

Resumen

En el presente artículo se repasa brevemente el camino parejo seguido por el sector de la vivienda y el mercado hipotecario, destacando el papel de las entidades financieras en el engranaje entre economía real y financiera.

Palabras clave: financiación, préstamos hipotecarios, vivienda, cajas de ahorros.

Abstract

In this article we briefly review the parallel paths followed by the housing sector and the property markets, underlining the role of the financial institutions in the meshing between the real and the financial economy.

Key words: financing, mortgage loans, housing, savings banks.

JEL classification: G21, R21.

LA FINANCIACIÓN DEL *BOOM* DE LA VIVIENDA

Ramón FERRAZ RICARTE

Director General de Banca Comercial de Caja de Madrid

I. INTRODUCCIÓN

EL acusado y prolongado crecimiento que vienen registrando los precios de los inmuebles, así como la expansión de la actividad constructora, especialmente en edificación residencial, han situado a las cuestiones relacionadas con la vivienda en el centro de atención y debate en nuestro país.

El análisis de las causas e implicaciones del *boom* de la vivienda ha sido ampliamente tratado en otros artículos de esta publicación, por lo que me gustaría centrarme en primer lugar, desde una perspectiva macroeconómica, en la creación de un modelo de crecimiento generador de abultadas necesidades de financiación y en el papel central que han tenido las entidades financieras en el abastecimiento de estas crecientes necesidades, en la medida en que han canalizado el ahorro del resto del mundo hacia nuestra economía, transfiriendo, en el caso de la titulación, parte del riesgo a los inversores extranjeros. En segundo lugar, me gustaría llamar la atención sobre el tradicional papel que han venido desarrollando históricamente las cajas de ahorros en la financiación a la vivienda, dando respuesta en muchos casos a segmentos de la demanda que de otra forma hubieran quedado excluidos.

II. ASPECTOS MACROECONÓMICOS

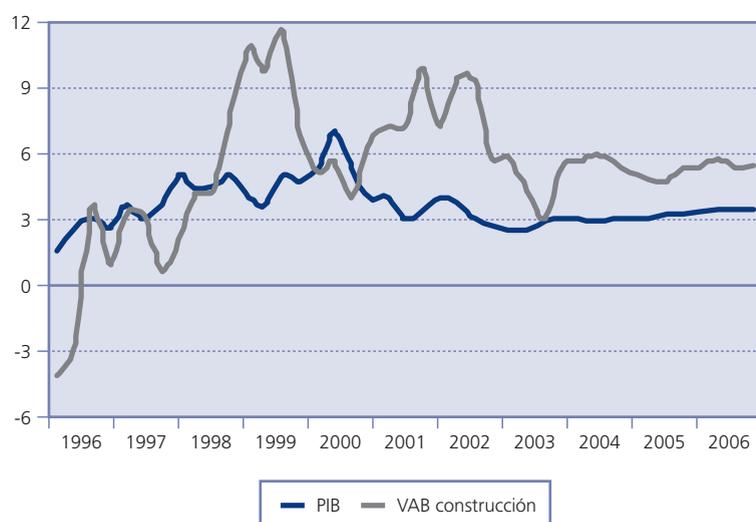
Uno de los rasgos característicos del intenso y prolongado ciclo

expansivo que ha venido disfrutando la economía española a lo largo de la última década ha sido el notable protagonismo del sector de la construcción y, en especial, de la vivienda.

No se puede negar al sector de la construcción el importante efecto arrastre que ha ejercido sobre el resto de sectores, su contribución a la notable generación de empleo, al vigor de la inversión, al avance de la riqueza de las familias o a la absorción e integración del elevado número de inmigrantes que han entrado en nuestro país en los últimos años y que han contribuido a dinamizar y flexibilizar la economía y a aumentar la capacidad productiva.

La relevancia del sector y su efecto dinamizador resultan evidentes a la vista de su peso en el valor añadido bruto de nuestra economía, el 10,4 por 100, y en el empleo, el 14 por 100, porcentajes que en 1996 eran del 6,6 por 100 y 9,1 por 100 respectivamente. Además, ha sido el sector más dinámico en los últimos años, con un crecimiento medio anual, en la última década, del 5,3 por 100 en términos reales, frente al 3,6 por 100 del conjunto de la economía (gráfico 1), y ha generado en el mismo periodo más de 1,3 millones de empleos, el 27,3 por 100 del total. Asimismo, la construcción ha absorbido en los últimos años gran parte de la mano de obra inmigrante que ha llegado a nuestro país, dado que el 19 por 100 de los ocupados en este sector son extranjeros, frente al 11 por 100 de media en el global de la economía.

GRÁFICO 1
PIB VS VAB CONSTRUCCIÓN
 (Tasas interanuales en porcentaje)



Fuente: INE.

Como contrapartida a este papel en la economía real, el sector ha tenido también una relevancia destacada desde la óptica financiera. El impulso en términos de actividad y empleo se corresponde lógicamente con un significativo dinamismo en la vertiente de los flujos financieros. Así, la inversión en construcción representa cerca del 60 por 100 de la inversión total y el 17 por 100 del PIB, más de seis puntos por encima de la media de la UEM, y en concreto el segmento de la vivienda supone el 51,4 por 100 de la formación bruta en construcción, casi 11 puntos más que en 1996; es decir, cerca de la tercera parte de la inversión total en nuestro país se destina a vivienda. Esto explica que aproximadamente el 60 por 100 del crédito concedido al sector privado residente esté relacionado con la actividad constructora e inmobiliaria (gráficos 2 y 3).

