

# EL MERCADO RESIDENCIAL ESPAÑOL 1987-2006. EXPECTATIVAS DE VIVIENDA Y SUELO

*Revista de Economía y Finanzas de Castilla y León, 5, 2002*

Ricard Vergés Escuín \*

## RESUMEN

*El boom residencial español, el mayor de la historia europea, no responde a ningún crecimiento particular de la demanda real, puesto que España dispone, de lejos, del mayor parque de viviendas por hogar. La sobre-demanda proviene de la abundancia de crédito que no encuentra competidor en la bolsa y que estimula la sobre-producción de vivienda. Los precios de lo nuevo vienen lastrados por los precios del nuevo suelo y contaminan a los de la vivienda existente por vías analizables desde la economía de la información. La elevación de precios de la vivienda urbana provoca el sprawl, vaciando los centros y exigiendo infraestructuras en las periferias. La externalización de los equipamientos por los agentes crea tensiones entre las Comunidades y el gobierno central, preocupado por el equilibrio presupuestario. Finalmente, el endeudamiento privado ha conocido una expansión con respecto al PIB, del orden de 50% desde 1997. La parte del hipotecario en el saldo vivo alcanza ya el 50% del cual un 80% es residencial.*

Palabras clave: **residencial, hipotecas, ciclos, precios, endeudamiento, PIB**

\* Catedrático de economía inmobiliaria  
Coordinador de Estadística. Consejo Superior de Colegios de Arquitectos de España  
Director de Red Vergés, S.L.  
[redverges@arquired.es](mailto:redverges@arquired.es)

## 1. INTRODUCCIÓN

Stiglitz ya lo dijo en 1990: cuando hay problemas en un mercado, mejor mirar del lado de la información. Este es el propósito del presente artículo, esperando a que contribuya al debate acerca de una situación cuyos problemas afectan a todos los ámbitos del mercado residencial y de forma particular a los precios de la vivienda. Pero hay otros aspectos no menos preocupantes como el hecho de que exista *sobreproducción* porque hay *sobredemanda* y que haya *sobredemanda* porque existe *sobreproducción*. Esta circularidad es tanto más difícil de resolver si viene alentada por una enorme disponibilidad de crédito barato que contrasta la fuerte subida de precios.

La singularidad del fenómeno de la *sobreproducción* ha sido ya puesta de relieve recientemente (Vergés, 2002) desde una óptica comparada que abarca a los distintos países de la Unión Europea. En efecto, aunque la súbita abundancia financiera sea común a los países mediterráneos (excluida Francia e incluido Portugal), la conversión preponderante del superávit de pasivo bancario en activo hipotecario es un hecho genuinamente español y sin precedentes. El citado artículo describe pues el porqué del *boom* especulativo de construcción residencial en España, distinguiéndolo del otro gran ciclo del último cuarto de siglo en Europa, que es el de la reunificación de Alemania.

Una vez hallada la razón del *boom* de cantidades, deberíamos explicar el porqué del *boom* de precios. Esta vez nos limitaremos al caso español y un poco al francés. Y es que casi todos los países van mal de precios (Taffin, 2002), luego hacer comparaciones podría resultar no sólo complicado sino errático. El presente estudio se centrará en otra circularidad, a saber: los *precios* suben porque las *expectativas* crecen y las *expectativas* crecen porque los *precios* suben. Concretamente, se intentará responder a las preguntas siguientes: ¿Porqué tantas expectativas improbables alientan el acaparamiento y el encarecimiento del suelo edificable? ¿Porqué los precios urbanos se contagian de los precios de nuevo suelo? El artículo concluirá con el examen del endeudamiento privado como factura pendiente de la euforia de sobredemanda y sobreproducción, a lo cual habrá que añadir ahora el *sobreprecio*. Pero antes de abordar el tema de los precios, conviene puntualizar qué entendemos por sobredemanda.

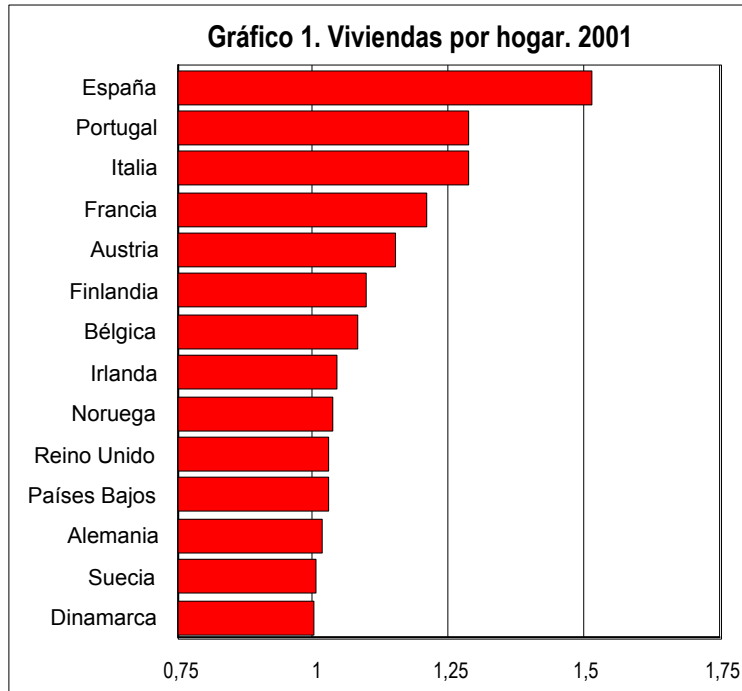
## 2. SOBREPDUCCIÓN Y SOBREDEMANDA

A la hora de buscar respuestas y apaciguar la alarma social ante la subida del precio de la vivienda, no se ha hecho referencia a sobreproducción ni a sobredemanda de viviendas como posible causa de la elevación del precio del nuevo suelo, ni tampoco se ha explicado el contagio del mercado de compraventa urbana por el precio periférico de promoción.

