

INDUSTRIA BANCARIA Y POLÍTICA MONETARIA: EL CASO ESPAÑOL

Jorge Andreu Arasa y José Miguel Andreu García ¹

1. Evolución reciente de la implementación de la política monetaria

Para entender el momento actual de la industria bancaria de nuestro país, en relación con la política monetaria española-europea, resulta imprescindible comenzar con una breve reflexión acerca de la evolución histórica de la política monetaria. No obstante, antes de describir tal evolución, conviene destacar la trascendencia que en cualquier aspecto relacionado con la política económica ha tenido, y tiene, la existencia de dos modelos bien diferenciados de entender el desenvolvimiento económico: los desarrollados por las escuelas neoclásica ² y keynesiana ³.

Para los autores pertenecientes a la escuela neoclásica el mercado se autorregula, siendo innecesaria la actuación discrecional de la autoridad económica para el correcto funcionamiento de la macroeconomía. Según los autores de esta escuela, las políticas de demanda no tienen ningún efecto sobre la actividad económica, traducéndose en el medio (e incluso en el corto) plazo única y exclusivamente en incrementos de precios.

En cambio, para los representantes de la escuela keynesiana, el libre juego de fuerzas de mercado puede llevar a situaciones de equilibrio con desempleo, susceptibles de mejora previa intervención de la autoridad económica. Según los representantes de esta escuela, las políticas de demanda tendrán efectos permanentes en los niveles de actividad, además de afectar evidentemente a los precios ⁴.

1.1. Objetivos de política económica

Dicho esto, se recordará que la autoridad económica tiene cuatro objetivos últimos de política económica, que son: la optimización de la producción o actividad; la del empleo (en general inducida por la optimización de la actividad); la minimización condicionada de la inflación; y la consecución del equilibrio de la balanza de pagos.

- 1 Ambos son Técnicos Comerciales y Economistas del Estado.
- 2 El llamado "neoclasicismo" encuentra su origen en el modelo neoclásico tradicional y fue desarrollado por la crítica monetarista, la nueva macroeconomía clásica, la escuela austriaca, en la escuela del ciclo real, la economía de oferta, etc.
- 3 El llamado "keynesianismo" encuentra su origen en los escritos del propio Keynes y fue desarrollado por la síntesis neoclásica, la escuela post-keynesiana, la nueva macro-economía del desequilibrio, la nueva economía keynesiana, etc.
- 4 Vía curva de Phillips (sin inclusión de expectativas), que presenta una relación inversa entre desempleo e inflación.

Para incidir en estos objetivos macroeconómicos, la autoridad se vale tanto de las políticas de demanda como de oferta. Dentro de las políticas de demanda, la política fiscal y la monetaria constituyen el núcleo central de aquéllas. Si la política fiscal se puede definir como la variación discrecional de los impuestos (tipos) y gastos públicos (volumen) para incidir en los objetivos últimos de política económica, la política monetaria podrá definirse como la variación discrecional de ciertas magnitudes monetarias, útiles para incidir en los objetivos finales antes mencionados.

Evidentemente, la política monetaria no escapará a la doble modelización (alternativa) antes enunciada: la neoclásica y la keynesiana. La política monetaria como política de demanda, y su utilización discrecional para incidir en el nivel de renta, será denostada por los autores que pertenecen a escuelas relacionadas con el neoclasicismo, quienes han venido sugiriendo que esta política deberá ser en todo caso reglada.

Contrariamente, los autores que comulgan con la corriente alternativa de pensamiento -keynesianos- creen que es posible actuar positiva y discrecionalmente⁵ sobre la demanda agregada, accionando en su caso sobre los instrumentos de control monetario en la dirección, sentido e intensidad que las autoridades monetarias consideren apropiados, en función de las circunstancias específicas en que se encuentre la economía, y a partir de los objetivos finales que se pretenda alcanzar.

1.2. La estrategia de la política monetaria. Su evolución en el tiempo

Para alcanzar los objetivos finales, las autoridades monetarias habrán de incidir sobre diferentes variables monetarias (llamadas objetivos intermedios), tales como la cantidad de dinero en circulación, los tipos de interés a largo plazo, los tipos de cambio, etc. Tradicionalmente, la relación entre los objetivos intermedios y el objetivo final básico de política monetaria se ha definido a través de la teoría cuantitativa del dinero⁶.

