto de la demanda como de la oferta del crédito hipotecario. En el cuadro n.º 2 se resumen los datos disponibles sobre el comportamiento del crédito hipotecario, así como sobre los principales determinantes de la economía española para el período comprendido entre 1982 y 2001. La mayoría de ellos presenta un comportamiento procíclico, contribuyendo a poner de manifiesto la relación entre la evolución del crédito hipotecario y la del PIB (gráfico 6).

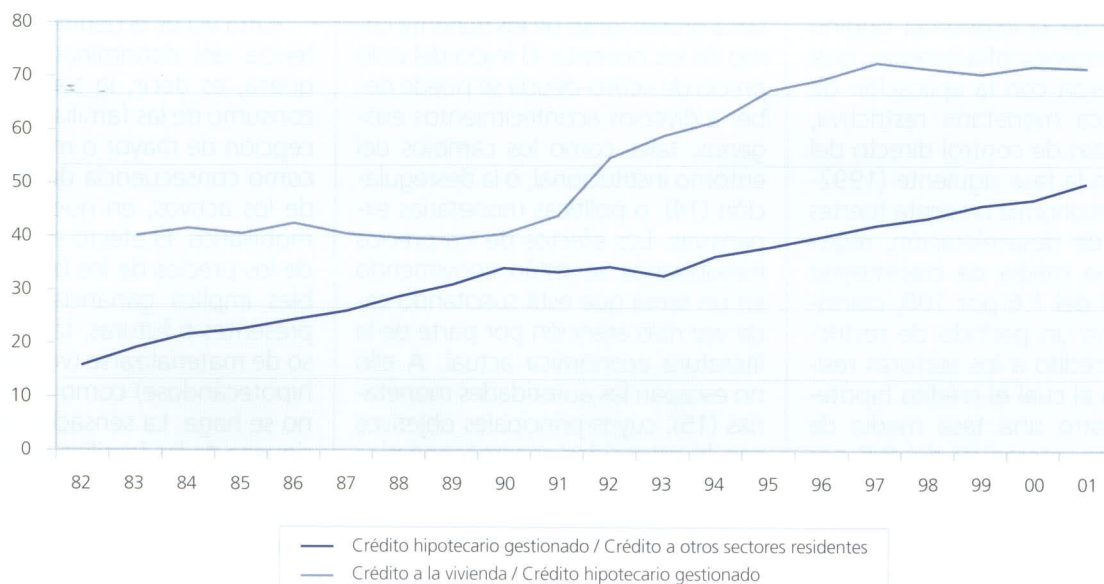
La evolución del crédito hipotecario se encuentra muy vinculada al ciclo económico, con una trayectoria muy similar entre ambas variables, caracterizada por períodos alternos de expansión y estancamiento. No obstante, aunque el patrón cíclico se corresponde de forma muy precisa entre el crédito hipotecario y el PIB, el primero muestra unas fluctuaciones cíclicas más intensas que el segundo. Así, podemos observar en el cuadro n.º 2 que en el período 1987-1991, coinci-

GRÁFICO 4
RENTABILIDAD BRUTA DE LOS CRÉDITOS CON GARANTÍA REAL



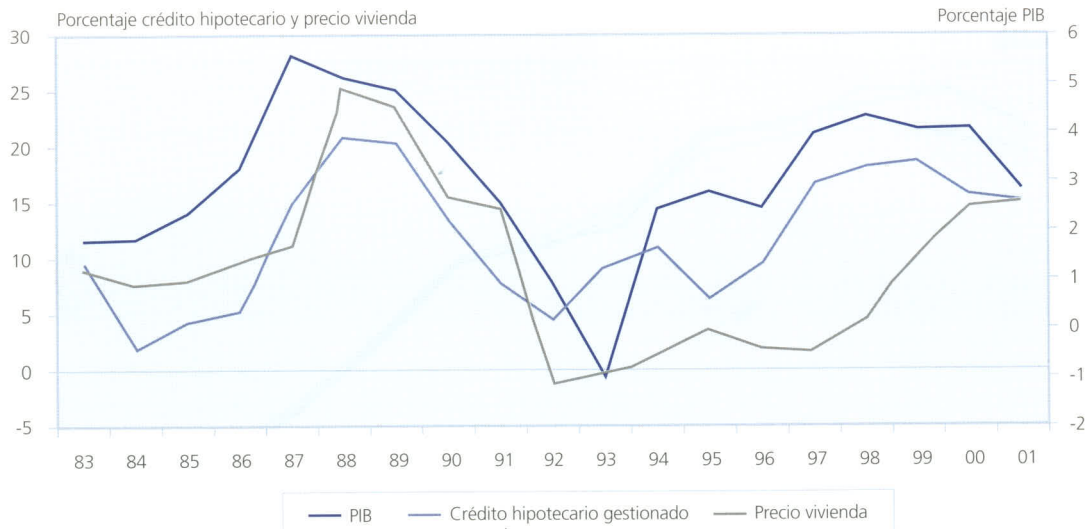
Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 5
CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES, CRÉDITO HIPOTECARIO GESTIONADO Y CRÉDITO A LA VIVIENDA