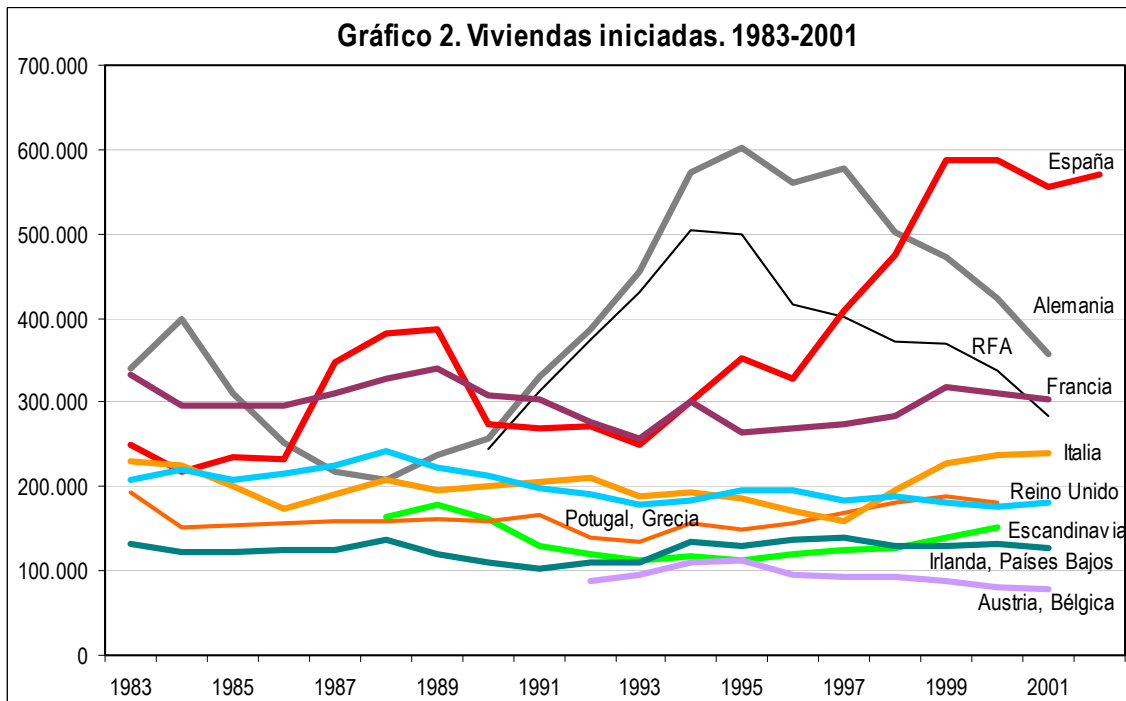
Concretamente, hay que comprobar que el *boom* de cantidades no resulta de un aumento de las necesidades o incluso de un incremento de las preferencias de consumo de vivienda. De hecho, la sociología pone de relieve que desde principios de los 80 han ido apareciendo en todos los países ciertos factores que amplifican la demanda de vivienda de forma más que proporcional con respecto al volumen de población. Estos factores son, entre otros, la prolongación de la permanencia de la tercera edad en sus propias viviendas, la disminución del tamaño del hogar, los saldos migratorios internos no compensados, la oferta turística y de ocio, el aumento de la preferencia por la segunda vivienda e incluso por la desocupación (vivienda vacía fuera de mercado), etc.

Sin embargo, en ningún país se ha observado sobredemanda, tal vez porque no había exceso de dinero con que solventarla. El resultado es que la disponibilidad de parque ha permanecido dentro de límites bastante razonables, salvo en España. Así, según las estimaciones habituales sobre parque y hogares difundidas periódicamente por *Euroconstruct*, el ciclo actual de edificación residencial habrá hecho aumentar todavía más el *gap* entre nuestro país y el resto del mundo. La próxima publicación de los censos europeos confirmará sin duda este extremo.

El gráfico 1 sugiere que, aunque reales, los problemas vinculados con las innegables escaseces locales de parque, no pueden explicar el insólito ciclo español de edificación residencial. En efecto, si fueran determinantes, se hubieran observado también ciclos en otros países que presentan análogos problemas y que disponen de mucho menos parque para resolverlos.



El gráfico 2 muestra que sólo en Alemania se observa un ciclo anterior comparable al nuestro, cuyo origen remonta a la emergencia de las ingentes necesidades derivadas de la reunificación del país.



Además, la historia muestra que los ciclos residenciales posteriores a la posguerra (prácticamente desde finales de los años 70), han acostumbrado a pasar de largo los problemas de demanda pendiente, porque tienen una finalidad más económica que social. Ni siquiera el más acuciante de los problemas de transformación de la demanda ha encontrado respuesta adecuada al nivel de la oferta. Se trata de la prolongación de la permanencia de la tercera edad en sus viviendas, la cual impide la *re-generación* in situ del propio *capital social*, puesto que ni los hijos ni siquiera los nietos pueden acceder a la vivienda de los padres y tienen que fundar hogar lejos de ellos (Garrido, 1993). Esta es, en todo caso, una de las causas de la escasez de demanda detectada, por ejemplo, por Jesús Leal al realizar la gran encuesta de la Comunidad de Madrid

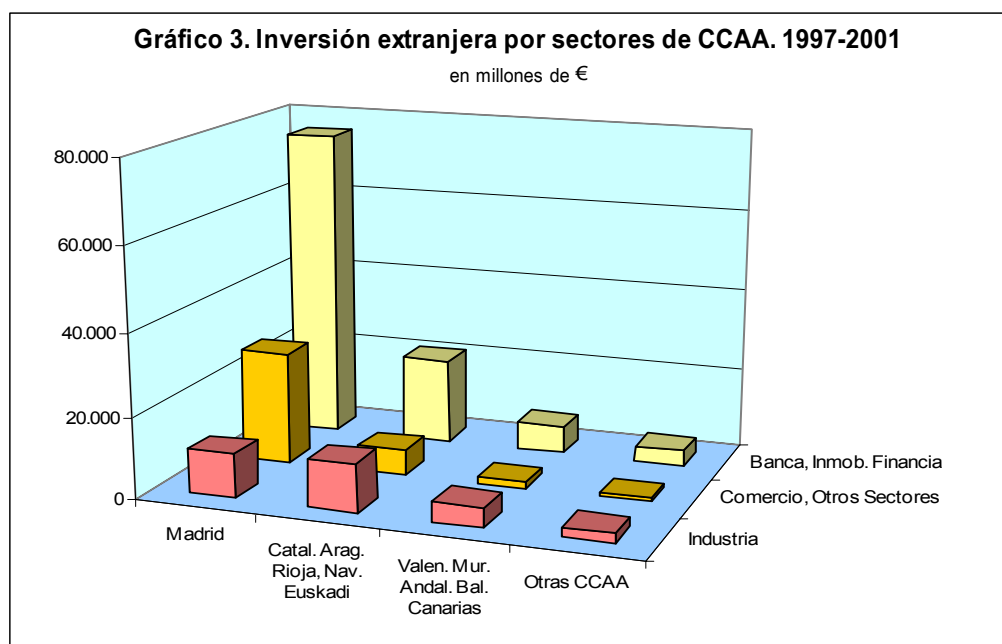
a finales del 96. Sin embargo, desde entonces viene construyéndose y vendiéndose en el área de la capital el doble de lo que correspondería. ¿Cuál es pues la razón de tal sobreproducción y sobredemanda?

