

La burbuja inmobiliaria.

Un problema mundial y un riesgo para la economía española.

El debate sobre la existencia o no de una burbuja inmobiliaria se está disparando en los mentideros económicos y políticos de todo el mundo, y los medios de comunicación se hacen eco de él, y aportan sus puntos de vista.

Uno de los medios más respetados en el ámbito económico en todo el mundo es The Economist. Esta revista semanal ha publicado el pasado 16 de junio de 2005 a través de su portal on-line (www.economist.com) un artículo titulado *In come the waves* en el que analiza el boom inmobiliario en el mundo, y anticipa sus posibles consecuencias, sobre todo para los Estados Unidos.

Voy a tratar de resumir e interpretar el citado artículo desde la perspectiva de la situación del sector inmobiliario español, y las posibles consecuencias para la economía española.

+++++++

La tesis del artículo es ¿existe una burbuja inmobiliaria en el mundo, y en especial en determinados países, entre ellos España?

La respuesta que finalmente da el artículo es que sí. Todo apunta a que se trata de "la mayor burbuja de la historia".

Defiende The Economist que en los últimos 10 años se ha formado una burbuja inmobiliaria en muchos países desarrollados. Un crecimiento irracional de los precios de los inmuebles. Y que se trata de una burbuja mayor que la provocada por Internet en los 90, y que explotó estrepitosamente en el año 2000.

De hecho, añadido yo, podríamos pensar que, al caer la Bolsa en el año 2000, el dinero de los inversores se desplazó mayoritariamente hacia el mercado inmobiliario, donde se encontró con una combinación de factores que apoyaron un alza importante de precios. Un alza en principio justificada por esos factores. Se trataba de factores sociales, como el crecimiento de la

demanda de primera casa provocada por cambios sociológicos como el aumento del número de hogares al reducirse el tamaño del hogar medio, o como las corrientes migratorias, fuesen en busca de trabajo o en busca de una jubilación tranquila. También de factores financieros, como unos tipos de interés extraordinariamente bajos, y una amplia oferta de préstamos hipotecarios en condiciones ventajosas, provocada por la creciente competencia bancaria.

La cuestión es si después de un período de alzas en los precios justificadas por factores reales, estamos ahora viviendo alzas que sólo responden al efecto "piramidal", es decir, a la aceptación generalizada (sincera o no) por parte de los agentes económicos que intervienen en el mercado inmobiliario de que los precios de los inmuebles siempre suben, y que lo hacen por encima de cualquier otra inversión, y que el endeudamiento para su compra está siempre justificado. Un convencimiento que, de mantenerse, se alimenta a sí mismo. Es decir, si todos creen que los precios siempre van a subir, no paran de comprar y con su actitud provocan que lo que dicen sea cierto. Pero, como en todo juego piramidal, el día que alguien empiece a dudar de que los precios vayan a seguir subiendo, y deje de comprar o empiece a vender y a recomendar vender a otros agentes, ese día la pirámide puede empezar a venirse abajo, como un castillo de naipes. Es decir, la cuestión es si estamos o no ante el riesgo del estallido de una nueva burbuja, la inmobiliaria.

Algunos síntomas del desplazamiento del dinero especulativo hacia otros mercados ya se están notando. Por ejemplo el mercado de bonos (de títulos de renta fija), donde ya se habla también de burbuja, porque una inversión desplazada de los inmuebles y apartada de la renta variable ha llevado los precios de los bonos a unos precios irracionales, por encima de lo que dictan los fundamentos económicos.

Estamos, en definitiva, ante una realidad económica mundial extraordinariamente transparente, global, donde hay mucha liquidez (algo que nadie discute), y donde, quizás por falta de inversión real suficiente que dé salida a esos fondos, y también como consecuencia del miedo remanente a la renta variable tras las pérdidas del 2000, y el mal comportamiento de las

Bolsas en el 2001 y 2002, y parte del 2003, y en general por mayores dosis de conservadurismo que han adoptado los inversores desde el año 2000, aumentadas por la incertidumbre política producida por el 11-S y la consecuente guerra de Iraq y la nueva crisis del petróleo derivada de todo ello. En fin, por muchas razones, el dinero ha estado y aún está muy teneroso, y en consecuencia apartado de la renta variable más de lo que sería lógico. Los inmuebles y los bonos lo disfrutan, o lo sufren, según se vea. Y por eso se recalientan los precios y se habla de burbuja en ambos mercados.