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 6
CICLO ECONÓMICO, CRÉDITO HIPOTECARIO Y PRECIO A LA VIVIENDA. TASAS DE CRECIMIENTO



Fuente: Banco de España, MOFO.

diendo con el denominado «boom inmobiliario», se produjeron unas fuertes tasas de crecimiento en términos reales, tanto de la actividad económica (con una tasa de crecimiento interanual promedio para dicho período del 4,4 por 100) como de la financiación hipotecaria (la tasa de crecimiento interanual promedio es del 15,2 por 100). La expansión de la economía originó fuertes tensiones inflacionistas, que se resolvieron con la aplicación de una política monetaria restrictiva, con medidas de control directo del crédito. En la fase siguiente (1992-1996), la economía presenta fuertes síntomas de desaceleración, registrando una media de crecimiento interanual del 1,6 por 100, coincidiendo con un período de restricción del crédito a los sectores residentes en el cual el crédito hipotecario registró una tasa media de crecimiento interanual del 8,8 por 100. Finalmente, una vez que desaparecieron las restricciones crediticias, y en un entorno económico favorable (la tasa de crecimiento del PIB fue, en promedio, para los años 1997-2001, del 3,8 por 100),

el crédito hipotecario continuó desarrollándose sin dificultad, alcanzando unas fuertes tasas de crecimiento medio para este período (16,7 por 100).

La expansión del crédito hipotecario ha sido paralela al fuerte aumento de los precios de los activos inmobiliarios, especialmente intensos a finales tanto de los ochenta como de los noventa. El inicio del ciclo *precio de activo-deuda* se puede deber a diversos acontecimientos exógenos, tales como los cambios del entorno institucional, o la desregulación (14), o políticas monetarias expansivas. Los efectos de los precios inmobiliarios se están convirtiendo en un tema que está suscitando cada vez más atención por parte de la literatura económica actual. A ello no escapan las autoridades monetarias (15), cuyos principales objetivos son la estabilidad macroeconómica y la del sistema financiero.

Autores como Mishkin (2001) ponen de manifiesto las diversas vías de incidencia de los precios de los activos inmobiliarios en el ciclo

económico. La primera de ellas relaciona los efectos que los precios inmobiliarios tienen sobre la actividad promotora, por cuanto, al ver aumentar sus márgenes entre precios y costes de producción, acelerarán la construcción de inmuebles, la inversión, y por lo tanto se incrementará el producto interior bruto.

Otra vía es la derivada de la existencia del denominado efecto riqueza, es decir, la sensibilidad del consumo de las familias ante la percepción de mayor o menor riqueza como consecuencia de la variación de los activos, en nuestro caso inmobiliarios. El efecto de las subidas de los precios de los bienes inmuebles implica ganancias de capital presentes o futuras, tanto en el caso de materializarse (vendiéndose o hipotecándose) como en el de que no se haga. La sensación de mayor riqueza de las familias las conducirá a aumentar su consumo (Ludwing y Slok, 2002), y por tanto la demanda agregada (PIB).

Por último, se produce un efecto balance por parte de las entidades

CUADRO N.º 2

SÍNTESIS DE LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO. DETERMINANTES CÍCLICOS

