

Los orígenes inmobiliarios de la crisis económica actual

José García Montalvo
(Universitat Pompeu Fabra)

A estas alturas ya nadie duda de la importancia que el sector inmobiliario ha tenido en la detonación y la propagación de la crisis económica actual. El origen de los problemas actuales hay que buscarlo en la formación de una burbuja inmobiliaria en muchos países y, en particular, en España. Las condiciones de partida de dicha burbuja se produjeron a partir de la significativa caída de los tipos de interés que tuvo lugar a finales de los años 90, y la simultánea relajación de las condiciones para la concesión de créditos. No obstante la burbuja creció y se propagó con rapidez por el contagio de las expectativas alcistas de los precios generado por el incremento inicial causado por las condiciones del mercado hipotecario que se han comentado anteriormente. La apuesta básica de todos los participantes en los mercados financieros e inmobiliarios ha sido la misma: el precio de la vivienda no podía caer en términos nominales. Dado que todos los agentes estaban realizando la misma el riesgo sistémico (no diversificable) de la economía aumento drásticamente.

Pero para entender los fundamentos de los problemas en el sector inmobiliario hay que explicar los motivos de la gran intensidad de la crisis actual en el sector inmobiliario. El elemento clave es la interacción del supuesto de precios de la vivienda crecientes con los incentivos perversos en todos los participantes del mercado (¡incluidos los reguladores!). Repasemos los incentivos de los agentes (compradores de viviendas, bancos, empresas de rating, emisores de bonos e inversores) en un contexto de expectativas crecientes del precio de la vivienda.

Las familias compraron viviendas por un valor superior al que sus sueldos podían permitir suponiendo que si el precio seguía subiendo tenían constantes ganancias de capital. En Estados Unidos la posibilidad de obtener créditos sobre el incremento del valor de la vivienda hacía esta opción todavía más atractiva. Además, dadas las condiciones habituales de los créditos hipotecarios en EE.UU., en el caso improbable que los precios no crecieran tanto como se pensaba, o incluso cayeran, se podía devolver las llaves y zanjar la deuda. De esta manera la compra de una vivienda se transformaba efectivamente en un alquiler con opción de compra, que se ejercita solo si los precios de la vivienda seguían subiendo.

En España los incentivos de los compradores ante una potencial pérdida de valor de la vivienda no funcionan igual pues las hipotecas españolas son préstamos personales con garantía hipotecaria. Esto implica que la deuda no se resuelve simplemente devolviendo el inmueble. No obstante la probabilidad que asignaba el comprador español a una caída de los precios era mucho más baja que la contemplada por los compradores de EE.UU. y las expectativas de revalorización futura también eran muy superiores. García-Montalvo (2006) analiza una encuesta sobre expectativas de los compradores de vivienda muy similar a la realizada por Case y Shiller (2003) para Estados Unidos. La situación cíclica del sector inmobiliario cuando se realizaron ambas encuestas era similar. El Cuadro 1 muestra que, pese a que la inmensa mayoría de los compradores encuestados habían adquirido la vivienda para residencia habitual, el componente inversión fue un factor bastante, o muy importante, en la decisión de compra de aproximadamente el 50% de los propietarios. Pero si comprobamos las expectativas de revalorización futura, observamos que en el caso de las dos ciudades españolas analizadas son muy superiores a las observadas en las ciudades de EE.UU., confirmando que la posibilidad de que los precios pudieran caer era percibida como más remota.

