

# El aterrizaje inmobiliario

## El boom inmobiliario en España y sus consecuencias<sup>1</sup>

JOSÉ MANUEL NAREDO

Madrid (España), 13 de marzo de 2008.

La larga duración de la fase alcista del presente ciclo indujo a considerarla como algo normal y permanente. De ahí que la desaceleración actual, no sólo haya causado perplejidad sino que, para colmo, tienda a percibirse como algo raro y transitorio, olvidando que la intensidad del auge suele presagiar la intensidad del declive. En lo que sigue trataremos de escapar a estos espejismos considerando la inflexión actual como mero fruto de los desequilibrios provocados por la euforia económica precedente.

### España, líder del auge inmobiliario

En los últimos tiempos ha habido tres intensos ciclos inmobiliarios. Un primer ciclo fue el que culminó a principios de los setenta para caer con las *crisis petrolíferas* del momento. Un segundo ciclo se inició a mediados de los ochenta para morir tras los festejos del año 92, con sucesivas devaluaciones de la peseta y *programas de ajuste*. El tercero y último ciclo alcista acusó mayor intensidad y alcance que los anteriores. Ello se debe a que la liquidez internacional sin precedentes que se empezó a generar a mediados de los noventa, presionó con inusitada fuerza sobre los precios de la vivienda, que alcanzaron máximos históricos en la mayoría de los países industrializados e, incluso, en países calificados de «emergentes», como China y Corea.

Pero el *tsunami* de liquidez dispuesto a invertirse en *ladrillos* no afectó por igual a todos los países. La situación europea se mueve entre dos modelos inmobiliarios. Uno con gran peso del alquiler y/o la vivienda social, otro con predominio absoluto de la vivienda libre y en propiedad. El primero tiende a conservar el patrimonio construido, mientras que el segundo tiende a hacer construcción nueva para obtener plusvalías de la recalificación de suelos. El primero evoluciona más de acuerdo con la demografía y la renta disponible de los hogares alquilados, el segundo con el pulso de la coyuntura económica, llamada a asegurar liquidez, dispuesta a invertirse en las nuevas promociones de vivienda. Así, no es una casualidad que los dos únicos países europeos que han permanecido al margen del actual boom inmobiliario sean los dos que tienen mayor porcentaje de viviendas en alquiler: Suiza y Alemania. Al igual que España, al ejemplificar el segundo de estos dos modelos, ha vivido el reciente auge inmobiliario con más intensidad que todos los otros países de nuestro entorno. El aquelarre inmobiliario vivido en España durante el último decenio triplicó los precios de tasación de la vivienda e incrementó en una cuarta parte su parque de viviendas. Porque la construcción de viviendas nuevas e infraestructuras es la colaboradora necesaria del negocio inmobiliario apoyado en la obtención de plusvalías derivadas de la recalificación de suelos. España se ha erigido así en líder europeo en consumo de cemento, superando en 2007 los sesenta millones de toneladas (más del doble que Francia, que dispone de más población y territorio) haciendo que el monocultivo inmobiliario eleve el peso de la construcción en el PIB por encima del de todos los países de nuestro entorno.

Cuando ya hay en España más viviendas y kilómetros de autopista *per capita* que en todos los otros países europeos, el auge inmobiliario empieza a acusar síntomas de agotamiento. No han sido los límites ecológicos, ni los límites de una demografía que no alcanza a habitar un parque de viviendas cada vez más sobredimensionado, los que acabaron frenando el presente boom inmobiliario, sino los límites financieros, como había ocurrido en los ciclos anteriores. Pero la novedad que explica la notoria intensidad y duración de este auge inmobiliario arranca de que, con la desaparición de la peseta y el advenimiento del euro, desapareció también el freno que planteaba a las coyunturas alcistas la limitada capacidad de financiación disponible. Estas morían tradicionalmente porque el endeudamiento interno y externo erosionaba la cotización de la peseta y obligaba a devaluarla para restaurar el equilibrio exterior con programas *de ajuste* que recortaban de nuevo el endeudamiento. Sin embargo, actualmente, el paraguas del euro ha permitido prolongar el endeudamiento de la economía española hasta límites difíciles de imaginar, a la vez que el *maná* de los fondos europeos posibilitó cuantiosas inversiones en infraestructuras. Por primera vez, no sólo demandaron financiación neta las empresas, sino incluso los propios hogares, para financiar el boom inmobiliario, acusando por cuarto año consecutivo un déficit neto cuya financiación exigían a la banca, en vez de ofrecérsela como había sido habitual: los créditos que solicitaban los hogares superaron así sistemáticamente al aumento de sus depósitos. Además, con la solvencia del euro aumentó el peso de la inversión extranjera en inmuebles, que se sumó a la financiación interna para reforzar el auge inmobiliario a costa de hacerlo más dependiente de la coyuntura internacional. Precisamente la caída de la inversión extranjera en inmuebles, unida a la salida de la inversión inmobiliaria española hacia el exterior, anticiparon con dos años de antelación el actual

