

Cuando el ladrillo se transforma en oro...

En cuestión de meses, la brillante carroza inmobiliaria se ha convertido de nuevo en una calabaza que ocupa un lugar destacado en un jardín cubierto de bancos en quiebra, inmobiliarias cerradas, obras paradas y miles de familias arruinadas. Los precios se han hundido, después de años de subidas vertiginosas. En Estados Unidos han disminuido un 16,6% entre el verano de 2007 y 2008. La caída de las ventas se observa sobre todo en España y en otros países. Sin embargo, todos habían especulado al alza: los profesionales que alimentaron la burbuja, los medios de comunicación que multiplicaron los informes especializados, los dirigentes políticos que impulsaron estas actuaciones, las instituciones financieras que otorgaron préstamos en condiciones aberrantes. En el Reino Unido, hubo emisiones televisivas dedicadas en su totalidad al sector inmobiliario con el fin de persuadir al público de que la vivienda podía ser un objeto de especulación antes que un bien de primera necesidad.

El tumor inmobiliario español

Por JOSÉ GARCÍA MONTALVO

Catedrático de Economía, Universitat Pompeu Fabra y Barcelona GSE. Autor del libro *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero*, Antonio Bosch Editor, Barcelona, 2008.

La economía española ha vivido desde 1998 un periodo de rápido crecimiento. Desafortunadamente el patrón de desarrollo de estos años no ha sido muy saludable pues se ha centrado básicamente en el impulso del sector inmobiliario. Una cuarta parte del crecimiento económico ha estado asociado al sector de la construcción. Pero el sector inmobiliario tiene una productividad muy baja, lo que explica que a pesar del crecimiento económico a corto plazo, la productividad de la economía siga siendo muy baja. ¿Hasta dónde ha llegado esta especialización productiva de la economía? El sector constructor ha llegado a suponer el 18% del PIB de la economía. Si tenemos en cuenta también los impactos indirectos, el porcentaje aumenta al 30%. En segundo lugar, el número de viviendas iniciadas en España durante estos años ha superado la suma de viviendas iniciadas : en Francia, Alemania, Reino Unido e Italia. En 2006 se iniciaron en España 865 000 viviendas. A modo de comparación, en Estados Unidos se iniciaron en 2007 un total de 1,1 millón de viviendas. Al mismo tiempo que aumentaba la oferta de viviendas, los precios subían rápidamente. Entre principios de 1999 y junio de 2008 los precios se multiplicaron por 2,8. Finalmente, la mayoría del crédito de la economía ha sido succionado por el sector inmobiliario: la suma de hipotecas a las familias, créditos al sector de la construcción y créditos al sector de actividades inmobiliarias representa un 60% del total del crédito del sistema financiero español. Incluso más alarmante: el crédito a la industria, que en 1997 era tres veces mayor que el crédito a las actividades inmobiliarias, en la actualidad es menos de la mitad que el crédito inmobiliario. La financiación de la inversión residencial explica una parte importante del enorme déficit exterior de España (el 10,5% del PIB).

ESPECULAR CON EL "PASE"

Estas cifras evidencian que la economía española tiene un enorme tumor inmobiliario. Pero, ¿es este tumor cancerígeno o benigno? Hay múltiples motivos para pensar que se trata de un proceso cancerígeno. La ratio del precio de la vivienda sobre la renta anual disponible de las familias ha alcanzado el valor de 7,1 años para pagar una vivienda utilizando el salario completo. Históricamente, se habían necesitado solo 3,7 años.

Las causas de la formación de este tumor cancerígeno son múltiples: las expectativas irreales de evolución futura del precio de la vivienda; las enormes ganancias de la especulación inmobiliaria; la pervivencia de una larga lista de falacias populares respecto al sector inmobiliario; los subsidios públicos a la compra de viviendas; y la relajación de los criterios de concesión de créditos.