El control de los mencionados objetivos intermedios exige a su vez actuar sobre algunas variables (operativas) de las que aquellos dependen, tales como la base monetaria, la liquidez bancaria, el tipo de interés a corto plazo, etc. La relación entre la base monetaria y la oferta de dinero queda definida por medio del multiplicador monetario⁷. Finalmente, a través de ciertos instrumentos cuantitativos, como el coeficiente legal de caja, el tipo de redescuento, las operaciones de mercado abierto, etc, la autoridad ejercerá un cierto control sobre las variables enunciadas.

5 Con todo el instrumental disponible, sea éste fiscal o monetario.

6 La teoría cuantitativa del dinero, cuya aportación seminal se debe a I. Fisher, concluye que $MV = PY$ donde M es el agregado monetario considerado, V es la velocidad de circulación del dinero, P son los precios e Y es la renta o actividad.

7 Se puede demostrar que la base monetaria y la oferta se relacionan a través del multiplicador monetario, $m = 1/(a+b(1-a))$ donde a es el valor del ratio efectivo depósitos y b es el encaje bancario.



Existen en la actualidad varios puntos de indefinición sobre la mejor forma de articular la política monetaria; uno se refiere a la adopción de una estrategia indirecta tal como la descrita, frente a otra directa, recientemente también utilizada. En el supuesto de elección de la indirecta, la elección del objetivo intermedio ideal (de entre los mencionados), e incluso la posibilidad de gestionar la política monetaria de modo reglado frente a la opción discrecional, también han sido asimismo temas de debate.

Continuando con la aludida estrategia en dos niveles, que parte de la existencia de relaciones estables entre variables operativas y objetivos intermedios, y entre esos objetivos intermedios y los objetivos finales, debe señalarse que a consecuencia de la aparición de procesos de innovación financiera⁸ aquellas relaciones se han desestabilizado, lo que ha hecho que se haya empezado a utilizar en algunos países (como Canadá o el Reino Unido), una estrategia alternativa consistente en la elección directa de un objetivo final, la evolución de la inflación, evitándose así la necesaria referencia explícita a ciertas variables intermedias (un agregado monetario o tipos de interés a largo plazo) que siempre compromete más al Banco Emisor.

La elección de una u otra estrategia—directa o indirecta—dependerá de la valoración que se realice de parámetros tan relevantes como su credibilidad, la duración de sus retardos, y su controlabilidad. Por su parte, la elección del objetivo intermedio ideal plantea dos disyuntivas; en primer lugar la de definir un objetivo real frente a un objetivo monetario y, en el caso de elegir un objetivo monetario, decidir si éste será una variable cantidad o una variable precios (tipo de interés). Si bien respecto a la controversia entre variables reales o nominales no existe una posición de consenso, ésta sí parece existir en el caso de que —elegidas las nominales—quepa la posibilidad de actuar sobre precios o cantidades.⁹

Nótese finalmente que la aparición del proceso de innovación financiera unido a la alteración de la velocidad de circulación del dinero, ha llevado, en general: 1) hacia la modificación de los instrumentos empleados en la articulación de la política monetaria, pasándose a controlar más bien los tipos de interés reales a corto plazo; 2) hacia la ampliación sucesiva del agregado monetario que funcionaba como objetivo intermedio; y 3) hacia el desarrollo de una estrategia de control directo de la inflación.

8 Se entiende por innovación financiera la aparición de nuevos productos, nuevas técnicas, nuevos intermediarios especializados y nuevos mercados financieros. Las consecuencias de la misma son múltiples: lleva a un incremento en la liquidez (aumento del número de activos financieros que deben considerarse dinero, lo que afecta a la estabilidad de su demanda), y a una caída de los tipos de interés.

9 El teorema de Poole impone que si el objetivo de la autoridad es el de estabilizar el nivel de renta, la inestabilidad relativa de los sectores real y financiero de la economía determinarán el objetivo intermedio a elegir. Si el sector real es más inestable que el monetario habrá que controlar la cantidad de dinero, siendo en caso contrario los tipos de interés el objetivo intermedio elegido.