<sup>1</sup>Una versión reducida de este artículo se publicó con el título «El aterrizaje inmobiliario» en *La Vanguardia* el domingo 9 de marzo de 2008.

declive inmobiliario interno, más tarde reforzado por la crisis hipotecaria de Estados Unidos y el enfriamiento de la coyuntura económica internacional.

## España, líder del riesgo inmobiliario

Llegados a este punto, cabe preguntarse por los riesgos en los que se ha ido incurriendo para financiar el auge. En primer lugar hay que recordar que, si bien la subida de precios protagonizó en España el auge inmobiliario de los ochenta, la construcción y el endeudamiento tuvieron entonces escasa incidencia. Pero no ocurre lo mismo en el ciclo actual en el que la importante construcción nueva demandó una financiación adicional sin precedentes, haciendo que el endeudamiento hipotecario de los hogares respecto a su renta disponible se situara al final del ciclo por encima del de todos los países de nuestro entorno, incluido Estados Unidos. El riesgo de los hogares se acentúa por el hecho de que España es el país europeo con mayor porcentaje de crédito hipotecario contratado a interés variable, en momentos en los que los tipos de interés han alcanzado mínimos históricos. Por otra parte, si al crédito hipotecario de los hogares se añade el contraído por las empresas inmobiliarias y constructoras, se llega a la conclusión de que la exposición de cajas y bancos al riesgo inmobiliario es mayor en España que en todos los países de nuestro entorno, incluido Estados Unidos. Conscientes de este riesgo, las entidades financieras han conseguido 'titulizar'<sup>2</sup> más de un tercio de su deuda hipotecaria, traspasando así el riesgo a los compradores de los títulos emitidos, aunque la mayor conciencia actual de este riesgo ha encarecido y frenado este proceso.

Pero la reciente coyuntura alcista no sólo acentuó el endeudamiento de los hogares y las empresas del sector, sino que aumentó notablemente el valor de sus activos inmobiliarios. Precisamente fue la perspectiva de revalorización la que hizo atractiva su compra apalancada con créditos, a la vez que la presión de los compradores impulsaba esa revalorización, generando la espiral de compras y revalorizaciones que caracteriza a las llamadas «burbujas» bursátiles o inmobiliarias. El riesgo que comportan estas «burbujas» arranca de la distinta calidad de los activos y pasivos generados, ya que, mientras el valor de los compromisos de pago contraídos es inequívoco e incluso puede aumentar si lo hace el tipo de interés, no ocurre lo mismo con el de los activos, es decir de los pisos. El valor del *stock* de viviendas se estima aplicándole los precios de transacción de la pequeña fracción del mismo que cambia de manos. Lo cual presupone que sólo esa pequeña fracción del *stock* puede venderse a esos precios, y es, por lo tanto, el conjunto del *stock* así valorado una riqueza teórica que sólo existe a condición de que no se ponga masivamente en venta. La naturaleza de valor virtual que el método de valoración indicado atribuye a las viviendas, se acentúa cuando –como ocurre en España– no existe información solvente e inmediata de los precios de mercado de la vivienda, sino sólo referida a precios estimados de tasación o a precios escriturados que difieren de los efectivos y que muestran una mayor inercia y aversión a la baja que los precios de mercado. El problema de fondo estriba en que, mientras a la hora de realizar el ahorro en viviendas asociado a revalorizaciones de precios, éstos corren el riesgo de desinflarse, no ocurre lo mismo con el endeudamiento contraído para adquirirlos.

## Perspectivas

¿Caerán los precios de la vivienda? ¿Se producirá el «aterrizaje suave» tantas veces anunciado? ¿Se traducirá el declive inmobiliario en declive económico generalizado? ¿Quién acabará pagando los costes de la fiesta inmobiliaria?