	MEDIA			
	1982-1986	1987-1991	1992-1996	1997-2001
<i>Crédito hipotecario gestionado (tasa de crecimiento real interanual)</i>	5,1	15,2	8,8	16,7
Adquisición+rehabilitación vivienda	5,7	15,9	15,5	16,6
Resto crédito hipotecario	2,4	14,8	-1,3	17,5
<i>Crédito a otros sectores residentes</i>	9,9	15,5	5,0	15,0
Crédito a sectores productivos	4,2	13,7	5,9	13,3
Crédito a hogares, ISFL y otros	5,6	15,2	8,9	15,0
<i>PIB (tasa de crecimiento real interanual)</i>	2,3	4,4	1,6	3,8 (b)
Renta nacional bruta disponible (tasa de crecimiento real interanual)	0,5	4,2	1,6	3,1 (b)
FBCF construcción (tasa de crecimiento real interanual)	1,6	10,0	-0,8	6,3
<i>Indicadores de riqueza</i>				
Precio m ² vivienda (tasa crecimiento real interanual)	-1,9	10,6	-2,7	6,3
Índice general cotización acciones (tasa crecimiento interanual)	-	10,4	7,7	21,0
Índice IBEX-35 (tasa crecimiento interanual)	-	1,1	10,2	19,0
<i>Indicadores de salud financiera de las entidades depósito</i>				
Ratio de morosidad (a)	4,6	3,0	5,5	1,6
Rentabilidad antes de impuestos (porcentaje de recursos propios)	-	13,2	8,2	13,3 (c)
Dotación fondo de insolvencia (porcentaje sobre crédito otros sectores residentes)	3,0	2,7	4,4	2,4

Notas:

(a) Créditos morosos sobre el total de créditos a otros sectores residentes.

(b) Datos hasta 2000.

(c) Datos hasta 1999.

Fuentes: Banco de España, INE, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

de crédito. La política crediticia de las entidades de depósito es un factor crucial para determinar el destino de los créditos. En el cuadro número 2 se comprueba que en los períodos de expansión económica la ratio promedio de morosidad es menor, las provisiones para insolvencias se reducen y los prestatarios parecen estar en condiciones de soportar niveles más elevados de gasto y de endeudamiento, por lo que las entidades crediticias tienden a conceder más créditos. Teniendo en cuenta que la ratio de morosidad difiere según la clase de crédito, y que los préstamos hipotecarios presentan niveles de morosidad muy bajos en comparación con los créditos personales (16), con las tarjetas de crédito e incluso con los préstamos a empresas, es comprensible que las expansiones del crédito se dirijan a este sector de mercado.

Algunas teorías, como la del *acelerador financiero* (17), explican

los mecanismos a través de los cuales las condiciones de la oferta en el mercado de crédito repercuten sobre la asignación de recursos financieros de una economía y, en consecuencia, en el crecimiento de la actividad. Según esta teoría, se pone de manifiesto el importante papel que desempeñan las variaciones patrimoniales del balance de los agentes a la hora de disponer de la financiación y del coste. Los precios de los activos reales y financieros tienden a crecer más rápidamente en períodos de expansión económica, y con ellos la riqueza del sector privado (Nieto, del Río y Sastre, 2001). De esta forma, se inicia un proceso *autoalimentado*: el aumento del valor de las garantías colaterales incrementa la capacidad de los clientes de acumular deuda, y el creciente valor del capital bancario aumenta la capacidad de los bancos de conceder préstamos. Dicho de otra forma, el aumento del colateral reduce la restricción crediticia

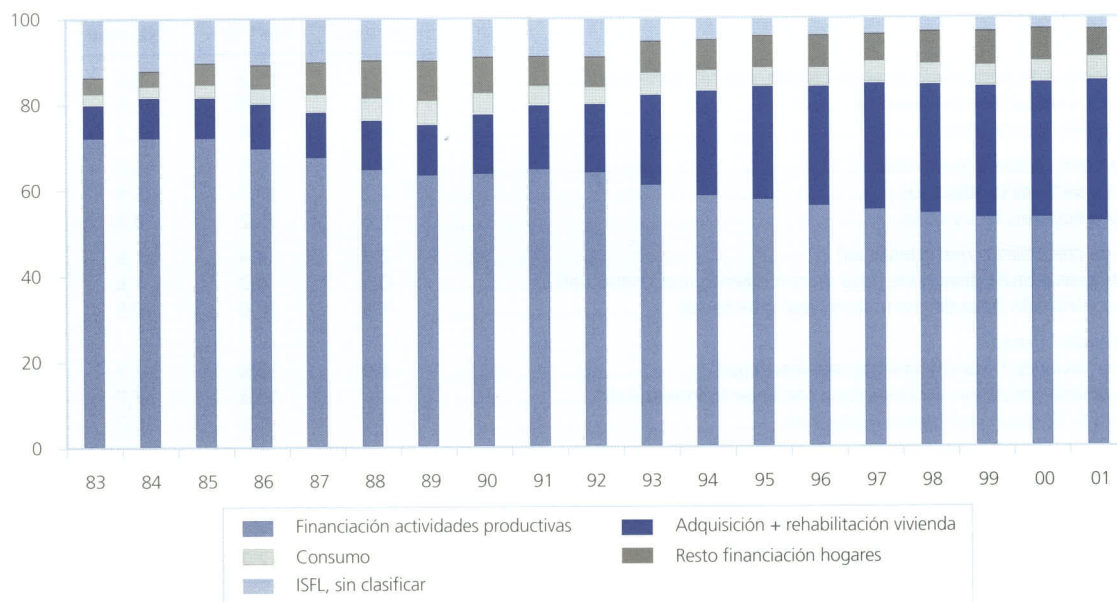
de los agentes financieros (Balmaseda y San Martín, 2002).

V. PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS Y FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA

El mercado inmobiliario, especialmente el segmento de la promoción de viviendas, ha sido el primero y principal beneficiario de la expansión del crédito hipotecario. Los créditos concedidos a personas físicas para la adquisición de vivienda han escalado posiciones importantes, sobre todo a partir de la década de los noventa, puesto que en los ochenta se mantuvo en torno al 40 por 100 del crédito hipotecario gestionado, mientras que en 2001 los préstamos a la vivienda representaban el 71,3 por 100 (18).

Las cifras anteriores nos ponen de manifiesto un hecho importan-

GRÁFICO 7
CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES POR FINALIDADES
Estructura porcentual



Fuente: Banco de España.

te, como es el crecimiento tan notable que ha experimentado la financiación a los hogares. Del gráfico 7 puede desprenderse el crecimiento del endeudamiento de las familias en España, donde se ha pasado del 13,5 por 100 sobre el total de créditos de las entidades de depósitos en 1983 a un 47,1 por 100 en 2001, ganando más de treinta puntos porcentuales, en detrimento fundamentalmente de la financiación a las actividades productivas, que representaba un 73,1 por 100 en 1983 y en el año 2001 bajó al 52,9 por 100.

El hecho de que la inversión productiva disponga de una gama más amplia de fondos externos de financiación que las familias, tanto en lo referente a intermediarios financieros especializados como a las características de los préstamos que puede conseguir (19), haciéndola menos dependiente de las entidades de depósito, explicaría que el crédito a particulares pasara a convertirse en

un segmento de mercado cada vez más considerado por estas entidades, y por tanto centro de atención de sus estrategias financieras.

En el cuadro n.º 3 puede contemplarse la evolución de la capacidad financiera de las familias (20), en términos de la renta bruta disponible, y cómo ésta disminuye en los períodos expansivos de la economía (1987-1991 y 1997-2000). Por componentes, se verifica que tanto el consumo como la inversión de los hogares se han incrementado en los mencionados períodos, aunque las variaciones que registra la inversión superan ampliamente a las del consumo. Así pues, tras la disminución de la capacidad financiera de los hogares se comprueba la existencia de una menor tasa de ahorro bruto por parte de las familias y de un importante crecimiento de la adquisición de inmuebles.

El aumento de la riqueza inmobiliaria (21) explica, por un lado, el

importante crecimiento del endeudamiento de los hogares en proporción a su renta, superando el 70 por 100 en 2001 y con un promedio del 58 por 100 de la renta bruta disponible para el período 1997-2001, y, por otro, el fuerte incremento de los créditos hipotecarios. Este creciente aumento del endeudamiento de las familias producido en los últimos años, sobre todo desde mediados de los noventa, hace temer sobre sus posibles efectos negativos en la evolución de la actividad económica y sobre la estabilidad financiera de la economía, ya que ambos ámbitos están fuertemente conectados, llegándose a hablar de un posible sobreendeudamiento de las familias españolas (Restoy, 2001).

