

Se percibe en el ambiente la ansiedad que empieza a hacer mella en los medios financieros que abastecen al sector inmobiliario. Es normal que esto ocurra después del apogeo soportado por una abundancia de dinero sin parangón en la historia. Pero claro, en el tramo final hay piedras en el camino, que deben saberse reconocer para no tropezar con ellas. Uno de los escollos es la súbita expansión del endeudamiento privado en España, especialmente el hipotecario.

El porqué, cómo y cuánto de este fenómeno empieza a ser estudiado y dará ciertamente mucho que hablar, ya que también en esto divergimos de Europa (ver *L'Observateur de l'immobilier*, 53, y *Economistas*, 93). Digamos simplemente que este fenómeno depredador que es la rotación acelerada de capital con destino inmobiliario ha logrado colocar a las familias españolas tal cantidad de deuda residencial que ésta sobrepasa hoy los 40 billones de pesetas (240.405 millones de euros).

La desmesura de esta cifra se pone de manifiesto al considerar que cualquier previsión razonable elaborada antes del boom residencial, con base en un crecimiento

Riesgos para la estabilidad hipotecaria

del PIB como el observado, hubiese alcanzado apenas los 20 billones de pesetas (120.000 millones de euros).

Al problema cuantitativo se le añade uno cualitativo que es el siguiente: el activo hipotecado reciente, que es preponderante en la deuda residencial total, está *revalorizado* muy por encima de lo que debería ser el justiprecio. La existencia de una *burbuja de precios* impide aplicar el principio de Merton (fundado en la hipótesis del valor único del activo), a la hora de evaluar la estabilidad financiera del sistema de crédito hipotecario.

De hecho, dicha evaluación es ya de por sí laboriosa cuando no existe crisis, es decir, cuando el único riesgo de impago es simplemente el estadístico o *endémico*. Todos sabemos, en efecto, que en alguna fase del ciclo de vida, la devolución del préstamo hipotecario entra a formar parte del compromiso de cualquier familia. Siendo largo el

recorrido desde la inversión hasta la completa amortización, también suelen aparecer piedras en el jardín, razón por la cual los bancos centrales prescriben a las entidades evaluar la *severidad* de sus propias carteras hipotecarias y efectuar *provisiones estadísticas* para cubrir eventuales pérdidas.

El Banco de España acaba de publicar al respecto un excelente trabajo debido a Moral Turiel y García Baena (*Estabilidad Financiera*, 3) cuyo objeto es determinar las expectativas de pérdida por incumplimiento LGD (*loss given default*) en el supuesto de que la severidad futura se mantenga dentro de los intervalos de confianza observados en el pasado y que el denominador de la ratio LTV (*loan to value*) se dé por efectivo. En otros términos, el método propuesto es de orden general y tiende a cubrir el *riesgo endémico* de impago. Pero, salvo error, no parece existir

método riguroso para cubrir otro tipo de riesgos hipotecarios, lo cual debería plantear un interesante reto al Comité de Basilea.

Sin embargo, como en todo proceso de flujos, los riesgos no estadísticos o *epidémicos* existen, derivándose de la acumulación de factores tanto endógenos como exógenos y sobrepasando con mucho los intervalos de confianza que configuran el riesgo normal. Estos factores duran hasta que se resorben, por lo que algunos los denominan *backlogs*, provocando cambios tanto cuantitativos como *cualitativos* en la severidad hipotecaria.

El riesgo epidémico por antonomasia es el empeoramiento de la coyuntura. La fragilidad económica del cliente es debida a su obligación de devolver el préstamo con sus rentas de trabajo, dado que una vivienda no produce rendimientos ni crea riqueza sino que permite solamente disfrutar de ella.

Por tanto, la morosidad dependerá de la coyuntura laboral (reducción de ingresos) y monetaria (elevación de tipos), pero también de la temeridad mostrada en el pasado a la hora de consentir préstamos excesivos, ya que el esfuerzo necesario para de-

volverlos suele incrementarse con el tiempo y no lo contrario. En estos casos, la tendencia de la severidad endémica observada ya no podrá ser extrapolada sin añadir un serio *riesgo coyuntural*.

Pero esto no es todo. Una vez ejecutada la hipoteca ¿qué riesgos pueden aparecer durante la adjudicación que culmina el proceso de recuperación por incumplimiento? Existen varios, unos exógenos, como por ejemplo cuando los bienes resultan no valer lo que se han valorado a la concesión del préstamo, porque desde entonces los precios del mercado han bajado (como ocurrió a partir de 1992 cuando la famosa *boucle de París*). Otros riesgos pueden ser endógenos, como la apreciación de distorsión en el denominador de la ratio LTV que sirvió a determinar la operación, es decir en la tasación de bienes tanto nuevos como existentes (como la *revalorización de activos* en Japón a finales de los ochenta). En ambos casos se trata de *riesgo-precio*.

Incluso puede existir otro factor exógeno, que es la saturación de oferta debida al enorme aumento del inventario en un país como el nuestro que es, proporcionalmen-

te y con diferencia, el mayor poseedor residencial del mundo. Este problema suele plantearse cuando hay bajadas de precios y que se propaga la evidencia de que no vale la pena pujar por un bien difícil de revender, dado que la población está sobradamente abastecida, existiendo además mercado excedentario. En otros términos, puede existir *riesgo de desertificación de subastas* que obligue al banco a cargar con la gestión de inventarios inactivos, como ocurrió a finales de los setenta en América del Norte cuando los cajones de las *Saving Associations* empezaron a rebosar de llaves.

La probabilidad no despreciable de que estos factores se presenten simultáneamente en un futuro próximo, debería alertar sobre los riesgos de una recuperación a pérdida de los activos, dada la ausencia de algún tipo de *back-securities*. Es aconsejable que las entidades no se limiten a medir la severidad de régimen *normal* y a esperar acontecimientos, sino también que se esfuercen en promover, adquirir y utilizar instrumentos altamente especializados de análisis y previsión de los efectos *backlogs*, en particular los que atañen a la coyuntura y al riesgo-precio.