Cuando el mercado se enfría, el número de operaciones disminuye y el período de venta se dilata, haciendo que los oferentes más necesitados de liquidez acaben vendiendo a precios muy inferiores a los de tasación. Pero en nuestro país las caídas de precios, ya observadas por los operadores del sector, no tienen reflejo estadístico inmediato. Este contexto de opacidad informativa tiende a evitar ajustes bruscos vía precios, al mantener ciertos *precios de consenso*, que se supone valen las viviendas por encima de los de mercado, a costa de forzar la iliquidez del patrimonio inmobiliario así valorado y de prolongar artificialmente los períodos de venta, a fin de que la inflación diluya el ajuste a lo largo del tiempo, forzando el anunciado «aterrizaje suave», que no parece producirse en lo que a construcción de vivienda nueva se refiere. Entidades del sector estiman que en 2008 se construirá medio millón de viviendas menos que el año anterior con un recorte de un millón de empleos. Pues si se frena y retrasa el ajuste vía precios, éste tenderá a acentuarse en lo que concierne a las cantidades.

La disyuntiva está clara: o se mantiene la actual opacidad estadística sobre el mercado inmobiliario postergando el ajuste vía precios, o se trata de favorecer este ajuste potenciando la entrada de nuevos mecanismos que aporten agilidad y transparencia sobre los precios de las operaciones efectivas, facilitando la realización de activos mediante procedimientos de subasta amplia e informada comparables a los que existen en los mercados bursátiles, aunque ello ocasione un aterrizaje de precios más abrupto y arriesgado para las empresas financieras. En cualquier

<sup>2</sup>Los préstamos o créditos se ceden a un Fondo de Titulización de Activos (FTA) gestionado por una sociedad. El FTA emite bonos para financiar la compra de los activos (préstamos o créditos), emisión generalmente suscrita por inversores cualificados nacionales o extranjeros. Los deudores 'cedidos' siguen pagando a la entidad cedente, la cual cada cierto tiempo transfiere los importes cobrados al FTA. Aunque toda la operación debe estar supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, puede hacerse (y se hace) sin conocimiento o consentimiento de los deudores. N. de E.

caso los precios de la vivienda ya están bajando, aunque no resulte verosímil que puedan volver a los niveles anteriores al auge, habida cuenta que éste se produjo, en parte, para acercar los precios españoles de la vivienda a los más elevados de los principales países europeos. Los operadores estiman que este año aflorarán al mercado unos 700.000 pisos propiedad de inversores especulativos, que competirán con las nuevas promociones, con rebajas del 20 y el 30 %, pero estas caídas de precios no tendrán reflejo estadístico inmediato.

Pero cualquiera que sea el contexto mencionado no evita el riesgo al que se ven sometidos las empresas y hogares implicados, que se agravaría si decae la actividad económica general, como resulta previsible dado el gran peso de la actividad constructiva e inmobiliaria y el panorama incierto de la coyuntura internacional. Aunque el auge inmobiliario contribuyó a extender por todo el cuerpo social el virus de la especulación inmobiliaria, el 65 % de los propietarios de bienes inmuebles escasamente podrán beneficiarse con su venta, ya que son titulares de un único bien, normalmente coincidente con su vivienda principal, y el 57 % de la deuda de los hogares corresponde precisamente a la vivienda principal (según la Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España). Resulta inquietante observar que cerca del 60 % de esta deuda se proyecta sobre la mitad de los hogares con menos patrimonio y que, por término medio, el pago de deudas de los hogares supone el 17 % de su renta disponible, elevándose notablemente este porcentaje entre los hogares con menos renta. Vemos, pues, que son los hogares más pobres y endeudados los que seguirán pagando durante decenios las plusvalías realizadas por otros, aunque sus viviendas bajen de precio. Como también se verán atrapados en la fase de declive los empresarios del sector que no han sabido salirse ni diversificar a tiempo sus actividades.

Cabe pensar que el colchón del superávit presupuestario español permitirá activar políticas anticíclicas que no suelen estar al alcance de la mayoría de los países que atraviesan situaciones críticas. Pero también hay que recordar que ese superávit se debió en buena medida a la caída del tipo de interés y a la pujante actividad recaudatoria relacionada con el auge inmobiliario, que ahora está cambiando de signo. Así lo anticipan las fuertes caídas registradas durante el pasado año en la recaudación del impuesto de transmisiones patrimoniales y en las licencias de construcción nueva. El superávit presupuestario corre así el riesgo de esfumarse, sin haberse orientado a promover con tiempo un relevo de actividades que de momento no se vislumbra. Cuando, además, la política económica, al no poder devaluar la moneda, no cuenta ya con este medio tradicional de hacer que la economía española recupere posiciones competitivas que faciliten el relanzamiento de su actividad exportadora, todo hace presagiar un estancamiento de larga duración.