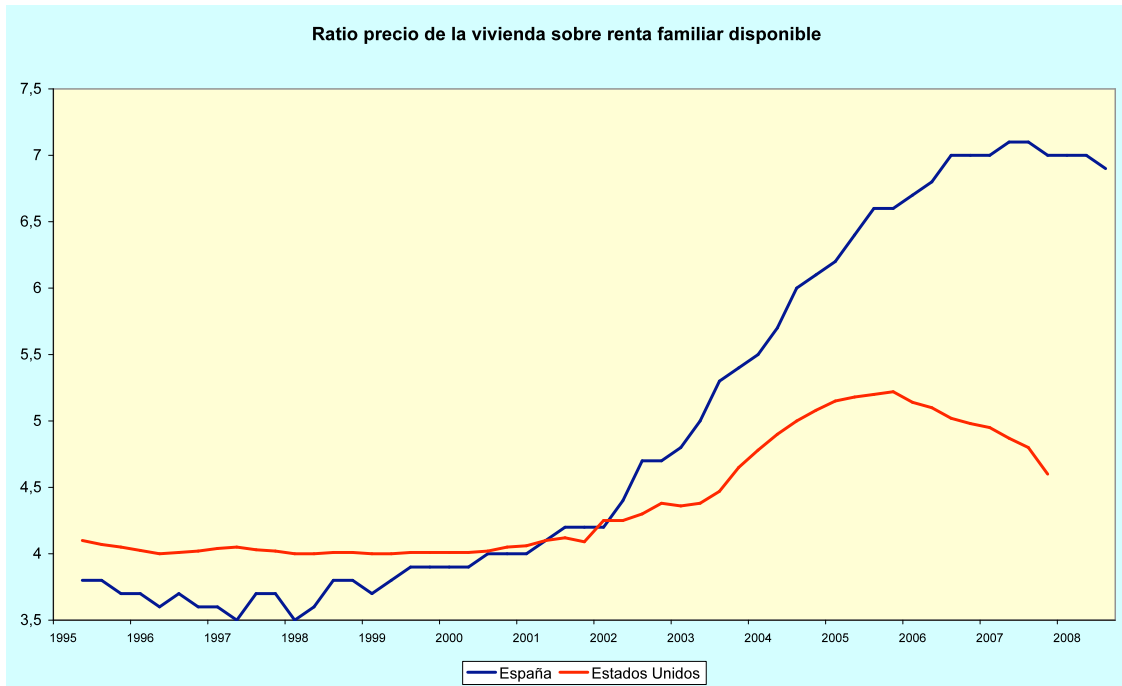
Cuadro 1. Expectativas de revalorización del precio de la vivienda

	<i>Case-Shiller (2003)</i>		<i>.Montalvo (2005)</i>	
Ciudad	San Francisco	Boston	Barcelona	Madrid
Tamaño muestral	698		1509	
Compra para residencia habitual	93,3%	97,1%	96,4%	94,0%
Componente fundamental inversión	52%	48%	48%	50%
Aumento esperado del precio de su vivienda:				
En un año	5.8%	7.2%	16.6%	15.1%
Media de 10 años	15.7%	14.6%	26.5%	25.6%

Ahora bien, la pregunta clave es: ¿Por qué prestaron los bancos a clientes poco solventes? La respuesta es que sus incentivos también eran perversos. Los ejecutivos tenían interés en generar muchos beneficios para cobrar un elevado bonus. Además si los clientes no podían pagar las cuotas, el banco se

quedaría con casas que, pensaban, habrían aumentado de valor. Si se equivocaban no pasaba nada: tenían sus enormes indemnizaciones por despido y contratos que blindaban sus bonus anteriores. Los vendedores de hipotecas en EE.UU. cobraban jugosos incentivos por cliente hipotecario conseguido (con independencia de su calidad). Peor aún: la comisión que conseguían dependía del diferencial de tipo de interés que el banco podía cargar a ese cliente frente al tipo que le cargaría otro banco por un crédito similar. De esta forma sus comisiones aumentaban pero, a la vez, se incrementaba la probabilidad de que llegara un momento en que las familias no pudieran pagar. En España, se conjetura que los directores de las sucursales bancarias tenían objetivos basados en el volumen de crédito hipotecario que generaran. Por tanto, si ello fuera cierto, la consigna parecía ser clara: generar el mayor volumen posible aunque fuera necesario relajar constantemente las condiciones de concesión.