### 3. GLOBALIZACIÓN Y CAPILARIDAD

La respuesta a la anterior pregunta se encuentra sin duda en el *superávit* acumulado en el pasivo de las entidades bancarias entre Maastricht y la llegada del euro (y que todavía continúa). Este aumento de pasivo, debido tanto a *globalización* como a *capilaridad*, se ha visto arropado por el ulterior derrumbe de la bolsa y otros descalabros financieros.

Hay que decir que este fenómeno se ha producido también en otros países de la Unión, esencialmente en los mediterráneos (sin Francia pero con Portugal). Pero, como se ha mencionado en la Introducción, nuestra peculiaridad ha sido convertir la mayor parte de este superávit de pasivo en activo hipotecario, aprovechando el actual tirón de las excepcionales condiciones de crédito que en otros lugares de Europa han sido utilizadas para otros menesteres.

De hecho, la decisión de invertir más de la cuenta en inmobiliario no ha sido espontánea, sino que, en lo que a globalización se refiere, es todavía una de las finalidades del tráfico de capitales puesto que permite una recuperación rápida de lo invertido, siempre y cuando se logre colocar el producto a los residentes, como es caso. El gráfico 3 muestra el punto de impacto sectorial y geográfico en sociedades no cotizables de los 173.000 millones de euros brutos (28,7 billones de pesetas) llegados a España entre 1997 y 2001, en su inmensa mayoría procedentes de los países de la UE y de otros países de la OCDE, según la Secretaría General de Comercio Exterior.



En realidad, se desconoce el destino final tanto geográfico como sectorial de la inversión extranjera porque no se hace seguimiento de flujos, ya que una cosa es la declaración a Hacienda en el momento de ingresar las sumas en cuenta, y otra es la cartera efectiva de inmovilizaciones realizadas por las sedes sociales receptoras, en su mayoría ubicadas en la Comunidad de Madrid. No cabe duda, sin embargo, que esta ingente masa de recursos ha contribuido a alimentar el *boom* inmobiliario, no sólo residencial y turístico, sino también terciario urbano, como supermercados, parques temáticos, etc.

Por el resto, también la anunciada llegada del euro seguida de la reintroducción por *capilaridad* (BBVA, 2002) de dinero sustraído a la masa monetaria antes de 1997, ha debido tener una incidencia determinante en el comportamiento inversor, esencialmente residencial, de los hogares. Aunque sea difícil desglosar todos estos flujos, lo que sí se ha estimado es la desviación del activo total de las entidades financieras con respecto a la tendencia anterior del saldo vivo, desviación que equivale a una masa de crédito privado *adicional*, en gran parte hipotecario, estimado en 30 billones de pesetas (equivalente al 30% del PIB de un año), lo cual queda patente en las cuentas del Banco de España expresadas en el gráfico 8 con el que concluimos el artículo.

#### 4. EL PRECIO DE LA VIVIENDA NUEVA

Vista la causa del ciclo, podemos pasar ahora a nuestro objetivo fundamental que es saber cómo ha reaccionado el mercado residencial a través del cual se ha dado salida a tan abundantes recursos. Y ante todo, dado que el actual ciclo se caracteriza por la sobreproducción y que no aparecen todavía demasiados excedentes, cabe plantearse la cuestión de saber qué relación existe entre sobredemanda y precio de la vivienda nueva.

Conviene recordar al respecto que cuando los promotores empezaron a notar mayor demanda a principios de 1997, respondieron con más oferta sin apenas tocar precios. Pero agotadas sus reservas, debieron adquirir más suelo de lo habitual, y *allí les esperaban...* Es por esta razón que el precio de la vivienda subió solamente desde finales del 98, con el ciclo ya bastante avanzado. Claro que más tarde los mismos promotores han cedido a la tendencia natural de mantener idéntico tipo de margen para todos sus factores de producción: suelo, diseño, obra, comercialización, etc., convirtiéndose así en un intermediario más de suelo, lo cual contribuye a explicar el tan impopular crecimiento de sus beneficios. Sin embargo, no son estos la fuente principal del encarecimiento del precio de la vivienda nueva, sino el propio precio pagado por el nuevo suelo por parte de los promotores.

Antes de continuar, conviene resaltar que la intermediación promotora es un obstáculo más al conocimiento del verdadero precio de mercado del suelo, que es un precio de flujos (no de inmovilizaciones) y que sólo se puede observar si se construyen series como las de los notarios de Ile-de-France (Morlet, 2001). Como que en España no tenemos esto, debemos derivar el precio del suelo a partir del de la vivienda nueva por el método residual, con todo el margen de interpretación que ello conlleva.

Admitamos pues la hipótesis de que el suelo es el principal factor de encarecimiento del precio de la vivienda. Podemos plantear entonces la pregunta que más preocupa a todo el mundo, a saber ¿cuándo bajará el precio del nuevo suelo?. La respuesta es la siguiente: mientras exista abundancia de crédito barato, el precio del suelo sólo bajará al final de una larga cadena cuyo primer eslabón es la desincentivación ya sea espontánea ya sea forzosa del crédito hipotecario a fines especulativos y, consecuentemente, la reducción del excedente de demanda. Si esto ocurre, empezarán a formarse excedentes que obligarán a los promotores a frenar la oferta futura, reduciendo la compra de nuevas parcelas y el encargo de proyectos a los profesionales. Sólo entonces los detentores de suelo frenarán la subida de precios, pero no los bajarán hasta que su capacidad de aguante se les agote, lo cual en algunos lugares puede llevar bastante tiempo.

La existencia de esta cadena deriva de la actual estructura del mercado. Y es que el propietario de nuevo suelo no vende al usuario sino al promotor. Es decir, que su problema es vender suelo, no viviendas. Porque si sus ingresos a corto plazo dependieran de la venta del producto final, como el fabricante de carburadores depende de la venta de automóviles a tres meses, otro gallo cantaría. En resumen, hoy por hoy, la oferta promotora no tiene todavía bastantes argumentos para ser más prudente, puesto que la demanda responde a pesar de que el suelo sea cada vez más caro. Por tanto, el precio continuará manteniéndose alto: no hay más que pensar a cuántas de las viviendas visadas en 2002 (tal vez unas 570.000 de las cuales un 95% se terminarán entre 2003 y 2006) acabarán vendiéndose al precio fuerte, dado que el montaje financiero de las operaciones no permite demasiados reajustes sin limar beneficios.

