

Eusko Jaurlaritza. Gobierno Vasco

Euskal Hiria 2006

“Los Paisajes de Euskal Hiria”

Bilbao, 20-21 Nov. 2006

FUNCIÓN NEOCLÁSICA GENERALIZADA PARA
MERCADOS DE PRODUCCIÓN EN DESEQUILIBRIO
CONTRIBUCIÓN AL CONOCIMIENTO DE LAS BURBUJAS INMOBILIARIAS

COMENTARIOS AL GRÁFICO 14

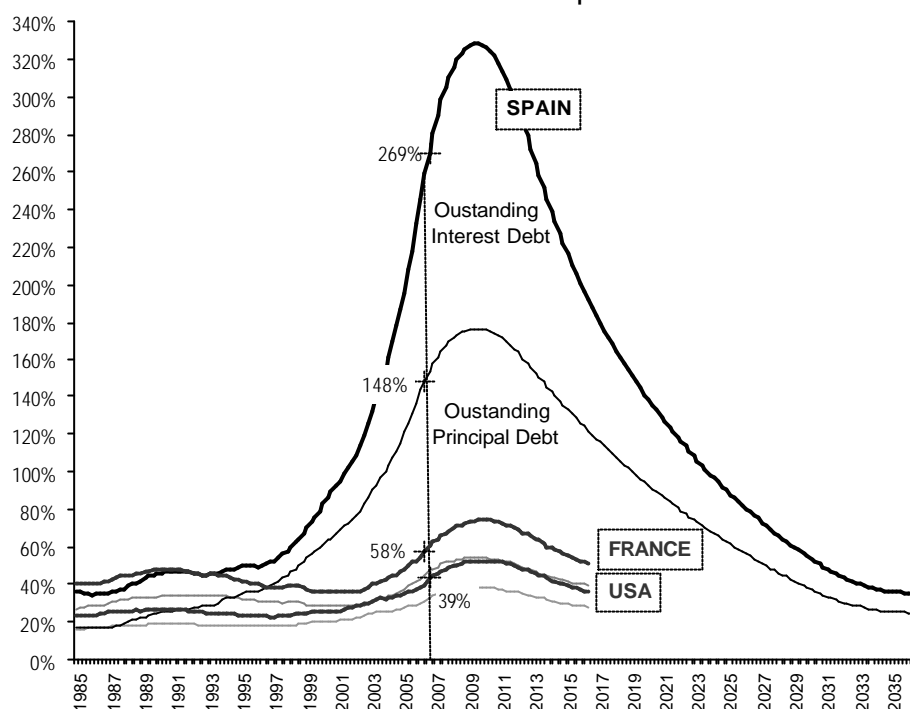
Ricardo Vergés Escuín

Catedrático de Economía Inmobiliaria

redverges@arquinex.es

www.ricardoverges.com

Graph. 14. Mortgage Outstanding Loans as % of Personal Income. USA. France. Spain. 1985-2036

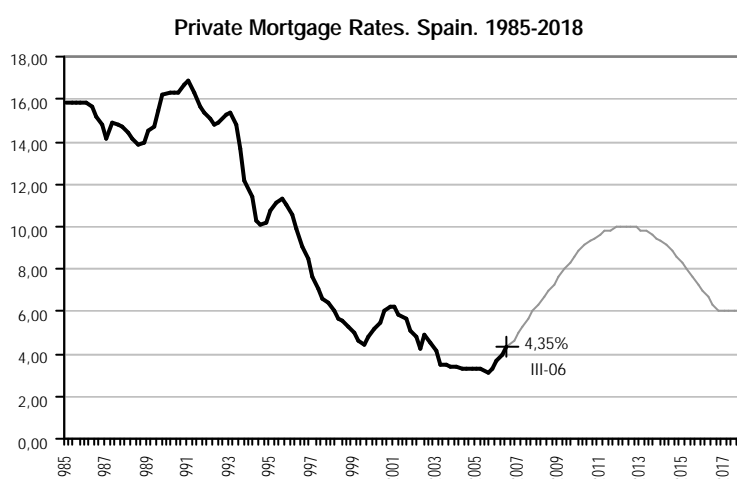


Este gráfico expresa lo que los hogares deben a las entidades financieras en concepto de préstamo con garantía hipotecaria para adquisición de bienes inmobiliarios (las sumas incluyen aquellos préstamos todavía en manos del promotor -si lo hay- aún por subrogar al propietario). La deuda pendiente (*saldo vivo* en castellano, *encours* en francés, *outstanding loans* en inglés y *principal* en todas partes), representa lo que, según los bancos centrales, haría falta en cada instante para saldar cuentas completamente. Para comparar entre países, se considera la ratio entre saldo vivo y el PIB o, mejor aún, entre saldo vivo y renta disponible de los hogares ya que de ella sale el débito. Así, según la encuesta exhaustiva del Banco de España, el saldo vivo de crédito inmobiliario estaba en 867.635 millones de euros a finales de Septiembre del 2006. Y como que la renta de los hogares según el INE ha debido rondar los 587.000 millones, resulta que la ratio **deuda/renta ha** alcanzado ya el **148%**.

