

## EL FACTOR OCULTO DE LA TORMENTA

EL PARÓN DE LAS OBRAS SE HACE SENTIR SOBRE LA ECONOMÍA Y LAS FINANZAS

# El murmullo inmobiliario

La apuesta española por vivienda y construcción es en términos relativos mayor que en EE.UU.

José García Montalvo

**E**stá España a salvo? La prensa internacional oscila entre incluirnos en los PIGS ("Cerdos") o loar nuestro sistema financiero y su resistencia a la crisis financiera. Para dilucidar esta cuestión, quizá merezca la pena comparar las condiciones en España y EE.UU. y preguntarnos ¿fue diferente la apuesta en España? La respuesta es, definitivamente, no.

Las entidades españolas apostaron también a que el precio de la vivienda no podía caer (con el agravante de que la historia muestra que en el pasado

ha caído). Es más, la apuesta española fue mucho más fuerte. En EE.UU. están preocupados por que la burbuja inmobiliaria ha aumentado el cociente entre el precio de la vivienda y la renta familiar del habitual 3,5 al 4,7. Pues en España este indicador ha pasado de 3,5-4 a 7,1. En EE.UU. están preocupados por que la rentabilidad del alquiler ha caído hasta el 3,5%. Pues en España ha caído ¡hasta el 2%! Por tanto, la burbuja inmobiliaria española es mucho mayor que la norteamericana y, por tanto, la caída de precios necesaria para volver a la normalidad será muy superior.

Si hablamos de titulización, España es la reina. Entre 2000 y

2007 se multiplicó por más de 17 el saldo vivo de titulaciones (el 83% sobre préstamos hipotecarios). Aproximadamente el 15% del volumen de emisiones europeas de titulaciones se originan en entidades financieras españolas, que ocupan el segundo lugar, sólo por detrás del Reino Unido (que genera el 52%). No hay que preocuparse, nos dicen, pues el

**Un aspecto diferencial negativo: en España, casi todas las hipotecas van a tipo de interés variable**

sistema de titulización español es muy diferente al de EE.UU. Las instituciones españolas usan el principio de *originate to hold* (generan títulos y mantienen la gran mayoría) en lugar de *originate to distribute* (generar títulos y venderlos). Pues qué bien, me quedo más tranquilo: cuando hayan problemas, en lugar del boomerang norteamericano el impacto será directo en la línea de flotación de la banca española.

Pero, claro, nos dicen, en España la gestión de riesgos ha sido más seria que en EE.UU. pues como los bancos se quedan con la mayoría del riesgo no tienen interés en conceder hipotecas a clientes *subprime* (que son simplemen-

te clientes que tienen una probabilidad significativa de no pagar).

Los datos sobre la rentabilidad del alquiler o la ratio entre el precio de la vivienda y la renta en España desmienten el supuesto conservadurismo hipotecario de las entidades financieras. También nos dicen que como en España no se transfieren préstamos directamente a los fondos de titulización sino cédulas hipotecarias, los valores emitidos cuentan con la garantía de la cartera de hipotecas del emisor... y el resto de sus activos. Pues no sé si esto me deja más tranquilo. Por último, nos dicen que no hay que preocuparse porque la gran mayoría de las titulaciones tienen la máxima



LA HISTORIA TAMBIÉN SE EQUIVOCA

## El inesperado efecto bumerán

La adversa evolución del ladrillo ha envenenado los balances bancarios

La metástasis del cáncer inmobiliario avanza sin pausa sobre el sistema bancario de EE.UU. El origen del problema es, a estas alturas, bien conocido. La economía norteamericana está viviendo las consecuencias de una apuesta arriesgada por parte de los bancos.

El supuesto era que el precio de la vivienda no podía bajar.

Mirando a la serie histórica de los precios agregados de la vivienda en EE.UU. se observaba que el suceso de una caída de precios generalizada no se había producido (al menos con los datos disponibles). La suposición de que los precios de la vivienda no podían bajar tuvo importantes consecuencias sobre los precios de las titulaciones y los *ratings* que

conseguían, generando un proceso acelerado de fácil obtención de financiación y búsqueda de nuevos clientes hipotecarios para continuar con el proceso. En principio, todos los participantes en el proceso salían ganando: los hipotecados conseguían comprar una vivienda que no se habrían podido permitir de otra manera; los especuladores podían com-

prar viviendas sobre plano y venderlas antes de finalizar la construcción; los bancos conseguían realizar multitud de hipotecas y vendían sus títulos empaquetados a muy buen precio incrementando sus beneficios; las agencias de *rating* se hacían de oro poniendo calificaciones infladas a las titulaciones; y los inversores institucionales, fondos soberanos y

*hedge funds* tenían títulos donde invertir la enorme liquidez de la que disponían. Todo encajaba.