En España, los compradores de vivienda tenían unas expectativas muy irreales sobre la evolución futura de los precios. En 2005 dirigí una encuesta que se realizó a más de 1 500 compradores de vivienda desde el año 2000. La gran mayoría de ellos (92%) habían comprado la vivienda como residencia principal y no para revender. Sin embargo, el 50% de los encuestados confesó que el componente de inversión de la vivienda pesó mucho o bastante en su decisión. Además el 95% de los encuestados pensaban que la vivienda estaba sobrevalorada pero esperaban que en los próximos 10 años el precio siguiera subiendo a un 23% de media anual. Es difícil encontrar una manifestación más clara de una burbuja inmobiliaria. Por último, el 37% de los entrevistados conocían a un familiar o amigo directo (o ellos mismos) que había realizado operaciones especulativas de compra de viviendas sobre plano para su posterior venta. El motivo era la gran rentabilidad de esas operaciones: el llamado "pase", que consiste en dar un avance del pago de una vivienda comprada sobre plano y una vez construida, vender el derecho de propiedad antes de pagar el precio completo de la vivienda, se hizo muy popular en España, como también lo era en gran parte de Estados Unidos. El avance suele ser una cantidad muy pequeña comparada con el valor de la vivienda. Por tanto, si la vivienda tardaba 18 meses en ser construida y el precio aumentaba un 20% anual se podían obtener rentabilidades excepcionales.

La posibilidad de conseguir enormes ganancias generó una especie de fiebre del oro inmobiliario espoleada por un conjunto de falacias populares, gestionadas de forma interesada por las asociaciones inmobiliarias. La primera, y más importante, es que el precio de la vivienda no puede caer. Cuando se hacía notar que en Japón los precios habían caído estrepitosamente, la respuesta era el tradicional "España es diferente". Sin embargo, incluso la serie oficial de precios de la vivienda, que es de escasa calidad, muestra caídas de precios nominales en el pasado tanto para el conjunto de España como para ciudades representativas. Otras falacias muy populares fueron las siguientes: el precio de la vivienda en España tiene que seguir creciendo hasta converger con Europa; un supuesto *baby-boom* iba a generar demanda demográfica para todas las viviendas que se construyeran; los inmigrantes estaban encareciendo la vivienda; todos los europeos del norte querían comprar casas en España; pagar un alquiler es tirar el dinero; la inversión en vivienda es siempre más rentable que la inversión en Bolsa, etc.

La tradicional política pública española de subsidios y desgravaciones a la compra de vivienda en perjuicio del alquiler, tanto privado como social, contribuyó también al incremento de los precios inmobiliarios. Cualquier estudiante de Economía sabe que una desgravación pública para la compra de un bien con una oferta inelástica se transforma en un aumento de los precios que transfiere los recursos desde el sector público hacia los productores, en este caso las empresas constructoras e inmobiliarias.

Pero la causa última del aumento espectacular de los precios y el número de viviendas construidas en España fue la gran cantidad de crédito disponible. Hacia el año 2002 el presidente de un importante banco español comentaba que los ciudadanos podían conseguir créditos hipotecarios cada vez más voluminosos gracias a los bancos, que con su "labor social" permitían a la gente acceder a la compra de viviendas.

Investigaciones recientes muestran que el aumento del crédito causó el incremento del precio de la vivienda y no al revés. Fue el exceso de liquidez, y la consiguiente relajación de las condiciones de la concesión de créditos, la que hizo aumentar espectacularmente el precio de la vivienda, a pesar de la caída en términos reales de los costes de construcción (sin tener en cuenta el precio del suelo). Algunos analistas siguen insistiendo en culpar al precio del suelo del encarecimiento del precio de la vivienda cuando, en realidad, el precio del suelo se fija en función del precio de las viviendas que se construirán sobre ese suelo. El aumento del precio del suelo solo refleja la tensión entre el propietario del suelo y el constructor de las viviendas por quedarse con el beneficio que reportará la venta de las viviendas.

En los últimos años los precios de la vivienda se han fijado a partir del precio máximo que una familia media podía pagar dada su renta y las condiciones del mercado hipotecario (plazo de los préstamos, cantidad a pagar por anticipado y tipo de interés). Las empresas inmobiliarias han sido capaces de fijar unos precios al límite de la capacidad de pago de las familias, absorbiendo la totalidad de la mejora en las condiciones crediticias.

En estos momentos, la economía española sufre las consecuencias de la detención brusca del proceso especulativo en torno al sector inmobiliario. La reducción de las expectativas de revalorización de los precios de la vivienda y el aumento de las primas de riesgo en los mercados financieros, con la consiguiente reducción del crédito, han puesto al sector inmobiliario español en reversa. En septiembre de 2008, las licencias para inicio de obra caían un 59% respecto al mismo periodo del año anterior y, aunque las cifras oficiales no reflejan (pues se basan en precios de tasación y no de transacción) los precios de la vivienda está cayendo significativamente. El *stock* acumulado de viviendas nuevas sin vender será a finales de 2008 de 1,3 millón de unidades, lo que significa que al ritmo de ventas actual hay oferta disponible para 5 años.

