

Observatorio inmobiliario y de la construcción

## **AUGE INMOBILIARIO: RESULTADOS Y SECUELAS**

Tribuna sometida el 30 de mayo de 2008  
Revisada el 6 de junio de 2008

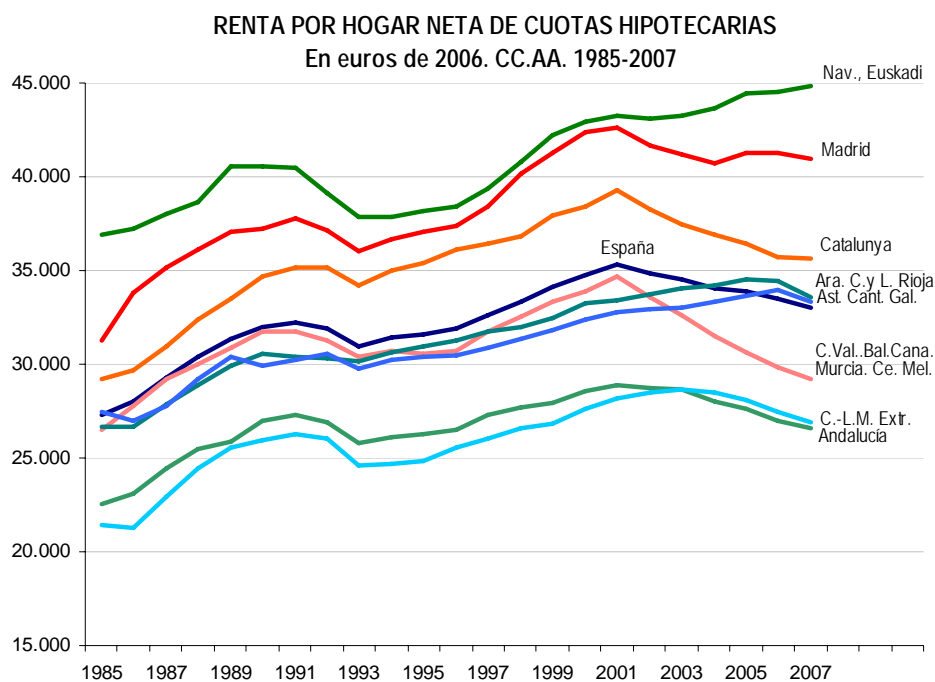
Ricardo Vergés  
Catedrático de economía inmobiliaria  
[www.ricardoverges.com](http://www.ricardoverges.com)

Evocando el trabalenguas, resulta que Europa nos obliga a desenladrillar sin posibilidad de vuelta atrás. El fondo de la crisis viene de nuestra escasa propensión por el ahorro y que políticas como la nuestra requieren mucho dinero. Por eso hemos ido a copar la liquidez de los demás bancos en el interbancario europeo. No debíamos, puesto que ningún otro país lo ha hecho salvo Irlanda. Claro que Europa confiaba en nuestra versión *oficial* del destino que reservábamos al euro de Frankfurt. Pero cuando perdimos credibilidad <sup>1</sup> -y que intentamos hacernos con constructoras e inmobiliarias europeas...-, se cerró el grifo y ahí se terminan dos decenios de política económica equivocada y además, con la foto de Bucarest por montera.

Ahora toca devolver lo que nos hemos llevado. Y como que lo prestado por la banca española sólo son depósitos, es decir *multiplicador bancario*, habrá que trabajar en otra cosa, producir, exportar y finalmente ahorrar para llegar a devolver año tras año, los cientos de miles de millones alegremente pagados por el ladrillo. Es lo que demostrará la presente tribuna. Pero antes, completaremos el análisis de los tres auges de los últimos veinte años, sus mecanismos e impactos sobre la economía general, utilizando los sorprendentes datos recién actualizados de las Cuentas Regionales.

## ADIÓS A LOS CICLOS

En mi anterior tribuna “Auge inmobiliario: el desenlace.” [*Obs*], 28, 72-76], afirmaba que la renta crece mientras dura el auge, pero que una vez éste terminado, la renta vuelve a su punto de partida. Demostraba que así ha sido durante la “era del ladrillo” hasta 2006. Vaticinaba además que las comunidades de la meseta y noroeste peninsular, grandes beneficiarias del último auge, irían a menos tras agotarse la inversión. Pues bien, tras actualizar el gráfico con la serie 2007, observamos que así ha sido.