1.3. Los instrumentos de la política monetaria

Para empezar, y en relación con los *instrumentos cuantitativos*, se señalará que las variables más utilizadas en la actualidad para afectar a la base monetaria (objetivo operativo) son el coeficiente de caja y las facilidades de crédito o de depósito.

El coeficiente de caja es un instrumento que obliga a las entidades de crédito a mantener depositada en el banco emisor una determinada cantidad de dinero, proporcional a sus pasivos computables¹⁰. Este coeficiente coadyuva a estabilizar la demanda de efectivo de las entidades crediticias, al tiempo que contribuye a aumentar la dependencia de las entidades de la liquidez suministrada por el Banco Emisor. Adicionalmente, el coeficiente de caja contribuye a condicionar el valor del multiplicador del dinero (nota 7). Las operaciones de mercado abierto consisten en la inyección o detracción de liquidez en el sistema por medio de la compraventa de valores negociables. Por fin, las facilidades de crédito o de depósito son operaciones realizadas por las entidades y el banco emisor a precios administrados.

En relación a los instrumentos *cualitativos*, cabría aludir al control selectivo del crédito, a la persuasión moral, a la publicidad y el asesoramiento, y a la acción directa. El control selectivo del crédito, poco empleado en la actualidad, supone dirigir los recursos financieros allá donde la autoridad interpreta que resultan más eficaces (recuérdense los coeficientes de inversión obligatoria, durante largo tiempo aplicados por la política financiera española). A través de la persuasión moral se trata de condicionar la política crediticia de las instituciones financieras. Como es lógico, la eficacia de este instrumento cualitativo queda condicionada al prestigio y capacidad de intervención del Banco Emisor. Con los *efectos anuncio* el Banco Central trata de incidir en las expectativas de los agentes económicos. Por su parte, la acción directa va desde las advertencias y sanciones hasta la intervención, que queda exclusivamente para casos de violación importante de la regulación del sistema financiero.

1.4. El papel del sector bancario

El papel de la industria bancaria, en tanto que participante en varios de los eslabones de la política monetaria, es trascendental para alcanzar la efectividad de ésta. Resulta evidente su importancia en un primer eslabón, pues fija los tipos de interés a los que se produce el acceso al crédito por parte de los agentes, transmitiéndoles así la política que el Banco Emisor trata de formular mediante la fijación o alteración del tipo de redescuento. Al tiempo, las entidades de depósito son las principales compradoras de deuda pública en las llamadas operaciones de mercado abierto.

¹⁰ Los bancos deberán además mantener el efectivo necesario para atender las necesidades de liquidez de sus clientes.



No es menos importante el papel que juega la industria bancaria en el eslabón que relaciona las variables intermedias con los objetivos intermedios. Así por ejemplo, aludiendo a la relación entre la cantidad de dinero y la base monetaria, que depende del multiplicador—que es a su vez función de la relación efectivo-depósitos de los agentes y del encaje bancario—y dado que la relación efectivo-depósitos depende de la retribución de los depósitos fijada por el sector, y que el encaje depende de la gestión de riesgos desarrollada por el mismo, resulta evidente el papel de la industria financiera de cara a que la política monetaria aplicada resulte realmente efectiva.

Evidentemente la capacidad de limitar o garantizar la eficiencia de la política monetaria por parte de la industria bancaria quedará condicionada al uso que de las distintas entidades del sistema financiero hagan los agentes económicos. En sociedades en las que los agentes no tengan acceso, o tengan difícil acceso, al mercado de capitales, su dependencia del sector bancario para financiar procesos de inversión o de adquisición de bienes de consumo duradero será relevante, y por tanto, será más importante el papel de la industria bancaria en el desarrollo de la política monetaria.

2. España, Europa y la política monetaria

Durante los años 70 la política monetaria española, se articuló siguiendo un esquema indirecto en dos etapas, que tenía como objetivo intermedio la M_3 y como objetivo último la evolución del PIB nominal, es decir tanto la evolución de los precios como la de la producción, y con ello la del empleo¹¹. La variable operativa en este periodo de tiempo fueron los activos de caja (básicamente, depósitos de entidades de crédito en el Banco de España), a los que se afectaba mediante el uso frecuente del coeficiente legal de caja.