Las consecuencias de la brusca desaceleración del sector inmobiliario sobre la economía en su conjunto son demoledoras, como era de esperar teniendo en cuenta el enorme peso del sector en la economía española. El desempleo ha aumentado en el último año en 1 100 000 personas, lo que supone un incremento del 37%, superando los tres millones de parados. A finales de 2008 es muy probable que la tasa de desempleo se sitúe en el 12,5%. Además la economía española tuvo un crecimiento negativo (-0,2%) en el tercer trimestre de 2008, algo que no sucedía desde hace 15 años.

FAMILIAS ENDEUDADAS

La metástasis del cáncer inmobiliario avanza también sobre el sistema bancario. Una consecuencia importante del aumento del desempleo es el significativo incremento en las tasas de morosidad. Los bancos no se cansan de repetir que en España no hay créditos *subprime*. Esto es cierto por definición ya que en España no existe dicha categoría. **Sin embargo, si consideramos la creciente divergencia entre el precio de la vivienda y la renta media de las familias españolas hemos de concluir que la gestión del riesgo de los bancos no ha sido conservadora y ha debido producir una gran cantidad de *subprime* español.** Si hablamos de titularización de créditos hipotecarios, España es la reina. Entre 2000 y 2007 se multiplicó por más de 17 el saldo vivo de titularizaciones (el 83% sobre préstamos hipotecarios). Aproximadamente el 15% del volumen de emisiones europeas de titularizaciones se originan en entidades financieras españolas, que ocupan el segundo lugar sólo por detrás de Reino Unido (que genera el 52%).

No hay que preocuparse, nos dicen los banqueros, pues el sistema de titularización español es muy diferente al de EEUU. **Las instituciones españolas usan el principio de *originate to hold* (generan títulos y mantienen la gran mayoría) en lugar de *originate to distribute* (generar títulos y venderlos).** Pues que bien, me quedo más tranquilo: **en lugar de sufrir un efecto indirecto como en el caso de Estados Unidos, en España los problemas de morosidad tendrán un impacto directo en la línea de flotación bancaria.** Nos dicen que no hay que preocuparse porque la gran mayoría de las titularizaciones españolas tienen la máxima calificación (AAA) y que el cociente de préstamo sobre valor de las hipotecas titulizadas es todavía inferior al 85%. Ojo, que las titulizadas estadounidenses también tenían en su gran mayoría máxima calificación. .. y todos sabemos que la relación préstamo valor de las hipotecas españolas no refleja bien la realidad, pues el 50% de las empresas de tasación pertenecen a grandes entidades financieras y han tasado muchas veces en función de las necesidades de financiación de los clientes y no del valor de los inmuebles. Por último tenemos un aspecto diferente y más negativo que en el caso de Estados Unidos: casi todas las hipotecas firmadas en España durante estos años han sido a tipo variable.

No obstante hay dos aspectos positivos que diferencian el sistema bancario español del estadounidense: el Banco de España ha sido mucho más activo en la regulación y supervisión (aunque las entidades financieras no hayan seguido las recomendaciones en muchas ocasiones). También es

cierto que los préstamos españoles (personales con garantía hipotecaria) reducen la propensión de las familias a abandonar sus viviendas y transferir el riesgo a los bancos al no poder saldar su deuda simplemente con la devolución del inmueble. Pero esto puede ser un arma de doble filo: **en principio reduce el ritmo de crecimiento de la morosidad ("la hipoteca es lo último que se deja de pagar") pero en el medio plazo afectará al consumo durante bastante tiempo y podría prolongar la crisis económica.**

En estos momentos hay que evitar el "optimismo patológico" y la tentación de culpar sólo a factores externos de los problemas de la economía española. Pero también hay que huir del alarmismo. Las economías capitalistas evolucionan en ciclos y a una expansión le sigue inexorablemente una crisis. En el pasado, el sistema ha superado crisis profundas y esta vez, si los líderes políticos responden con soluciones adecuadas, también la superaremos aunque, sin duda, pagaremos un alto coste.