Queda por dilucidar un problema que es saber porqué suben los precios del nuevo suelo cuando hay exceso de demanda, a pesar de que también hay exceso de oferta. La teoría de la franja (*fringe*) lo explica pero no parece que se impartan cursos al respecto en las facultades españolas (un buen artículo en castellano a consultar es San Martín, 2001). Esto hace que la Ley del Suelo, que en el fondo descansa en un planteamiento "Mickey Mousse" de tipo *cuanto más suelo, más barato*, resulta contraproducente, puesto que en España existe superficie edificable acumulada para cubrir las necesidades de veinte o treinta años.

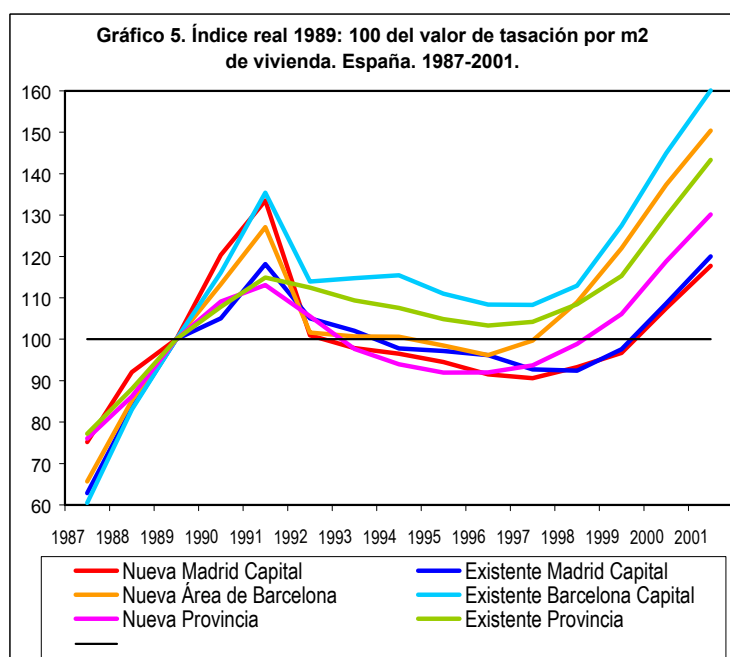
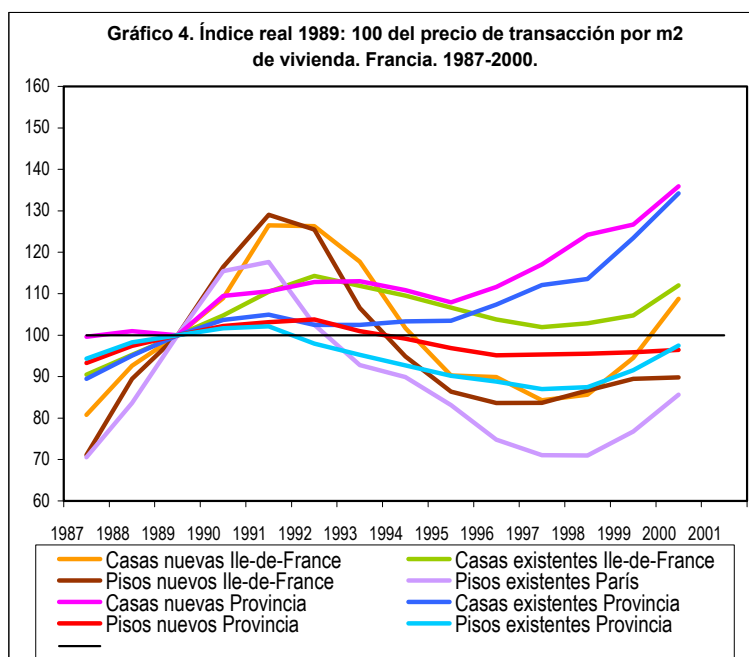
En cambio, no todos los suelos poseen las mismas expectativas, dado que el promotor busca a construir lo más cerca posible de algún centro o de la primera línea de playa y que el urbanista exige minimizar los costes de infraestructura. Es la *insustituibilidad* del suelo la que en época de demanda hace subir linealmente los precios, no su *disponibilidad*, como lo recuerdan también Fujita, Krugman & Venables (1999). Esto explica porqué los promotores encuentran caro y escaso el suelo allí donde lo buscan. Es por la misma razón, además, que las ciudades acaban expandiéndose según patrones *fractales* (como nubes de involución), incluso cuando hay recesión demográfica, en cuyo caso observamos el vaciado de centros (*sprawl*) y otros desastres socioeconómicos como el *racionamiento por los precios* (algo así como un *corralito* privado de suelo) que merecería inmediata intervención pública.

## 5. EL PRECIO DE COMPRAVENTA

Hemos visto que, en fase expansionista, el aumento de precios de la vivienda nueva deriva de la lógica de un mercado lineal de bienes insustituibles. Hay que preguntarse entonces porqué suben también los precios de lo existente cuando éste se encuentra en fase de recesión. En efecto, la gente intenta vender su antigua vivienda en los centros para comprarse una nueva en periferia, aumentando así la desocupación de las viviendas y disminuyendo por tanto su grado de insustituibilidad. En otros términos, dado que en cualquier ciudad existe tensión entre mercado central y mercado periférico y que este último lleva todas las de ganar incluso subiendo precios ¿porqué entonces el mercado central no baja los suyos en lugar de subirlos también?.

Este es un preocupante problema sobre el que existe muchísima literatura tanto francesa como anglosajona, y al que tuvimos que enfrentarnos turno a turno junto con los Directores Generales de Urbanismo P. Ortiz y J.A. Solans al elaborar los modelos demográfico-residenciales del Plan de Estrategia Territorial de la Comunidad de Madrid y del Ámbito Metropolitano de Barcelona en 1998 y 1999 respectivamente. Lo que quedó claro es que debíamos seguir previamente el consejo de Stiglitz y echar una ojeada a la calidad de la información. Pero como que hasta principios de 2000 no se confirmó que la subida de precios iba para largo, debido a que el afloramiento y llegada de dinero continuaba alimentando el ciclo, fue imposible llegar a conclusiones útiles.