Desde esta vertiente, el sector tiene también su «responsabili-

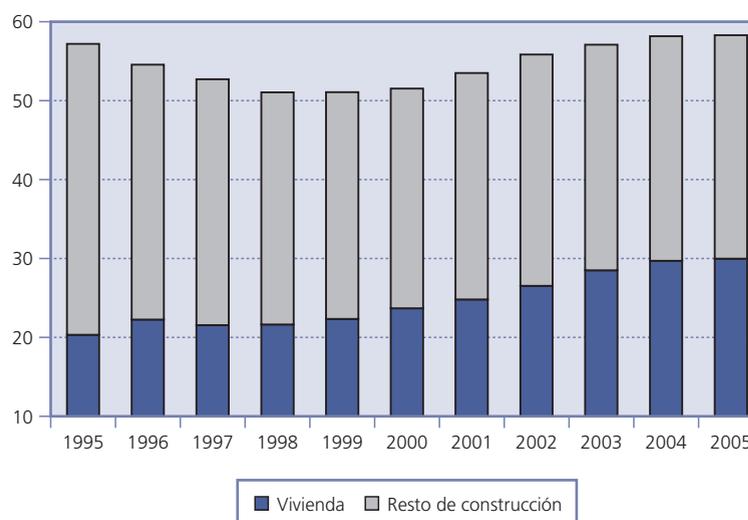
dad» en la generación de un modelo de crecimiento desequilibrado, con una notable brecha

entre ahorro e inversión. En definitiva, este signo distintivo del modelo de crecimiento español es, a su vez, en gran medida el responsable de los importantes desequilibrios que pueden condicionar la sostenibilidad del dinamismo de la economía en el medio y largo plazo, y en concreto de la creciente necesidad de financiación frente al resto del mundo, que en 2005 creció hasta el 6,5 por 100 del PIB y es una de las más elevadas de la Unión Económica y Monetaria.

1. La posición de las familias

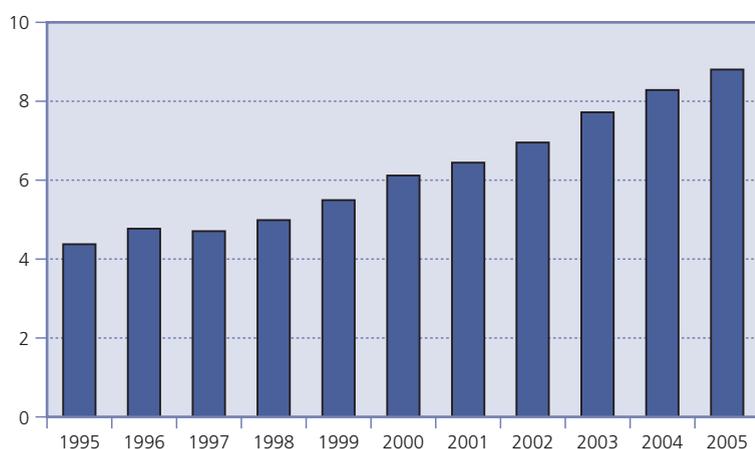
La fuerte expansión de la inversión residencial, junto con un extraordinario vigor del gasto en consumo, han llevado a que las familias hayan abandonado su tradicional papel como generadoras de ahorro y pasen a presentar unas abultadas necesidades de financiación.

GRÁFICO 2
INVERSIÓN EN VIVIENDA Y CONSTRUCCIÓN
 (En porcentaje de la FBCF)



Fuente: INE.

GRÁFICO 3
INVERSIÓN EN VIVIENDA
(En porcentaje del PIB)



Fuente: INE.

Los hogares han ido reduciendo su tasa de ahorro y aumentando los niveles de endeudamiento. En 2005 la tasa de ahorro cayó, por segundo año consecutivo, seis décimas, hasta el 10,4 por 100 de su renta bruta disponible, mientras que su deuda —la mayor parte se corresponde a préstamos para la adquisición de vivienda— ascendió hasta el 77,6 por 100 del PIB, siete puntos más que en 2004. Situación que está dando lugar a llamadas de atención y cautela por parte de organismos internacionales y del Banco de España, ante la creciente vulnerabilidad de los hogares a un escenario como el actual de endurecimiento de la política monetaria (gráficos 4 y 5).

No obstante, ciertos aspectos matizan la debilidad de la situación financiera de las familias. Por un lado, la posición patrimonial de las familias sigue siendo muy sólida: la deuda representa menos del 45 por 100 del total de activos financieros, la carga financiera asociada a aquélla es reducida (apenas

el 14 por 100 de la renta bruta disponible), la morosidad continúa en niveles mínimos (0,76 por 100 al finalizar 2005 para el conjunto del crédito al sector privado, porcentaje similar al del año anterior), y el segmento de población más vul-

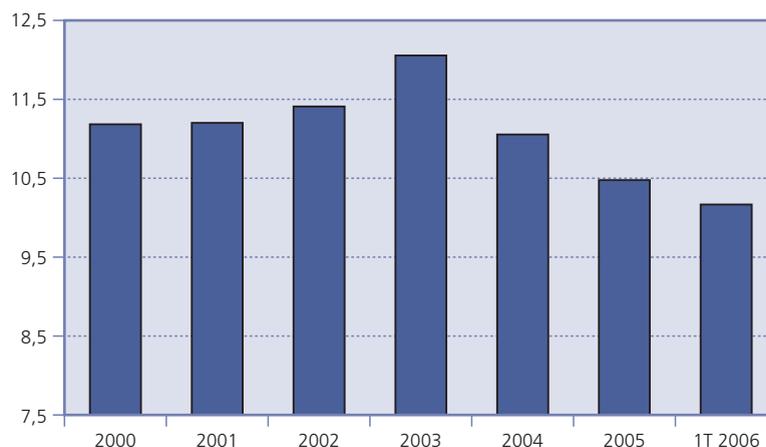
nerable es relativamente pequeño (poco más del 7 por 100 de las familias destina más del 40 por 100 de su renta a la amortización de sus deudas).

Además, como señala el FMI en su último informe sobre España, el porcentaje de hogares con un servicio de la deuda alto es muy moderado: en 2004 sólo el 8 por 100 de los nuevos propietarios de vivienda presentaban una ratio de servicio de la deuda sobre ingresos netos del 50 por 100, frente al 12 por 100 de hogares en el año 1995. En media, el pago de la hipoteca supuso en 2004 en torno al 33 por 100 de los ingresos.