<sup>1</sup> La tentativa por negar, incluso desde el Consejo de Ministros, que llegamos a iniciar 800.000 viviendas año -tantas como Francia, Alemania e Inglaterra juntas, que las conté-, la mayoría de ellas situadas lejos del litoral ansiado por Europa, aceleró sin duda el desengaño.

También sugería que nuestros auges no son “naturales” porque no los hay, y que los tres se explican por la llegada a España de sendas oleadas monetarias dirigidas todas ellas hacia la oferta inmobiliaria. Veamos los acontecimientos.

Tras suceder Solchaga a Boyer, el primer auge empezó en 1987. Sabemos que mantener tipos altos cuando la inflación baja, atrae capital pero encarece la inversión: es un principio del popular modelo *IS-LM* de los bancos centrales para fijar tipos de interés y demás. Así nos fue y de inmediato, el dinero captado se dirigió hacia el litoral, único lugar capaz de pagarlo<sup>2</sup>. Pero la presión social obligó a bajar tipos y en 1992 se agotó el auge. Entonces, el nuevo ministro Solbes se encontró con una recesión que no era tal, sino la España real amenazada de devaluación y, por tanto, evasora de beneficios.

El segundo auge siguió al tipo fijo de cambio al euro, previsto por Maastricht para 1997. Esto, más el cambio de gobierno, hizo dar media vuelta a los maletines con dinero evadido, como ocurrió también en otros países con moneda débil, Grecia, Italia y Portugal<sup>3</sup>. Pero Rato no consiguió –acaso lo intentó– orientar lo recuperado hacia las industrias de origen y casi todo fue a parar, una vez más, al litoral y a las grandes áreas metropolitanas. Al mismo tiempo, según datos de Comercio Exterior, la importación de inversión realmente europea se nivelaba con la exportación de capitales a Ibero-América<sup>4</sup>. Con todo, a la llegada del euro, ya no quedaba dinero para continuar el auge y hubo un atisbo de recesión.

Pero en 2003 el sector inmobiliario, con mucho suelo en las alforjas y seguro de una demanda *abducida*, reclamó dinero para emprender. Como ya no quedaba, se recurrió a la liquidez que los bancos partícipes ponían en el mercado interbancario de Frankfurt. Ya sin Rato pero con Solbes, la banca española amplió esta práctica, pasando de los 70.000 millones del día antes del euro, a los 425.000 millones de deuda privada del día de hoy, según estadística del FMI<sup>5</sup>. Con ello, se ha financiado la oferta inmobiliaria en territorios del interior, de interés más electoral que europeo, obviamente.

Queda patente que sin políticas de captación monetaria para oferta inmobiliaria, no habría habido ciclos. Es lo que explican los premios Nobel de 2005, Kydland y Prescott quienes ya en 1982<sup>6</sup> y tras hacer añicos la teoría de los ciclos “naturales”, mostraron que las fluctuaciones no son más que efectos productivos de inversiones anteriores, generalmente tecnológicas. En España nadie quiso enterarse del descubrimiento y para

---

<sup>2</sup> Vergés, R. (1998). El precio de la vivienda urbana, en R. Vergés Escuín (Ed.), *El precio de la vivienda y la formación de hogar*. Seminaris Urbans (II). Col. “Urbanitats”, 6. Centre de Cultura Contemporània de Barcelona, pp. 117-144 (gráfico p. 139). Consultar [www.ricardoverges.com/pdf/RE%2009.pdf](http://www.ricardoverges.com/pdf/RE%2009.pdf).

<sup>3</sup> Vergés, R. (2002). Crédit privé, crédit hypothécaire et marché du logement, analyse comparative de huit pays de l'Union européenne. *L'Observateur de l'immobilier*, 53, 16-23. Traducción: *Economistas*, 93, 104-117. (2002). Consultar [www.ricardoverges.com/pdf/Observateur.pdf](http://www.ricardoverges.com/pdf/Observateur.pdf).