El paralelismo entre precios de nuevo y de existente no es un principio universal. Así, en Francia, los distintos mercados están documentados de forma fragmentada, observándose que cada precio unitario evoluciona según su propia lógica. En cambio, esta autonomía no existe en España donde todos los mercados varían al unisono (Vergés, 2001). Veamos los gráficos 4 y 5 referentes a Francia y a España, en los que figuran los índices calculados en moneda constante por m<sup>2</sup> y con base en 1989=100, año escogido por ser el que menor dispersión produce en ambos casos.



La razón de la mayor autonomía de las series francesas con respecto a las españolas es simple: en Francia existen precios de transacción del parque existente y en España no. En efecto, allí se dispone de precios según encuesta de comercialización de la vivienda nueva y de transacciones registradas de vivienda existente que permiten elaborar series largas y relativamente fiables, por lo menos a nivel de índices (David, 2000, Friggit, 2001).

En cambio, en España, las series *oficiales* de precios, son en realidad valoraciones de tasación con finalidad financiera, es decir, *dictámenes de experto*. Cabe decir que las valoraciones españolas reflejan adecuadamente los precios de vivienda nueva, ya que el tasador puede disponer de la factura y no tiene porqué discrepar del precio pagado sin motivo evidente. Prueba de ello es que las series de tasación coinciden bastante bien con los resultados de encuestas por simulación de compra a la promoción,

introducidas en España en los años 70 por Escudero (1998) y desarrolladas hoy en día por numerosas empresas, aunque unas más independientes que otras.

Sin embargo, no es lo mismo valorar una vivienda nueva que una vieja, porque las nuevas están todas en el mercado y las viejas no y que, como señaló el Nobel John Hicks ya en 1946, es difícil generalizar precios a todo un stock de bienes insustituibles cuando sólo unos pocos pasan por el mercado. Basta pensar, a la manera de Gossen (Kauder, 1965), al hecho de que si todas las viviendas de la ciudad se pusieran en venta al mismo tiempo, los precios ya no serían los mismos.

Veamos pues en que consiste la principal tarea del tasador ante una vivienda existente. En principio, buscará realizar una valoración *hedónica* lo más objetiva posible, recogiendo precios documentados de *inmuebles-testigo* comparables en tipología, situación, dimensión, calidad, edad, estado y tiempo que llevan en el mercado. Desde luego, una información tan completa le llegará sólo de tarde en tarde. Por tanto, deberá recurrir a procedimientos más subjetivos como es buscar precios unitarios en edificios lo más parecidos y/o lo más cercanos posible y ponderar los más y los menos según su buen criterio, ya sea por la vía directa, ya sea por la vía residual. Pero como en la mayoría de los casos lo único que tiene precio objetivamente documentado es la promoción reciente, acabará viéndose obligado a referirse a lo nuevo o bien a valoraciones anteriores referenciadas ellas mismas a precios de nuevo porque, en el fondo, es lo que hay. Basta examinar unos cuantos informes de tasación para percatarse de ello.

También puede utilizarse la referencia a la oferta inmobiliaria. El problema es entonces saber cuál es el origen de los precios de salida que las agencias aconsejan a sus clientes, puesto que se parecen como dos gotas de agua a los del nuevo. Además ¿cómo recoger la información ahora que cualquier ciudadano puede ser agente inmobiliario, cuando ni siquiera los APIs la difunden? Desde luego, la simulación de compra no sirve porque debería integrar la contraoferta y el acuerdo final. Sólo queda la hemeroteca. Pero esto sería como construir series del precio de salida de las subastas *a la baja* de las lonjas de pescado y no del precio efectivo de transacción de la merluza, pero además sin lonja...

En realidad, el esfuerzo y la probidad de los tasadores no da lugar a dudas, aunque no vendría mal, como en todas las profesiones, acentuar la formación continua ya que también la economía aplicada avanza a grandes pasos. Tampoco vendría mal que la normativa específica integrara de forma más *hedónica* temas como la comparabilidad de suelos, de bienes-testigo, etc.

Lo que sí da lugar a dudas es la conveniencia por parte de la Administración de haber presentado índices de valores de tasación como si fueran índices de precios efectivos de vivienda existente y de no haber fomentado series de precios de compraventa efectivamente observados a través de encuesta o de acto administrativo o registral de las mutaciones del parque. Hay que añadir que el único método para construir series de precios objetivas, utilizables con garantía por los agentes, por la propia Administración para construir un IPC de la vivienda y por las (escasas) entidades financieras que trabajan el *riesgo-precio*, es la observación sistemática de ventas repetidas desarrollado por Clark y por Bailey *et al.*, ambos en 1963, método que en Francia está conociendo un cierto desarrollo gracias a las series de Notarios (Taffin, *op. cit.*).

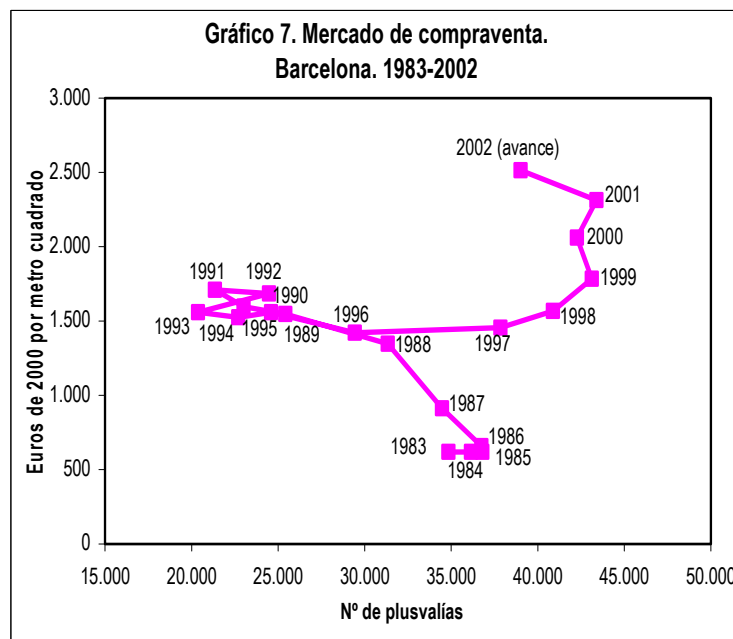
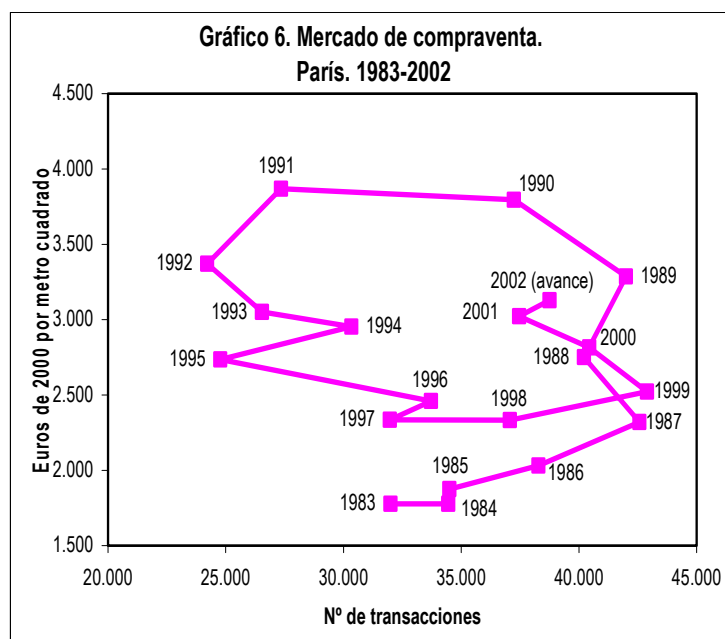
Se ha argumentado que los sesgos de las tasaciones no hacen sino reflejar los sesgos de los precios. Esto introduce entonces la irreductible duda de saber si los precios de lo existente suben porque las tasaciones son altas o bien si las tasaciones son altas porque los precios suben. En efecto, en período normal ambos precios pueden evolucionar paralelamente. Pero en una época como la nuestra, aplicar el mismo índice equivale a transportar la inflación periférica de nuevo suelo al corazón de la ciudad, lo cual no tiene sentido pero sí muy graves inconvenientes.