Aunque no sea la causa principal, creo que no podemos dejar de mencionar la aparición de dinero negro, en especial como consecuencia de la llegada del Euro, que en los años 1999, 2000 y 2001 inundó el mercado inmobiliario, aceptando precios elevados a cambio de sacarse el riesgo del dinero negro de encima. Y que, por desgracia, sigue estando presente en el mercado inmobiliario con bastante fuerza, siendo, además, quienes fuerzan las operaciones a precios más altos, fuera incluso de mercado, por esa necesidad de sacarse el dinero de encima, alguno ganado por medios no muy lícitos. Y no olvidemos que el mercado inmobiliario es poco transparente, que los precios se producen por un "efecto escaparate", es decir, se pone precio a un inmueble por la referencia de otras ventas cercanas a similares, siendo las transacciones más o menos recientes a precios más altos las que marcan la pauta; no se pone un precio que responda a un escandallo de costes o una fórmula matemática de valoración.

Vemos pues como se han dado elementos favorecedores de la burbuja inmobiliaria del lado de la demanda (aparición de más compradores), del lado de la oferta (dinero barato, dinero negro) y del lado de las alternativas de inversión (miedo a la Bolsa). Todo ha jugado a favor de los inmuebles.

Volviendo al artículo del Economist, éste aporta un análisis de la evolución de los precios inmobiliarios a partir de un índice elaborado por la propia revista. De éste se deduce que en el mundo hay países que se encuentran más afectados por el riesgo de burbuja que otros, y que los hay que ya la han pasado, lo que nos permite estudiar los síntomas y las consecuencias, para

prevenir que pase o al menos aminorar las consecuencias negativas en el caso de nuestro país.

De los datos que aporta The Economist se pueden hacer cuatro grupos de países:

A. **Países en plena crisis inmobiliaria.** Donde los precios están en descenso. Es el caso de **Japón y Alemania**. En el 1º trimestre de 2005 (1T05) **los precios han caído un 5,4% en Japón** y un 1,3% en Alemania respecto a un año antes. Y entre 1997 y 2005 los precios han caído **un 28%** en Japón y un 0,2% en Alemania. Creo que es un dato interesante para rebatir a quienes defienden que los inmuebles nunca bajan de precio. Japón sufrió una burbuja inmobiliaria en los 80, y los precios llevan bajando desde los 90.

También es destacable el caso de Suiza, donde los precios subieron sólo un 1% en 1T05, y sólo un 12% entre 1997 y 2005.

B. **Países donde la burbuja ya se está desinflando.** Son los siguientes, en los que los precios han subido en el 1T05 mucho menos que en el 1T04:

<u>País</u>	<u>1T05</u>	<u>1T04</u>	<u>1997-2005</u>
Irlanda	6,5%	13,2%	192%
UK	5,5	16,9	154
Australia	0,4	17,9	114
Holanda	1,9	5,5	76
Canadá	5,2	5,7	47

En esos países, el año 2005 parece que trae consigo un aterrizaje suave. Excepto, quizás, en Australia y Holanda, donde parece ser más brusco. En Sydney, explica The Economist, los precios han caído un 16% desde el 2003.

C. Países donde la burbuja parece que empieza a desinflarse. Son aquellos donde siguen con alzas cercanas o superiores al 10%, pero que están reduciendo sus ritmos de subida de precios, quizás empezando a desinflar la burbuja:

<u>País</u>	<u>1T05</u>	<u>1T04</u>	<u>1997-2005</u>
España	15,5%	17,2%	145%
Italia	9,7	10,8	69
Nueva Zelanda	12,5	23,3	66

D. Países que están en plena burbuja, o incluso entrando en ella. Aquellos cuyos precios están por encima del 20% o han crecido en 2005 más que en 2004.