A causa de la creciente innovación financiera, en particular a partir de 1983¹², y de la consideración de que los tipos de interés no debían sufrir cambios bruscos, se produjo en España un importante cambio en la estrategia de política monetaria. Concretamente, el Banco de España dejó de emplear los activos de caja como variable básica de control, para actuar en lo sucesivo sobre el tipo de interés a corto plazo como variable intermedia.

11 Como se ha demostrado en varios estudios econométricos referidos al período 1970-90, de hecho el Banco de España se concentró mucho más en controlar la inflación, pasando de puntillas sobre el control de la actividad.

12 A partir de la aparición de instrumentos de activo y de pasivo en las instituciones financieras no sujetos a los coeficientes obligatorios.

2.1. De la política monetaria autónoma a la política monetaria dependiente

La integración de España en la Comunidad Europea en 1986 generó un significativo incremento en el grado de apertura de la economía española, lo que *ceteris paribus* supuso un límite para la aplicación autónoma en España de la política monetaria. Por ejemplo, en 1987 la economía española crecía con fuerza lo que llevó al Banco de España (BE) a aplicar una política económica moderadamente contractiva. El subsiguiente alza de tipos atrajo capitales que tendían a apreciar la peseta, lo que, a partir del entonces objetivo de estabilidad cambiaria, llevó al BE a comprar divisa, ampliando con ello la base monetaria y actuando así en sentido contrario a su voluntad de elevación de los tipos de interés a corto plazo.

Desde 1989, con la entrada de España en el SME, el viejo objetivo de la política monetaria española del control de las tasas de crecimiento de precios y actividad cayó en desuso, pasando el Banco de España a controlar el tipo de cambio; específicamente, buscando su mantenimiento en la banda del más-menos 6% estipulada por el SME.

El fracaso que supuso la posterior quiebra del SME, por la imposibilidad por parte de distintas autoridades nacionales de mantener en las bandas previstas sus monedas, llevó a formular, en el caso de España y en el marco de la Ley de Autonomía del BE, un cambio relevante en la política monetaria. Ésta pasó de un sistema en dos etapas, como el referido anteriormente, a un sistema directo en el que el objetivo último era el control de la inflación. Precisamente, para lograr ese objetivo de la estabilidad monetaria, el BE disfrutaría de autonomía frente al Gobierno, mientras la Ley limitaba la posibilidad de financiación del déficit público en el Banco Emisor. Esta estrategia fue la empleada por el BE hasta la entrada de la peseta en el Área Euro.

2.2. El euro y la política monetaria en la actualidad

En el año 1979 se estableció el sistema monetario europeo (SME), sistema que llevó a los países miembros a la aplicación de políticas monetarias de corte más restrictivo, observándose una mayor convergencia de las mismas desde 1983. Nótese, sin embargo, que esta convergencia fue el resultado no tanto de la coordinación de las políticas monetarias como del papel *ancla* jugado por el marco alemán en este periodo de tiempo.

Precisamente la necesidad de avanzar hacia una mayor coordinación de las políticas económicas dio origen al ambicioso proyecto de la Unión Económica y Monetaria. Proyecto que, tras el Tratado de Maastricht—en el que se establecieron unos criterios de convergencia para el acceso a la moneda única—dio lugar a la aparición en 1999 del sistema-euro, al que finalmente se adhirieron 12 países, entre ellos España.



Centrándonos ahora en la estrategia de política monetaria desarrollada en la *Eurozona* por el BCE (Banco Central Europeo) ha de señalarse que ésta se basa en una solución ecléctica de entre las dos ya analizadas. El desacuerdo entre representantes de algunos de los países que habrían de conformar la Zona Euro, en torno a la necesidad de presentar una estrategia en una sola etapa o en dos, llevó a este tipo de solución. Según la estrategia ecléctica elegida, existirían dos *pilares* básicos, siendo el primero de ellos la consecución de un objetivo en términos de inflación: la tasa de crecimiento del IPC armonizado europeo debería ser inferior al 2%. El segundo consistiría en alcanzar un incremento de M_3 situado en un entorno del 4.5%¹³.

Por lo que respecta a la instrumentación, se plantearon herramientas habituales: las llamadas facilidades permanentes, las operaciones de mercado abierto y el uso del coeficiente de caja. Las llamadas operaciones estructurales son instrumentos (adicionales) que el sistema podrá usar en caso necesario, pero no con regularidad.