2. La financiación exterior

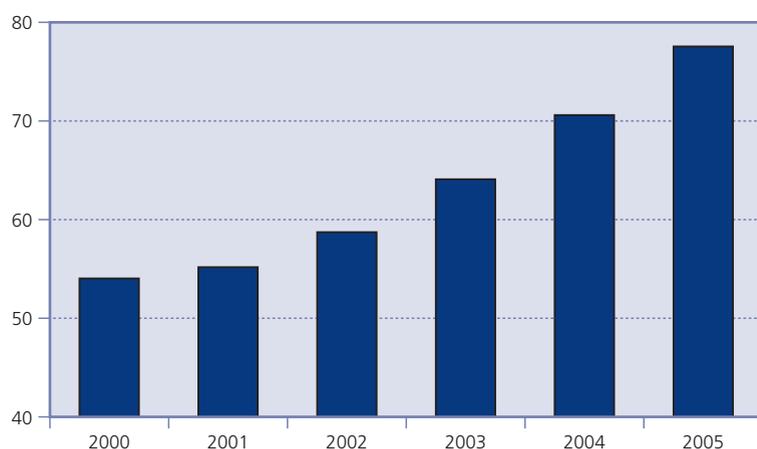
En cualquier caso, el creciente endeudamiento de las familias y su decreciente tasa de ahorro están suponiendo, desde la óptica de una entidad financiera, un desajuste entre tasas de crecimiento de la financiación otorgada al sector privado residente y la financia-

GRÁFICO 4
AHORRO DE LOS HOGARES
(En porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuente: INE.

GRÁFICO 5
DEUDA DE LOS HOGARES
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España.

ción captada de este sector, por lo que el saldo deudor con él va incrementándose. En el balance agregado de las instituciones financieras y monetarias (IFM) los créditos al finalizar 2005 superaban a los depósitos en 60.040 millones de euros, según los datos del Banco de España, cuando tan sólo dos años antes la situación era a la inversa y la diferencia a favor de los depósitos ascendía a 15.431 millones de euros. Ante la creciente brecha entre créditos y depósitos, las IFM han tenido que buscar fuentes alternativas de financiación, entre las que el recurso a la titulización de activos y a la emisión de cédulas hipotecarias destaca por su gran dinamismo.

El origen de los fondos que permiten compensar la insuficiencia del ahorro interno para financiar la expansión de la formación bruta de capital se aprecia en la cuenta financiera de la balanza de pagos

Mientras que la inversión directa viene registrando flujos de

salida netos, es la inversión en cartera el principal canal de captación de fondos del exterior, contabilizando en 2005 entradas netas equivalentes al 6,4 por 100

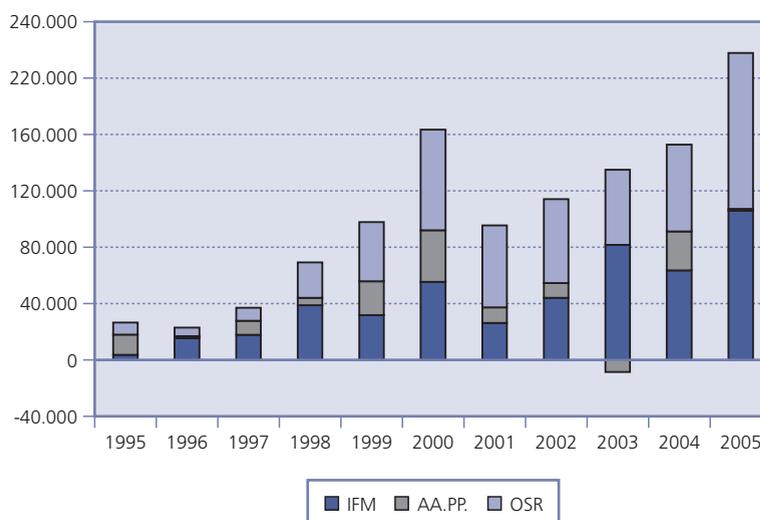
del PIB. Las compras por parte de no residentes de bonos y obligaciones españoles se materializaron en su mayor parte en valores emitidos por otros sectores residentes —OSR (1)— y por las IFM, en concreto el 59 por 100 y 40 por 100 respectivamente; y dentro de ellas más de la mitad se correspondieron a activos de titulización. En concreto, las inversiones de no residentes en bonos de titulización crecieron un 35 por 100 en 2005, hasta 40.724 millones de euros (gráficos 6 y 7).

III. LA FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA DESDE LA PERSPECTIVA DE UNA CAJA DE AHORROS

1. Antecedentes

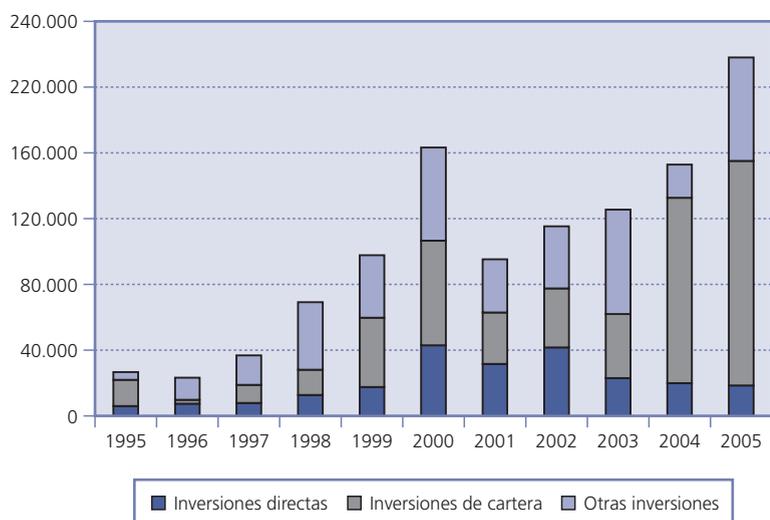
Las entidades de crédito intervienen en la financiación de la vivienda tanto desde el lado de la demanda, al financiar una parte sustancial de los préstamos hi-

GRÁFICO 6
ENTRADAS DE CAPITALES POR SECTORES
(Millones de euros)



Fuente: Banco de España. Variación neta de pasivos.

