CRÉDITO PRIVADO, CRÉDITO HIPOTECARIO Y SECTOR RESIDENCIAL

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA UNIÓN EUROPEA

por Ricardo Vergés Escuín *

Octubre 2002

Adaptación del artículo publicado en 2001 en *L'Observateur de l'immobilier, Nº 53,* 16-23 con la autorización del Crédit Foncier de France.

RESUMEN

El artículo explora el comportamiento crediticio de los países de la Unión Europea consecutivamente al tratado de Maastricht. A partir de 1997 se observa en las entidades financieras de los países casi exclusivamente mediterráneos, un inesperado aumento de pasivo cuyo empleo rompe con la tendencia anterior de la ratio de endeudamiento privado respecto al PIB. En los mismos países mediterráneos, en particular en España, la mayor disponibilidad de crédito se traduce por un aumento más que proporcional de la ratio del hipotecario residencial con respecto al conjunto del crédito. Se analiza entonces la sobreproducción inmobiliaria como variable dependiente de la disponibilidad financiera.

- Catedrático de la Universidad de Montreal
  Coordinador de Estadística del Consejo Superior de Colegios de Arquitectos de España
  Director de Red Vergés, S.L.
  redverges@arquired.es

1. INTRODUCCIÓN

Se recordará que los finales de los años 80 y principios de los 90 estuvieron marcados por un alza de precios y un recalentamiento del mercado inmobiliario y de suelo en numerosos países europeos (y algunos no europeos, ver Renaud, 1995). Estos hechos no fueron sin duda ajenos al ciclo monetario iniciado en 1986-87, cuando todavía Europa se encontraba en pleno *boom* inflacionista. Pero a medida que cedían los precios y que tipos reales de interés y crédito bancario volvían a la normal, tanto el consumo como el mercado hipotecario pudieron expandirse de forma notoria, particularmente a partir de 1994 en los países de fuerte crecimiento económico.

Sin embargo, al acercarse la entrada en vigor de la moneda única, se han podido observar fuertes aumentos de saldos vivos de crédito bancario, especialmente en los países mediterráneos. En estos últimos el empleo de dicho aumento de crédito ha beneficiado más al sector hipotecario residencial que al crédito al consumo. En el caso preciso de España, esta expansión hipotecaria empezó con antelación al reciente e inesperado *boom* de construcción residencial, cuyas proporciones son sólo comparables con las del ciclo que Alemania tuvo que poner en marcha durante los años 90 para hacer frente a los efectos de la reunificación.

Estos enunciados sugieren que las evoluciones del crédito, del crédito hipotecario y de la actividad del sector residencial no han seguido la misma trayectoria en todos los países. Ahora bien, adentrados ya en la era del *euro* y de la globalización financiera, por lo menos a escala europea, es de la máxima importancia explicar las peculiaridades nacionales identificando previamente las diferencias estructurales de los respectivos mercados. Desde una perspectiva comparada, el presente estudio propone un análisis de algunas ratios de financiación hipotecaria en distintos países de la Unión Europea. Este análisis se llevará a cabo *en amont,* en referencia al conjunto de la economía y del crédito y *en aval*, en referencia a la actividad del sector residencial.

Debe añadirse que la sencillez conceptual y la abundancia relativa de datos explica el uso bastante generalizado de ratios para abordar el estudio de comportamientos como la propensión por el ahorro, la preferencia por la liquidez, el nivel de endeudamiento o la demanda por ciertos tipos de inversión. Hay que subrayar, sin embargo, el carácter *híbrido* de ciertas ratios cuyo numerador puede representar un *stock* (i.e. saldos vivos de crédito) cuando el denominador puede ser un *flujo* (producción agregada). En todo caso, la comparación propuesta exige el uso de buenas series de los siguientes agregados en cada país:

1. Producto interior bruto a precios de mercado
2. Saldos vivos del crédito privado concedido por las instituciones financieras a los residentes
3. Saldos vivos del crédito hipotecario total y residencial
4. Viviendas edificadas.

2. SERIES ESTADÍSTICAS

Les series del PIB son las de la *OCDE* (1999 y s.). Estas series son en moneda nacional constante de 2000 y han sido derivadas de aquellas en moneda corriente gracias a los índices de la propia *OCDE*. También pueden ser calculadas en euros corrientes gracias a los tipos de cambio históricos, pero no existen deflactores que permitan convertir dicha serie en otra en euros constantes. Otro procedimiento para obtener series en euros constantes consiste en aplicar los índices *OCDE* a la serie transversal del PIB de 1995 (o mejor aún, a la de 2000, aunque ésta sea todavía provisional), lo cual da resultados distintos a los del procedimiento anterior incluso para la serie longitudinal en euros corrientes. Por cuestiones de homogeneidad, se utilizará el primero para el tratamiento histórico de series financieras, mientras que el segundo procedimiento se reservará al breve análisis monográfico del PIB.

Les series de saldos vivos (*outstanding loans*) del crédito privado provienen de *Estadísticas Financieras Internacionales* del Fondo Monetario Internacional (*FMI*, 2002). El término *crédito privado* se corresponde con el agregado *32d*: crédito concedido por bancos e instituciones financieras a los residentes, incluyendo el hipotecario, naturalmente. El agregado *32d* a sufrido modificaciones conceptuales en ciertos países, lo

cual dificulta la comparación entre series. Es por esta razón, además, que han debido excluirse les países escandinavos en el estudio de la ratio "crédito privado/PIB". En cuanto a las series españolas, se utilizan directamente los datos revisados más recientes (*BdE,* 2002), puesto que estos no son exactamente los que publica el *FMI*.

Los saldos vivos del crédito hipotecario residencial y no residencial provienen en su mayoría de la Federación Hipotecaria Europea (*FHE*) cuyos datos en ciertos países han debido ser tratados previamente. A señalar que Luxemburgo no ofrece suficiente material y ha debido ser excluido del análisis. Los datos de España, también recientemente revisados, provienen de la *Asociación Hipotecaria Española* (2002).

Por último, las series de viviendas edificadas provienen de los propios países, y son reproducidas y actualizadas por las publicaciones de diferentes instituciones europeas entre las cuales la ya mencionada *FHE* y *Euroconstruc* (2002).