Además de las condiciones macroeconómicas favorables que hemos analizado en el apartado anterior, nos encontramos con otros determinantes que inciden fundamentalmente en el sector inmobiliario y en la demanda de vivienda, recogidos

CUADRO N.º 3

CRÉDITOS HIPOTECARIOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA. PRINCIPALES DETERMINANTES

	MEDIA			
	1982-1986	1987-1991	1992-1996	1997-2001
Créditos adquisición+rehabilitación vivienda.....	5,7	15,9	15,5	16,6
<i>Indicadores de la demanda de viviendas</i>				
Número de hogares (tasa de crecimiento interanual).....	1,3	1,3	1,1	1,6 (b)
Ocupados. Trabajo a tiempo completo (tasa de crecimiento interanual).....	-0,0	3,0	-0,1	3,2
IPC vivienda propiedad (tasa de crecimiento interanual).....	7,6	6,7	5,3	3,4
IPC vivienda alquiler (tasa de crecimiento interanual).....	7,1	7,7	7,2	4,6
Tipo de interés préstamos hipotecarios (porcentaje) (a).....	-	13,9	9,8	4,5
Número viviendas iniciadas (tasa de crecimiento interanual).....	-0,9	-0,2	8,0	17,1 (b)
Esfuerzo financiero bruto (porcentaje).....	37,2	55,4	48,0	35,7
Esfuerzo financiero neto (porcentaje).....	28,3	42,8	37,5	27,9
<i>Indicadores de la posición patrimonial y financiera de los hogares (b) (c)</i>				
Endeudamiento de los hogares (en porcentaje renta bruta disponible).....	17,0	25,0	34,7	58,0
Capacidad financiera familias e ISFL (en porcentaje renta bruta disponible)	6,4	4,0	6,5	4,1
Consumo hogares (tasa de crecimiento real interanual).....	1,1	4,0	1,3	4,0
Inversión hogares (tasa de crecimiento real interanual).....	-3,6	7,1	0,7	9,3
Patrimonio inmobiliario neto/renta bruta (tasa crecimiento interanual).....	1,7	14,3	-3,5	6,4
Tasa de ahorro bruto familias e ISFL (porcentaje renta bruta disponible).....	29,4	17,5	15,0	11,2

Notas:

(a) Tipo de interés medio de las operaciones de crédito hipotecario realizadas por la Asociación Hipotecaria Española.

(b) Datos hasta 2000.

(c) Datos en términos reales, base 1995.

Fuentes: Banco de España, INE, Ministerio de Fomento, Naredo y Carpintero (2002), y elaboración propia.

en el mencionado cuadro. Éstos han propiciado que en los veinte años analizados el crédito hipotecario para adquisición de vivienda haya experimentado tan altas tasas de crecimiento, sobre todo en los períodos de finales de las décadas de los ochenta y de los noventa: el aumento de las tasas de empleo; las subidas de los precios de la vivienda, y en su caso de las rentas derivadas del alquiler u otro tipo de explotación de los inmuebles adquiridos; las mejoras en los aspectos financieros referidos a la relación préstamo-valor del crédito hipotecario; el alargamiento de los plazos de amortización; las bajadas de tipos de interés y, finalmente, los estímulos fiscales asociados básicamente a la vivienda en propiedad.

Con la incorporación a la UEM, los índices hipotecarios españoles se han ajustado a los tipos de interés que se negocian en el mercado europeo, todos ellos fuertemente condicionados por la política mo-

netaria del BCE, lo que ha favorecido el descenso de los tipos de interés nominales. Las condiciones económicas europeas, en términos de crecimiento e inflación, han marcado el precio del dinero en nuestro país, propiciando que éste sea menor que el que hubiese implantado el Banco de España atendiendo a los objetivos de inflación de la política monetaria establecidos en España.

La demanda inmobiliaria se ha afianzado en estos últimos años con las mejores condiciones de financiación hipotecaria, a pesar del aumento de los precios, que han permitido que la capacidad de pago de los hogares españoles haya mejorado. Así se refleja en los datos de accesibilidad, expresados en términos de esfuerzo financiero bruto y neto, una vez descontadas las ayudas fiscales, que se sitúan en un promedio del 27,9 por 100 de esfuerzo neto en el período 1997-2001.

VI. CONCLUSIONES

En estos veinte años de funcionamiento del mercado hipotecario, y como consecuencia de las reformas introducidas, se ha asistido a una enorme transformación, pasando de ser un mercado estrecho y poco flexible a ser un mercado de oferta muy competitivo y con un potente ritmo de expansión. Esta transformación se ha acentuado, sobre todo, desde mediados de los noventa, en los que la fuerte competencia entre las entidades de crédito ha permitido que el acceso por parte de los hogares a un crédito hipotecario se haga en condiciones de plazo, volumen y tipo de interés realmente favorables.

