

El ajuste inmobiliario en España

JOSÉ GARCÍA MONTALVO

EL PAÍS - NEGOCIOS - 29-11-2009

Con el paso del tiempo se está consolidando la idea de que la crisis económica empieza a quedar atrás. Pero España no pertenece al numeroso grupo de países que están saliendo de la recesión. El motivo aducido por organismos internacionales y expertos es el gran peso que tenía el sector de la construcción, en particular el residencial, en la estructura productiva española.

Por tanto, parece apropiado preguntarse por la situación actual del sector y los factores que determinan la velocidad de ajuste del sector inmobiliario español. En primer lugar hay que resaltar que el sector inmobiliario muestra las mismas características que otros mercados en España: la mayor parte del ajuste se produce en las cantidades y no en los precios. Pensemos en el mercado laboral: mientras el desempleo aumenta de forma desbocada, los salarios reales siguen aumentando. En el mercado inmobiliario el ajuste también se está produciendo vía cantidades: mientras, según las estadísticas oficiales, los precios han caído desde su máximo en torno al 9%, la cantidad de viviendas iniciadas se ha desplomado. Hace tres años se comenzaron 860.000 viviendas mientras 2009 cerrará seguramente con menos de 190.000. Por comparación, en Estados Unidos los precios de la vivienda han caído un 33% desde el máximo, mientras la iniciación de viviendas ha caído bastante menos que en España.

¿En qué punto se encuentra el ajuste inmobiliario en España? Constructores y promotores se apresuran a asegurar, con el beneplácito del Ministerio de Vivienda, que el ajuste ha acabado. "Es momento para comprar", nos llevan diciendo desde que comenzó la crisis con unos argumentos u otros, o a veces sin argumentos. Recordemos que el presidente de Martinsa-Fadesa, cuando los signos del declive del sector inmobiliario se acumulaban, auguró una subida "vertiginosa" de los precios de la vivienda en 2009. El argumento actual para justificar que el ajuste ha finalizado señala que el índice de accesibilidad, medido como la relación entre cuota hipotecaria y renta familiar, ha vuelto a los niveles de 1996. Desafortunadamente este índice hoy es absolutamente irrelevante. En las condiciones actuales de concesión de hipotecas, el esfuerzo teórico para el pago de la cuota hipotecaria al tipo de interés corriente no tiene relevancia a la hora de conseguir un crédito. Las entidades financieras, en su vuelta a una política más responsable de concesión de hipotecas, evalúan el esfuerzo a un tipo de interés razonable de largo plazo, por ejemplo el 4% o el 5%. Una de las frases que más se escucha en las sucursales bancarias cuando se solicita un crédito es "y si el tipo de interés subiera al 5%, ¿podría pagar la cuota hipotecaria sin dedicar la mayor parte de su renta?".

El indicador relevante en la actualidad, y en el largo plazo, es la ratio del precio de la vivienda sobre la renta familiar bruta disponible. Este índice no está afectado por las condiciones crediticias (oscilaciones a corto plazo de los tipos de interés, condiciones más o menos restrictivas en la concesión de crédito o duración de las hipotecas). Según este indicador al ajuste inmobiliario español todavía le queda mucho por recorrer. La burbuja inmobiliaria aumentó hasta 7,7 años completos de renta familiar disponible para comprar una vivienda media. En la actualidad ha

retrocedido hasta 6,6, pero está aún muy lejos de la media histórica anterior a la burbuja (en torno a 4 años). En Estados Unidos este indicador ha vuelto a 4 años y se nota cómo el sector inmobiliario comienza a dar síntomas de cierta mejoría.

Por tanto, queda ajuste para largo. ¿De qué dependerá el ritmo de ajuste futuro del sector? El primer factor es la capacidad de absorción del *stock* de viviendas nuevas por vender que se sitúa, dependiendo de la estimación, entre un millón y millón y medio de viviendas. Se argumenta que muchas de estas viviendas están localizadas en la costa, pero la realidad es que la mayoría (en torno al 70%) son primeras residencias y que las dos comunidades autónomas que tienen más viviendas por vender respecto a la población no tienen mar.