El problema surge cuando el supuesto fundamental comienza a fallar. La rápida desaceleración de los precios produjo una caída importante de las compraventas y los permisos de construcción hasta que, a principios de 2007, los precios agregados de la vivien-

calificación (AAA) y que el cociente de préstamo sobre valor de las hipotecas titulizadas es todavía inferior al 85%.

Ojo, que en su momento las titulizaciones americanas también tenían en su gran mayoría máxima calificación... y todos sabemos que la relación préstamo/valor de las hipotecas españolas no refleja bien la realidad pues las empresas de tasación tienen demasiada relación con las entidades financieras y han tasado muchas veces en función de las necesidades de financiación de los clientes y no del valor de los inmuebles.

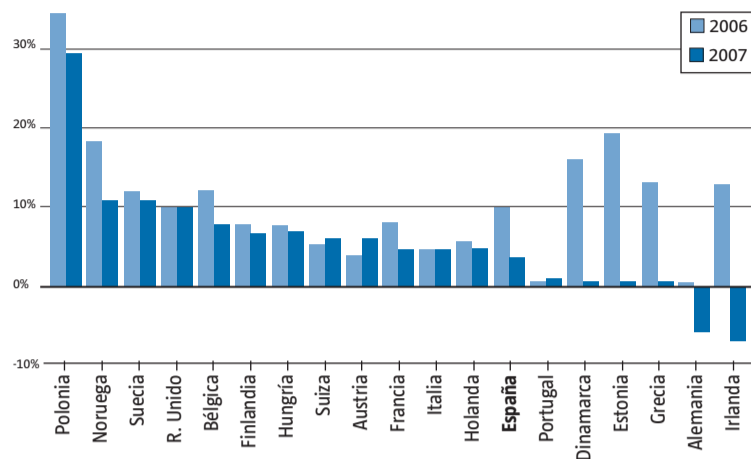
Por último, tenemos un aspecto diferente y más negativo que EE.UU.: casi todas las hipotecas firmadas en España durante estos años han sido a tipo variable. Esto transfiere a los hipotecados el riesgo de tipo de interés. Quien piense que la previsible bajada de tipos del BCE resolverá en parte este problema está equivocado. El Euribor seguirá alto mientras los problemas de liquidez y desconfianza continúen. Los tipos hipotecarios de EE.UU. no han bajado a pesar de que la Re-

serva Federal ha reducido significativamente el tipo de interés.

No obstante hay dos aspectos positivos que nos diferencian de EE.UU.: el Banco de España ha sido mucho más activo en la regulación y supervisión (aunque las entidades no hayan hecho a veces caso como en las constantes llamadas del supervisor a reducir el ritmo de crecimiento del crédito hipotecario o las circulares sobre normativa de tasación). También es cierto que los préstamos españoles (personales con garantía hipotecaria) reducen la propensión de las familias a abandonar sus viviendas y transferir el riesgo a los bancos al no poder saldar su deuda simplemente con la devolución del inmueble. Pero esto puede ser un arma de doble filo: en principio baja el crecimiento de la morosidad ("la hipoteca es lo último que deja de pagar") pero en el medio plazo afectará al consumo durante bastante tiempo y podría prolongar la crisis.

Otra diferencia importante respecto al caso de EE.UU. es el *timing*: si miramos al momento en el que empezaron a reducirse las compraventas y la iniciación de

## Variación de precios en el inmobiliario europeo



Fuente: Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)

LA VANGUARDIA

viviendas, España lleva un poco más de un año de retraso respecto a la crisis inmobiliaria de EE.UU. Sin embargo, el parón constructor a partir de ese momento ha sido mucho mayor en España, donde los visados de obra nueva caen a una tasa interanual del 58%, que en EE.UU. (los permisos de construcción caen al 41%). Y mientras en EE. UU. están pre-

ocupados por que se ha acumulado suficiente stock de viviendas sin vender como para cubrir 11,5 meses, en España las viviendas nuevas a la venta serían suficientes para más de cuatro años.

El motivo es que los precios se están mostrando más inflexibles a la baja en España y, por tanto, la demanda no reacciona. Pero la caída de los precios de las vivien-

das usadas del 4,9% que ha publicado el INE recientemente, indica que la resistencia a la baja se está desmoronando y anticipa lo que pasará también con los precios de la vivienda nueva.

