

# Auge inmobiliario: el desenlace

Ricardo Vergés.

Arquitecto y economista  
www.ricardoverges.com



Los problemas informativos vinculados con el auge de la vivienda empiezan en 2003, cuando el presidente del Gobierno se ufana ante TVE de poder construir tantas viviendas como Francia y Alemania juntas. Tras el asombro e irritación de estos países, que tanto nos han ayudado, llega la frase de García-Montalvo: "El FMI, el Consejo Superior de Arquitectos e incluso *The Economist*, están convencidos de que la burbuja existe y puede ser un riesgo importante para la economía". Ello contraría a arquitectos, inmobiliarios y políticos ansiosos por reorientar el 'auge' hacia la meseta y el litoral atlántico. Gracias a los visados, sabemos que así ha sido, de Lugo a Murcia y de La Rioja a Badajoz, y, por los resultados electorales, sabemos que los partidos no tolerarán que se hable de burbuja.

Pero ¿vale la pena todavía discutir si la ha habido o no? Aún hoy, pocos lo piensan, debiendo reconocer que no es tan fácil detectarla, puesto que los economistas no disponemos -o mejor no disponíamos- de modelos adecuados. Es como si la medicina hubiera abundado en el estudio de la salud, pero no en el de las enfermedades. Ello es debido a que la teoría de los mercados ha tenido una rival con más *glamour*: la teoría de los juegos. Sin embargo, no persiguen los mismos objetivos, ya que las estrategias utilizadas en marketing derivan más de una teoría de la depredación (quién se come a quién seduciendo a la demanda) que una teoría del mercado (nadie se come a nadie abasteciendo a la demanda).

Por lo demás, al haber mostrado menos interés por la falta de equilibrio que por la falta de libertad, la propia teoría neoclásica del mercado ha izado la vela equivocada y casi pierde la regata. Por suerte, podemos contrarrestar el actual fundamentalismo del mercado recurriendo de urgencia a la aproximación cuántica, como matemática de todos los estados posibles del mercado y no sólo del estado de equilibrio<sup>2</sup>.

El gráfico 1 refleja el potencial de un determinado sector: si los precios suben, deben bajar las cantidades, o viceversa, de forma que el producto de ambos se mantenga constante. Así no se altera la función general de utilidad, que es un poco el genoma de la economía de un país: tanto para comer, tanto para vestir, etc. Cada sector puede y debe crecer empujando su propia curva en dirección de la bisectriz por la vía de la productividad; es decir, sin depredar a otros sectores. Si no, aparece sobreproducción y se ensanchan las abscisas (*market-up*), o bien se imponen sobreprecios y se elevan las ordenadas (*hold-up*, en castellano, "pelotazo").

Con el fin de poder comparar economías de distinto tamaño, tenemos una abscisa con el número de viviendas por mil habitantes (visados de proyecto de ejecución o de dirección de obra), y una ordenada con el precio de la vivienda medido en ingresos medios del hogar. Cuando la nube de puntos es compacta y se mueve "respirando" en torno a su hipérbola, es que hay equilibrio. Entonces, la curva del mercado se desplaza al mismo tiempo que la del conjunto de la economía: es la prosperidad compartida. En cambio, cuando hay desequilibrio, la nube despegga de su propia curva y adopta configuraciones de burbuja o de antimercado.

Además de España, figuran en este gráfico tres países, de los cuales sólo Irlanda denota desequilibrio. Como puede verse, y a pesar de una reducida subida de precios, Francia y Estados Unidos se han desviado relativamente poco de su estado de equilibrio. Además, sus precios

