

Cuadernos

de Información Económica

207

NOVIEMBRE/DICIEMBRE
2008

Crisis financiera, crisis real

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Hechos y políticas
macroeconómicas

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Perfil cíclico en
los grandes bloques
de países

SISTEMA FINANCIERO

Reformas financieras
para la crisis

ACTUALIDAD SOCIAL

Expectativas en
declive: la opinión
de los consumidores

Resumen de prensa
Indicadores financieros
Indicadores de coyuntura
y previsiones
Libros



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

De la quimera inmobiliaria al colapso financiero. Crónica de un desenlace anunciado,

José García Montalvo, Antoni Bosch editor, Barcelona, 2008, 231 págs.

Desde hace años ha habido algunas voces, no muchas, que anunciaban la existencia de una "burbuja inmobiliaria", incluso en momentos en que parecía existir un gran consenso social favorable a su inexistencia. Ya en 2002 y 2003, aparecen artículos en revistas económicas¹ o en prensa² firmados por economistas, a los que deben añadirse otros profesionales como arquitectos: Hernández Pezzi o Ricardo Vergés (que también es economista).

Ahora bien, si tuviéramos que elegir una voz representativa y que con más denuedo ha venido "predicando" y denunciando desde hace mucho tiempo la existencia de la burbuja inmobiliaria, y levantado su voz acerca de su inexorable *pinchazo*, ese sería, sin duda, el profesor García Montalvo. Su mérito nace de que ha sido pionero en adelantarse *tiempo ha* a percibir y transmitir a la sociedad española, bien es cierto que con escaso éxito en los primeros momentos, aunque creciente más tarde en los círculos académicos, pero con nula aceptación en muchos otros sectores de la sociedad.

Debo reconocer, aunque esto no sea excesivamente relevante, que, quizás por despreocupación o desconocimiento del sector, inicialmente también he sido un descreído, pero después de leer y oír sus planteamientos, resultaba difícil no aceptar sus sólidos argumentos y comprender lo peligrosas que son las exuberancias irracionales de los mercados. Supongo que no soy el único caso al que le ha sucedido esto y, por tanto, el profesor García Montalvo puede sentirse orgulloso de que sus planteamientos sí han terminado calando en muchos economistas y en otros profesionales preocupados por los temas inmobiliarios. Merece destacarse esta tarea de luchar contra mitos sociales muy arraigados en un mercado, como el de la vivienda, relativamente opaco y en el que las estadísticas existentes contribuyen poco a hacerlo más transparente.

La reciente publicación de su libro *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero* es, tal como señala el autor, una crónica

¹ Señalemos, entre otros, a Balmaseda, M., I. San Martín y M. Sebastián (2002): "Una aproximación cuantitativa a la burbuja inmobiliaria", *Situación Inmobiliaria*, diciembre, Servicio de Estudios del BBV, y Ayuso, J., J. Martínez, L. Maza y F. Restoy (2003): "El precio de la vivienda en España", *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.

² Entre ellos, Miguel Ángel Fernández Ordóñez y Miguel Sebastián en *El País*, 20 y 22 de junio de 2003, respectivamente.

de un desenlace o descalabro (por él) anunciado, contado, eso sí, con un estilo sencillo y, sin embargo, riguroso, aunque sin recurrir a una terminología económica excesivamente técnica, lo que le confiere una fácil comprensión para los no iniciados. Buena prueba de ello es que está sustentado por numerosos artículos, muchos de ellos periodísticos, que se incluyen en la obra, escritos a lo largo de un sexenio largo de dedicación a los problemas del mercado inmobiliario, que no remite exclusivamente a España. Estamos, por tanto, ante un libro de divulgación centrado en un tema de la máxima actualidad y que afecta a un gran número de españoles. De ahí su importancia.

Importancia que se constata al considerar la nómina de falacias y mitos populares que la obra recoge y de los que el autor destacaba hasta nueve en un artículo de 2004, que el lector encontrará en extracto en la obra. Me limitaré a recoger tres de ellos por considerar que están muy arraigados en la población y utilizados muy ampliamente en nuestra sociedad: I) La vivienda no baja nunca de precio (es, por tanto, un activo muy peculiar y excepcional); II) Como consecuencia del anterior, la inversión en vivienda es siempre segura; y III) Es mejor pagar una hipoteca que un alquiler (se considera que este último es un dinero perdido, mientras que el primero supone hacerse con una vivienda en el largo lazo).

Consecuencia de estas falacias o mitos es que las familias españolas mantienen una estructura patrimonial caracterizada por la ignorancia de una vieja recomendación aceptada con generalidad en el mundo económico y financiero: la diversificación de riesgos, para evitar una excesiva concentración de la riqueza en un único activo. En efecto, con datos del año 2007, los hogares españoles mantenían el 75,8 por 100 de su patrimonio en inmuebles – de los cuales más del 95 por 100 eran urbanos³. Resulta, por tanto, que cualquier fenómeno que afecte negativamente al valor de la vivienda va a suponer tener efectos muy directos sobre la pérdida de riqueza de los españoles y, dada la previsión actual de caída de su precio, el riesgo es evidente.

La obra que se reseña, tras una breve introducción, se estructura en ocho capítulos, con títulos sugestivos que le dan un cierto aire periodístico, dos apéndices y un índice analítico.