GRÁFICO 7
ENTRADAS DE CAPITALES POR INSTRUMENTOS
(Millones de euros)



Fuente: Banco de España. Variación neta de pasivos.

potecarios que se constituyen para las adquisiciones de vivienda, como desde el lado de la oferta, al participar también activamente en la concesión de créditos tanto para la construcción como para la promoción inmobiliaria. Frente al resto del sector financiero, las cajas de ahorros han sido tradicionalmente las entidades más activas en un mercado que, en los últimos diez años, ha vivido el mayor ciclo expansivo desde su creación.

La financiación de la vivienda por parte de las cajas de ahorros se remonta a hace sesenta años. La actividad crediticia de las cajas de ahorros estuvo vinculada durante muchos años casi exclusivamente a los préstamos prendarios, surgiendo las primeras operaciones hipotecarias en los años cuarenta. A partir de entonces, registran un rápido crecimiento hasta convertirse tan sólo veinte años después en la principal operación de activo de la mayoría de las cajas

de ahorros. El carácter social de las cajas de ahorros se encuentra detrás de esta financiación, al permitir a las clases medias y bajas de la sociedad española de la época mejorar su situación mediante el acceso a una vivienda en régimen de propiedad.

Tres fueron los factores que impulsaron la participación creciente de los préstamos hipotecarios en la actividad crediticia de las cajas de ahorros. En primer lugar, la canalización «obligatoria» de recursos hacia la construcción de viviendas mediante la concesión de préstamos a promotores incluidos en el coeficiente legal de inversiones, coeficiente también válido para la banca, pero de considerable inferior magnitud (2). En segundo lugar, la imposición de otro coeficiente para las cajas de ahorros que debía destinarse a préstamos complementarios para la vivienda, el 10 por 100 de la diferencia de los depósitos en un año. Y en tercer lugar, los impor-

tantes movimientos migratorios desde el campo a las grandes ciudades ocurridos en los años sesenta, que elevaron la demanda de nuevas viviendas y, por lo tanto, de su financiación.

La disminución gradual de los préstamos de regulación especial, iniciada en 1977 y no materializada totalmente hasta 1992, no supuso por parte de las cajas de ahorros una sustitución de este tipo de financiación por la de otros fines; muy al contrario, la vivienda se mantuvo entre los principales objetivos de las cajas. Por el contrario, la banca privada se mantuvo al margen del mercado hipotecario, limitando su relación a la financiación de los promotores vía descuento comercial y créditos, pero sin llegar al particular final.

Esta existencia de estrategias diferentes en las cajas de ahorros y la banca privada en lo que se refiere a la financiación a la vivienda permaneció hasta los años ochenta, cuando la banca tomó en consideración los beneficios derivados de la concesión de préstamos hipotecarios, ya sea en cuanto a fidelización del cliente particular, por la baja tasa de morosidad asociada, o por la posible venta cruzada de otros productos/servicios. La ofensiva comercial iniciada entonces por la banca, como se verá a continuación, no ha logrado, sin embargo, arrebatarse el liderazgo de este segmento del mercado a unas entidades que supieron ver en este nicho del mercado una de las claves de su éxito actual.

2. La expansión del crédito hipotecario en el último ciclo

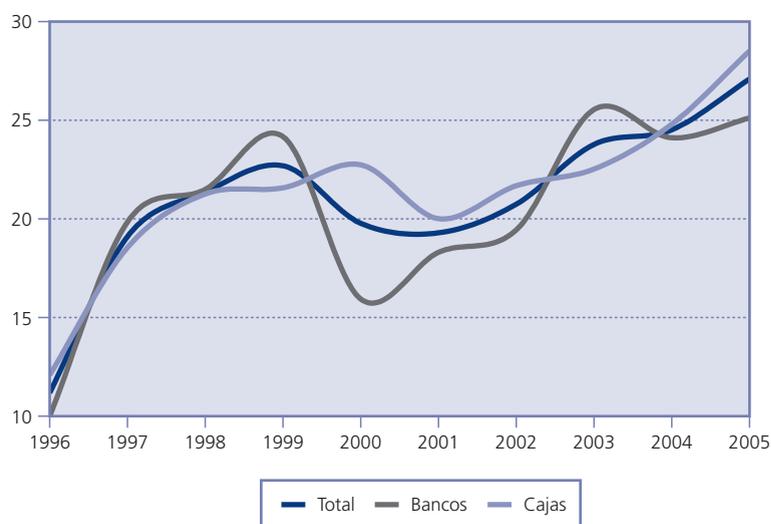
Al considerar el crédito hipotecario y su evolución en los últimos años, es preciso tener en

cuenta la ruptura en las series estadísticas que ha supuesto el nuevo régimen contable recogido en la Circular del Banco de España 4/2004 (3). Su introducción ha afectado especialmente al saldo vivo del crédito hipotecario, aunque no al saldo del crédito hipotecario gestionado (suma del saldo vivo de crédito más titulización), debido a que las nuevas normas de contabilidad son más estrictas en cuanto a transferencia sustancial de los riesgos y beneficios para dar de baja de balance a los activos titulizados. Su aplicación con carácter retroactivo desde el 1 de enero de 2004 ha incrementado sustancialmente el saldo vivo hipotecario desde esta fecha, porque un porcentaje importante del volumen de titulizaciones hipotecarias ha tenido que volver a balance.

Hechas las apreciaciones anteriores, es más apropiado analizar el crédito hipotecario gestionado, cuya evolución en los últimos diez años muestra el mayor ciclo expansivo desde su creación y ha convertido al mercado español en el más dinámico de la Unión Europea (gráfico 8). Su tasa de crecimiento, siempre ascendente en este período de tiempo, registra un incremento medio anual del 24,5 por 100, alcanzando un máximo del 26,9 por 100 en 2005.