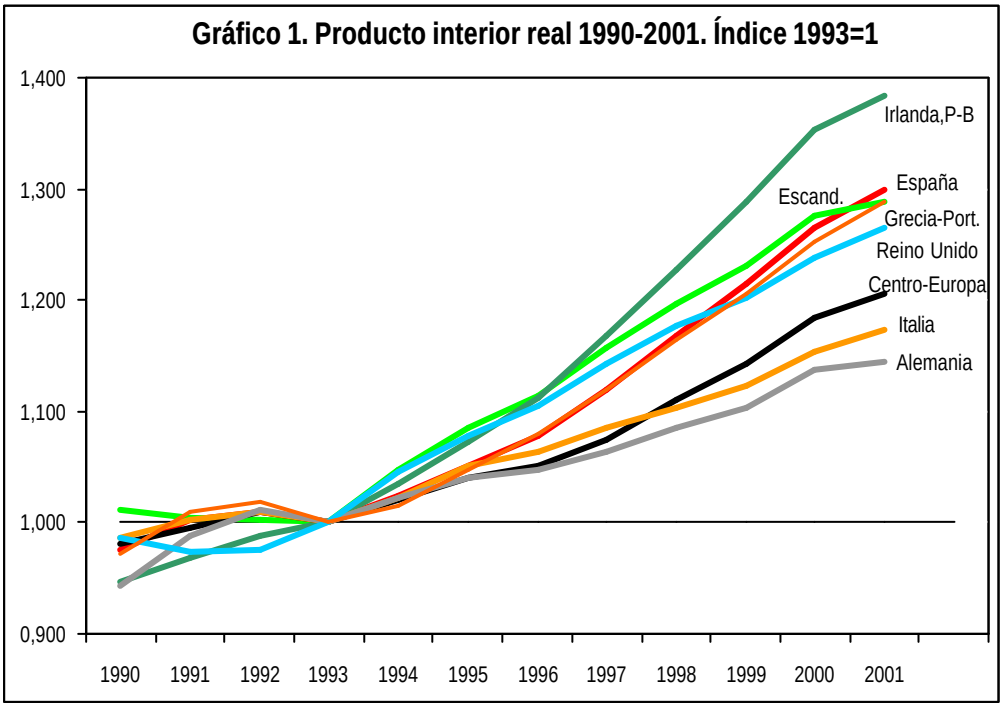
Por razones de visibilidad gráfica, algunos de los 14 países han debido agruparse según criterios de similitud económica a la par que de geografía. Es el caso de Irlanda y Países Bajos, de Escandinavia reuniendo a Dinamarca, Finlandia, Noruega y Suecia, de Europa-Centro agrupando a Francia, Bélgica y Austria y por fin de Grecia y Portugal. En cambio, Alemania, España, Italia y Reino Unido se analizan por separado. Por lo demás, cuando se hace referencia a los países mediterráneos, se designa exclusivamente a España, Grecia, Italia y Portugal.

3. RATIOS DE CRÉDITO PRIVADO

3.1. Evolución del PIB

El periodo 1987-2000 ha estado marcado por profundas transformaciones de la economía de ciertos países europeos. Ello ha incidido naturalmente en la estructura del ahorro y por consiguiente en la estructura de la inversión y del crédito. Es pues indispensable empezar por echar una ojeada a la evolución del producto interior bruto real, por lo menos desde 1990. El gráfico 1 muestra dicha evolución en índice de base 1993=1, año en el que empieza un intenso período de recuperación y de expansión económica.

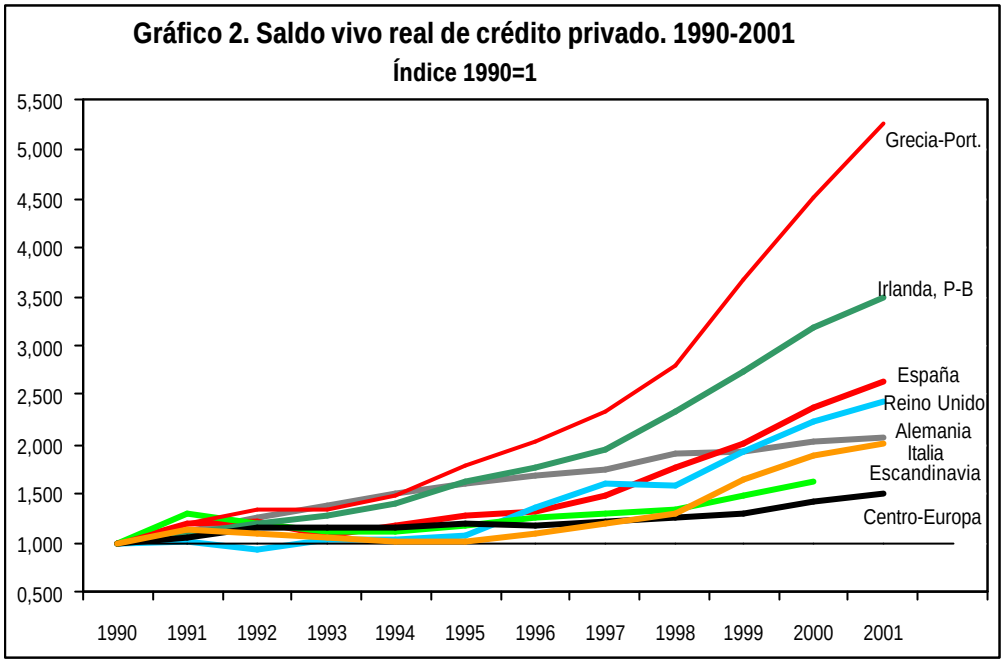
Gráfico 1. Producto interior real 1990-2001. Índice 1993=1



Se observa el crecimiento sostenido de los países con tecnología de *rendimientos crecientes*: Irlanda y Países Bajos así como los países escandinavos y el Reino Unido. En cambio, Centro-Europa, Alemania e

Italia muestran un ritmo de crecimiento más lento, debido sin duda al peso de sus regiones de *rendimientos constantes*. En cuanto a los otros países mediterráneos, a pesar de su baja productividad y de su alta tasa de paro, logran buenos resultados gracias al intercambio de tecnología por litoral.

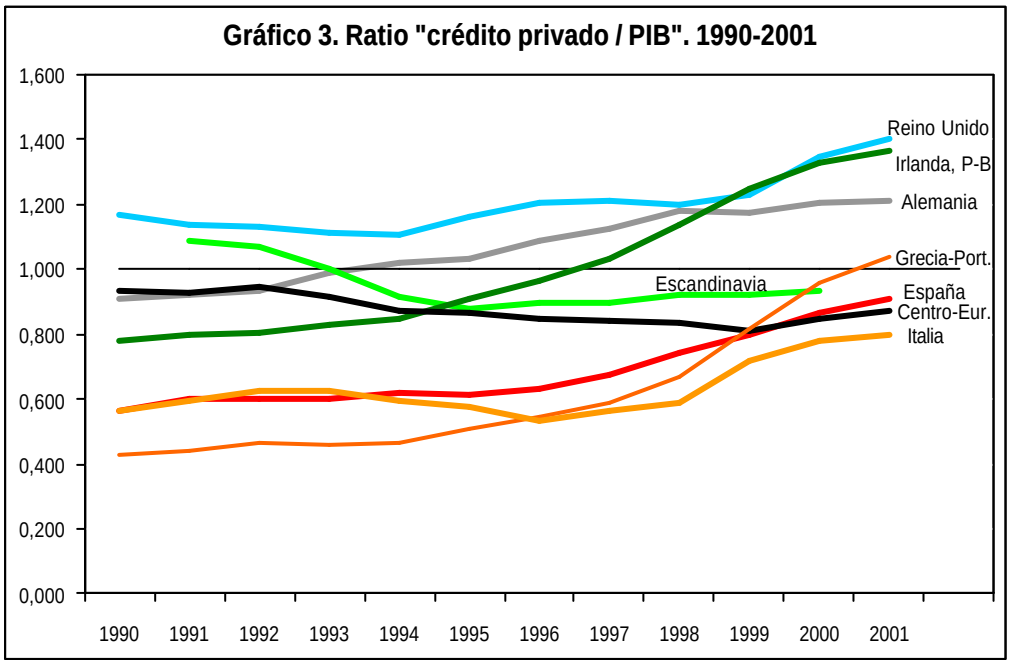
3.2. Evolución del crédito privado



Consideremos ahora la evolución del crédito privado en términos comparables al del PIB. En el gráfico 2 se puede observar que en unos países los índices de crecimiento del crédito son relativamente paralelos a los del crecimiento económico y en otros países no. Esto nos conduce a examinar en cada uno de ellos el nivel y la relación o ratio entre el crédito privado y la producción agregada o PIB.

3.3. La ratio "Crédito privado/PIB"

Las series del crédito y del producto interior bruto permiten calcular la ratio entre ambos conceptos. El gráfico 3 muestra su evolución desde 1990.