El crecimiento del crédito hipotecario ha provocado una mayor necesidad por parte de las entidades financieras de captar recursos a largo plazo, por lo que se ha producido un fuerte auge en la emisión de los instrumentos propios, tales

como las cédulas y los bonos de titulación hipotecaria.

La integración en la UEM ha supuesto para España una confluencia de efectos positivos, impulsando las perspectivas de crecimiento y, por tanto, una mayor confianza por parte de los agentes económicos en la evolución de sus rentas. A todo ello se ha unido la significativa reducción que han experimentado los tipos de interés en términos reales, propiciando que se produzca un fuerte crecimiento del consumo y de la inversión, y contribuyendo al importante incremento de los precios de las viviendas, generando un efecto riqueza que ha potenciado en alto grado el endeudamiento por parte de las familias españolas.

Aunque no sólo se debe hablar de condicionantes de demanda, puesto que el comportamiento del sistema bancario también ha contribuido de forma relevante en la expansión de la oferta crediticia, sobre todo de la hipotecaria. El proceso de desregularización financiera ha incidido claramente en que se produzca una mayor competencia en el mercado de préstamos a los hogares españoles.

NOTAS

(1) Para una revisión más completa de la situación inicial del Mercado Hipotecario español, véase, entre otros, el monográfico de *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n.º 9 (1985).

(2) Las únicas no creadas por la Ley 2/1981, ya que existían como instrumento de financiación exclusiva del Banco Hipotecario de España.

(3) Básicamente de opacidad y de no consideración de los recursos así captados, a efectos de su cómputo en coeficientes.

(4) La reforma reguló tanto la cuantía máxima de los préstamos como el procedimiento de tasación de los bienes hipotecables, dando lugar a una mayor profesionalización de las empresas tasadoras, de forma que se asegurase e hiciera más transparente el mercado hipotecario.

(5) Los fondos de titulación son instituciones carentes de personalidad jurídica, por lo que han de ser constituidos, administrados

y representados por una sociedad gestora de fondos de titulación. Dicha gestora puede tener a su cargo uno o más fondos.

(6) Ésta es una importante ventaja sobre las cédulas, bonos y participaciones hipotecarios, en los que se produce la denominada *titulación dentro del balance*, es decir, que los préstamos hipotecarios afectos permanecen en el balance de la entidad, por lo que ésta sigue asumiendo el posible riesgo de impago y ha de destinar mayores recursos a la dotación de los coeficientes legalmente establecidos, traduciéndose por tanto en una menor rentabilidad.

(7) Esta ley produjo un importante proceso de cancelación anticipada de hipotecas, que encarecía el proceso de titulación, al implicar un mayor esfuerzo en la obtención de garantías colaterales, sobre todo porque hasta 1998 los fondos de titulación eran de carácter cerrado.

(8) Excluyendo los saldos de la moratoria nuclear, el saldo total de los bonos de titulación superan los 21.000 millones de euros.

(9) La serie de crédito hipotecario gestionado por las entidades recoge el saldo vivo en balance del crédito hipotecario más el saldo pendiente a la fecha del crédito que se ha titulado. Refleja mejor el ritmo de actividad real del crédito hipotecario.

(10) Ambos saldos están expresados en términos reales.

(11) Por otro lado, en el reciente atractivo de la garantía inmobiliaria frente a los préstamos personales puede encontrarse el impacto de la normativa de solvencia sobre la gestión del balance de los intermediarios financieros (Circular del Banco de España 4/91), que penaliza los activos con mayor riesgo frente a los más seguros, entre ellos los hipotecarios. Aunque, a primeros de 2000, ha entrado una nueva Circular del Banco de España (CBE 9/99 de 17 de diciembre), en la cual se endurece la especificidad de cobertura aplicable a los préstamos hipotecarios, donde se penalizaría, en caso de impago, la parte de los créditos a la vivienda que superasen el 80 por 100 del valor de tasación de ésta, lo que podría haber incidido en la elevación de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios, al tener que dotarse más provisiones.

(12) Al considerable aumento en el peso de la banca privada en el mercado hipotecario contribuye el cambio de índole institucional producido en 1994, por el que se incorpora a aquélla la banca pública, en la que se encuadra el Banco Hipotecario, con importante presencia en la financiación de la vivienda.

(13) La Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito de 1988 equiparó a las SCH con las entidades de depósito en lo relativo a requerimientos de capital y recursos propios, aplicación del coeficiente de caja, exigencias de desconcentración de riesgos y mayor control por parte de la autoridad monetaria.