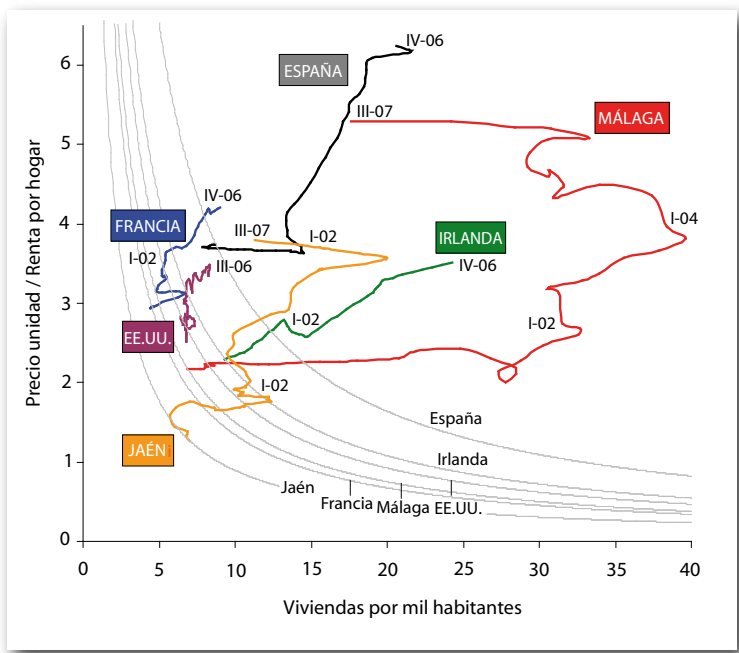
están ya de vuelta. Los demás países industrializados no disponen de series largas sobre precios de nuevo y no pueden ser representados, pero es improbable que les haya ocurrido lo mismo que a España, salvo en Japón en la primera mitad de los años 90. A la vista está que “nos hemos pasado”, tanto en el litoral (ejemplo de Málaga) como en el interior (ejemplo de Jaén).

Es decir, que burbujas hay, y desde hace tiempo, como consta ya en mis Informes de Coyuntura de 1999. ¿Cómo entender que hayan sido negadas hasta que Europa no reaccionara? Pues a causa de la barrera informativa, sólo derribada por la pérdida de credibilidad tras las evidencias. Los demás países del euro se preguntan, por ejemplo, a dónde va a parar la diferencia entre precios pagados y costes de producción, sospechando tanto de nuestro IPC como de nuestro PIB, que esto les importa y mucho. Y, sobre todo, han querido saber de dónde han salido los cientos de miles de millones con los que se ha financiado la oferta de vivienda desde la llegada del euro. Una de las respuestas es estremecedora porque, según el FMI, y salvo Irlanda (para otros fines), nadie en Europa ni en América del norte ha cometido nada parecido, ni antes ni después del euro. La descubrí trabajando en los datos del Fondo Monetario y coincido con Juergen Donges: “Los bancos españoles han estado copando la inyección de liquidez de los demás bancos para financiar la oferta inmobiliaria”<sup>3</sup>. (Ver gráfico 2)

La réplica de Frankfurt se ha hecho esperar, pero ha sido contundente. En 2006, el Banco Central Europeo ha cortado en seco el crédito de liquidez por subasta a España (36 m: 52.000 millones) y, al parecer, prohíbe su “reventa” (36 n) a los bancos partícipes del mercado interbancario de Frankfurt. Éstos se preguntan ahora si para recuperar el actual saldo vivo del empréstito español (alrededor de 470.000 millones más los intereses), no van a verse obligados a prestarnos todavía más, a fin de evitar una quiebra prematura de nuestras entidades, como suele ocurrir en los países en vías de desarrollo. Por obvio, ya no se habla de aterrizaje suave, sino de súbito derrumbe: a bancos y cajas ya no les llega dinero fresco para prestar ni al promotor, ni siquiera al comprador.