Este gráfico evidencia que hasta mediados de los 90, la ratio del crédito privado en relación con la producción agregada evolucionó de forma bastante estable, salvo tal vez en Escandinavia donde se inició la década con una crisis económica que sólo remitió en 1994. El nivel relativo de endeudamiento era alto en el Reino Unido, moderado-alto en Alemania y Centro-Europa, moderado sólo en Irlanda y Países Bajosy finalmente bajo en los países mediterráneos. Por supuesto, sería complicado explicar estas diferencias de nivel entre países, tanto más que a partir de 1997 ha habido cambios significativos en algunos de ellos. En efecto, para proporcionar una imagen más detallada de la estructura comparada del crédito en los países europeos, sería necesario por un lado superar la dificultad conceptual acerca de la ya mencionada naturaleza heterogénea de la propia ratio y, por otro lado, habría que despejar previamente ciertas dudas acerca de algunas series financieras repetidamente revisadas por el *FMI.*

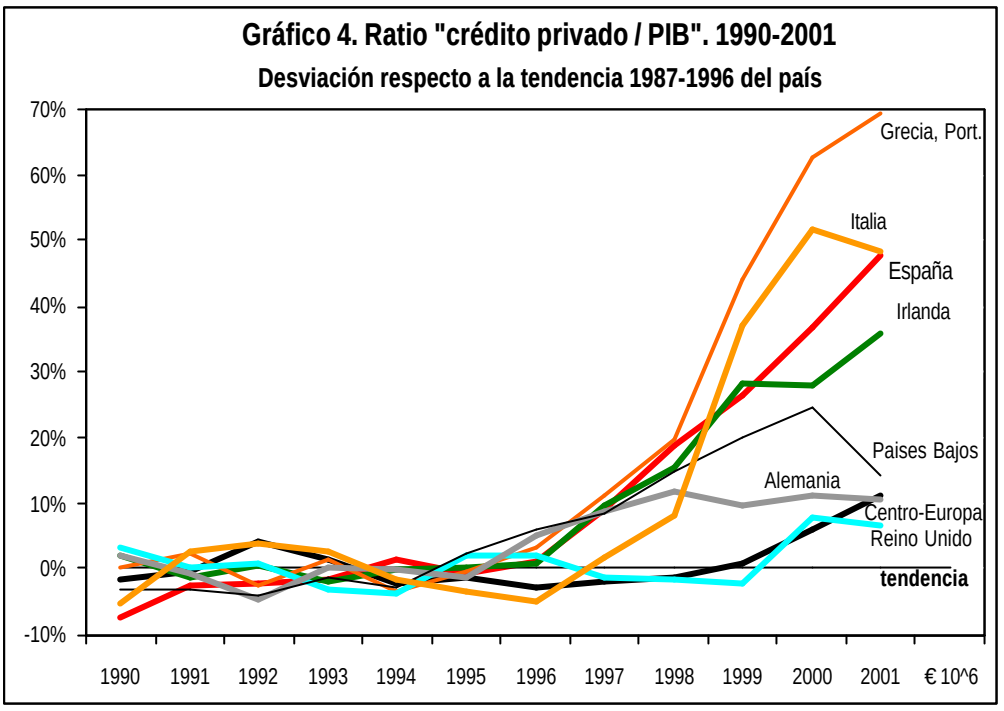
Sea como sea, lo cierto es que a partir de 1997, cada uno de los países de la Unión Europea ha desarrollado una tendencia particular de su propia ratio "Crédito privado/PIB", o bien en el sentido estable como en los países de Escandinavia o de Centro-Europa, o bien en el sentido creciente como todos los demás. Los primeros parecen haber conservado su estructura de crédito, mientras que los otros la han cambiado en el sentido de una mayor velocidad diferencial de endeudamiento en relación con el crecimiento de sus recursos, es decir de su PIB. El objeto del apartado siguiente es precisamente el estudio de dicho cambio.

3.4. Tendencias o ciclos

Para medir si en un país ha habido cambio de tendencia y de qué intensidad en la ratio "Crédito privado/PIB", es necesario determinar primero las tendencias anterior y posterior al instante del presunto cambio. Pero como que este instante parece situarse entre 1996 y 1997, no disponemos de demasiadas observaciones para estimar la tendencia posterior. Por todo ello, es preferible determinar sólo la tendencia anterior, proyectarla hasta el 2001 y medir las desviaciones de la ratio ulteriormente observada en relación con la proyección de esta tendencia. Como que estas desviaciones se expresan en porcentaje, pueden ser perfectamente comparadas entre países, con la salvedad de los países escandinavos por causa de carencia de datos homogéneos de crédito anteriores a 1990 o incluso 1991.

Las características de este análisis figuran en el Anexo: Metodología. En resumen, se determinan las tendencias por regresión bilogarítmica *GLS* (Cochrane-Orcutt) entre los saldos vivos de crédito (*Y*) y el PIB (*X*) en euros corrientes durante el período 1987-1996 escogido por su estabilidad después de varias pruebas con períodos alternativos (1986-1997, etc.). Los resultados, país por país, son muy significativos: tres de ellos alcanzan un r^2 de 0,99 (Alemania, España e Irlanda) y todos los demás sobrepasan 0,95 salvo Francia (0,90) e Italia (0,86). En definitiva, puede afirmarse que en los ocho estados estudiados situados por debajo del paralelo 55, ha existido una clara tendencia de la ratio hasta 1996 y que esta tendencia era cóncava en Francia e Italia y convexa en los otros seis países.

El gráfico 4 muestra un eje de abscisas que representa la tendencia linealizada 1987-1996 de los diferentes países, prolongada hasta el 2001. Es en relación con este eje que se miden las desviaciones de la ratio en porcentaje, tanto antes como después del 31 de Diciembre de 1996. Por ejemplo, supongamos que si se aplica la función de regresión estimada al PIB de un año, se obtenga una estimación del crédito de 1 millardo de €. Supongamos asimismo que en el mismo año se haya observado un saldo vivo de crédito de 1,1 millardos. Entonces, la curva del país alcanzará 10%. Sólo el período 1990-2001 se representa en el gráfico en el cual, además, los grupos resultan de la agregación de los resultados econométricos de sus países componentes.



Se observa que en Centro-Europa y Reino Unido, la tendencia anterior a 1997 permanece hasta 1999 y asciende luego hasta alrededor de 10% en 2001 (con la salvedad de Bélgica que subió a este nivel ya en 1997). En Alemania, también la desviación con respecto a la tendencia empezó más pronto (1996) oscilando continuamente alrededor de un 10-11%. En cuanto a Irlanda y Países Bajos, hay interés en desglosarlos porque, aunque en ambos la desviación al alza ha sido muy fuerte y simultánea de 1997 a 2000, la primera continúa ascendiendo hasta 35% mientras que los segundos retroceden a 15% en 2001.

Pero es en los países mediterráneos donde se observan las mayores desviaciones con respecto a sus respectivas anteriores tendencias. Estas desviaciones alcanzan su máximo en Grecia y Portugal, con 70% mientras que España e Italia coinciden en un 48%. Además de estas desviaciones, la tabla siguiente proporciona una estimación del aumento *supratendencial* del activo de las entidades financieras entre 1997 y 2001, en relación con el Producto Interior Bruto de 2001 y en millones de euros:

País	% tendencia	% PIB	millones €
Alemania	10,4%	11,4%	235.234
Austria	9,2%	9,0%	18.930
Bélgica	12,1%	8,4%	21.345
España	47,8%	29,3%	190.333
Francia	11,2%	8,7%	132.407
Grecia	94,7%	30,9%	40.028
Irlanda	35,8%	29,4%	34.028
Italia	48,5%	26,1%	317.811
Países Bajos	14,4%	18,0%	76.251
Portugal	57,5%	53,4%	65.495
Reino Unido	6,8%	10,0%	140.709

Tabla 1. Estimación del aumento supratendencial del pasivo de las entidades bancarias 1997-2001. En % de la tendencia y del PIB 2001 y en millones de euros.