<sup>4</sup> Vergés, R. (2002). El mercado residencial español 1987-2006. Expectativas de vivienda y suelo. *Revista de Economía y Finanzas de Castilla y León*, 5, 2002, 73-85. Consultar [www.ricardoverges.com/pdf/CyL.pdf](http://www.ricardoverges.com/pdf/CyL.pdf) y también Trullen, J. (2002). La sexta potencia mundial. *El País*, 20 mayo, p. 66/Economía.

<sup>5</sup> Deberían añadirse alrededor de 50.000 millones de medio plazo, que aparecen en los últimos meses en la tabla 20.3 del *Boletín Estadístico* del Banco de España pero no en la línea 36.n del FMI.

<sup>6</sup> Kydland, F.E., Prescott, E.C. (1982). Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica*, 50, 6, 1345-1370. Yo mismo he utilizado un desfase de tipo “*Time to Build...*” en la confección de la Cuentas Nacionales de Vivienda y Edificación en base 2000. Consultar [www.ricardoverges.com/pdf/ArticuloCN.pdf](http://www.ricardoverges.com/pdf/ArticuloCN.pdf).

disimular nuestros fracasos, predecimos ciclos casualmente bien articulados con el calendario electoral. De hecho, ciclos o no, el problema está en que el ladrillo residencial es un *bien no productivo* que necesita inversión productiva. Es decir, que mientras se apila, produce, pero luego no genera las rentas con que recuperar la inversión. Por tanto, no es factor de desarrollo, como se comprueba en el gráfico 1. En cambio veremos que es un temible factor de endeudamiento.

## **INVERTIR EN OFERTA NO EQUIVALE A FINANCIAR LA DEMANDA**

En principio, toda inversión sea o no productiva, debe proceder del ahorro. O sea que primero hay que producir y exportar, luego ahorrar y finalmente invertir en lo nuevo. Pero esto lleva tiempo y la necesidad de vivienda llega antes, razón por la cual, desde hace décadas sino siglos, han surgido ingeniosos mecanismos de crédito que permiten a una familia ocupar su vivienda casi sin ahorro previo.

Una vivienda no puede salir de la nada. Algún agente *A* debe haber ahorrado para pagar al albañil, de modo que al origen la vivienda es de quien la paga. Luego, puede venderla a trocitos llamados *principal* a un agente *B* a quien, además, alquila el resto mediante pago de *intereses*. La suma de principal más intereses es la *cuota*, pagadera durante todo el período de *amortización*. Al término del mismo, *B* alcanza la plena propiedad y se extingue el alquiler *implícito*.

En el mercado de segunda mano -y si se respetan las reglas-, no hay problema porque el bien incorpora la inversión del agente *A*. Éste puede ser un propietario que en su momento ahorró para serlo o bien un inversor que confía sus ahorros a una entidad prestataria. En ambos casos, sabemos quién asume el riesgo de impago, lo cubra o no un seguro (la ejecución de hipoteca no suele salir gratis: hablaremos de ello otro día).

En cambio, si no hay ahorro, es que no hay agente *A*. Por consiguiente, la entidad sólo puede conceder préstamos al agente *B* gracias a los depósitos de nóminas de trabajo y demás ingresos. Luego, por vía del *multiplicador bancario*, se financia la demanda siempre y cuando 1º, no sea excesiva (no sólo de ladrillo vive el hombre...), 2º, se regule con prudencia (y no a lo loco...) y 3º, exista un severo coeficiente de reserva (que España casi no tiene...). Pero ¿y la oferta? ¿con qué dinero pagar la nómina del albañil? Tal pregunta nos lleva a admitir que para financiar la oferta inmobiliaria, hace falta dinero fresco.

## **LA INVERSIÓN EXTERIOR NO SIEMPRE ES FACTOR DE DESARROLLO**

Así que, a falta de ahorro, sólo hay una solución: acudir al mercado exterior, sea monetario, sea financiero. El primero es barato pero de difícil acceso ya que su objeto no es financiar nada en particular sino dotar en masa monetaria cuando hay crecimiento real de la economía para que la demanda pueda agotar toda la oferta. En cambio, el mercado financiero suele salir caro debido a la prima de riesgo que supone prestar a agentes de países que van por libre. De modo que el servicio de la deuda exterior (privada) acaba por absorber el rendimiento conseguido por la inversión, creando numerosos problemas que están en el centro del debate acerca de la famosa globalización.