Un segundo factor importante son los cambios en la fiscalidad de la vivienda. El Gobierno decidió antes del verano eliminar la desgravación a la vivienda con efectos diferidos (en 2011). El objetivo era intentar adelantar la decisión de compra de aquellos que pudieran perder la desgravación en el futuro, lo que podría ralentizar el ajuste del sector para desplazarlo al futuro. Pero como ya señalaba en estas mismas páginas en su momento, una vez llegado el día de eliminar la desgravación existirá una tentación irresistible a desdecirse y no eliminarla. De hecho esta hipótesis se ha visto confirmada en el caso de Estados Unidos. El Gobierno norteamericano aprobó a principios de año una desgravación de 8.000 dólares para la compra de primera vivienda, pero con una extensión temporal limitada: de enero a noviembre de 2009. Hace pocas semanas el senado de Estados Unidos aprobó la extensión de esta desgravación hasta abril de 2010. Por tanto la

efectividad de estos anuncios depende de la credibilidad que los potenciales compradores asignen al anuncio del Gobierno.

Finalmente, los cambios en la regulación bancaria tienen un efecto muy importante en el ritmo de ajuste del sector. Con la consigna de ganar tiempo, el sector financiero está utilizando múltiples estrategias para maquillar la tasa de morosidad contable: la dación en pago o entrega del activo a cambio de la cancelación de la deuda; la compra del activo por parte de una sociedad inmobiliaria propiedad de la entidad crediticia, y, por último, las moratorias y reestructuración de deuda. Esta última práctica está creando inmobiliarias zombies a la espera de un hipotético resurgimiento del sector. El interés de las entidades financieras por aceptar activos inmobiliarios en pago de deuda y su propensión a vender estos activos rápido y con grandes descuentos dependen de la regulación. Por ejemplo, antes del verano se aprobó una "reinterpretación" de la circular 4/2004 que supone una rebaja sustancial de las dotaciones por morosidad para hipotecas "buenas", o aquellas con un préstamo valor inferior al 80%. La nueva normativa permite que cuando la morosidad supere los dos años la vivienda conserve un valor residual de al menos el 70%, en lugar de provisionarse el 100%. La suavización de las provisiones por morosidad hipotecaria reduce la presión en bancos y cajas de ahorros para aceptar rebajas de precios en la venta de su *stock* y aumenta la propensión a aceptar viviendas a cambio de deuda, lo que reduce la velocidad del ajuste. Pero la regulación también puede afectar en la dirección contraria. El pasado octubre el Banco de España, ante el rápido crecimiento de las daciones, decidió incrementar las provisiones para los inmuebles que fueran aceptados como pago por una deuda. La nueva normativa aumenta del 10% al 20% del valor de tasación las provisiones a aplicar por estos

inmuebles pasado un año desde su aceptación. Además, la medida obligará a tasar de nueva gran parte de la cartera en manos de entidades financieras. Esta medida reduce la propensión de las entidades financieras a aceptar inmuebles en pago de deuda y genera incentivos para que quieran deshacer de sus inventarios lo más rápido posible, lo que aumenta el ritmo de ajuste del sector inmobiliario.

En resumen, al ritmo actual el ajuste inmobiliario tardará en completarse. Las medidas para liquidar el *stock* de viviendas por vender y los cambios regulatorios en el sector financiero pueden estimular, o retrasar, el ritmo de ajuste. Favorecer la vivienda en alquiler puede ayudar enormemente pues aceleraría el ajuste y permitiría alcanzar una nueva situación con una proporción de vivienda en alquiler razonable y similar a la de países de nuestro nivel de desarrollo. Lo que no debe considerarse como una opción es una salida en falso basada en los mismos criterios que nos llevaron al desastre actual y, en particular, pensar que los tipos de interés actuales se mantendrán durante los próximos cuarenta años.