Dada la importancia de este aumento, por lo menos imprevisible (BBVA, 2001) del saldo vivo de crédito concedido por las instituciones financieras, conviene ver qué empleo se ha hecho de estos activos adicionales en los distintos países estudiados.

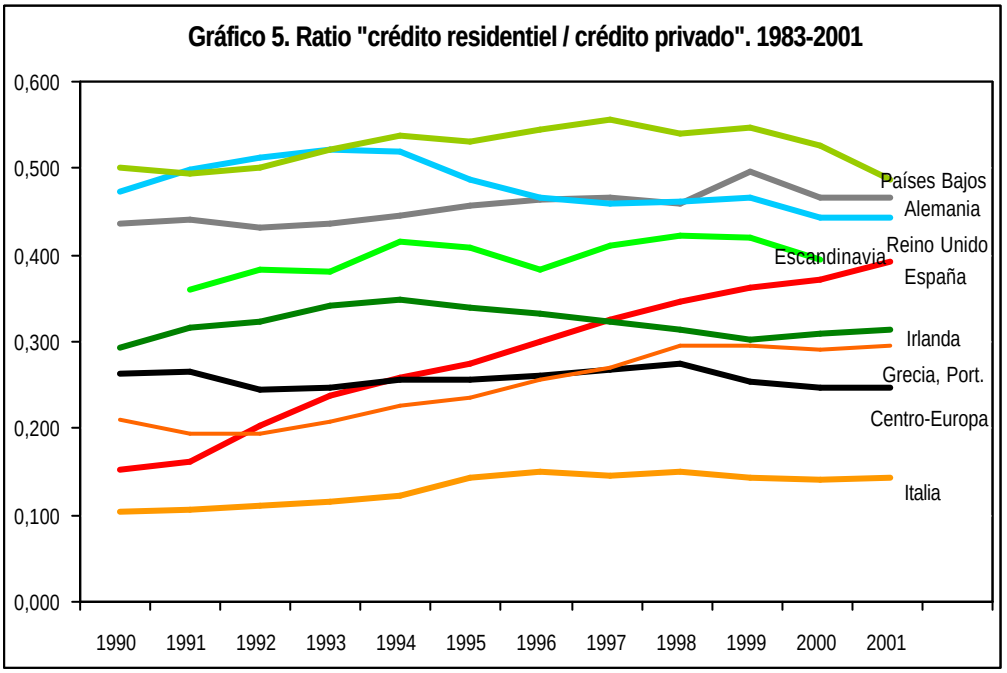
4. RATIOS DE CRÉDITO HIPOTECARIO

La *FHE* publica series del conjunto de crédito hipotecario no residencial de los países europeos. La suma de estas series con las de crédito residencial podría dar lugar al estudio de una ratio del conjunto del crédito hipotecario en relación con el conjunto del crédito privado. Sin embargo, al examinar los resultados preliminares, se llega a la conclusión que dicho estudio no presenta todo el interés esperado debido a la fragilidad de los datos no residenciales. En efecto, en la mayor parte de países la importancia de este sector al nivel de la financiación es muy reducida, alrededor 5 à 10% de todo el crédito. Sólo en los Países Bajos aparecen tasas más importantes, por cierto muy variables, del orden de 20 à 40%. Es evidente que deberá realizarse un esfuerzo de definición y de unificación de los criterios estadísticos relativos al sector, cuya importancia será sin duda cada vez mayor en la financiación de la edificación.

4.1. Ratios del crédito hipotecario residencial

Todas estas razones conducen a pasar por alto el estudio del conjunto del crédito hipotecario y a abordar directamente la ratio de crédito residencial. Esta ratio, que figura en el gráfico 5, representa el peso del saldo vivo de hipotecas residenciales en el saldo vivo del conjunto del crédito privado y se obtiene dividiendo los datos de ambas series. Los conjuntos son los mismos que anteriormente, aunque Centro-Europa no incluya a Austria ni Escandinavia a Noruega, en ambos casos por carencia de datos.

Gráfico 5. Ratio "crédito residentiel / crédito privado". 1983-2001



También este gráfico depara alguna sorpresa. Ante todo, impresiona el alto porcentaje de crédito que se dedica al sector residencial en el primer grupo que es el de países situados por encima del paralelo 50º, porcentaje que supera el 40% en todos los casos salvo en Irlanda (30%). Inversamente, el segundo grupo formado por los países mediterráneos da la impresión (errónea) de no dedicar tanto esfuerzo a la financiación de la vivienda, con un máximo del 15%. Por último, España parece decidida a pasar del segundo grupo al primero, con un crecimiento sostenido de la ratio residencial que va del 15% a principios de la década a 35% a finales de la misma.

A la vista de estos resultados, hay que formular ciertas preguntas: ¿A qué corresponden estas distintas ratios según los países? ¿Son representativas de comportamientos diferenciados en lo que se podría denominar "propensión por la piedra"? ¿O bien existen simplemente sistemas diferentes de financiación sectorial? Para responder a estas preguntas haría falta estudiar la estructura de los sistemas de financiación propios y su volumen contable en cada país. A falta de un estudio de esta índole, suele opinarse a favor de la existencia de sistemas diferenciados de financiación.

En efecto, en el primer grupo suelen existir figuras de financiación poco corrientes en otros países. Es el caso de las hipotecas comerciales cuya finalidad puede ser el crédito a pequeñas y medianas empresas o simplemente la financiación de la compra de edificios destinados al alquiler. Por ejemplo, un país como Alemania, con el doble de habitantes y de renta per capita que España pero con 40 o 50% de sus viviendas en alquiler, ha tenido siempre un saldo vivo hipotecario muy elevado. En cuanto al segundo grupo incluyendo a España a pesar de su subida en el *ranking*, parece estar formado por países que limitan el destino del crédito hipotecario a la financiación de la compra del propio bien.