Por tales razones se intenta aprovechar cualquier coyuntura, cualquier resquicio, cualquier cebo para atraer capitales a buen precio y alimentar con ello las ofertas que correspondan. En países como Irlanda o Nueva Zelanda, importadores de capitales, la

oferta es en alta tecnología exportable, mientras que en España, la oferta es inmobiliaria e importadora de demanda. El riesgo es que los compradores se vayan a otra parte y que debamos comernos la oferta que les destinábamos tras habernos comido la nuestra. En todo caso, desde un punto de vista estrictamente económico, el gráfico 1 deja claro que los auges alimentados con inversión exterior no nos han hecho más ricos, sino todo lo contrario<sup>7</sup>.

Además, ahora que debemos reconvertir una economía de ladrillo en una economía de tecnología, vamos a necesitar mucho ahorro para comprarla. Veremos luego que incluso parando en seco la contratación hipotecaria, no por ello mejoraremos la situación del gráfico 1, debido al peso de la deuda acumulada. Ésta absorberá durante años todo el ahorro que generen las familias, dado que el número de contratos celebrados desde 1996 hasta el día de hoy, se acerca peligrosamente al presunto número de hogares, incluso si un número creciente de operaciones sean refinanciaciones preventivas de morosidad. Pero ¿por qué, además de numerosas, las hipotecas son tan elevadas? Pues porque los inmuebles son caros. Veámoslo.

## **EL PROBLEMA DE LOS EXCEDENTES DE EXPLOTACIÓN**

¿Por qué en España la vivienda nueva es tan cara cuando el coste de producirla evoluciona más o menos como los materiales y los salarios? La teoría generalmente admitida -otra más- es el encarecimiento del suelo, como factor exógeno de producción. Esta *exogeneidad* parte del principio que “cualquier precio es el que es”. Pero no es tal, puesto que los suelos urbanos entran en el mercado con la compra a un propietario de origen en un tiempo remoto y terminan en manos del usuario final tras un largo trasiego entre empresas inmobiliarias o afines. El precio se asigna pues a través de sucesivas compraventas que aparecen en los balances de empresas y que transparecen en el vaivén de inmobilizaciones y existencias de la encuesta de servicios inmobiliarios del INE.

Pero esto no es todo. Según los adeptos a dicha teoría, el aumento del precio del suelo explicaría por sí solo todo el aumento del precio de la vivienda. Sin embargo, Richard Muth observó, a mediados de los 60, que el precio de un suelo sube cuando incorpora *expectativas de localización* (más construcción, más confort, mayor seguridad, mejor transporte, etc.). Luego, ¿qué impide al promotor del edificio incorporar *expectativas de uso* en su precio de venta, dado que el valor de la propiedad crece con ambos factores a la vez? Muth sugirió entonces una función de producción con una complicada *elasticidad variable de sustitución (VES)* entre ambos factores, que ha dado lugar a una literatura algo abstracta<sup>8</sup> pero que resurge hoy con trabajos más concretos.

---

<sup>7</sup> En el gráfico 1 la renta de los hogares por provincia se deflacta con el índice de volumen de la propia Contabilidad Regional. Los resultados parecen demasiado elevados debido a que el deflactor utilizado para los “excedentes de explotación” de la actividad inmobiliaria no es objetivo sino que es un índice compuesto de otros deflactores, lo cual introduce un sesgo al alza en el PIB y por consiguiente en la renta.

En sentido contrario, exista un posible sesgo a la baja debido a la previsión del nº de hogares posterior a 2001, último recuento objetivo. Finalmente, la deducción de la cuota hipotecaria es esencial en el cálculo de la renta disponible antes de impuestos y pago de deudas no hipotecarias. Ver modelo *DEBT*.

<sup>8</sup> McDonald, J.F. (1981). Capital-Land Substitution in Urban Housing: A Survey of Empirical Estimates. *Journal of Urban Economics*, 9, 190-211.