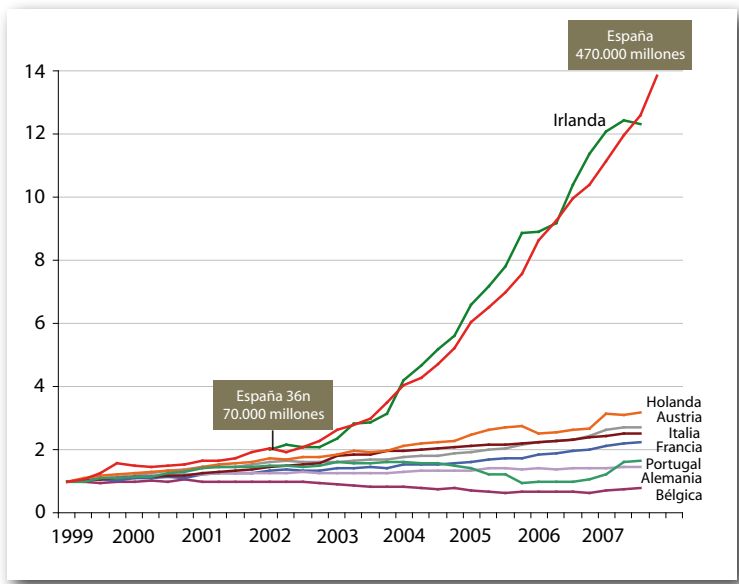
La crisis está servida, y acarreará gravísimas consecuencias, lo cual es amenazador tanto para la política como para el sector. ¿Cómo hemos podido llegar a este callejón sin salida? Para entenderlo hay que repasar la historia desde el punto

**NUEVA VIVIENDA. DOCE ÚLTIMOS MESES POR TRIMESTRE  
MÁLAGA. JAÉN. ESPAÑA. FRANCIA. IRLANDA EE.UU. 1996-2007**



**GRÁFICO 1**  
FUENTE: Estadísticas habituales de cada país.

**FMI BANKING SURVEY. MERCADO MONETARIO (36m) Y BONOS E INSTRUMENTOS DEL MERCADO MONETARIO (36n)**



**GRÁFICO 2**  
36m: Saldo vivo de operaciones con el BCE  
36n: Saldo vivo con operaciones con otros bancos.  
FUENTE: Índice FMI I. I-1999 por Ricardo Vergés

de vista de la relación entre la producción y el dinero que la financia. En efecto, un país no puede ignorar de dónde brota el dinero, cómo hacer buen uso de él y que para esto necesita buena información. Si no, siempre nos veremos expuestos a las peores calamidades.

## Los demás países del euro se preguntan a dónde va a parar la diferencia entre precios pagados y costes de producción, sospechando tanto de nuestro IPC como de nuestro PIB)

### DEL EQUILIBRIO A FRANKFURT

En la primera mitad de los años 50 casi no hubo inflación, mientras que Cataluña conseguía absorber gran parte del paro del resto de la península. El escaso ahorro fue movilizado para industrialización. La vivienda llegó sólo después en los años 60. En realidad, estábamos aplicando precozmente el principio de Solov<sup>4</sup>, según el cual el ahorro se invierte primero en bienes productivos, mediante buena tecnología y buen capital humano para aplicarla. Si no los hay, se importan, como en Irlanda. Luego llega la producción y, por fin, los ingresos se reinvierten para seguir creciendo. Con el ahorro restante se construyen viviendas y demás para vivir mejor.

Saltemos a mediados de los 90. El sueño de Europa mecía a una España recién salida de la transición, aunque debilitada por la inflación del *oil shock* y por la burbuja 87-92 de la era Solchaga (perniciosa sobre todo por haber alterado el mercado de suelo instando un “catastrazo” permanente). Entretanto, como en otros países mediterráneos, y al instar de sonados casos de corrupción, se evaden beneficios por mor de devaluación ante la llegada del euro. De pronto, Maastricht fija los tipos de cambio, y acto seguido el dinero vuelve a los países evasores. Pero en España y Portugal no va a parar a las industrias que lo habían generado, sino a ladrillo para el litoral mediterráneo y atlántico sur y para las islas<sup>5</sup>.

Además, la oleada de importación de capitales registrada por Comercio Exterior, se neutraliza acto seguido por una oleada equivalente de exportación financiera hacia Latinoamérica. En definitiva, la falta de reinversión industrial de los años 90 ralentiza el PIB y deja vía libre a una segunda burbuja residencial, aunque más de cantidades que de precios, como muestra el trazado de España hasta 2002 en el *gráfico 1*.