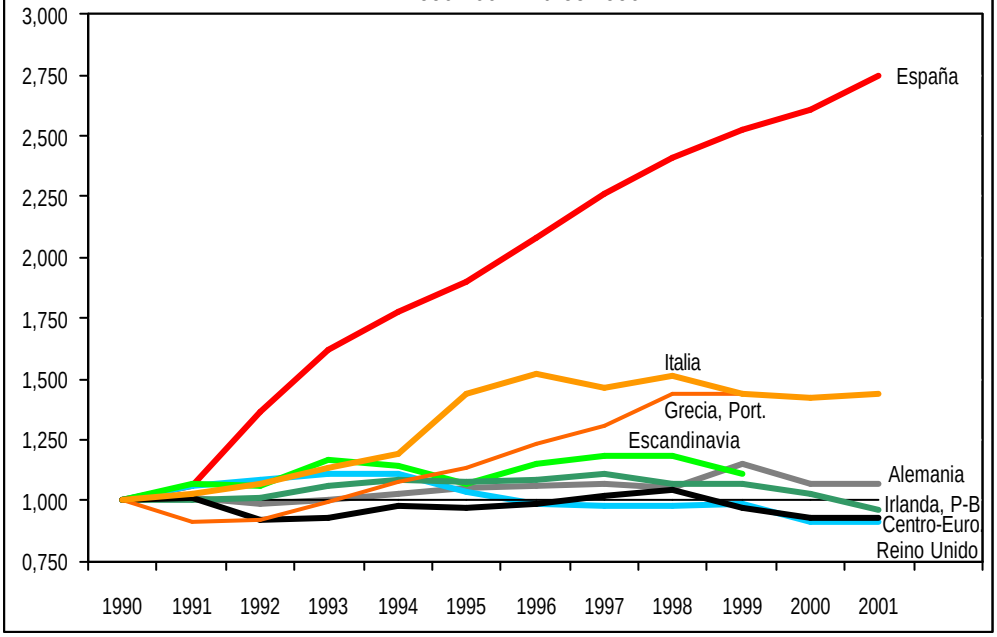
Sin embargo, como que es imposible que este grupo, esencialmente mediterráneo, haya podido construir tanta vivienda durante el último cuarto de siglo sin recurrir al crédito tanto como por doquier, hay que encontrar alguna razón a la debilidad de las cifras hipotecarias incluso después de 1996. La carencia no ha debido ser tanto de disponibilidad de crédito como de garantías por derechos reales. Y como que la información sobre crédito residencial no proviene de la finalidad de las operaciones sino de la naturaleza de la garantía, no se ha podido distinguir entre crédito residencial sin hipoteca y crédito para otra cosa.

4.2. Evolución de los ratios residenciales

Lo que precede sugiere un análisis mas profundo de la información disponible. Los índices en base 1990 de la ratio residencial pueden ayudarnos a ello. La elección de dicho año parece apropiada por una razón específica, ya que es a partir de entonces que se estabilizan los mercados después de los avatares del ciclo inmobiliario iniciado por razones monetarias totalmente exógenas, a principios de 1987. Los resultados se obtienen dividiendo la ratio residencial del año corriente por la del año de base.

Gráfico 6. Ratio "crédito residencial / crédito privado".

1990-2001. Indice 1990=1



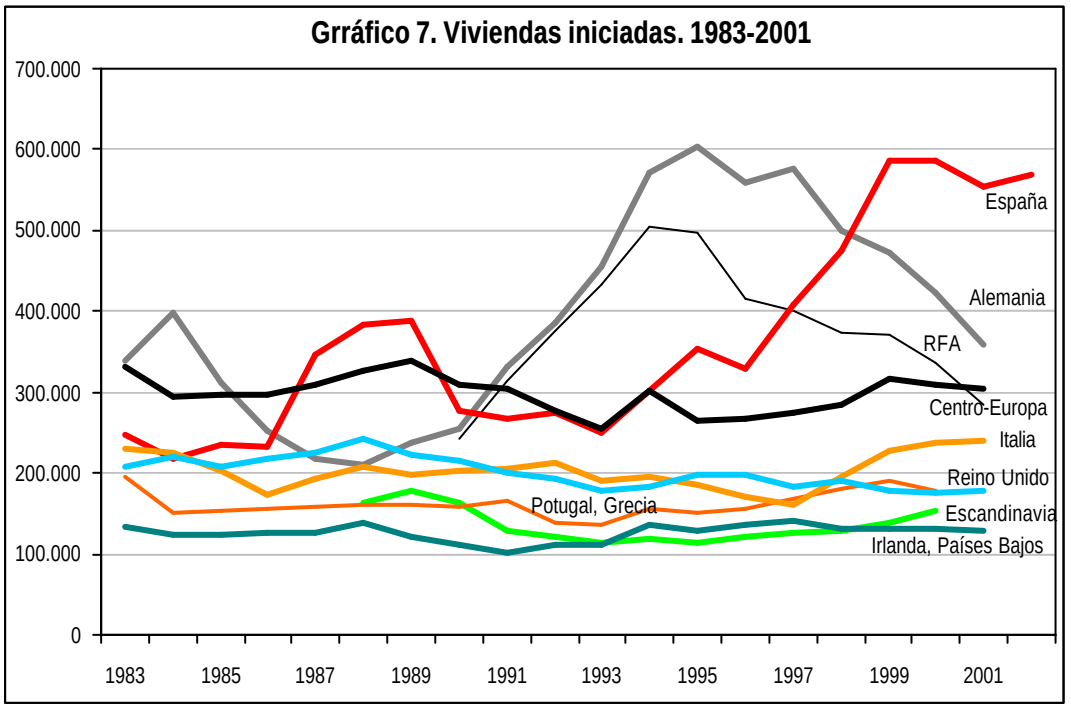
Este gráfico muestra la relativa estabilidad del empleo hipotecario del ahorro a fines residenciales en los países europeos no mediterráneos. En efecto, estos países no han cambiado de forma substancial las cuotas de crédito a la vivienda en relación con el conjunto del crédito, por lo menos desde 1990, puesto que los índices correspondientes oscilan dentro de un abanico que va de 0,9 à 1,15. Por consiguiente, ya a la vista de la información disponible, puede afirmarse que incluso cuando el conjunto del crédito ha desviado al alza con respecto al PIB como es el caso de Irlanda y Países Bajos, el superávit a servido para financiar inversiones residenciales en las mismas proporciones de siempre.

No es este el caso de los países mediterráneos, y especialmente de España, donde el sector residencial ha conocido unas sorprendentes ganancias de cuota dentro del conjunto del crédito privado. Queda entonces por ver si el correspondiente superávit de crédito hipotecario residencial se ha traducido en algún ciclo expansivo del sector de la edificación.

5. CRÉDITO Y EDIFICACIÓN RESIDENCIAL

5.1. Actividad residencial

El gráfico 7 muestra la evolución de las viviendas iniciadas en cada país entre 1986 y 2001 en base 1990. El concepto de inicio de obra es más realista que los de licencia de obra y de certificación de fin de obra, estos últimos frecuentemente subestimados. Sin embargo, no siempre se dispone del dato óptimo. Así, de las quince series, Grecia, Portugal y Países Bajos son licencias, mientras que Irlanda y Reino Unido son viviendas terminadas salvo en España donde son visados de arquitecto por ser la serie más fiable. Dada la magnitud de las variaciones en los agregados financieros estudiados, no parece útil entretenerse con los tradicionales y siempre actuales ciclos de corta duración de la vivienda (de la Morvonnais, 2000). En cambio, sí conviene concentrarse en los ciclos edificatorios de gran volumen y en su eventual relación con los avatares financieros antes estudiados.



Ante todo se observa que Alemania, después de una fuerte depresión durante la segunda mitad de los 80, ha visto aparecer durante los 90 un gigantesco y larguísimo ciclo de edificación. Obviamente, la razón de ser de este último es la reunificación del país que ha obligado a dar cobijo tanto a los llegados del Este como a muchos de los que allí se quedaron, incluyendo Berlín.

En el resto de Europa no mediterránea no se observan ciclos edificatorios importantes, a pesar de las inevitables fluctuaciones de Centro-Europa, Reino Unido o Escandinavia. Fuera del caso alemán y tal vez de Irlanda, ello es debido probablemente a que no es preciso construir más, dado que en la Unión Europea hace tiempo que las necesidades residenciales han dejado de ser acuciantes.