## 6. EL MERCADO DE COMPRAVENTA

Veamos ahora el efecto de la elevación de precios sobre el mercado de compraventa. Para ello, hay que disponer de mercados documentados, lo cual es bastante difícil de encontrar en Europa salvo (hasta cierto punto) en algunas ciudades como París y Barcelona. En los gráficos siguientes 6 y 7 se observa el mercado a través de la variación concomitante de precios reales y cantidades entre 1983 y 2002. En el caso de París, tanto precios como transacciones provienen de la Chambre de Notaires (Comby, 1999) mientras que en el caso de Barcelona, los precios son los de oferta inmobiliaria recogidos por Hacienda Municipal (Valls, 1998) y las cantidades son las transmisiones residenciales objeto de impuesto de plusvalía del valor del suelo.

En la capital francesa, el aumento de precios de 1987 y siguientes fue percibido como una revalorización del inmobiliario, iniciada con las oficinas (Tutin, 1998) y probablemente relacionada con la creencia en el supuesto papel que París iba a jugar en la futura Europa. La evidente *burbuja* empezó acto seguido, caracterizada por una inversión de la función lineal de demanda: había que anticipar las compras para no

quedarse fuera del mercado, lo cual ha sido calificado por Hendry como efecto *frenesí* (1984). Sin embargo, la burbuja acabó por deshincharse porque el mercado no podía soportar tal inflación y tanto los precios reales como el volumen de transacciones de 1997-98 volvieron a encontrarse en su nivel de diez años antes.



En cambio, durante el mismo período, el mercado de Barcelona no pareció sucumbir a ninguna creencia ni siquiera en la perspectiva de los Juegos Olímpicos: los precios subieron pero las cantidades bajaron. Y cuando a partir de 1991 los precios empezaron a bajar de nuevo, las cantidades volvieron a subir desplazándose en sentido inverso a lo largo de la función de *indiferencia*. De modo que en 1996 el mercado estaba en el mismo punto que en 1988, tanto en volumen de transacciones como en precios reales, como en París pero sin burbuja.

Sin embargo, a partir de 1997 el efecto *frenesí* ha sido fulminante en Barcelona (y en la mayoría de grandes ciudades españolas) y es de prever que continúe siéndolo hasta que la burbuja haya tenido tiempo de deshincharse, probablemente en 2005 o 2006. Desde luego, esta vez el detonador ha sido el superávit de demanda consecuencia de la explosión de pasivo bancario, venciendo la presión a la baja derivada del contexto demográfico (entre 1981 y 1991, Barcelona ha sufrido una pérdida natural y migratoria del 15% neto de sus residentes, pérdida compensada en sólo un 6,6% por el aumento de nacidos en el extranjero). En cambio, el ulterior aumento de precios ha sido probablemente *transportado*, como hemos visto, de municipios de las nuevas urbanizaciones del área metropolitana como Sant Cugat o del Maresme.

Quedaría una interrogación a propósito de la *segunda boucle* de París, iniciada solamente en el año 2000: ¿cómo es posible que la Historia se repita? A parte de un posible *efecto euro*, queda la seductora teoría de la *desamortización*: al haber comprado demasiado caro diez o doce años antes, los propietarios intentan ahora aprovechar el tirón para recuperar su inversión con la menor pérdida posible, con el efecto colateral de una elevación de los precios de mercado. Las actuales bases de datos francesas deberían permitir el análisis de las ventas repetidas para confirmar o rechazar dicha teoría.

## 7. LA CUESTIÓN DEL ENDEUDAMIENTO

A la vista de estos hechos, se entiende que la situación del sector residencial despierte inquietud, aunque no lo suficiente como para intentar cerrar el ciclo lo más rápidamente posible. Está claro que los éxitos económicos cosechados a corto plazo por los agentes o por los que han sabido comprar y vender en el buen momento, no incitan a la prudencia. Por otra parte, es habitual que se desoiga cualquier consideración acerca de los inconvenientes creados por el actual *boom* de cantidades y precios en temas como el capital social urbano, el medio ambiente, el transporte, etc.