Las facilidades permanentes son la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito. La primera permite a las instituciones de crédito recibir toda la liquidez que precisen a un tipo de interés penalizado. La facilidad de depósito, por el contrario, permite a las entidades realizar depósitos en el Banco Emisor contra el abono de un determinado precio. El tipo de interés de las facilidades de crédito y de depósito marca el techo y el suelo de los tipos de interés fijados por el Banco Central Europeo (BCE).

Para situar los tipos de interés en el punto en el que el BCE desea, entre el suelo y el techo antes definidos, la autoridad monetaria se vale de las subastas periódicas de liquidez, en las que las entidades demandan la liquidez que precisan, resultando los tipos de interés de sus preferencias y de las expectativas vigentes en el mercado. Estas subastas pueden ser bien semanales, en las que se formalizan operaciones con vencimiento a 14 días, o bien mensuales, en las que se contratan operaciones a 3 meses.

En caso de que, contra la voluntad de las autoridades públicas, se produzcan separaciones significativas de los tipos a corto plazo con respecto a los tipos de referencia, está prevista la posibilidad de realizar operaciones de *fine tuning* sin observación de ningún tipo de calendario regular.

13 La falta de series históricas de agregados monetarios que hubieran permitido estimar con cierta fiabilidad el valor de la elasticidad de la demanda de dinero con respecto al gasto o a la renta, explica la utilización del *doblo pilar*. Tal utilización también viene explicada por la necesidad de disponer de un cierto margen de flexibilidad para la adaptación de la política monetaria a las variaciones relativas y absolutas de los precios, en un mundo con fuerte progreso técnico.

3. Sobre la orientación de la política monetaria en los últimos años en Estados Unidos y Europa

En los últimos ejercicios económicos, y tanto en Estados Unidos como en la Zona Euro, se ha observado la utilización de una política monetaria con un marcado sesgo contra-cíclico. En efecto, en el periodo 2001-2002 se observó una fuerte ralentización de la tasa real de crecimiento de la economía americana (respectivamente con tasas de crecimiento del 0.8 y del 1.9%), y una persistente desaceleración en la Zona Euro (que en 2001 crecía al 1.6% y en 2004 no llegó a crecer al 2%), que las autoridades monetarias de ambos espacios económicos decidieron combatir.

Al amparo de tasas de inflación moderadas en ambas zonas, y a lo largo del período 2001-2004, los respectivos bancos emisores forzaron una considerable caída simultánea de los tipos de interés a corto plazo¹⁴, que se colocaron en niveles mínimos históricos. De otro lado, y a nivel mundial, también se ha observado una alta tasa de crecimiento de liquidez, la más importante de los últimos 30 años.

La aplicación de esa política monetaria contra-cíclica, con la consiguiente rebaja de los tipos de interés nominales a corto plazo, y la creciente liquidez nacional e internacional habidas, explican la aparición de tipos de interés reales negativos, o casi-nulos, con lo que esto significa desde la óptica de la asignación de los recursos.

En efecto, siguiendo la explicación neoclásica, los tipos de interés reales son las variables que determinan tanto la oferta de fondos prestables (ahorro nuevo) como la demanda (inversión) de los mismos. Nótese que, mientras la demanda de fondos crece conforme cae el tipo de interés real, cuando se contrae ese tipo, se producirá una reducción de la oferta de fondos prestables, pues los agentes perderán parte del incentivo a ahorrar. De hecho, con unos tipos de interés reales negativos o casi nulos, ahorrar tiene coste, algo que explicaría las reducidas tasas a las que se ahorra en los países en los que acontece este fenómeno. El fenómeno no es baladí, dado que, sea cual sea el enfoque económico seguido, neoclásico o keynesiano, una baja tasa neta de ahorro desembocará inexorablemente a largo plazo en una menor tasa evolutiva de crecimiento¹⁵.

14 Nótese que Estados Unidos ha cambiado de estrategia recientemente, con sucesivas subidas del tipo de interés de referencia del Sistema de la Reserva Federal (SRF).

15 El modelo neoclásico de referencia en la teoría económica del crecimiento, es el llamado modelo de Solow. El modelo keynesiano básico de crecimiento, es el llamado modelo de Harrod – Domar.