En estos momentos lo que hay es que evitar tanto el optimismo patológico como el alarmismo. Las economías capitalistas evolucionan en ciclos y a una expansión le sigue inexorablemente una crisis. A fases de apalancamiento le siguen fases de reducción de la deuda. A periodos de subidas de las bolsas le siguen épocas de caídas (que pueden ser importantes). Pero una crisis económica no tiene que implicar caídas en cadena de bancos ni el colapso total del sistema financiero. Es cierto que existe un elevado riesgo sistémico porque todas las entidades hicieron la misma apuesta en el inmobiliario. Pero en el pasado el sistema ha superado crisis profundas y esta vez, si no nos ponemos nerviosos y los líderes económicos responden, también la superaremos.

J. GARCÍA MONTALVO, *catedrático de Economía de la Universitat Pompeu Fabra*



## EUROPA

# Piedras en los tejados

La segunda ola de turbulencia no viene de EE.UU., es propia

**Y** Europa? Pues durante mucho tiempo se mantuvo la absurda teoría del *decoupling*: Europa podía desacoplarse de Estados Unidos. Los problemas inmobiliarios del vecino del otro lado del Atlántico no saltarían el océano. Pero, si bien es cierto que los mercados inmobiliarios son locales la financiación es global. Por tanto, los problemas financieros de Estados Unidos se trasladaron rápidamente a Europa, como era lógico, en forma de subida de las primas de riesgo y restricciones de crédito (*credit crunch*).

### LA HIPOTECAS 'SUBPRIME'

La primera ola impactó en aquellas instituciones que habían comprado títulos *subprime* empaquetados por instituciones norteamericanas. Sus primeras víctimas fueron UBS, IKB, Sacasen LB o WestLB, entre otras. En estos momentos, Europa sufre la segunda ola, pero esta no viene de Estados Unidos sino de sus propias burbujas inmobiliarias. Recientemente, cinco entidades han tenido que salir al rescate del banco alemán Hypo Real State. ¿Cómo ha sucedido si Alemania era uno de los pocos países que no sufría

burbuja inmobiliaria? Ciertamente, pero recordemos que el ámbito de las finanzas es global: la principal causa de los problemas ha sido la filial irlandesa de Hypo. Recordemos que Irlanda es probablemente el país con la mayor burbuja in-

**Si los mercados inmobiliarios son locales, la financiación es global**

**El Hypo Real State ha caído pese a la escasa actividad en el mercado inmobiliario alemán**

mobiliaria del mundo. Las entidades del Reino Unido tampoco se libran de esta segunda ola. Baste recordar los problemas recientes del Halifax Bank of Scotland, el mayor banco hipotecario de ese país, o la nacionalización del Bradford & Bingley, ambos cazados por la burbuja inmobiliaria británica.

da comienzan a caer en EE.UU.. La morosidad se dispara rápidamente, especialmente en los clientes *subprime*, lo que reduce el valor de las titulizaciones basadas en activos hipotecarios. El valor de la garantía hipotecaria se reduce y el rendimiento de los activos se ve comprometido por la creciente morosidad.

El proceso se produce con mucha rapidez pues los hipotecados cuya vivienda vale menos que la hipoteca que les queda por pagar devuelven las llaves y transfieren el riesgo de vuelta a los bancos. De hecho, muchos de ellos se plantearon los primeros años de la hipoteca como un alquiler con opción de compra si los precios seguían subiendo. Al bajar los precios renuncian a ejercer la op-

ción de compra. Lo relevante es que el proceso de titulización se vuelve como un bumerán contra los bancos. En principio el sistema norteamericano de titulización (*originate to distribute*) dis-

**El efecto bumerán producido por el supuesto de que el precio de la vivienda nunca cae es duro**

tribuye el riesgo y lo saca del balance de las entidades bancarias. Por tanto, los bancos deberían estar inmunes ante los problemas de estos títulos. El problema es que para que los SIV (*structura-*

*ted investment vehicles*) donde las entidades colocan los títulos empaquetados funcionen apropiadamente los bancos originadores de los títulos se comprometieron a proveer liquidez en caso de emergencia y a comprar de vuelta la peores hipotecas de los títulos que habían vendido. Moraleja: aparentemente habían transmitido el riesgo pero en la realidad, ante una situación como la actual, devuelven a sus balances gran cantidad de activos tóxicos. En resumen, unos bancos que pensaron que estaban transmitiendo el riesgo a los compradores de los títulos, y por eso fueron poco cuidadosos en la gestión de riesgos, acaban soportando el riesgo y las consecuencias de su mala gestión.