Lo que dice Muth es cierto y, además, se observa al nivel macroeconómico. La tabla siguiente, extraída de las Cuentas Nacionales de Producción hasta 2004 y de Valor Añadido hasta 2006 muestra los *excedentes de explotación* (beneficios antes de impuestos) de la actividad inmobiliaria, acumulados desde 1997. Sin embargo, intuyo que de estos excedentes, tan solo un 40% se explica por sobreprecios de promoción inmobiliaria. El resto proviene sin duda de otras transacciones de la actividad inmobiliaria que sugieren la existencia de un considerable mercado intermedio de activos y de servicios en manos de empresas que bloquean cualquier conato de bajada de precios en el mercado final.

ACTIVIDAD INMOBILIARIA. VALOR AÑADIDO 1997-06			
Estimación en millones de euros acumulados			
Año	Valor añadido	Salarios e impuestos	Excedentes de explotación
1997	38.502	3.783	34.719
1998	79.020	8.559	70.461
1999	121.997	13.706	108.291
2000	168.625	19.824	148.801
2001	218.849	26.556	192.293
2002	274.073	33.890	240.183
2003	334.290	42.078	292.212
2004	400.476	51.009	349.467
2005	472.705	60.755	411.949
2006	551.857	71.436	480.421

Fuente: INE. Cuentas Nacionales

## ENDEUDAMIENTO HIPOTECARIO

Quedaría por ver por qué los usuarios aceptan de comprar a precios tan elevados. Pues porque lo que más parece importarles es la primera cuota. Sabiéndolo, bancos y cajas han encontrado el medio de dar salida a una mercancía financiada con dinero traído de Frankfurt: bajar tipos y alargar plazos, intentando recuperar pérdidas vía comisiones o ampliación de servicios (seguros, etc.) sin ampliación de plantilla. Obviamente, no es el banco quien se lleva la mejor parte, ni tampoco el usuario, pero no sería la primera vez en España, que tanto el uno como el otro, practicaran la *selección adversa*

¿Cuáles son los efectos concretos del crédito hipotecario sobre la economía futura? Pues que hay que devolver y mejor saber cuánto y cuándo. Éste es el menester del modelo *DEBT* que estima el peso de la deuda hipotecaria según trimestre de contratación en cada trimestre de amortización hasta extinción de la misma en cada provincia. El principio de cálculo es simple: aplicar a una *cohorte* de contratos, las mismas condiciones crediticias que a un contrato simple<sup>9</sup>. Dichas condiciones son las medias observadas, las cuales pueden variar de ahora en adelante, por lo que el modelo requiere actualizaciones como mínimo anuales.

Las simulaciones realizadas muestran una gran robustez del modelo frente a la variación de condiciones de crédito en el futuro. Tal robustez es consecuencia del ajuste a la principal fuente que es el saldo vivo de crédito hipotecario según el Banco de Espa-

<sup>9</sup> Uno de los artículos pioneros de esta aplicación es Dougherty, A., Van Order, R. (1982) Inflation, Housing Costs, and the Consumer Prices Index, *American Economic Review*, 72, 1, 154-164.

ña. También es debida a la inercia que confiere la masificación del acceso a recursos ajenos por parte de los agentes españoles, dado que, a muy largo plazo, la variable preponderante resulta ser la duración del préstamo más que la fluctuación de los tipos de interés, como suele ocurrir con los préstamos a corto y medio plazo<sup>10</sup>.

La tabla siguiente es un resumen de los resultados nacionales al nivel de cuotas. Se observa en segunda línea, última columna, que las amortizaciones generadas por la actividad crediticia desde 1985 (incluido remanente anterior) ascienden a 1,32 billones de euros, de los cuales 0,27 han sido ya liquidados. Quedan pues 1,05 billones que se corresponden con el saldo vivo del Banco de España en fecha del 31 de diciembre de 2007. Los intereses ascienden a 1,10 billones en total, de los que se han pagado ya 0,33, quedando pues 0,77 billones por pagar. Así, de la deuda total contratada a partir de 1985 y cuyo volumen de cuotas se cifra en 2,42 billones de euros, se han devuelto 0,60 y quedan por liquidar 1,82. A todo esto se irán añadiendo las hipotecas que se contraten a partir del 1º de enero de 2008, cerca de la mitad de las cuales son refinanciaciones.