Tampoco las necesidades son excesivas en los países mediterráneos, especialmente en España como se verá más adelante. Sin embargo, es aquí que se está produciendo un ciclo de vivienda de volumen y duración comparable al de Alemania. Además, en Portugal y Grecia se observa también un cierto crecimiento que en conjunto ha hecho pasar de 165.000 viviendas año a principios de los 90 a más de 185.000 recientemente. Por fin, en Italia que parecía ir a contracorriente del grupo mediterráneo, reduciendo constantemente su volumen de edificación, el ciclo es substancial desde los últimos tres años.

En el resto del artículo se aclararán ciertas peculiaridades de la demanda residencial de los países mediterráneos, centrándonos obviamente en la preocupante sobreproducción española. Pero antes conviene analizar el gráfico 7, relacionándolo con la evolución de las ratios financieras antes estudiadas.

5.2. Crédito total, crédito residencial y sector vivienda

Se puede observar en los gráficos 5 y 6 que el *boom* inmobiliario de Alemania no ha significado modificación alguna de las preferencias de consumo, puesto que en ellos no aparece ningún cambio significativo de la ratio "crédito residencial/crédito privado". En consecuencia, puede decirse que el *boom* residencial no está vinculado con algún superávit de crédito hipotecario disponible o de cualquier otro acontecimiento monetario. Recíprocamente, dado que la ratio que ha aumentado es la de "crédito privado-PIB" (gráficos 3 y 4), hay que reconocer que la construcción residencial ha contribuido sin duda a aumentar el nivel de endeudamiento privado de Alemania, pero no más que los otros sectores de consumo. En definitiva, el ciclo alemán aparece como una variable exógena del sistema financiero.

En la mayor parte de otros países europeos no mediterráneos (Centro-Europa, Reino Unido y Escandinavia) se observa en los mismos gráficos que ni la ratio "crédito residencial/crédito privado" ni la de endeudamiento con respecto al PIB han crecido significativamente. Por tanto, no es necesario extenderse: no ha habido "ciclo" de crédito ni total ni residencial y tampoco lo ha habido en el sector vivienda. La única excepción podría ser Irlanda y Países Bajos, cuya ratio de endeudamiento en relación con el PIB ha aumentado, pero no la residencial. De hecho, tampoco ha habido *boom* edificatorio en Países Bajos aunque tal vez en Irlanda, a pesar de algunas dudas acerca de su serie de viviendas terminadas (Hughes, 2002).

Parece obvio que cuando hay crecimiento simultáneo del crédito y de la cuota de hipotecario, se produce un ciclo de vivienda, siendo ésta variable dependiente de la financiación y no lo contrario (Brady, 1973), vía el crédito puente al promotor. En cuanto a los países mediterráneos, se observan aumentos espectaculares de las ratios tanto de "crédito privado-PIB" como de "residencial/crédito privado". Con estos antecedentes, era de esperar una cierta reactivación del sector residencial, lo cual es un hecho clamoroso en España, un poco menos en Grecia y Portugal y se termina con una tardía subida en Italia.

Por último, es interesante establecer un paralelo entre los dos grandes ciclos de edificación de los años 90 según el gráfico 7 y la evolución del crédito residencial en los correspondientes países según los gráficos 5 y 6. Estos ciclos parecen gemelos en cuanto a volumen y duración aunque estén desfasados de unos cinco años. Sin embargo, en Alemania la incidencia del ciclo sobre la financiación hipotecaria tiene mucha menos incidencia que en España, debido al hecho que en 1996 el volumen alemán de saldo vivo hipotecario era diez veces mayor que el español y que todavía hoy es cinco o seis veces superior a pesar de nuestro mayor crecimiento diferencial. Por consiguiente, a volumen y precios equiparables, el impacto financiero del ciclo residencial seguirá siendo menor en Alemania y mayor en los países mediterráneos.

5.3. La demanda en los países mediterráneos

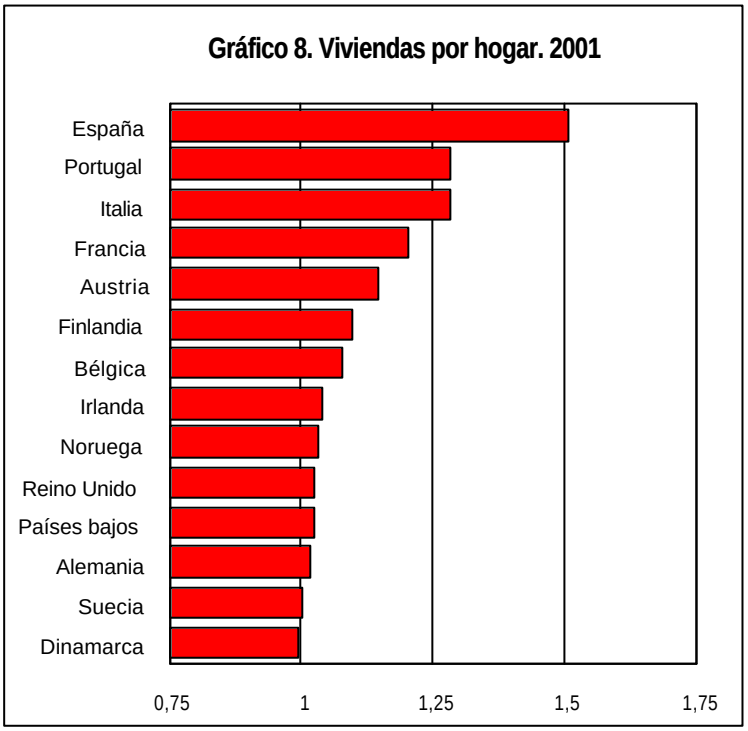
Queda por dilucidar el aspecto esencial de la demanda. Dado que la demanda ha respondido y sigue respondiendo a la oferta, como lo demuestra el crecimiento del activo hipotecario, cabe preguntarse si

existía demanda pendiente en los países mediterráneos, en particular en España, que pudiera explicar el aumento de la demanda efectiva a partir de 1997. Esta cuestión es más complicada de lo que parece, puesto que en todos los países existe alguna forma de demanda pendiente vinculada con los siguientes factores: infravivienda y hacinamiento, migraciones internas resultantes de la despoblación rural y urbana, inmigración de trabajadores, propensión por la tenencia de locales desocupados, etc.

Algunos de estos factores dan lugar a análisis comparativos, especialmente a partir del *Panel Comunitario de Hogares* de *Eurostat* (actualmente en curso de transformación). Pero es improbable que de ellos puedan derivarse criterios cuantificables que permitan determinar volúmenes diferenciales de demanda pendiente por países. En cambio, la existencia de sectores turísticos más o menos importantes, así como la presencia de propensiones diferenciales por la vivienda secundaria, pueden en parte explicar la mayor o menor "propensión aparente por la piedra" según los mismos países.

En el gráfico siguiente aparece la ratio entre número de viviendas y número de hogares. Por supuesto, todo lo que supera 1 es vivienda no principal, ya sea secundaria, ya sea turística, ya sea desocupada, pero no se dispone de desgloses actualizados de este tipo para todos los países.

Gráfico 8. Viviendas por hogar. 2001



El gráfico 8 muestra claramente la distancia que separa España de los otros países, incluso mediterráneos. Sabemos además que las mayores ratios de viviendas por hogar no se encuentran obligatoriamente en Las Palmas o en Málaga sino en provincias rurales más o menos próximas a las grandes capitales como Guadalajara, Burgos, Teruel o Girona, seguidas de cerca por las turísticas como Alicante o Baleares. Incluso las últimas provincias del ranking, como Barcelona, Córdoba, Madrid o Sevilla, presentan ratios superiores a las de Portugal o de Italia. De todo ello se desprende que en nuestro país existe una "propensión por la piedra" muy superior a la de cualquier otro país europeo.