El usuario alquila el dinero con el que comprar el bien, siendo los intereses el precio de dicho alquiler y mientras no haya devuelto el préstamo, el activo no es totalmente suyo. Por tanto, **es un error pretender que somos un país de propietarios**. En todo caso, al saldo vivo de deuda conviene añadir la acumulación de intereses pagaderos hasta la completa amortización del préstamo. Para medirlos, he construido un modelo clásico que ajusta y proyecta intereses, amortizaciones y saldos vivos (o *principal*) antes y después del trim. III-2006. Está construido con *cadena de Markov* que gestionan conjuntos de préstamos a los que aplicar factores trimestrales medios. Por otro lado, como que

en financia no suele actualizarse la inflación, lo que debe devolverse son billetes, no valores. En cambio, lo que sí se actualiza es el tipo variable sin modificación de plazo y en euros corrientes. El modelo estima así el volumen de *intereses pendientes* el cual, adicionado al volumen de *principal*, expresa en cada momento el volumen de *cuotas pendientes*, el cual en fecha del III-2006 alcanza los **1.602.500** millones de euros, o sea un **259%** de la renta nacional disponible de los hogares españoles del momento.

Por supuesto, todos los datos utilizados provienen de los bancos centrales (deuda), de los institutos de estadística (renta) o de las instituciones bancarias (tipos y plazos hipotecarios). Además, en el caso de España, se considera la estadística registral (INE) que permite realizar el indispensable ajuste entre *flujos* y *stocks* financieros¹. En lo relativo a plazos futuros, se han considerado los actuales (alrededor de 20 años en promedio). En cuanto a tipos de interés, continuarán su ciclo alcista hasta estabilizarse en el clásico 6% fijo americano (2% para la inflación, 2% para el banco y 2% para el que ha prestado el dinero al banco) tras tocar techo alrededor de 2012.



Estas previsiones de plazos y tipos parecen razonables: es todo lo que se puede decir de ambos, ya que nadie dispone de modelo lógico capaz de predecirlos. Sin embargo y a pesar de su enorme incidencia sobre la futura capacidad de devolución de los usuarios, estos factores presentan menor relevancia sobre el endeudamiento que el propio ritmo de **formación** y **resorción** de la burbuja. Esto es lo más importante, de modo que lo urgente es **enfriar** la construcción y **reducir** precios, la primera por **invasiva** (*market-up*) y los segundos por **fraudulentos** (*hold-up*). Ninguna lógica de mercado ni de la

¹ La estadística registral añade desde 2006 el número de cancelaciones y cambios (aunque aún no el importe), lo cual permite estimar el flujo de hipotecas netas. Las cifras obtenidas se aproximan bastante a la información bancaria relativa a variación de saldos vivos. Ello es muy satisfactorio, ya que así se consigue disponer de un instrumento aproximativo de lo que en estadística se denomina *doble registro*.

construcción ni de lo inmobiliario explica el hecho de que cuando en USA han tocado techo con **8** viviendas por 1.000 hab. a **3,5** rentas medias del hogar (4,4 en Francia), en España se continúen construyendo **18,5** viviendas a **5,3** rentas (a precios de Cuentas Nacionales porque con precios y superficies de tasaciones de menos de 2 años, se alcanzan precios equivalentes a 6,5 rentas o más)².

La idea subyacente a cualquier previsión es que la resorción de la burbuja se materialice dentro de un cierto plazo. Deberíamos estimarnos satisfechos si se tocara techo ahora mismo, como ya ha ocurrido en los demás países estudiados, y que acto seguido, empezara la bajada hasta llegar a un punto de equilibrio parecido al que teníamos en 1996, último año antes del auge, cuando se fijaron las paridades monetarias con el euro. Concretamente, he considerado una reducción progresiva de obras y precios hasta 2012, de forma que el incremento trimestral de saldo vivo respecto a la renta de los hogares vuelva a ser igual al de 1996. Suponiendo entonces un incremento razonable de la propia renta, se completa el conjunto de hipótesis para la proyección representada en el cuadro 14. Añadir que esta proyección es muy conservadora ya que supone que en adelante, los usuarios devolverán sus préstamos puntualmente sin aumento de morosidad.

Examinemos ahora la carga financiera derivada de la burbuja, suponiendo una resorción de la burbuja en un plazo de 6 años y el cumplimiento de las condiciones financieras antes mencionadas. El coste financiero total de la burbuja -es decir el dinero que unos 10 millones de familias con contratos hipotecarios firmados entre 1997 y 2012 inclusive deberán devolver, intereses incluidos- asciende a **3,25** billones de euros de los cuales las entidades apenas han recuperado tan solo un cuarto de billón. Como puede observarse, esta cifra dobla prácticamente la del compromiso alcanzado en fecha de hoy (**1,6** billones) debido a que de momento sólo hemos financiado la subida de la burbuja y que ahora, no nos queda más remedio que financiar la bajada.

RVE

NOTA. Para más información sobre el equilibrio económico y financiero, consultar el artículo: <http://www.ricardoverges.com/pdf/EuskalHiria.pdf.pdf>

² Estudios en curso investigan el contenido del concepto “Excedentes de explotación”. En Contabilidad Nacional en base 2000, estos excedentes alcanzan proporciones alarmantes en ramas como los “servicios inmobiliarios” que incluyen la promoción urbanística y edificatoria. Lo más seguro es que la asignación de precios sea fraudulenta porque incluye expectativas sin asunción de riesgo por parte del vendedor, es decir que los sobrepuestos están desprovistos de contrapartida en bienes y servicios y que, por tanto, tarde o temprano deberán desaparecer. Pero entonces aparecerá el fantasma del Principio de Merton: “cuando un deudor se percata de que el valor de mercado de su activo es inferior a su deuda, prefiere devolver el activo en lugar de la deuda”. Y como se trata de euros ¿cómo reaccionará el Banco Central Europeo?