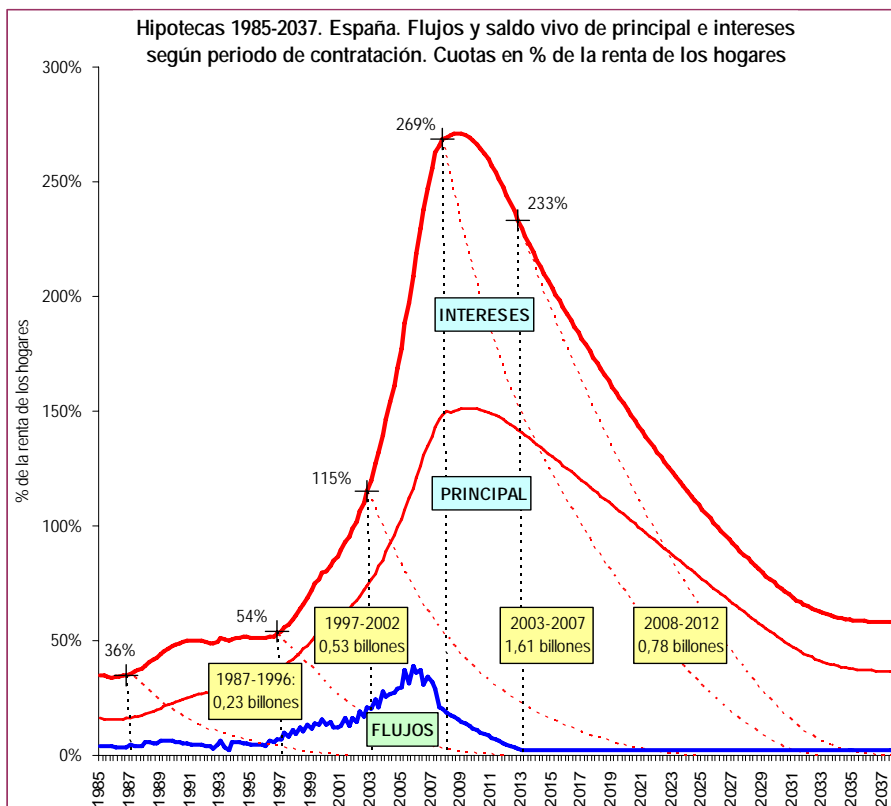
<b>CRÉDITO HIPOTECARIO GESTIONADO. ESPAÑA. ANÁLISIS 1985-2032</b>						
<b>CUOTAS. En millones de euros</b>						
Período de amortización	Período de contratación					Total
	Ant. 1987	1987-92	1993-96	1997-02	2003-07	
Nº contratos			2.919.744	6.216.794	8.429.082	
Total cuotas	59.009	130.055	100.298	531.185	1.608.387	2.428.934
- amortización	26.652	61.073	60.983	322.979	851.920	1.323.607
- intereses	32.357	68.982	39.314	208.206	756.467	1.105.326
- hasta 2007	59.009	130.055	82.049	188.402	153.563	613.077
- desde 2008			18.248	342.783	1.454.825	1.815.856
1985-86	9.181					9.181
1987-92	26.556	29.595				56.151
1993-96	13.057	30.891	12.997			56.945
1997-02	10.215	46.704	32.461	61.728		151.108
2003-07		22.866	36.591	126.674	153.563	339.693
2003		8.327	6.611	24.630	5.100	44.668
2004		6.682	6.863	24.368	14.815	52.729
2005		4.607	7.369	25.977	29.163	67.116
2006		2.527	7.607	25.214	43.581	78.930
2007		722	8.140	26.485	60.903	96.250
2008-12			18.248	154.569	400.518	573.335
2013-17				119.350	340.619	459.969
2018-22				62.467	310.971	373.438
2023-27				6.397	273.432	279.829
2028-32					129.285	129.285

Fuente: Modelo DEBT. Datos: BdE, INE

Llama la atención la magnitud de los efectos deudores del último auge (2003-2007), cuyos 8,4 millones de contratantes deberán encontrar 1,6 billones de € para llegar a ser propietarios de sus bienes, de los cuales sólo se ha liquidado una décima parte du-