Esta propensión atávica por lo residencial no es nueva. En efecto, puede observarse en el gráfico 7 que España se desmarcó muy claramente de los otros países europeos en lo que fue el ciclo consecutivo al aumento de tipos reales a la emisión en 1987, ciclo cuya modesta cresta aparece en todos ellos, salvo en Alemania (Vergés, 1998). Pero esta cresta se transformó en España en un verdadero *boom* de proyectos residenciales que se concluyeron entre 1989 y 1991 y cuyo excedente no encontró salida más que con la

ampliación de la cartera hipotecaria de bancos y cajas ([1]). Ello explica el fulminante arranque de su endeudamiento residencial a partir de 1991, visible en el gráfico 6.

5.4. España e Italia

Saltando por encima de las complejas disparidades regionales en ambos países, queda todavía por explicar las diferencias cíclicas entre España e Italia. Partiendo inicialmente de una desviación del crédito privado con respecto al PIB bastante similar (tabla 1), observamos que Italia ha hecho un uso hipotecario mucho más moderado que España del superávit de crédito privado y que, por consiguiente, tampoco su ciclo de actividad residencial puede compararse con el nuestro (gráfico 7). ¿Porqué esta templanza cuando Italia tampoco se queda corta en materia de propensión por la piedra? (gráfico 8).

Una explicación puede encontrarse en la finalidad que se da a la inversión inmobiliaria. En efecto, en Italia la inversión en obras de renovación no ha cesado de crecer desde que se dispone de datos. En mitad de los 80, dicha inversión representaba ya un 45% de toda la inversión residencial. En 1955 alcanzaba el 50% y hoy en día está en 58% (Bellicini, 2002), cuando en España la renovación no alcanza más que un 10% o un 15% del total.

Supongamos entonces que la financiación de la renovación continúe siendo en todas partes más difusa y menos regida por la garantía real que la financiación de la nueva vivienda. Esto quiere decir que buena parte de dicha financiación se encuentra en el crédito personal no hipotecario. Y como hemos visto que la renovación es preponderante en Italia y minoritaria en España, ello explica porqué la concordancia entre ciclo de vivienda y saldo vivo hipotecario es débil en Italia y fuerte en nuestro país. Ello explica también la ratio hipotecaria reducida de Italia en el gráfico 5, así como el aparente retardo y la menor intensidad del flujo de viviendas iniciadas en Italia, cuyo arranque cíclico sólo se ve consolidado en 1999.

6. CONCLUSION

Tal vez lo que más llamativo de este análisis comparado sea la diversidad de comportamientos residenciales en los distintos países de la U.E. Claro está que esta diversidad disfrutaría de un mejor encuadre si se dispusiera de una información retrospectiva más rica, sobre todo en materia de ahorro, movimiento de capitales e inversión. Pero hay que reconocer que esta diversidad viene favorecida por la ausencia, en los mercados financieros, de suelo, de promoción y de venta inmobiliaria, de condiciones competitivas y cuotas sectoriales comparables a las que rigen a los mercados de bienes y servicios en Europa.

¿Es necesaria - o cuanto menos deseable - una regulación del sector residencial e inmobiliario en general al nivel europeo? Desde un punto de vista legalista, dada la primacía del derecho de la propiedad privada en la mayor parte de países de la U.E., esta pregunta podría caer en la indiferencia si uno se limita a los propios bienes, puesto que ni los inmuebles ni su innegable impacto urbano ni ambiental son exportables de un país a otro. Sin embargo, Europa tiene unos objetivos de desarrollo económico y social que alcanzar y parece que tiene derecho a exigir a los países miembros, que cumplan con ciertas reglas y que produzcan lo que mejor se adecua a dichos objetivos. Por consiguiente, alguna instancia europea debería ser competente para resolver las discrepancias que puedan existir entre ciudadanos de un país y sus propias administraciones acerca de lo que se hace o no se hace en una materia tan compleja y tan irreversible como es el uso del suelo, ya sea porque en su opinión se infringen reglas, ya sea porque, de hacerlo, se desvirtúan los objetivos en cuestión.

[1] El ciclo de fin de los 80 ha sido estudiado por el autor (Vergés, 1998) que parte de la observación que los precios de segunda mano subieron antes que los de la vivienda nueva. El alza de tipos de interés a la emisión repercutió sobre los tipos hipotecarios: a igual vivienda, el usuario debía pagar mucho más que antes por su hipoteca. Por consiguiente, tendía a recuperar la diferencia aumentando el precio de venta de la anterior vivienda. Entonces, en ciertos lugares como París, se creyó que la espiral de precios traducía una *revalorización del inmobiliario*, lo cual generó un ciclo efímero de la construcción, a contra corriente de la teoría que pretende que el alza de tipos de interés inhibe la actividad del sector (es probable también que las crisis bursátiles de la época beneficiasen al inmobiliario...). Pero las expectativas de promocionar a alto precio se desvanecieron pronto y el ciclo se extinguió, salvo en España.

Ahora bien, cualquier tentativa de regulación deberá apoyarse en un mejor entendimiento de las diferencias atávicas en el comportamiento financiero. Por ejemplo, habrá que buscar en la Historia la explicación profunda del fenómeno de "propensión por la piedra" que se traduce, hoy más que nunca, en comportamientos como aquel de que "cuando hay un duro, va a vivienda". Tal vez sea ésta una de las claves para entender algunas dificultades a la hora de materializar ciertos aspectos de la convergencia europea. Hay que recordar que hace ya doscientos años que en la Europa del Norte (y en algunas regiones de España y de Italia), se aprendió a canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, mientras que en otros lugares se ignora todavía que *la vivienda no crea riqueza, aunque permite disfrutar de ella*.

Tampoco hay que olvidar que si el capital humano es el músculo del capital social, el capital financiero es su nervio y que, por tanto, el activismo financiero puede ser contraproducente. Por ejemplo, el hecho de financiar sobreproducción con recursos que se habían sustraído anteriormente a la circulación, puede afectar a aquellas instituciones financieras proclives a ceder a la euforia hipotecaria. En efecto, bancos y cajas corren el riesgo de encontrarse entre el yunque de un pasivo exigente y el martillo de un activo con tendencia a la insolvencia al menor desplome coyuntural, si *cauciones* o *titulizaciones* no están lo suficientemente desarrolladas.

Pero actualmente el problema más crucial y urgente es el peligro que puede suponer la sobreproducción para la estabilidad pactada por el conjunto de la Unión. Concretamente, la expansión urbana que ha florecido alrededor de las ciudades y a lo largo de las costas, generará inevitablemente *costes externos* de integración territorial que acabarán imputándose a cargo de los presupuestos de las distintas administraciones, lo cual plantea ya de entrada la cuestión de saber si dichas administraciones deben subvenir con infraestructuras y equipamientos públicos a territorios cuyo desarrollo privado no responde a una necesidad social evidente (Stiglitz, 1977, Guengant, 1992).

Recordemos, a propósito, que la crisis del Pacto de Estabilidad empezó cuando el Comisario Solbes anunció sanciones a Alemania por acercarse al límite deficitario del 3%. Sería absurdo pensar que los factores excedentarios de gasto público estuvieran exentos de *costes externos* relativos al gigantesco ciclo de construcción residencial derivado de la reunificación. Pero cómo reprender a un país por haber hecho frente a una difícil situación cuando la propia Unión aplaudió la caída del muro de Berlín unos años antes. No cabe duda que, a los ojos de la Comisión, esta coartada ha debido ser más fuerte que la evidencia de una cierta sobreestimación de las necesidades y, sobre todo, de una subestimación de los *costes externos adyacentes* por parte del gobierno federal.