Luego, los bancos titulizaron paquetes de créditos de alto riesgo y consiguieron la máxima calificación de las agencias de rating. ¿Cómo engañaron los bancos a las agencias de calificación? No hizo falta. De nuevo existían incentivos perversos. El banco solo paga por los trabajos de calificación de los bonos emitidos a partir de las hipotecas si la agencia le da el rating que desea. De otra forma se va a la caza de un mejor rating (“rating shopping”). Para no perder clientes las agencias de rating daban la mejor calificación a los títulos con independencia del riesgo de las hipotecas, a sabiendas de que si una no lo hacía habían otras dispuestas a hacerlo. En el caso español se dice que bancos y cajas, al no poder sacar de balance las titulizaciones, fueron más cautos en la concesión de hipotecas pues seguían manteniendo la mayoría del riesgo hipotecario. La evolución del ratio del precio medio de la vivienda sobre la renta familiar disponible desmiente esta hipótesis. Históricamente esta ratio en España se situaba en torno a 3,5-4. En EE.UU., el valor fue 4 hasta el año 2000 para subir hasta 5,2 en el pico de la burbuja. En España la ratio alcanzó el valor 7,1 en el año 2007. Sian y Sufi (2008) han mostrado de forma convincente que el aumento del precio de la vivienda en EE.UU. fue causado por la disponibilidad de crédito y la relajación de las condiciones de concesión de las hipotecas. Si este resultado se extrapola a España parece claro que la concesión de hipotecas en España no fue tan conservadora como el sector plantea.



En el caso español también ha sido relevante la cuestión de las tasaciones. Parece ser que más del 50% de las tasaciones las realizan empresas de tasación controladas por bancos y cajas de ahorros. Esta situación genera claros incentivos perversos: el precio de tasación se fijaba la mayoría de las veces a partir de las necesidades de financiación de los demandantes del crédito hipotecario para aumentar la probabilidad de la concesión del crédito. Esta mecánica generaba al menos dos consecuencias perversas: por una parte la ratio valor del préstamo sobre precio de la vivienda era baja, dando la apariencia de un crédito conservador, lo que favorecía la consecución de buenos ratings. Por otra parte el aumento de los precios de tasación, una vez agregados por el Ministerio de la Vivienda en el índice oficial, generaba hordas de inversores cuando aparecía en la primera página de los periódicos y la apertura de los telediarios lo que alimentaba la burbuja.

Finalmente los grandes fondos soberanos, hedge funds, etc. tenían una liquidez enorme, fruto de los bajos tipos de interés mantenidos durante mucho tiempo. Todos los inversores buscaban activos en los que invertir dichos fondos y que proporcionaran una rentabilidad superior a la de los títulos del Tesoro. Los activos generados a partir de las hipotecas de alto riesgo parecían ideales: daban una rentabilidad algo superior y, aparentemente, sin un riesgo significativo (dado que tenían la máxima calificación, AAA).

Pero, ¿y el regulador? Desafortunadamente el regulador de EE.UU. sus incentivos eran igualmente perversos. Las administraciones Clinton y Bush

presionaron a Fannie Mae y Freddie Mac (entidades sponsorizadas por el gobierno federal) para que expandieran sus créditos a familias de renta baja, incluso si eso suponía reducir la proporción de la entrada, dar créditos jumbo o entrar en el mercado subprime. Así los políticos aumentaban la probabilidad de ser elegidos postulándose como los campeones del aumento de la proporción de propietarios de vivienda en sus distritos o estados. Por desgracia los incentivos regulatorios perversos reforzaban los propios de los gestores de las dos entidades (más hipotecas, más beneficios, mayor bonus). Y así se llegó a la debacle de Freddie y Fannie, que ha sido uno de los hitos más importantes del colapso financiero actual.

Por el contrario, muchos organismos internacionales han loado la actuación del Banco de España en la regulación del sistema financiero español. En particular se alaba el establecimiento de las provisiones anticíclicas y la estricta regulación sobre operaciones fuera de balance. Pero que las entidades españolas no hayan sufrido hasta el momento los graves problemas que ha sufrido bancos de otros muchos países no garantiza que no los sufrirán en el futuro. Muchos indicadores sobre el sector inmobiliario y crediticio español muestran señales alarmantes. El crédito concentrado en el sector inmobiliario (hipotecas a las familias, créditos a empresas constructoras y crédito a actividades inmobiliarias) llegó a alcanzar el 60% del crédito de la economía. Solo el crédito a actividades inmobiliarias se sitúa en un 30% del PIB. Estos indicadores junto a los relativos a la relación entre precios y renta ya comentados anteriormente, muestran como, a pesar de la regulación del Banco de España, el proceso de absorción de recursos crediticios por parte del sector inmobiliario alcanzó niveles poco razonable. Es cierto que el Banco de España hizo todo tipo de llamadas a la contención del crédito, desoídas por las entidades financieras, pero creo que los datos muestran que no fue suficientemente contundente en su actuación (quizás confiando en exceso en el colchón de las provisiones contracíclicas). El Banco de España siempre se negó a hablar de “burbuja inmobiliaria” utilizando el eufemismo “sobrevaloración” e interpretando la misma como una situación transitoria que se resolvería simplemente con varios años de aumento del precio de la vivienda por debajo de la inflación. Esta posición no fue lo suficientemente contundente.