<sup>10</sup> El modelo *DEBT* proporciona el importe de cuotas de un trimestre “*t*” con desglose de principal e intereses, relativas a la *cohorte* o conjunto de contratos celebrados durante determinado trimestre “*y*” en cualquier provincia. También proporciona el saldo vivo correspondiente. Los resultados cubren cada trimestre de calendario desde la contratación hasta su extinción en función de tipos de interés futuros y de duraciones de amortización convencionales. Dichos resultados se ajustan al saldo vivo del Banco de España hasta la fecha de actualización, en este caso el 31 de diciembre de 2007. En lo referente a las condiciones, se utiliza el tipo variable, así como una duración de 15 años hasta 1996 y de 25 a partir de 2005, con variación lineal entre ambas fechas. Por supuesto, estas condiciones pueden variar. Por ejemplo, pueden formarse “colas pesadas” (*fat tiles*) que suelen desembocar en situaciones de verdadera esclavitud (*debt slavery*) y de las que hablaremos en otra ocasión.

rante en fecha de hoy. El gráfico siguiente expresa finalmente la *burbuja* deudora según el período de contratación en función de la renta de los hogares a lo largo del tiempo.



En dicho gráfico se aprecia la evolución de las cohortes, incluyendo una proyección de la bajada del auge prevista para 2012, aunque al ritmo al que van las cosas, es posible que se toque fondo bastante antes. Al respecto, en la parte inferior del auge, figura en azul el importe de flujo contratado, igualmente en porcentaje de la renta. La acumulación de dicho flujo forma la curva de *principal* (línea roja delgada) una vez deducidas las correspondientes amortizaciones, obviamente. En cuanto al flujo inicial de intereses, no existe como tal, ya que es precisamente el *principal* -o capital remanente- el que los genera. Sin embargo, también pueden acumularse, como en la *hoja de ruta* que cualquier banco remite a sus clientes y añadirse a los intereses, formando las cuotas representadas por la línea roja gruesa, siempre en porcentaje de la renta.

En cuanto a las líneas rojas de puntos, separan las *cohortes* de contratos según el período de celebración a lo largo del período de amortización y en la hipótesis de cumplimiento exhaustivo de plazos. Por supuesto, la posición de dichas líneas varía cuando se refinancian hipotecas. Entonces parte de la cohorte se cancela y el nuevo contrato pasa a formar parte de una cohorte más reciente. Lamentablemente, no se dispone de información suficiente al respecto, por lo que el modelo conserva las cohortes iniciales aunque siempre ajustando las amortizaciones al conjunto del saldo vivo.

## EPÍLOGO

El lector se habrá percatado de que esta tribuna no presenta conjeturas ni opiniones sino hechos consumados y predecibles recogidos por estadísticas oficiales consoli-

dadas (salvo reservas de la nota 7). Incluso las previsiones del modelo *DEBT*, reflejan escrituras bancarias existentes, cuyo ajuste puede variar en su estructura temporal pero no en su volumen. O sea que, en buen castellano, *todo esto va a misa*. Por consiguiente, no cabe ser ni optimista ni pesimista a propósito de la magnitud de los problemas planteados, puesto que sobre todos ellos disponemos de buena información.

Tras tomar conocimiento de tal masa de información, surge la pregunta ¿qué hacer ahora? Algo se nos ocurrirá, desde luego, pero no creo que a ningún nivel estemos preparados para ello. Sin embargo y probablemente inquieto por las críticas que le vienen de Europa, el Rey nos ha recordado recientemente por donde empezar: ***“los ciudadanos de este país también tenemos derecho a una información rigurosa y crítica”***. Sin ella no podremos avanzar. Pero claro, el tipo de información evocado por Su Majestad, no cae del cielo ni siquiera para la clase política, razón por la que ésta tiende a controlarla. Ello significa que debe haber productores, fuentes, transmisores, receptores, etc. y que todo eso debiera funcionar en el sentido del interés general, como en una especie de mercado sin ánimo de lucro. Difícil problema con el que Ronald Coase ganó su Premio Nobel en 1991<sup>11</sup>. Mientras intentamos resolverlo, habría que respetar a los legítimos productores de información de interés general y reconocerles el lugar que les corresponde en la búsqueda de soluciones, al abrigo de cualquier interés partidario.

---

<sup>11</sup> Coase, R.H. (1974). The Market for Goods and the Market for Ideas. *The American Economic Review*, 64, 2, 384-392.