Sin embargo, otros temas derivados de la situación actual son realmente insoslayables. Uno de ellos, que se menciona en el artículo citado (Vergés, 2002), es la *externalización* de los costes de integración territorial

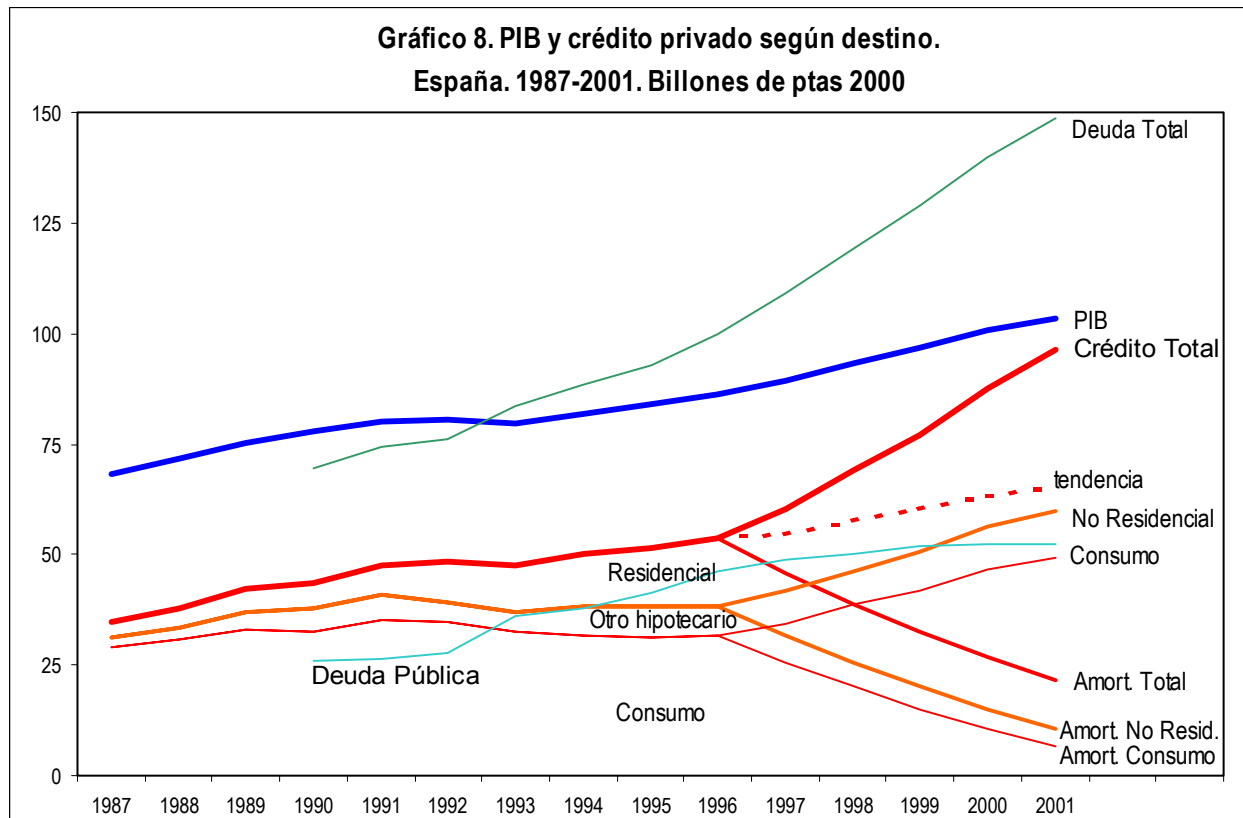


que se produce por parte del sector y de los nuevos propietarios. En efecto, parece normal que estos paguen la urbanización y que las Administraciones *pongan la carretera* y lo demás, lo cual plantea ya de entrada la cuestión de saber si se debe dotar con equipamientos públicos a territorios cuyo desarrollo privado no responde a una necesidad social evidente (Stiglitz, 1977, Guengant, 1992).

En todo caso, son de prever enormes tensiones entre el Estado, ansioso (con razón) de mantener el equilibrio presupuestario, y las Comunidades y entidades locales necesitadas (con razón también) de infraestructuras y equipamientos para aquellos desarrollos urbanísticos que, necesarios o no, tan bien han sentado al gobierno central por su contribución al corto plazo del PIB y a la plétora del *turismo de ladrillo*.

Pero el tema de mayor actualidad es el endeudamiento de las familias, consecuencia del incremento de demanda de financiación residencial. Antes hay que recordar que para evaluar el grado de endeudamiento de un país, no existe un método riguroso universal como no sea el de establecer unas convenciones contables admitidas por el mayor número posible de países. Así, cuando el FMI necesita informar, emplea unas ratios muy parecidas a las que utiliza un director de banco al tener que pronunciarse sobre la solvencia de un cliente, como por ejemplo, lo que éste debe (*credit scoring*) en relación con lo que gana. Con ésta y otras ratios, el mismo director tomará sus decisiones en función de umbrales de riesgo admitidos por la institución para cada tipo de ratio (*red lining*). En el mencionado artículo (Vergés, 2002) se compara también entre países europeos el grado de endeudamiento con respecto al PIB en los sectores del crédito privado, particularmente el hipotecario residencial.

El gráfico 8 sintetiza la información del Banco de España. En él figura el saldo vivo de crédito total a residentes (equivalente del agregado 32d del FMI) desde 1986 y su desglose en hipotecario residencial, no residencial y al consumo, efectuado en parte por la AHE (2002). Además, se proyecta la tendencia del 32d anterior a 1997 hasta 2001, todo ello en pesetas constantes de 2000 por ser todavía más familiares que el euro. La metodología de cálculo de la tendencia consiste en un ajuste GLS descrito en Vergés (2002) e indica cuál sería el saldo vivo de crédito privado total si no hubiera habido desviación de su relación histórica 1987-96 con respecto al Producto Interior Bruto. También figura en el gráfico una estimación de la amortización del saldo anterior a 1997 así como, por memoria, el saldo de la deuda pública y, por supuesto, de la deuda total, suma de la deuda pública y privada.



Como puede verse, la situación es la siguiente: hasta 1996, la tendencia era de incrementar lenta pero regularmente el endeudamiento privado con respecto al PIB. Si esta tendencia hubiera continuado, nuestro saldo vivo habría sido a finales de 2001 de 65 billones en lugar de los 96,3 observados. O sea que en sólo cinco años hemos aumentado nuestra ratio con respecto al PIB en cerca de un 50%. Es posible, incluso, que en 2002 hayamos superado el propio volumen del Producto Interior Bruto.

Por otro lado, el crédito residencial, que representaba ya un 28% en 1996, acapara hoy el 38% (49% si se incluye el hipotecario no residencial) del crédito total. Nuestro "director de banco" debe empezar a ponerse nervioso, tanto más que el crédito es *joven* (probablemente un 80% del saldo no tiene en promedio más de dos años y medio...). Sin embargo, parece ser que su servicio de cartera le repite que hay pasivo por colocar como sea y que lo que tiene más salida son los créditos al promotor y las hipotecas que deberá conceder al límite, si hace falta, de los prudentes usos y costumbres de la entidad.