Es evidente que ya antes de la llegada del euro nos hemos estado saltado el principio de Pareto, según el cual un sector no debe prosperar a costa de los demás (sobre todo cuando nuestro parque residencial es ya campeón mundial en

todas las categorías). Si se impone a otros, puede que perdamos bienes productivos esenciales y que la demanda ya no se maximice ni en cantidad ni en calidad, que es lo que la naturaleza consigue siempre a alto precio. En cuanto a la inversión no productiva, residencial o de ocio, la que convenga, pero no más.

Llegamos a 2003. Éxito del euro. Pero el dinero evadido y devuelto tras Maastricht ya se ha agotado. El sector está decepcionado. Ha acaparado suelo y la demanda parece dispuesta a comprar a cualquier precio: sólo falta dinero para financiar la oferta. Así se promueve la caza a la liquidez en Frankfurt y se dispara de nuevo la producción residencial sin que ningún planeamiento se le resista. Y cuando el partido socialista llega al poder en 2003, hace suyo el “proyecto” revelado por el *gráfico 2*, dándole -eso sí- un toque social gracias a un ministerio que ignora el principio de Modigliani<sup>6</sup>.

Es obvio que, desde la llegada del euro y ante las mismísimas narices del Banco Central Europeo, nos hemos saltado el principio de Friedman, según el cual de inyección de liquidez, la que haga falta, pero sólo para posibilitar la compra de lo conseguido tras un incremento de productividad. O sea, que primero ahorro, luego inversión, luego producción y, si realmente hay excedente, entonces inyección para adquirirlo, no para invertir en otra cosa. Si no, todo sería demasiado fácil y el euro acabaría como la peseta, cuya unidad de uso pasó a ser el duro, luego la moneda de cien y finalmente el billete de mil.

### LOS RESULTADOS

Mientras tanto, tras reciclarse en suelo, proyecto y obra, la liquidez vuelve a los bancos por la vía del multiplicador (depósito de nóminas y beneficios), y se funde con los depósitos de los demás sectores en un mercado hipotecario sin límites que valgan. Así, según la encuesta mensual del Banco de España, el saldo vivo de crédito hipotecario se eleva ya a más de un billón en concepto del principal. Éste incluye no sólo a lo agullido en obras, sino también a los

excedentes de explotación por un 85% del valor añadido del sector inmobiliario, según Cuentas Nacionales<sup>7</sup> (ahí está el "pelotazo" que se traduce por la fuerte pendiente del gráfico 1 a partir de 2002). A todo ello, habrá que añadir tres cuartos de billón en intereses. Total, un endeudamiento por cuota cercano a los dos billones de euros por la subida del auge. Además, habrá un coste de bajada, aunque ésta se anuncia mucho más corta de lo previsto.

¿Cómo hemos sido capaces de cometer tales errores e intentar silenciarlos o, cuando menos, trivializarlos? En todo caso, cabe preguntarse si realmente somos más ricos. Para saberlo hay que entender qué efectos equilibrantes resultan de los principios enunciados y qué efectos desequilibrantes derivan de su trasgresión.

En una situación de relativo equilibrio como la de los "doce" países de la eurozona, la economía crece gracias a la continua reinversión en aparato productivo y en infraestructuras de producción. Además, queda suficiente ahorro para mejorar la vivienda y las infraestructuras de consumo y turismo, todo ello manteniendo actividad y balances comerciales o por cuenta corriente aceptables. Por supuesto, no hablaremos de nuevos desafíos, porque entonces todo cambia.

¿Qué ocurre si un país no reinvierte lo suficiente en aparato productivo ni en las correspondientes infraestructuras? Obviamente, su producto industrial neto disminuye y se acentúa el déficit comercial. En cambio, dispone de más ahorro para invertir en vivienda o en infraestructuras de consumo, como los diez estadios de fútbol portugueses<sup>8</sup>, o como el estadio olímpico de Sevilla.