¿Qué habría sido necesario para evitar la situación actual? Simplemente que los incentivos de los participantes en los mercados fueran los correctos y estuvieran alineados con el interés general. Por ejemplo, si las calificaciones de las agencias de rating las pagaran los inversores (como ocurría antiguamente),

en lugar de los emisores de los bonos, los incentivos estarían alineados y el bucle de incentivos perversos se rompería. En el caso español, por analogía, si las mayores sociedades de tasación, en lugar de pertenecer a los bancos y cajas, fueran independientes, muchos problemas presentes y futuros de morosidad posiblemente no existirían. Por tanto, la primera propuesta para intentar evitar dichos problemas en el futuro es desvincular dichas sociedades de los bancos. En el pasado he abogado por la creación de cortafuegos entre entidades financieras y sus sociedades de tasación, al estilo de los establecidos en los bancos de inversión entre las actividades de consultoría y las de gestión de fondos y activos. Vista la experiencia de los bancos de inversión norteamericanos creo que estos cortafuegos difícilmente funcionan. Es precisa una opción más drástica.

En segundo lugar hay que anclar las hipotecas a un precio fácilmente comprobable y que genere un coste a la sobrevaloración interesada. Una posibilidad es que los préstamos se concedan en función del valor registral que tendrá la vivienda. De esta manera si se desea conceder una hipoteca por un valor superior la operación tendrá un coste en términos del pago por el incremento del valor patrimonial. En estos momentos, dado el elevado nivel de fraude fiscal en el sector inmobiliario, los valores de tasación pueden alejarse de los valores registrales sin que suponga ningún coste para los participantes en la compraventa.

En tercer lugar, y recogiendo una propuesta de Vicente Salas, se debe evitar el uso de incentivos de alto poder cuando hay un conflicto entre gestores y acreedores. Esto, no obstante, no significa que se deba poner un límite a las compensaciones a los ejecutivos de las entidades financieras. Simplemente hay que reducir la intensidad de los incentivos en estos casos.

En cuarto lugar hay que acabar con las desgravaciones a la vivienda que han generado un nivel excesivo de propietarios y han perjudicado gravemente la existencia de un mercado de alquiler de dimensiones razonables. Las caídas de precios que se están produciendo en la actualidad, y la bajada de los tipos de interés, relajan las restricciones políticas a tomar una decisión que hace mucho tiempo se debía haber adoptado.

Finalmente, y teniendo en cuenta que solo el stock de viviendas nuevas sin vender alcanza los 1,3 millones de unidades, parece poco razonable seguir adelante con la idea de construir 150.000 viviendas de protección oficial cada año en los próximos 10 años como pretende el gobierno. Muy al contrario, es

necesario comenzar a cambiar la estructura productiva de la economía española. Es necesario pensar fórmulas para dar salida a este stock de viviendas que no impliquen que el sector público pague precios especiales por las viviendas libres que no se puedan vender. Si el gobierno no cesara en su empeño de seguir enladrillando España al menos se debería asegurar que las nuevas viviendas de protección oficial son todas de alquiler y no de propiedad (aunque el nuevo plan de vivienda solo reserve al alquiler el 40%). Si se hubiera adoptado esta política desde el año 1980 en la actualidad existiría un stock de viviendas sociales en alquiler superior a los 2 millones.

En resumen, es muy fácil repetir el mantra de que hace falta mucha más regulación para evitar que en el futuro se repitan los mismos problemas de la crisis financiero-inmobiliaria actual. Es mucho más difícil conseguir un nivel de regulación razonable que no pretenda sustituir al mercado en todas las cosas que hace bien y proponer medidas concretas para salir del atolladero actual. Lo que hace falta son mecanismos que impidan que los incentivos perversos de corto plazo de los agentes, incluyendo los políticos, se multipliquen en la dirección contraria al interés general. Y gobiernos que sean capaces de actuar con contundencia cuando se enfrenta a burbujas activos como la vivienda, un derecho reconocido constitucionalmente.