<u>País</u>	<u>1T05</u>	<u>1T04</u>	<u>1997-2005</u>
Sudáfrica	23,6%	28,1%	244%
Francia	15,0	14,7	87
Suecia	10,0	7,7	84
USA	12,5	8,4	73
Bélgica	9,4	8,8	71
Dinamarca	11,3	6,0	58
China	9,8	7,7	na
Hong Kong	19,0	17,4	-43%

+++++++

Como se puede apreciar con claridad, el fenómeno no se encuentra en la misma situación en todo el mundo. Es decir, no avanza al unísono: hay países que ya han salido de la burbuja, mientras otros apenas están entrando. Pero las características del fenómeno son muy similares en todos los países,

lógicamente matizadas por el entorno cultural, económico y legal de cada uno de ellos.

El Economist atribuye el boom en los precios inmobiliarios a dos factores comunes a todos los países: bajos tipos de interés, que han animado a endeudarse para comprar, y pérdida de confianza en la inversión en Bolsa. Es decir, las mismas que ya les anticipaba en este artículo, entre otras de menor importancia y que quizás no se han dado en todos los países.

Mirando a los precios de los inmuebles desde la perspectiva financiera, como un valor en el que invertir y esperar una rentabilidad, el Economist afirma que los precios tienen una relación Precio-Renta (la comparación entre el precio y la renta en alquiler esperable del inmueble, lo que sería el equivalente al PER de las acciones) extraordinariamente alta, a los niveles más altos de la historia. Para la revista, eso es inadmisibile a medio plazo, y quiere decir que o subirán las rentas o bajarán los precios. No cree que con que las rentas suban sea suficiente, y apuesta por que los precios bajen.

La situación en España

Los precios están afectados por una demanda especulativa. Un gran porcentaje de las compras son como inversión, y otro gran porcentaje como segundas residencias.

Los inversores saben que si ponen en alquiler los inmuebles que compran "pierden dinero", porque obtienen una rentabilidad muy baja, pero lo hacen en el convencimiento "fanático" de que la subida de precios les compensará. Esa es la definición técnica de una burbuja financiera.

Hasta hoy el mercado "fanatizado" les ha dado la razón, habiendo verdaderos profesionales de comprar y vender inmuebles, haciendo que a veces un piso se compre y venda varias veces en un año, pero ¿hasta cuándo?

Esperemos que esto se pare cuanto antes, porque cuando más alto esté y más rápido vaya, mayores serán los daños de la caída.

Aunque algunos bancos están empezando a frenar, aún se ven hipotecas por el 100% del precio de compra de una casa, e incluso por encima de ese 100%, como consecuencia de valoraciones desaforadas e imprudentes, espoleadas por el afán de lucro de los intermediarios (tasadores, APIs, bancos, notarios, etc.).

La inflación de precios de los inmuebles en España es claramente insostenible, aunque aún haya quien crea (quienes creamos, o mejor deseemos) que el aterrizaje se puede producir de forma suave. Es cierto que los precios de las casas, a diferencia de las acciones cotizadas, son bastante más lentos en su caída, por las características de los bienes y del mercado. Porque la gente mantiene su casa aunque ésta baje de precio, porque en algún sitio ha de vivir. Porque la gente se lanza a hipotecas mirando si las puede pagar, no mirando si el precio de la casa es razonable o no. Y en general porque se trata de un mercado más opaco, menos transparente y homogéneo que las Bolsas de acciones. Es un mercado donde no todo el mundo se entera al minuto de la bajada de precios, sino que éstos incluso se ocultan, porque muchos propietarios sencillamente mienten dando un valor superior al real cuando dicen a qué precio han vendido, tanto por vanidad como por mantener el valor del resto de su patrimonio inmobiliario. Al único que engañan es al fisco.