Si lo hace, puede que la actividad y la producción crezcan espectacularmente y que los demás indicadores lo agradezcan, por ejemplo, por ausencia de déficit por cuenta corriente en caso de que el ahorro sea suyo. Pero, una vez terminados los proyectos, actividad y resultados caen en picado y acaban aterrizando en el lánguido tobogán de un producto industrial deprimido. Para enderezar la crisis hay que reinvertir ahorro neto de deudas en el aparato productivo y, por un momento, dejar de lado todo lo demás. Es más o menos lo que ha hecho Portugal.

El gráfico 3 sugiere que todo eso nos está ocurriendo ahora a nosotros, por haber gestionado mal no sólo el ahorro -que lo hay-, sino también

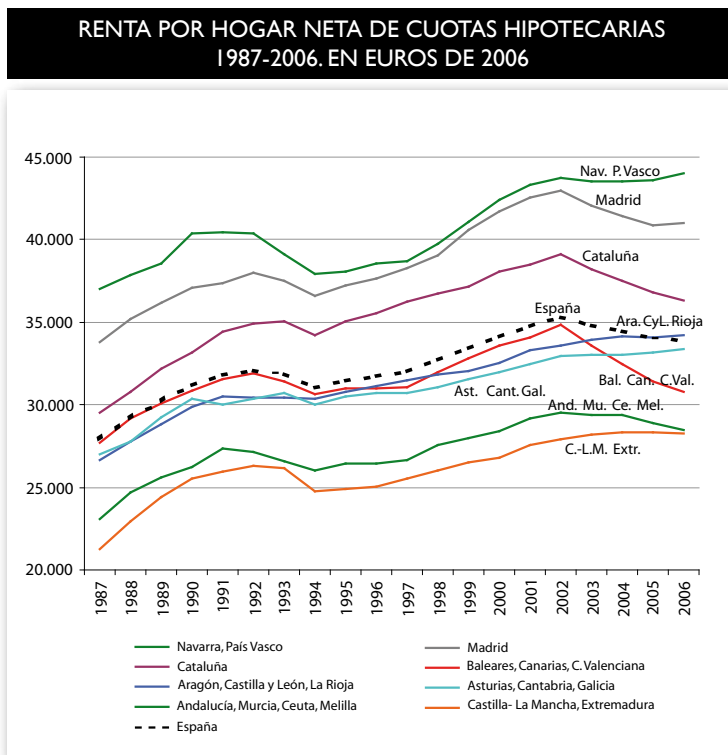


GRÁFICO 3

FUENTE: Cuentas Regionales de España y elaboración propia.

esta liquidez que Europa no nos perdonará jamás haberle sustraído. Los datos proceden de las recientes cuentas regionales en base 2000 del INE. La renta se deflacta con el índice de volumen y luego se divide entre el número de hogares. De la renta media obtenida hay que deducir el servicio de la deuda, como en cualquier empresa antes de repartir dividendos. Para ello, se estima el importe anual de cuotas hipotecarias, repartiéndolas entre todas las familias<sup>9</sup>, pero dejando impuestos y crédito al consumo como si de gasto corriente se tratara.

Aunque algo sesgados al alza, lo expresado por el gráfico constituye la prueba de que cualquier guión económico fundado en la producción de bienes improductivos empieza estimulando la dopamina colectiva, pero acaba desembocando en un desalentador desenlace.

Mención aparte merecen Navarra y País Vasco, que no dependen del ladrillo para crecer, si bien también se benefician de él. Para el resto, observamos que el ya olvidado auge del periodo 87-92 dejó a las familias como antes, aunque hoy ya libres de deudas. Le sigue un periodo de crecimiento, limitado por la evasión del ahorro

hasta que Maastricht lo haga volver, pero no a su entorno de origen. Así empieza en 1997 un segundo auge del ladrillo que hace crecer mucho a Madrid, al litoral mediterráneo y a Baleares y Canarias, y poco a la meseta y al noroeste peninsular. Lo contrario ocurre a partir de 2003, con el tercer auge financiado con liquidez: mientras las anteriores comunidades beneficiarias se agotan, la meseta y el noroeste mantienen su crecimiento. Entretanto, el litoral sur se beneficia de ambos auges, aunque en provincias distintas.