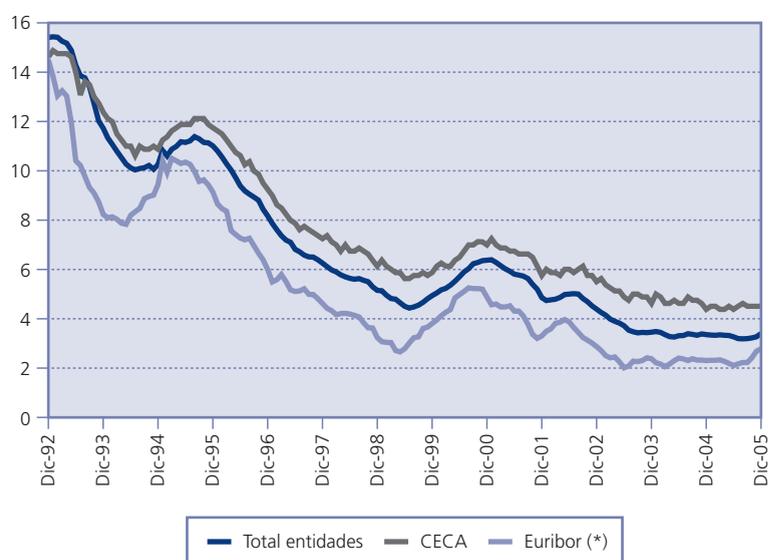
Las circunstancias económicas que han favorecido este desarrollo han sido, sin lugar a dudas, también excepcionales: un prolongado período de expansión de la economía española, una favorable creación de empleo y una prolongada caída de los tipos de interés en el mercado hipotecario, que ha llevado a éstos desde uno de los niveles europeos más elevados a uno de los más bajos en la actualidad. Como se observa en el gráfico 9, la caída de los índices de referencia más utilizados en los

GRÁFICO 8
CRÉDITO HIPOTECARIO GESTIONADO
(Tasas interanuales, en porcentaje)



Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

GRÁFICO 9
ÍNDICES DE REFERENCIA DEL MERCADO HIPOTECARIO



(*) Mibor hasta el año 2000.

Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

CUADRO N.º 1
CRÉDITO HIPOTECARIO GESTIONADO
Millones de euros

PERÍODO	TOTAL	ENTIDADES DE DEPÓSITO						EFC		
		Total	Cajas	Porcentaje	Bancos	Porcentaje	Cooperativas	Porcentaje	Porcentaje	
1996	124.985	120.065	65.278	52,23	48.782	39,03	6.005	4,80	4.920	3,94
1997	148.812	143.651	77.361	51,99	58.446	39,28	7.844	5,27	5.161	3,47
1998	179.623	174.615	93.788	52,21	70.991	39,52	9.836	5,48	5.007	2,79
1999	219.109	214.596	113.994	52,03	88.134	40,22	12.468	5,69	4.512	2,06
2000	261.757	257.132	139.887	53,44	102.133	39,02	15.112	5,77	4.625	1,77
2001	311.951	307.096	167.832	53,80	120.785	38,72	18.479	5,92	4.855	1,56
2002	377.013	371.433	204.165	54,15	144.220	38,25	23.048	6,11	5.580	1,48
2003	467.906	460.207	250.099	53,45	181.048	38,69	29.060	6,21	7.699	1,65
2004	582.433	573.261	312.091	53,58	224.672	38,57	36.498	6,27	9.172	1,57
2005	739.295	728.179	401.069	54,25	281.067	38,02	46.043	6,23	11.116	1,50

Fuente: Asociación Hipotecaria Española

préstamos a tipo variable en el período 1993-2005 ha sido muy intensa, una media de 1.100 pb a pesar del cambio producido en la tendencia durante el último año.

El cuadro n.º 1 recoge la evolución del crédito hipotecario gestionado por tipo de entidad. En él se observa el aumento tan importante que se ha producido en el volumen total, al pasar de 124.985 millones de euros en 1996 a 739.295 millones de euros en 2005, y cómo la participación de las cajas de ahorros ha sido siempre muy superior a la de los bancos y a la del resto de instituciones, aumentando su cuota de mercado en cerca de dos puntos porcentuales, desde el 52,23 por 100 en 1996 al 54,25 por 100 en 2005. Por el contrario, la banca reduce su presencia desde el 39,03 por 100 al 38,02 por 100, mientras que las cooperativas de crédito registran un importante ascenso en la captación de crédito hipotecario. Con respecto a la banca privada, hay que tener en cuenta que no es hasta los años ochenta cuando empieza a prestar atención a las necesidades financieras de las fa-

milias, entrando con fuerza en un mercado que hasta entonces apenas le interesaba.

La fuerte competencia desatada por los bancos al intentar arrebatar cuota a las cajas de ahorros, y la respuesta no menos agresiva por parte de éstas, ha tenido como consecuencia principal una revolución en las condiciones de los préstamos. En primer lugar, ha producido una reducción muy fuerte de los tipos aplicados, como ya se ha comentado con anterioridad, pero además ha generalizado la contratación de los préstamos a tipo variable, tendencia creciente que ha evolucionado desde suponer el 30 por 100 del total de operaciones en 1994 hasta el 99,4 por 100 doce años después. Además, ha ampliado las modalidades de los préstamos, permitiendo en muchas de ellas que sea el propio cliente quien elija el régimen de tipo de interés (fijo, variable o mixto), el plazo de amortización, que en algunos casos puede llegar hasta los 50 años, así como el sistema de cuotas periódicas (fijas o variables). Frente a plazos habituales en torno a 15 años a comienzos de la década de

los noventa, a finales de la misma la mayoría de los préstamos hipotecarios se amortizaban a 20 años y actualmente van adquiriendo un creciente peso los de 30 años. A este respecto, según los datos del Colegio de Registradores de la Propiedad, la duración media del crédito hipotecario contratado para adquisición de vivienda era a finales del ejercicio 2005 de 309 meses, frente a 281 meses de principios de 2004.

Existen, asimismo, préstamos hipotecarios en el mercado en los que el cliente puede optar por un período de carencia, con la posibilidad de aplazar parte del principal hasta el vencimiento de la operación, e incluso ofertas por parte de las entidades en las que la financiación es sobre el 100 por 100 del valor de la vivienda.