Se puede argumentar aquello de "¿Dónde está el problema? Se invierte y con ello crecemos". Pues bien, en un país de propietarios, lo residencial no es una inversión productiva. Ciertamente que crece el PIB mientras las viviendas se construyen, pero una vez terminadas, hay que buscar el crecimiento en otra parte. Una vivienda no produce riqueza: simplemente permite disfrutar de ella y la esperanza de poder venderla en un mercado saturado no cambia nada esta evidencia. Por tanto, los préstamos con los que se ha comprado el *boom* no podrán ser devueltos con los rendimientos (casi inexistentes) del bien residencial, sino con los estrictos ingresos personales de su propietario.

Nuestro director de banco sabe que, en esta materia, las únicas expectativas fiables son, en definitiva, las de las rentas de trabajo de sus clientes. Ello le conducirá a escrutar la coyuntura, es decir el PIB, el paro, la inflación, los impuestos, el déficit de la Seguridad Social o cosas por el estilo, por temor a ver aparecer el fantasma de la morosidad o, aún peor, el hundimiento de precios en las subastas tras la ejecución de hipotecas. Pero las expectativas acerca de la coyuntura futura plantean preguntas que merecerían investigación y debate, ya que el superávit de endeudamiento representa algo así como la mitad del ahorro de una generación. Mientras tanto, a la otra mitad le ha dado por irse a las Américas -siempre vía Madrid- según las cifras de exportación de capitales de la misma Secretaría General de Comercio Exterior.

Así, ninguna de las dos mitades ha encontrado la vía hacia el desarrollo de mercados e industrias de *rendimientos crecientes* con que conseguir resultados económicos parecidos a los de los países motores del Norte. Por tanto, tendremos que contentarnos con nuestro mapa productivo de *rendimientos constantes* y algunos destellos de alta tecnología comprada fuera con los escasos y poco atractivos capitales-riesgo garantizados, en fin de cuentas, por lo único que tenemos: nuestro territorio.

## BIBLIOGRAFÍA

- AHE (2002). *Boletín Estadístico del Mercado Hipotecario*. Anual. Tab. 3.1.1.1.
- Bailey, M.J., Muth, R.F., Nourse, H.O. (1963). A Regression Model for Real Estate Price Index Construction, *Journal of American Statistics Association*, 58, 934-942.
- Banco de España (2002). Base de datos estadísticos. Series D\_BFEA1000 y D\_BFEA1210.
- BBVA (2001). *Situación inmobiliaria*. Servicio de estudios. Oct. 2001.
- Clark, C. (1963). "Values of Houses and Residential Land in the San Francisco Bay Area, 1940-1962". Institute of Business and Economic Research, University of California, Berkeley.
- Comby, J. (1999). La boucle est bouclée. *Études foncières*, 75, 4-5.
- David, A. (2000). L'évolution du prix des logements en province entre 1994 et 1999. *L'Observateur de l'immobilier*, 47-48, 3-7.
- Escudero Mussolas, A. (1998). La relación entre el precio de la vivienda nueva y la tensión entre la oferta y la demanda, in R. Vergés (ed.). *El precio de la vivienda y la formación de hogar*. Seminari Urbans II. Col·lecció "Urbanitats", 6. Centre de Cultura Contemporània de Barcelona, pp. 23-32.
- Euroconstruct (2002). *The Prospects for Construction in Europe*. Vol. 2, June. Dublin.
- Friggit, J. (2001). *Prix des logements, produits financiers immobiliers et gestion des risques*. Economica.
- Fujita, M., Krugman, P., Venables, A.J. (1999). *The Spatial Economy. Cities, Regions and International Trade*. Cambridge (Mass.): MIT Press.
- Garrido Medina, L., Gil Calvo, E. (1993). *Estrategias familiares en un mundo en cambio*. Madrid: Alianza.
- Guengant, A. (1992). Les coûts de la croissance périurbaine. Paris: ADEF.
- Hendry, D.F. (1984). Econometric modelling of house prices in the U.K., in D.F. Hendry & K.F. Wallis (Eds), *Econometric and Quantitative Economics*. Oxford: Blackwell, pp 211-252.
- Hicks, J.R. (1946). *Value and Capital*. Oxford: Clarendon Press.
- Kauder, 1965). *A History of Marginal Utility Theory*, Princeton: Princeton University Press.
- Leal Maldonado, J. (1997). "Encuesta de Demanda de Vivienda en la Comunidad de Madrid". Dirección General de Urbanismo y Planificación Regional. COPUT.
- Morlet, O. (2001). Les prix des terrains parisiens depuis vingt-cinq ans. *Études foncières*, 89, 6-7.
- San Martín Varó, I. (2001). La valoración de las expectativas del suelo. BBVA. *Situación inmobiliaria*. Octubre. 19-25.

- Stiglitz, J.E. (1977). The Theory of Local Public Goods, in M.S. Feldstein, R.P. Imnan (Eds.). *The Economics of Public Services*. London: MacMillan.
- (1990). Symposium on Bubbles. Stanford. *Journal of Economic Perspectives*, 4, 2.
- Taffin, C. (2002). "Prix des logements, produits financiers immobiliers et gestion des risques" de Jacques Friggit. *L'Observateur de l'immobilier*, 53, 24-27.
- Tutin, C. (1988). De la desconexión a la crisis: la dinámica de los precios de la vivienda en París (1976-1994), in R. Vergés (ed.). *El precio de la vivienda y la formación de hogar*. Seminari Urbans II. Col·lecció "Urbanitats", 6. Centre de Cultura Contemporània de Barcelona, pp. 145-164.
- Valls i Pla, J. (1998). El precio de compraventa de viviendas en Barcelona (1972-1996), in R. Vergés (ed.). *El precio de la vivienda y la formación de hogar*. Seminari Urbans II. Col·lecció "Urbanitats", 6. Centre de Cultura Contemporània de Barcelona, pp. 33-46.
- Vergés Escuin, 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.  
Adaptación en castellano: Crédito privado, crédito hipotecario y sector residencial. Un análisis comparativo de la Unión Europea. *Economistas*, 93, 104-117.
- (2001). Tratamiento de datos territorializados de vivienda en el inventario de capital residencial. *Quaderns d'Estadística i Investigació Operativa*, 25, 2., 303-334.
- (2000). Vivienda: el conocimiento de la demanda o la espera de Godot. *Análisis Local*, 29, 5-12.
- (1998). El precio de la vivienda urbana, in R. Vergés (ed.). *El precio de la vivienda y la formación de hogar*. Seminari Urbans II. Col·lecció "Urbanitats", 6. Centre de Cultura Contemporània de Barcelona, pp. 117-144.