En resumen, que, mientras hay auge, la renta crece, y cuando cesa, decrece. Por tanto, a partir de 2007 los datos anunciarán también un descenso de renta neta en las regiones de reciente auge. Comprobaremos entonces que hemos vuelto a un nivel cercano al del año 1996, con un agravante: el inmenso peso de la deuda hipotecaria acumulada, a devolver en su mayor parte a una Europa malhumorada y agresiva. ¿De dónde sacaremos el ahorro para reactivar a los sectores productivos? )

## EPÍLOGO

**¿E**xisten esperanzas ante tan sombrío horizonte? Sin duda, pero hay que descubrirlas y sopesarlas. Una de ellas proviene de la estadística del Colegio Oficial de Arquitectos de Sevilla<sup>10</sup>, rescatada tras su 'esterilización' en 2007 por el Consejo Superior:

*"El derrumbe del auge en la provincia de Sevilla es patente en la superficie de edificios residenciales, con una pérdida del 55,3% en el último año. En cambio, en edificios no residenciales la variación de los últimos tres años es positiva, con un promedio anual de +33%. Parece, pues, como si el ahorro que antes permanecía pegado como una rémora a la liquidez captada para lo residencial, mostrara cada vez más su independencia y se abriera camino hacia lo no residencial, aunque eso no sea del todo sinónimo de inversión productiva.*

*Sería en efecto deseable que los excedentes de explotación conseguidos durante el auge inmobiliario se reinvirtieran en alta tecnología y en información eficiente. No hay que olvidar que el dinero sustraído por el "pelotazo" pertenece a quienes se han visto forzados a pagar falsos precios de mercado, o incluso a quienes, sin necesidad, esperaban hacer buena inversión".*

Pero cualquier *cambio de modelo* o cualquier guión de reactivación industrial y desarrollo económico está abocado al fracaso si no viene acompañado de un cambio cultural de gran calado en materia informativa.

Hay que entender que desde el universo hasta el mercado todo funciona gracias al equilibrio entre fuerzas opuestas, ya sea gravitación y calor, ya sea producción y consumo. El equilibrio no es sinónimo de inmovilismo si dispone de la energía, que en el caso del mercado no es helio ni hidrógeno sino información. Si falla la información el mercado puede llegar a dos situaciones opuestas: explosión como una super nova empujada por la euforia depredadora o bien implosión como un agujero negro inmovilizado por la endogamia coercitiva. Así que ya va siendo hora de que en España abandonemos la obsesión por la cohesión social y el miedo al pánico y empecemos a promover el principio de Coase, según el cual: "se espera de los gobiernos que regulen los mercados salvo uno: el de las ideas."<sup>11</sup> )

1. García-Montalvo, J. (2003). La vivienda en España... *Perspectivas del Sistema Financiero*, 78, 1-43.

2. Vergés, R. (2007). *Quantum Functions for Freak Markets*. [www.ricardoverges.com/pdf/Quantum.pdf](http://www.ricardoverges.com/pdf/Quantum.pdf). [www.euskadi.net/r33-2734/es/contenidos/noticia/euska\\_hiria/es\\_10434/adjuntos/2006\\_7\\_burbuja\\_inmobiliaria.pdf](http://www.euskadi.net/r33-2734/es/contenidos/noticia/euska_hiria/es_10434/adjuntos/2006_7_burbuja_inmobiliaria.pdf)

3. Donges, J.B. (2006). *El Economista*. 11 Julio, p.24. Ver también [www.ricardoverges.com/pdf/Oviedo.pdf](http://www.ricardoverges.com/pdf/Oviedo.pdf).

4. La función de crecimiento implica, además del trabajo y del capital fijo, el I+D y su rápida utilización.

5. 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)

6. Una política de bienestar residencial sólo es efectiva si el mercado base está en equilibrio, ya que si los precios suben aunque no los ingresos, entonces hay que mover el listón de la accesibilidad, disparando las solicitudes y transfiriendo las ayudas a la oferta, encantada de haber subido precios.