3.1. Tipos de interés bajos y cambio en el objetivo de los inversores. Sobre inversión en activos especulativos y crecimiento desequilibrado. El caso de España

La baja rentabilidad que durante estos últimos años han ofrecido las Bolsas internacionales, de resultas de la baja demanda de valores de renta variable, inducida por el *crack* tecnológico y los fenómenos de corrupción empresarial en Estados Unidos, y de las muy limitadas rentabilidades del mercado de renta fija —especialmente en el caso de España, donde hasta hace bien poco el mercado de renta fija privada estaba escasamente desarrollado— han llevado a los inversores de muchos países occidentales al mercado inmobiliario como única alternativa de inversión.

Éste es el argumento básico, independientemente de la existencia de otros factores que también condicionan la oferta y la demanda de viviendas¹⁶, para que se haya generado una sobre-valoración de los precios de esos activos en muchos lugares del mundo. En el caso español, tal sobre-valoración alcanzaba ya en 2002 un 20%, porcentaje que ulteriormente ha debido seguir creciendo, resultando más rentable en la actualidad alquilar que adquirir una vivienda en propiedad.

Hay sin embargo, quien considera que la evolución de los precios en el sector inmobiliario no responde a un comportamiento de *burbuja especulativa*. No obstante, convendría recordar las evidentes similitudes que la actual evolución de los precios de las viviendas guarda con la evolución de las cotizaciones de las compañías *punto com* en el momento en el que se produjo el desfondamiento de sus cotizaciones¹⁷. En la actualidad los compradores de viviendas podrían estar cometiendo el mismo error que en su momento cometieron quienes compraron acciones tecnológicas, que pasaron por alto la necesaria relación que debe haber entre valor de una compañía y la generación de beneficios. El error consistiría ahora en no tomar en consideración la necesaria relación que debe existir entre el valor de los inmuebles y los alquileres, y fiar la expectativa de rentabilidad del capital invertido a las ganancias de capital.

La ratio precio de la vivienda - alquileres¹⁸ parece estar en la actualidad entre un 40% y un 60% por encima de su valor de referencia de largo plazo; y no sólo en España, sino también en el Reino Unido y Australia. Para volver a una situación de equilibrio los precios deberán caer, o subir los alquileres, resultando esta última opción poco probable pues su evolución quedaría contabilizada dentro del IPC, lo que iría contra los intereses de los gobiernos.

16 Recordemos que el mercado inmobiliario es extremadamente complejo y que la oferta de viviendas depende de parámetros tales como la escasez de suelo urbanizable, los impuestos que las gravan y los costes de construcción; por su parte la demanda depende de los tipos de interés, de los márgenes requeridos en los préstamos hipotecarios, de la inversión extranjera en inmuebles, de los incentivos fiscales a la adquisición y al alquiler, y de las alternativas de inversión.

17 The Economist (2005) House prices. To buy or not to buy. March 5th.

18 La ratio precio vivienda/alquileres es algo así como el PER (ratio precio acciones/ganancias) pero en el mercado inmobiliario. Así como en el caso de las acciones el precio debe ser función del descuento de beneficios, en el caso de la vivienda, su precio deberá ser función del descuento del alquiler generable, que es su coste de oportunidad.

Quienes consideran razonable la reciente evolución del precio de la vivienda basan su justificación en la evolución a la baja de los tipos de interés nominales y en el alargamiento de los plazos de los créditos hipotecarios. Consideran también estos autores que dadas las limitaciones de oferta de suelo, y dado el número creciente de personas que pretenden acceder a la propiedad de su vivienda, el precio de la vivienda debe subir. Algo que, sin embargo no casa con lo ocurrido en el mercado de alquileres, donde los precios se han mantenido relativamente estables o han caído.

Finalmente, hay quien justifica la sostenibilidad del actual nivel de precios de las viviendas en el hecho de que su precio nominal nunca ha bajado históricamente, puesto que los agentes prefieren mantenerla en propiedad a venderla a un precio que no cumpla con sus expectativas. Sin embargo quienes así razonan olvidan que ahora se superponen dos fenómenos que podrían cambiar el modelo de comportamiento. En el pasado la elevada inflación coadyuvaba a la reducción de los precios reales de las casas—hasta la vuelta al equilibrio—sin necesidad de caídas en los precios nominales. En la actualidad, en un mundo de inflación limitada, los precios nominales de las casas tendrían que mantenerse durante un largo período (unos 10 años) para volver al equilibrio entre precios y alquileres. Una segunda razón es que, en la actualidad, existe un mayor porcentaje de compradores que no viven en las casas adquiridas como inversión, que tendrían hipotéticamente un mayor incentivo a desprenderse de ellas.