¿Por qué es muy probable la caída de los precios? Porque los precios están irracionalmente altos, y mucha gente ha comprado para invertir, y muchos lo han hecho hipotecándose, y los tipos de interés pueden subir, aunque sea una subida mínima, en el segundo semestre del año, en cuanto Alemania dé alguna señal de resuperación, lo que pasará en menos de 3 meses. Y esa caída se agudizará porque la Bolsa volverá a verse como alternativa, y los inversores empezarán a abandonar los inmuebles.

El Economist nos recuerda que en UK los precios empezaron a bajar en el verano de 2004 cuando el Banco de Inglaterra subió los tipos en 1,25 puntos. ¿Qué pasará si el BCE los sube, aunque sea sólo un poco, este otoño?

Lecciones de la experiencia británica y australiana

La revista saca unas lecciones de lo que ha pasado en UK y Australia. Dice que allí han bajado los precios porque los primeros compradores cada vez eran menos, y han sido sacados del mercado por los altos precios, pasando a optar por el alquiler, a buenos precios, porque los inversores han parado de comprar al existir un exceso de pisos vacíos y bajar los precios de los alquileres, perdiendo los inmuebles el atractivo inversor. Es como un círculo vicioso que empuja a girar en el sentido contrario al que venía haciéndolo.

De la experiencia citada ataca algunos principios de "los fanáticos del ladrillo":

1. **Los precios de las casas siempre suben porque la oferta de suelo es limitada y hay un número creciente de hogares que demandan casa porque aumenta la población.** También se decía eso en UK, pero en cuanto las expectativas de subida de precios han desaparecido, la demanda se ha esfumado. ¿Por qué? Porque se han hecho casas a un ritmo incluso superior al crecimiento de la demanda. Comparar crecimiento de demanda real (no inversora) con crecimiento de oferta es un ejercicio muy útil.
2. **Los precios de los pisos nunca caen.** No es cierto. Hay países donde han caído, como UK y Suecia en los primeros 90, y Japón en los últimos 10 años. Incluso en Manhattan al inicio de los 90.
3. **A largo plazo siempre son rentables.** La revista cita al economista Robert Shiller quien ha estimado que los precios de las casas en USA han subido un promedio anual de sólo el 0,4% en términos reales en el período de 1890 a 2004. Los precios de UK tardaron 10 años en recuperar los niveles perdidos a principios de los 90.

¿A qué tipo de crisis nos puede conducir la explosión de la burbuja inmobiliaria? Pues así como la explosión de la burbuja tecnológica condujo a una crisis de inversión, pero no tanto a una de consumo, la burbuja inmobiliaria sí que conduciría a una caída seria del consumo, quizás con la inversión, al menos a corto plazo, menos afectada. Como ejemplo cita The Economist lo ocurrido en Holanda, que pasó de aumentos de precios en los inmuebles del 20% en 2000 a 0% en 2003 y el consumo cayó llevando la economía de una situación idílica a una recesión de la que aún no han salido

del todo. Cuando el "efecto riqueza" producido por la subida de valor de los inmuebles desaparece, los consumidores ponen el freno a sus gastos.

¿Y aparte de eso? Los efectos en el empleo también pueden ser serios. Los sectores relacionados con el negocio inmobiliario, hasta ahora viviendo una situación ideal, se verán seriamente dañados: construcción, intermediación, bancos...

El artículo cita un estudio del Fondo Monetario Internacional sobre los precios inmobiliarios en 14 países de 1970 a 2001, en el que descubre 20 ejemplos de caídas de precios de un promedio del 30% en términos reales (menos en términos nominales), y 19 de ellos acarrearón una recesión económica general en el país afectado.

Japón es el ejemplo final que citan. Los precios han caído durante 14 años seguidos, un 40% desde su máximo en 1991. Y tanto Japón como Alemania, donde también han caído los precios, han tenido los peores índices de crecimiento del consumo en los últimos años.

Los españoles, que creen que los precios inmobiliarios crecerán siempre, y aquellos que no creen en la burbuja inmobiliaria, o minimizan sus posibles consecuencias, deberían mirar un poco afuera.