7. Ver tablas de producción según Contabilidad Nacional en [www.ine.es/daco/daco42/cne/cproyex\\_x\\_ramas.xls](http://www.ine.es/daco/daco42/cne/cproyex_x_ramas.xls)

8. Cavaco Silva, A. *El País*, 13 de marzo de 2002. pág. 10/Internacional.

9. Vergés, R. (2007). "Deuda y garantía hipotecaria. Modelo de endeudamiento." Informe. Ministerio de Vivienda. [www.ricardoverges.com/pdf/InformeEndeudamiento.pdf](http://www.ricardoverges.com/pdf/InformeEndeudamiento.pdf).

10. *Informe de Coyuntura. Cuarto Trimestre de 2007*. Colegio Oficial de Arquitectos de Sevilla.

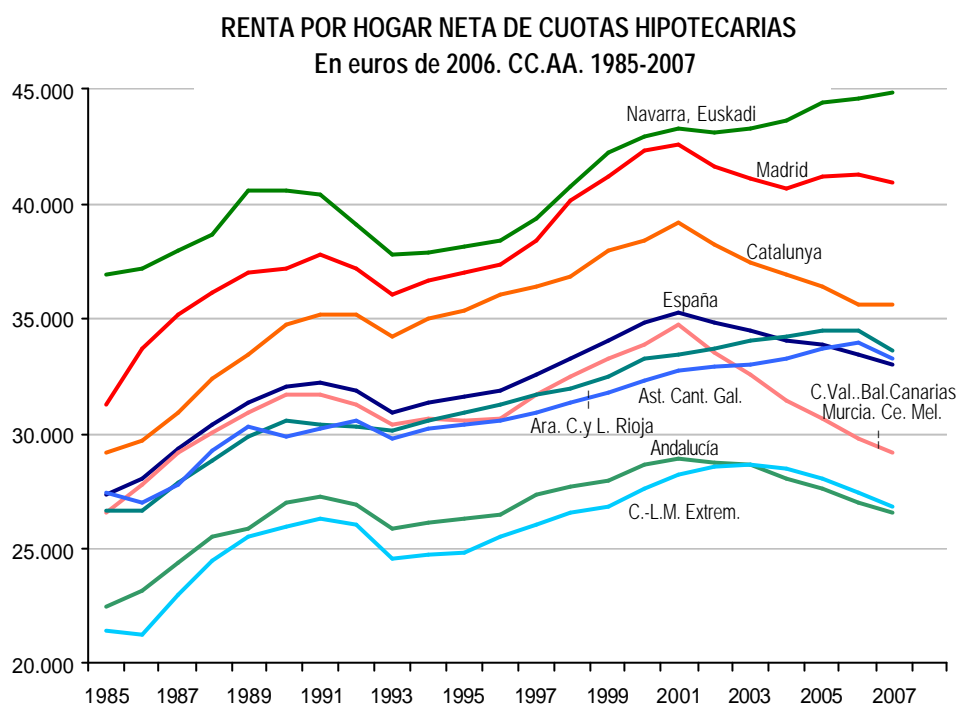
11. Coase se refiere a las ideas derivadas no del tráfico de creencias, sino de la confianza en la información.

## POST-SCRIPTUM

En el artículo, el gráfico 3 se limitaba al año 2006. Además el último párrafo antes del epílogo, en la página 76, avanzaba:

“A partir de 2007, los datos anunciarán también un descenso de renta neta en las regiones de reciente auge (la Meseta y el el Noroeste). Comprobaremos entonces que hemos vuelto a un nivel cercano al del año 1996...”

El gráfico siguiente, actualizado a partir de los datos publicados por el INE unos días después de la publicación del artículo, muestra que así es como las cosas han ocurrido<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> En el nuevo gráfico, Andalucía aparece aislada y la Región de Murcia con Ceuta y Melilla han sido reubicadas por criterios de homogeneidad. De todas formas, el agrupamiento se debe tan solo a exigencias de edición, puesto que el análisis se ha llevado a cabo para cada provincia y será publicado exhaustivamente en revistas especializadas. Mientras tanto, puede obtenerse escribiendo a [redverges@arquinox.es](mailto:redverges@arquinox.es).