3.2. Tipos de interés reales medios a largo plazo y vuelta a la necesaria senda óptima

Como puede observarse¹⁹, entre 1999 y 2003, y en mayor medida entre 2000 y 2004, los tipos de interés medios (nominales) de los préstamos hipotecarios a más de tres años (vivienda libre) han bajado significativamente, lo que ha coadyuvado al anormal crecimiento de la demanda de crédito hipotecario en el período considerado. Si se descontara la tasa de inflación medida por el IPC, los tipos de interés reales medios hipotecarios serían hoy escasamente positivos en España²⁰, y estarían muy alejados no solo del tipo de interés real medio de equilibrio a largo plazo (sobre la Deuda Pública a largo plazo), que históricamente se estima comprendido entre el 3-4%, sino también de un tipo real apropiado para las hipotecas que debería ubicarse 0,5-1,0 puntos sobre el mencionado tipo real de referencia. Si se usaran otras medidas de la tasa de inflación, los actuales tipos hipotecarios resultarían claramente negativos, asignando temporalmente los recursos de modo inapropiado.

19 Los comentarios cuantitativos siguientes están basados en datos del banco de España. Marzo 2005.

20 Negativos en Marzo de 2005, al subir el IPC marzo-marzo el 3,55%.



No parece tener, por tanto, demasiado sentido una expectativa de estabilidad de los tipos de interés nominales en sus actuales niveles. Parece más probable que en el medio plazo se produzca una cierta elevación de los mismos con consecuencias importantes para la economía española, en la que un importante tramo de familias jóvenes se encuentran fuertemente endeudadas (dedicando cuantías elevadas de su renta al pago de hipotecas), y fundamentalmente a tipos de interés flotantes.

4. Política financiera de la industria bancaria y burbuja inmobiliaria

A partir de la información del Banco de España referente a la política crediticia de las entidades bancarias, y, dentro de ésta, en lo referente a los créditos hipotecarios, -específicamente en relación a los créditos hipotecarios sobre viviendas, podrían extraerse las siguientes conclusiones:

- 1) El crédito total de las instituciones de crédito -básicamente bancos y cajas- a *otros sectores residentes* ha crecido en el cuatrienio 2000-2004 a una tasa anual acumulativa del 14,0%. Esta tasa de crecimiento hace poco probable un crecimiento paralelo de la inflación implícita (incorporando en ella el efecto de la subida de precios de los activos, en particular, de los inmobiliarios), y de la oficialmente medida por el IPC de la Zona Euro, que es el objetivo de la política monetaria del Banco Central Europeo.
- 2) El crédito hipotecario de las instituciones a empresas y a familias ha crecido en el mencionado cuatrienio a una tasa anual acumulativa del 20,7%. Frente a los crecimientos reales registrados por la economía española, siempre por debajo del 3%, esta tasa de crecimiento permite intuir un desequilibrio cierto en el crecimiento de nuestra economía, con un excesivo aporte del sector construcción a la formación del PIB, cuyo ritmo de crecimiento podría estar además inflado con plusvalías²¹.
- 3) Se observa además una creciente tendencia a la concentración de los riesgos totales en el tramo hipotecario (concedidos a empresas y a familias) de las instituciones crediticias, que ha pasado del 42,8% en 1998 al 56,1% en 2004.
- 4) Nótese adicionalmente que el crédito a la construcción de edificios ha crecido en los últimos años (2000-2004) a una tasa anual acumulativa del 17,9%, cifra algo menor que la relativa al crecimiento del total crédito hipotecario (20,7%), y semejante a la de los créditos hipotecarios a la adquisición de viviendas (17,0%).

21 Tal inflación de plusvalías se debería a los usos normales de la Contabilidad Nacional. En este sentido, si una empresa constructora comprara suelo edificable, lo mantuviera en su poder durante más de un año, y lo vendiera incorporado a una vivienda, su precio de venta menos los costes de ciertos factores encubrirían una plusvalía, por supuesto no-contabilizable como tal, por obtenerse de resultados de la actividad profesional de la constructora. Este problema, que siempre ha existido, se habría agrandado desmesuradamente en los últimos años.