Si bien es cierto que, como consecuencia de la fuerte competencia, las condiciones de los préstamos han ido flexibilizándose para adaptarlas a las necesidades de las familias, los parámetros más relacionados con la gestión del riesgo no se han relajado. Hay que destacar que en su último informe el

Fondo Monetario Internacional (FMI), después de alertar sobre los riesgos del modelo de crecimiento español, también menciona que las grandes instituciones crediticias españolas siguen las mejores prácticas internacionales en la gestión del riesgo y se encuentran sólidamente posicionadas para hacer frente a giros en el mercado hipotecario. Las entidades crediticias han incorporado modelos de *scoring* calibrados en su experiencia de tasas de *default* basados en el perfil de los prestatarios, incluyendo la ratio LTV (capital prestado en porcentaje del valor de tasación) y deuda sobre ingresos (DTI), y además se encuentran altamente provisionadas.

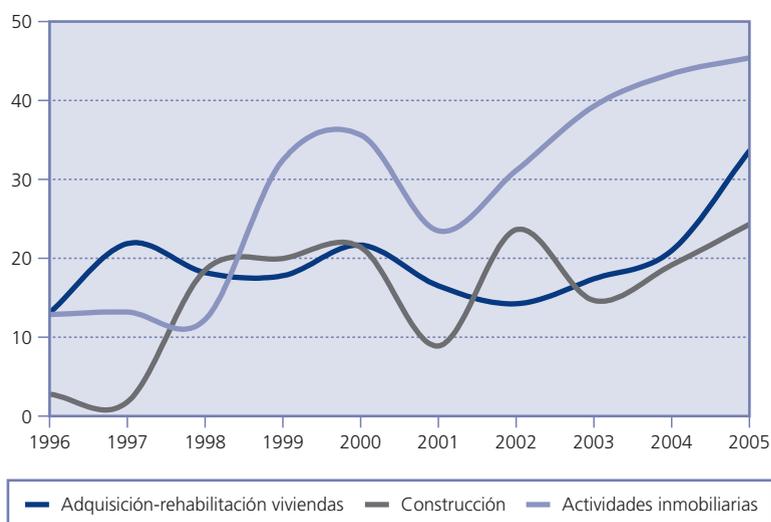
El informe del FMI señala que la ratio LTV media se encuentra en torno al 65 por 100, y en el caso de las hipotecas 100 por 100 se amplían las garantías con exigencias de avales. Las entidades continúan tomando como referencia que el porcentaje de ingresos familiares destinados al pago de la hipoteca no supere el 40 por 100 de los ingresos.

Por tanto, se puede decir que el mercado hipotecario español ha experimentado una revolución en los últimos años no sólo en el precio de los productos, sino también en el diseño de éstos, cada vez más adecuados a las necesidades de los clientes. En este sentido, no nos duelen prendas al afirmar que el mercado hipotecario español es uno de los más innovadores y competitivos del mundo.

3. La financiación de la vivienda

La expansión señalada del mercado hipotecario español está asociada con el extraordinario ciclo que atraviesa el sector inmobiliario entendido en forma amplia, es

GRÁFICO 10
CRÉDITO A OSR POR FINALIDADES. TOTAL ENTIDADES
(Tasas interanuales)



Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

decir, incluyendo tanto el crédito a los hogares para la adquisición de vivienda como el crédito a la construcción y, por supuesto, la promoción inmobiliaria. El gráfico 10 muestra las tasas de crecimiento interanual del crédito a los segmentos mencionados y su evolución ascendente. Al desagregar entre bancos y cajas de ahorros, se observa que estas últimas son las que más han contribuido al fuerte crecimiento del crédito inmobiliario; reflejo de ello es que al final del año 2005 su contribución se elevaba al 53,69 por 100 del incremento total del ejercicio. Este papel destacado de las cajas de ahorros es debido a su participación creciente en la financiación del lado de la oferta, construcción y actividades inmobiliarias, al pasar de una cuota del mercado del 43,90 por 100 en 1996 al 49,82 por 100 en 2005 (cuadro n.º 2), ya que, en lo que respecta a las necesidades financieras del adquirente final, el liderazgo de las cajas nunca se ha puesto en duda,

cerca del 55 por 100 en todo el período analizado.

Otra de las características más valoradas por las entidades es que la financiación a la vivienda es una de las actividades con menor riesgo asociado, tanto de impago, como lo demuestra la baja tasa de morosidad, como de tipo de interés, ya que el elevado peso que han alcanzado los préstamos a tipo variable, en su mayor parte referenciados al euríbor, traslada este riesgo a los clientes. A finales de 2005 la dudosidad de vivienda con garantía hipotecaria era muy inferior a la del total del crédito al sector privado residente, 0,373 por 100, frente a 0,757 por 100. El análisis de la evolución de la tasa de morosidad hipotecaria debe tener en cuenta la ruptura en la serie que se ha producido debido a la introducción de las nuevas normas contables de las entidades de créditos españolas recogidas en la Circular 4/2004 del Banco de España y, además,

CUADRO N.º 2

PARTICIPACIÓN POR TIPO DE ENTIDAD EN LA FINANCIACIÓN A EMPRESAS Y PARTICULARES

	ADQUISICIÓN-REHABILITACIÓN VIVIENDAS				CONSTRUCCIÓN + ACTIVIDADES INMOBILIARIAS					
	Total	Bancos	Cajas	Resto	Total	Total	Bancos	Cajas	Resto	Total
1996	85.592	38,02	53,36	8,62	100,00	39.772	47,22	43,90	8,88	100,00
1997	104.292	37,05	54,88	8,07	100,00	42.250	49,77	41,39	8,83	100,00
1998	123.254	36,88	55,17	7,96	100,00	49.328	48,22	41,75	10,03	100,00
1999	145.184	37,85	54,34	7,80	100,00	61.201	46,69	44,06	9,25	100,00
2000	176.653	39,55	53,30	7,15	100,00	78.014	43,96	46,46	9,58	100,00
2001	205.790	38,49	54,39	7,13	100,00	90.109	43,45	46,73	9,83	100,00
2002	235.086	37,39	55,67	6,94	100,00	114.671	42,93	47,89	9,18	100,00
2003	275.958	37,61	55,07	7,31	100,00	145.576	44,24	48,12	7,64	100,00
2004	333.826	38,01	55,10	6,89	100,00	192.782	43,74	49,06	7,20	100,00
2005	445.972	38,17	55,04	6,79	100,00	263.757	43,62	49,82	6,57	100,00

Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

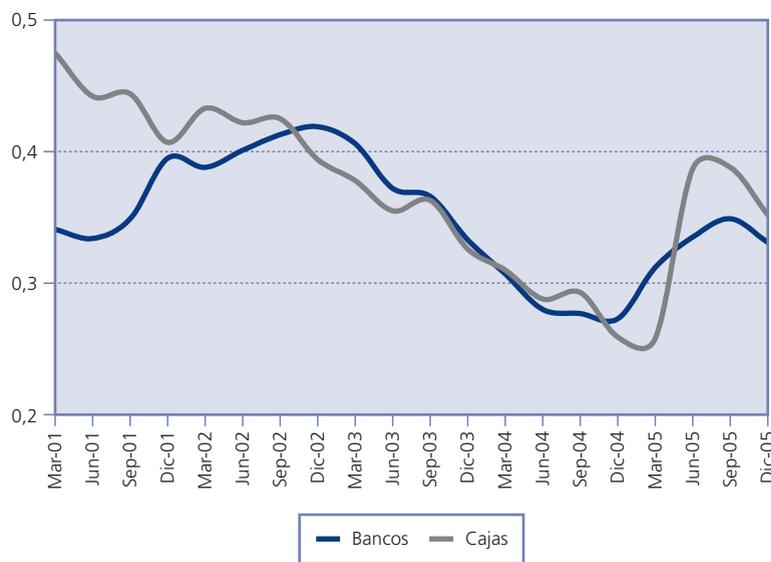
el endurecimiento que se produce en las condiciones del efecto arrastre, al clasificar como dudoso todo el valor de la deuda desde el momento en que existe algún importe vencido con una antigüedad superior a los tres meses. Los efectos más importantes son, en primer lugar, el incremento a partir de junio de 2005 de la ratio de morosidad hipotecaria debida a razones contables y no por una evolución negativa de la calidad de pago, y en segundo lugar, el cambio de posición que se produce en bancos y cajas de ahorros, de forma que, con los datos elaborados conforme a la Circular 4/91 del Banco de España, la ratio de bancos se mantenía por encima de la tasa registrada por las cajas de ahorros, mientras que con la Circular 4/2004 del Banco de España la tasa de bancos se sitúa a un nivel inferior al de su homóloga de las cajas de ahorros. La mayor repercusión del efecto arrastre sobre los activos dudosos hipotecarios de las cajas de ahorros ha sido el principal causante del cambio de posición relativa de la tasa de morosidad de las cajas de ahorros en las nuevas series (gráfico 11).

4. La financiación del mercado hipotecario

En el primer apartado hice mención, desde una perspectiva macroeconómica, a la financiación exterior del desfase entre ahorro e

inversión, ahora me gustaría referirme al creciente fenómeno de la titulización desde la perspectiva de una entidad financiera. El fuerte crecimiento del mercado hipotecario ha elevado las necesidades de financiación de éste por

GRÁFICO 11
PORCENTAJE DE DUDOSOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA



Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

parte de las entidades de crédito, necesidades que han sido cubiertas cada vez en menor medida por nuevos depósitos. En este entorno, bancos, cajas de ahorros y resto de instituciones, gracias a un marco regulatorio más propicio, han hecho uso de la titulización de activos para conseguir financiación y, a la vez, gestionar más eficientemente su liquidez.

Los procesos de titulización en España comenzaron con la aprobación de la Ley 2/1981, que abrió la posibilidad de la emisión de diferentes tipos de títulos hipotecarios. Posteriormente, en 1992 se crearon los denominados fondos de titulización hipotecaria (FTH) y en 1998 los fondos de titulización de activos (FTA) análogos a los de titulización hipotecaria, pero con capacidad para adquirir no ya préstamos hipotecarios aptos para su movilización en el mercado hipotecario, sino cualquier derecho de crédito presente, y que por lo tanto figure en el balance de una entidad. El saldo vivo de los títulos hipotecarios ha ofrecido un notable crecimiento hasta representar el 30,5 por 100 del saldo del crédito hipotecario en 2005, frente a un 18,9 por 100 tan sólo un año antes. En el dinamismo de la titulización de activos en España las cajas de ahorros han desempeñado un destacado protagonismo. Las cajas de ahorros, con un 51,57 por 100 del total del saldo vivo de los títulos hipotecarios, han registrado el mayor crecimiento con respecto al resto de entidades. Asimismo, en los últimos años se ha producido también un proceso de desconcentración de las emisiones, que implica que cada vez es menor el saldo vivo de bonos de titulización en manos de las entidades de mayor tamaño.

Dentro del conjunto de títulos hipotecarios, las cédulas son uno

de los instrumentos de mayor peso y mayor crecimiento. Entre sus características sobresale el hecho de que su emisión está garantizada por el total de la cartera de créditos hipotecarios y el de que cumplen los requisitos recogidos en la Ley del Mercado Hipotecario de 1981 —básicamente, primera hipoteca y hasta el 80 por 100 del valor de tasación—, mientras que la emisión de bonos y participaciones sólo queda ligada a un conjunto de créditos hipotecarios. Además, para las entidades, reúnen una serie de ventajas como son que su vencimiento no tiene que coincidir con el vencimiento de los préstamos que actúan como garantía, y que constituyen un medio de captación de pasivo más barato que otros, tanto por su elevada calificación crediticia como porque pueden ser utilizadas como garantía en las operaciones de política monetaria del área del euro. No obstante, la titulización de cédulas hipotecarias presenta características distintas respecto del resto de titulizaciones, en la medida en la que no se titulan activos del sector privado, sino pasivos bancarios. Es más, los préstamos hipotecarios que respaldan dichas cédulas permanecen en los balances bancarios.