(14) Por ejemplo, DAVIS (1995) señala que la desregulación, sobre todo si se lleva a cabo

durante una expansión económica, puede acelerar mucho el ciclo de precios de los activos, ya que incrementa la competencia entre bancos e intensifica la expansión de toda la economía.

(15) Recientemente, el BCE alerta de los posibles efectos negativos que sobre el sistema financiero pudiera tener una bajada de los precios inmobiliarios, que en la actualidad se ven alimentados por el fuerte crecimiento del crédito hipotecario en los países de la UE (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2000). En dicho documento se advierte del riesgo derivado de la práctica bancaria de utilizar el valor de mercado como garantía del crédito hipotecario, así como de la elevada relación préstamo/valor existente en la mayoría de estos países.

(16) Desgraciadamente, el Banco de España no ofrece información consistente sobre la morosidad según los tipos de préstamos, en especial de los hipotecarios. Recientemente, la Asociación Hipotecaria Española recoge información más detallada de la morosidad por tipos de créditos en los últimos años.

(17) Véase BERNANKE et al. (1988).

(18) Ver gráfico 5, en el que se incluye también la financiación a la rehabilitación de viviendas, dato disponible desde 1993.

(19) Sobre todo en períodos de restricción monetaria, con racionamiento del crédito, por ejemplo, emitiendo pagarés de empresa o títulos propios.

(20) La capacidad financiera de la nación se entiende como la diferencia entre la renta disponible y los gastos de consumo e inversión.

(21) El patrimonio inmobiliario ha llegado a suponer casi siete veces la renta disponible en 2000. Véase NAREDO y CARPINTERO (2002).

BIBLIOGRAFÍA

BALMASEDA, M., y SAN MARTÍN, I. (2002), «Política monetaria, precios de vivienda y actividad económica», *Situación Inmobiliaria*, marzo, Servicio de Estudios del BBVA.

BANCO DE ESPAÑA (1993), «La financiación y el endeudamiento de las empresas no financieras y las familias», *Boletín Económico*, febrero: 31-39.

BERNANKE, B. S.; M. GERTLER, y S. GILCHRIST (1998), «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», *NBER Working Paper* 6455.

CARBÓ, S., y COELLO, J. (1996), «Nuevas reformas en el mercado hipotecario español», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 117: 63-70.

DAVIS, E. P. (1995), *Debt, financial fragility and systemic Risk*, Oxford, Oxford University Press.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2000), *The Banking Stability and the Assets Prices*, abril.

FERNÁNDEZ DE LIS, S.; MARTÍNEZ, J., y SAURINA, J. (2000), «Crédito bancario, morosidad y

dotación de provisiones para insolvencias en España», *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre: 1-10.

FREIXAS, X. (1993), «La titulización y el mercado de crédito hipotecario», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 44: 53-59.

GARCÍA MONTALVO, J., y MAS, M. (2000), *La vivienda y el sector de la construcción en España*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

JIMÉNEZ AGUILERA, J. D. (1995), «La financiación del sector inmobiliario», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 65: 241-248.

LEVENFELD, G., y SOUSA, R. (1992), «Cuándo y por qué titularizar», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, n.º 18-19: 151- 166.

LUDWING, A., y T. SLOK (2002), «The impact on changes in stock prices and house prices on consumption in OECD countries», *Working Paper W0/02/01*, IMF.

MISHKIN, F. (2001), «The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy», *NBER Working Paper* 8617, Cambridge MA.

NAREDO, J. M., y CARPINTERO, O. (2002), *El balance nacional de la economía española*, FUNCAS, Madrid.

NIETO, F.; DEL RÍO, A., y SASTRE, T. (2001), «La evolución reciente del crédito al sector privado en España. Algunas implicaciones», *Boletín Económico*, Banco de España, junio: 43-51.

RESTOY, F. (2001), «El endeudamiento de las familias en España. Evolución, causas e implicaciones», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre: 45-53.

SAN MARTÍN VARÓ, I. (2000), «Los problemas de la financiación», en TALTAVULL, P. (coord.), *Vivienda y familia*, Colección Economía Española, vol. XIII, Fundación Argentaria: 533-546.

SÁNCHEZ MARTÍNEZ, M. T. (2001), «Perspectivas del proceso de titulización en España», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 165: 108-114.

— (2002), *La política de vivienda en España. Análisis de sus efectos redistributivos*. Ed. Universidad de Granada.