- 5) La relación *Crédito a la construcción de edificios/Crédito total al Sector Industrial* (incluyendo construcción), ha pasado de ser el 17,9% en 1996 -una cifra acorde con lo esperable de una estructura productiva equilibrada- a ser el 33,3% en 2004. La correspondiente elevación de la cuota del crédito dedicado a la *construcción de edificios*, de alrededor de un 70% en el período aludido, escenifica con claridad lo que está ocurriendo en nuestra economía. Lejos de invertirse en formación bruta de capital fijo, inversión que potencia el crecimiento, la economía española dedica una creciente cantidad de recursos a producir bienes sobrevalorados, con la vana esperanza de que los precios en el sector inmobiliario sigan creciendo a ritmo de dos dígitos.
- 6) El crédito hipotecario para la adquisición de viviendas ha crecido en el período 2000-2004 a una tasa anual acumulada del 17,0%. Además de lo anteriormente mencionado -posible efecto de este crecimiento sobre la inflación implícita- esta tasa anual refleja un crecimiento perceptible de la concentración del riesgo bancario en el crédito hipotecario a la vivienda, que ha pasado del 28,3% de su cartera en 1998 al 33,5% de la misma en 2004.

Nótese que las anteriores valoraciones de la información se han realizado a partir de ciertos datos agregados. Evidentemente los valores analizados son valores medios, desconociéndose la varianza con la que se distribuyen estas variables entre las distintas entidades. Si esta varianza fuese elevada, el grado de concentración de riesgos de ciertas instituciones financieras podría ser aun más relevante.

Además de los mencionados cambios estructurales cuantitativos, también se ha observado en el mercado hipotecario un progresivo alargamiento de los plazos a los que se presta para la adquisición de la viviendas, así como un incremento en el grado de cobertura que del valor peritado tiene el préstamo hipotecario, con lo que el riesgo medio en el que incurren las entidades financieras ha debido tender a incrementarse por este concepto.

En definitiva, un sistema financiero crecientemente volcado en el crédito hipotecario a bajos tipos *flotantes* (con tipos reales casi-nulos), en el que se alargan progresivamente los vencimientos de los préstamos, mientras se eleva la cobertura del préstamo sobre el valor de realización del activo cubierto por el mismo -esto es con márgenes requeridos decrecientes o aun negativos- no parece estar en la mejor posición para enfrentarse a un más que probable cambio de tendencia en el mercado de la vivienda.



5. Reversión de la política de tipos de interés y consecuencias desagradables

De lo mencionado hasta este momento podrían extraerse algunas conclusiones, en relación con lo que podría ocurrir en España si cambiara significativamente la orientación de los tipos de interés en Europa; es decir si por cualquier razón se volviera a tipos reales de interés razonables. O si se redujera repentinamente -por aumento del desempleo, fenómeno no-descartable en el actual contexto de desplazamiento de la actividad económica hacia el este de Europa o Asia- la capacidad financiera de las familias para demandar nuevas viviendas.

Pues bien, con independencia de cualquier estrategia *ad hoc* que el BE pudiera tener en la recámara para la salvaguardia del sistema bancario, caso de que se produjera alguno de esos eventos, o los dos, todo parece indicar que el *sistema* experimentará en el futuro importantes tensiones.

En realidad la concentración del riesgo bancario en la actividad constructora no es nueva. La historia de la banca española está llena de casos en que tales concentraciones de riesgos han llevado a complicadas situaciones que no sólo han supuesto un cambio brusco en la fase del ciclo económico sino que además han condicionado el futuro crecimiento potencial de nuestra economía.

Para que no haya que lamentar un nuevo episodio de inestabilidad bancaria motivado por este fenómeno, el Banco de España debería volcarse en el tema de la concentración de riesgos de las entidades; pero no tanto para evitar que este progrese, cuanto para inducir una significativa regresión del mismo. Y en este terreno -a diferencia de lo que sucede con los tipos de interés, que dependen del BCE- el margen de maniobra instrumental del Banco de España es más que suficiente.