A finales de 2005 el 46 por 100 del saldo vivo de las emisiones de largo plazo en euros de las IFM eran valores del mercado hipotecario que, además, desde 2002 han representado más del 56 por 100 de las emisiones netas.

En los dos últimos años, más del 80 por 100 de las actividades de titulización fueron respaldadas por hipotecas, incluidos préstamos hipotecarios y cédulas, mientras que más del 60 por 100 de los bonos de titulización fueron adquiridos por inversores extranjeros.

La calidad de la cartera hipotecaria es fundamental para cuantificar el riesgo crediticio de las entidades financieras españolas, así como su capacidad para obtener financiación extranjera. La calidad crediticia de las cédulas hipotecarias es muy alta, gracias a los derechos preferentes de los tenedores en caso de quiebra y al elevado nivel de sobrecolateralización exigido por la ley (11 por 100), si bien es cierto que, a diferencia de lo que ocurre con los bonos garantizados en otros países como Alemania o Francia, la garantía de las cédulas no constituye un fondo especial o protegido ante la quiebra del emisor. El aumento de las carteras hipotecarias de las entidades financieras implica algunos riesgos, sobre todo para aquellas entidades regionales con una concentración excesiva de su cartera en mercados inmobiliarios sobrevalorados, especialmente en zonas con gran proporción de segundas residencias y de desarrollo urbanístico.

España ha sido uno de los países de la Unión Europea donde la titulización de activos ha mostrado un mayor dinamismo. Según datos del European Securitization Forum sobre la titulización de activos en Europa (de acuerdo con el país del colateral), España fue en 2005 el segundo país, con el 13 por 100 del total, por detrás del Reino Unido, que concentró el 45 por 100.

IV. CONCLUSIONES

La vivienda es sin duda la cruz, pero también la cara, de la economía española. La cara, en cuanto a su papel generador de empleo, con un gran efecto arrastre sobre otros sectores productivos, lo que ha favorecido una etapa de elevado dinamismo económico que, a su vez, ha permitido in-

intensificar el proceso de convergencia de la economía española.

La cruz desde la perspectiva de las crecientes dificultades que tienen jóvenes y familias para acceder a la vivienda, así como desde un enfoque macroeconómico, por la generación de un modelo de crecimiento que genera unas abultadas necesidades externas de financiación.

Las entidades financieras han tenido un papel central en la cobertura de estas crecientes necesidades de financiación, en la medida en que han canalizado buena parte del ahorro del resto del mundo hacia nuestra economía, transfiriendo, en el caso de la titulación, parte del riesgo a los inversores extranjeros. Desde la perspectiva de una entidad financiera, la titulación ha facilitado, por un lado, una gestión integral eficiente del riesgo de crédito a nivel del grupo bancario, convirtiéndose en un instrumento útil frente al riesgo de concentración y, por otro, también ha permitido transformar activos poco líquidos, como los préstamos hipotecarios, en otros más líquidos, como los bonos de titulación hipotecaria.

Es evidente que la elevada concentración de la riqueza de las familias en vivienda y el protagonismo de las actividades relacionadas con el sector inmobiliario han aumentado la vulnerabilidad de la economía española ante posibles cambios en la actividad y en los precios en estos mercados. Pero también es cierto que la capaci-

dad de la economía, en general, y del sistema financiero, en particular, para absorber posibles perturbaciones de este tipo es mayor que en el pasado, en la medida en que los indicadores de rentabilidad y solvencia de las entidades de crédito se encuentran en niveles muy elevados.

El ciclo expansivo de la vivienda ha evolucionado parejo al hipotecario. El mercado hipotecario lo ha favorecido, mediante una oferta abundante y adecuada en cada momento a las necesidades específicas del promotor y del adquiriente final. El desarrollo del mercado de la vivienda no hubiera podido producirse sin una respuesta en paralelo de la financiación, facilitada por el proceso de descenso de tipos de interés derivado de nuestra incorporación a la unión monetaria, pero también por el desarrollo de nuevos productos y la flexibilidad que han mostrado las entidades. El elevado grado de eficiencia del mercado financiero y el bajo grado de demanda crediticia de otros sectores han permitido disponer de un elevado volumen de financiación que ha facilitado el intenso dinamismo del mercado de la vivienda. En definitiva, el ciclo expansivo de la vivienda ha podido financiarse gracias al elevado grado de eficacia del sistema financiero español, que ha trabajado con los márgenes más bajos de la Unión Europea y que ha canalizado la abundante liquidez existente en los mercados internacionales y el acusado descenso de los tipos de interés derivado de la integración monetaria, para ofrecer

el crédito más barato y abundante de la zona euro.

NOTAS

(1) El sector OSR incluye, además de a empresas no financieras, hogares e instituciones sin ánimo de lucro, a instituciones financieras no monetarias, entre las cuales están los fondos de inversión y titulación, y las empresas filiales de las IFM constituidas para realizar emisiones de valores. Así, se considera que las cédulas hipotecarias se emiten por las instituciones financieras monetarias (IFM), mientras que los bonos de titulación hipotecaria se registran como un pasivo del sector OSR. Mientras que en el caso de las cédulas la entidad emite directamente sin que se produzca una transferencia del riesgo de impago, en el caso de los bonos hipotecarios el activo objeto de titulación es transferido por la entidad —llamada originador— a un fondo de titulación que, a su vez, emite bonos respaldados por el activo transferido y que asume el riesgo.

(2) Una historia del conjunto de la financiación privilegiada puede verse en Poveda Anadón R. (1980), «Los circuitos privilegiados del sistema crediticio», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 3.

(3) Circular n.º 4/2004, de 22 de diciembre, de Banco de España a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2006), *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España 2005*.
- (2006), *Informe Anual 2005*.
- FMI (2006a), «Spain: Financial Sector Assessment Program. Housing prices, household debt and financial stability», *IMF Country Report n.º 06/210*, junio.
- (2006b), «Spain: 2006 Article IV Consultation», *IMF Country Report n.º 06/211*, junio.
- (2006c), «Spain: Financial Sector Assessment Program. Stress testing methodology and results», *IMF Country Report número 06/216*, junio.