Queda por ver qué coartada podrán presentar España o Portugal, por ejemplo, cuando les llegue su turno. Hay que recordar que los países mediterráneos son los que más se han beneficiado de ayudas para fomentar una convergencia con el resto de la Unión Europea, aunque bajo criterios algo diferentes de los que están prevaleciendo en realidad. En todo caso, son de prever enormes tensiones entre los Estados implicados, poco dispuestos a asumir costes ni internos ni externos en aras de mantener (con razón) el *déficit cero* y las Comunidades y entidades locales necesitadas (con razón también) de infraestructuras y equipamientos para aquellos nuevos desarrollos urbanísticos que tan bien sentaron en su día a los gobiernos centrales por su contribución al corto plazo del PIB y a la plétora del *turismo de ladrillo*.

REFERENCIAS

AHE (2002). *Boletín Estadístico del Mercado Hipotecario*. Anual. Tab. 3.1.1.1.

Banco de España. Base de datos estadísticos. Series D_BFEA1000 y D_BFEA1210.

BBVA (2001). *Situación inmobiliaria*. Servicio de estudios. Oct. 2001.

Bellicini, L. (2002). Italy, *in* Euroconstruct: *The Prospects for Construction in Europe. 53rd Conference*, June, vol. 2, pp. 202-225. Dublin.

Brady, E. (1973). An Econometric Analisys of the U.S. Residential Housing Market, *in* R.B. Ricks (Ed.). *National Housing Models: Applications of Econometric Techniques to Problems of Housing Research*. Mass.: Lexington, pp. 1-47.

Euroconstruct (2002). *The Prospects for Construction in Europe*. Vol. 2, June. Dublin.

Fédération Hypothécaire Européenne. *Rapport Annuel*. Tab. 1, 3, 9 et 12. 2001.

------ *Hypostat*. Tab. 1, 3, 10, 13, 22 et 25.

Fondo Monetario Internacional (2002b). *Estadísticas Financieras Internacionales*. Mensual Sept.
------ (2002a). *Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario 2001*. NY : FMI.
Guengant. A. (1992). Les coûts de la croissance périurbaine. Paris: *ADEF*.
Hughes, A. (2002). Ireland, *in* Euroconstruct: *The Prospects for Construction in Europe. 53rd Conference*, June, vol. 2, pp. 193-202. Dublin.
de la Morvonnais, P. (2000). The European Housing Market to 2002, *in* Euroconstruct: *Prospects For Construction in Europe.* Jan., pp. 31-42. Cambridge.
OCDE (2002). *Perspectives économiques de l'OCDE, 69*. Vol 2002/1. Paris: OCDE.
------ (2000). *Comptes nationaux des pays de l'OCDE. Principaux agrégats. 1988-1998. Vol. I.* Paris: OCDE.
Renard, V. (1995). Le cycle global de l'immobilier. *L'Observateur de l'immobilier, 31*, 4-18.
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.
Vergés Escuín, 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.
------ (1998). El precio de la vivienda urbana, *in* R. Vergés (*ed*.). *El precio de la vivienda y la formación de hogar*. Seminaris Urbans II. Col·lecció "Urbanitats", 6. Centre de Cultura Contemporània de Barcelona, pp. 117-144.

ANEXO: DATOS

Los datos que han servido para la elaboración de los gráficos están disponibles para todos los países de la Union Monetaria (salvo Luxemburgo) y Noruega, en formato Excel. Para más información escribir à: redverges@arquired.es

Table 1. Produit intérieur brut. En millions d'unités de monnaie nationale courante et constante de 2000. 1983-2001.
Table 2. Encours du crédit privé aux secteurs résidents. En millions d'unités de monnaie nationale constante de 2000. 1983-2001.
Table 3. Encours du crédit hypothécaire total. En millions d'unités de monnaie nationale constante 2000. 1983-2001.
Table 4. Encours du crédit hypothécaire résidentiel. En millions d'unités de monnaie nationale constante de 2000. 1983-2001.
Table 5. Ratio "crédit privé / PIB". 1983-2001.
Table 6. Ratio "hypothécaire résidentiel / crédit privé". 1983-2001.
Table 7. Logements commencés. 1983-2001.
Table 8. Deflatteur du PIB en base 2000. 1983-2001.
Table 9. Taux de change des monnaies nationales en euros fin de période. 1983-2001.

ANEXO: METODOLOGIA

En el §3.4, el análisis econométrico de la tendencia está centrado en la relación entre crédito privado (*Y*) y PIB (*X*). Esta relación se calcula mediante une regresión bilogarítmica *GLS* (con ajuste reductor de autocorrelación de errores Cochrane-Orcutt) sobre el período 1987-1996, salvo Países Bajos, Grecia y Portugal donde la regresión también bilogarítmica es *OLS* porque predice menos desviación en 1997-2001. Las series son en euros corrientes salvo en Países Bajos donde los florines producen un mejor ajuste a causa del tipo de cambio. Se ha tenido que limitar el período del modelo del Reino Unido a 1989-1996 por falta de datos anteriores y el de Grecia y Portugal a 1991-96 con el fin de obtener mejor correlación. Los resultados son los siguientes:

	Período modelo	Método	beta	alfa	r^2	d (D-W)	ro
Alemania	1987-1996	GLS	1,4535	-6,5082	0,9918	1,8095	-0,0673
Austria	1987-1996	GLS	1,1315	-1,6422	0,9920	1,6291	0,4612
Bélgica	1987-1996	GLS	0,6232	4,3264	0,9518	1,4783	-0,0074
España	1987-1996	GLS	1,1149	-1,9839	0,9925	1,8174	0,6765
Francia	1987-1996	GLS	0,6133	5,2878	0,9010	1,5249	0,6166
Grecia	1991-1996	OLS	1,0810	-2,0251	0,8912		
Irlanda	1987-1996	GLS	1,2735	-3,3174	0,9986	1,9930	-0,2056
Italia	1987-1996	GLS	0,6014	4,9288	0,8597	0,8092	0,6395
Países-Bajos	1991-1996	OLS	2,2732	-17,273	0,9510		
Portugal	1991-1996	OLS	1,9248	-10,855	0,9754		
Reino Unido	1989-1996	GLS	1,1936	-2,5108	0,9605	1,8759	0,3473

Los resultados correlativos son muy positivos y auguran buena predictabilidad de la tendencia durante el reciente período 1997-2001. En cambio, algunas veces la calidad estocástica del ajuste es incierta debido, por un lado, a que el vínculo de causalidad entre las dos variables es conceptualmente difuso y que, por otro lado, una tendencia monótona suele explicar mal una relación que, en caso de ser observada de forma más desagregada, sería probablemente ciclotendencial.

La medida de las desviaciones con respecto a la tendencia se efectúa en porcentaje. Supongamos que R sea la observación del saldo vivo de crédito en un año t cualquiera, eventualmente ulterior a 1996. En dicho año disponemos de la estimación R_t^* de la tendencia calculada sobre el período 1997-2001. La desviación d_t buscada será pues:

$$(1) \qquad d_t = (R_t / R_t^*) - 1$$

donde

$$(2) \qquad R_t^* = Exp\,(b\,(LN(PIB_t)) + a)$$

y $LN(PIB_t)$ es el logaritmo natural del producto interior bruto del año t. En cuanto a la tendencia, se corresponde con la desviación $d = 0$ para todos los países, lo cual permite la representación homogénea en % decimal del gráfico 4.