El primero de los capítulos, bajo el título *Inflando burbujas*, repasa algunas de las famosas burbujas especulativas que se han ido produciendo a lo largo de la historia económica, lo que indica que estamos ante un fenómeno con una larga tradición. Así, el autor se detiene muy brevemente en la de los tulipanes de la

³ Vid. Naredo, J. M., O. Carpintero, C. Marcos (2008): *Patrimonio inmobiliario y balance nacional de la Economía española*, Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid, p. 143.

Holanda del siglo XVII, la Compañía inglesa del Mar del Sur (siglo XVIII) y ya en el siglo pasado, la famosa Pirámide de Ponzi y la más reciente burbuja tecnológica, todas ellas caracterizadas por unas expectativas irreales de beneficios.

La caída de los tipos de interés ha sido una de las causas más relevantes del origen de la burbuja inmobiliaria actual, que el autor sitúa en 1999, como resultado de una conducta económicamente coherente de muchos demandantes de vivienda que observaron que, con tipos de interés reales negativos (los nominales eran inferiores a la inflación esperada), la financiación procedente de las entidades de crédito recibía, de alguna manera, una "subvención" adicional a las ayudas y desgravaciones de carácter fiscal.

En *Atención, no molestar: burbuja en formación* (capítulo 2) se recogen algunas voces del período 2002-2003 que consideraban la existencia de la burbuja y la reacción del poder, que siempre, y con independencia de su adscripción política, niega sistemáticamente su existencia, seguramente por el pavor que les produce la ocurrencia de un pinchazo; en esto los políticos coinciden con los agentes más directamente implicados del sector.

Actitud de negación que se impondrá en los años sucesivos, inicialmente porque pese a la amenaza constante, el lobo no termina de llegar (de ahí el título del capítulo tercero *Las orejas del lobo*), y más tarde porque, incluso aceptando la existencia de una cierta burbuja, se confía en un suave aterrizaje. Y ello, sin tomar en consideración los informes contrarios nacionales e internacionales de organismos del máximo prestigio y solvencia.

Claro que en los siguientes años, la burbuja lejos de pincharse sigue inflándose para escarnio de los defensores de su existencia y de los que preconizan una suave desaceleración de los precios (aterrizaje suave), objeto de todo tipo de bromas que les dedican los optimistas defensores del crecimiento permanente de los precios de la vivienda.

Consecuentemente, *Burbuja a todo trapo* es todo un titular periodístico del objetivo del capítulo cuarto. En él, García Montalvo trata de hallar una explicación a la persistencia de la burbuja pese a las voces que se alzan contra ella. Caída de tipos de interés, exceso de liquidez, escasas alternativas de inversión rentable y recuerdo desagradable del reciente pinchazo de la cotización de las acciones tecnológicas pueden ser causas de una conducta social tan generalizada y poderosa, como irreflexiva, cargada sobre todo de expectativas psicológicas que suelen adolecer de racionalidad: los precios de la vivienda aumentan fuertemente, pese a que la oferta sigue creciendo a ritmos muy elevados, y el esfuerzo financiero de las familias es cada vez más gravoso con plazos más largos para amortizar el principal y los intereses de los préstamos.

El final de la utopía llega en 2007, tal como recoge el capítulo quinto: *Del aterrizaje suave a la dura realidad*. Las compraventas se reducen, los períodos de venta se amplían y las empresas más avisadas comienzan a tomar medidas orientando su actividad hacia otros sectores en previsión de tiempos peores. De los artículos escritos por el autor, que se ofrecen en este epígrafe, quisiera

destacar dos ideas: la primera, hace referencia a la sobrevaloración optimista (*hopeful overevaluation*) que solemos dar a la propia vivienda porque en ella se incorporan sentimientos y emociones ajenas al mercado, no suele ser una operación que se realice con habitualidad y genera una frustración mayor cuando se pierde dinero en la venta. La segunda, la postura de no aceptación de la realidad por parte de las autoridades, bien porque hay que generar confianza, bien porque el propio mercado se autorregula y genera soluciones (¿irreales o mágicas?) para solventar la crisis.

Las barricadas de la burbuja en Internet (capítulo sexto) ofrece un especial interés porque es una muestra de cómo la polémica también ha tenido una presencia protagonista en la red, lo que no hace sino dar fe de la trascendencia y actualidad de los temas inmobiliarios para muchos españoles. Recoge también las aportaciones de participantes en los foros y los sobrenombres (*nicks*) de los más activos, además de una relación de argumentos populares que niegan la existencia de la burbuja, un breve diccionario de términos usados en ese medio y algunos relatos que han hecho historia en la red.

Los incentivos fiscales, y las políticas públicas en general, han venido jugando, y lo siguen haciendo, un papel muy relevante en las decisiones de adquisición de vivienda de las familias españolas y, en consecuencia, no son ajenas a la formación de la burbuja inmobiliaria. Por ello, dedicar un capítulo, el séptimo, a *Políticas públicas, elecciones y vivienda*, era imprescindible y supone otro acierto de la obra que se reseña.

El título del último capítulo es suficientemente aclaratorio de su contenido: *Del cáncer inmobiliario a la metástasis financiera*. La creciente absorción de recursos financieros por parte del sector inmobiliario, necesarios para seguir manteniendo la actividad e inflar la burbuja, ha supuesto un enorme esfuerzo para el sistema bancario español que ha destinado a este fin casi dos tercios de la financiación concedida. Como el ahorro nacional, en su proceso continuado de caída, era insuficiente para atender las crecientes necesidades de inversión de familias y empresas, las entidades de depósito tuvieron que recurrir al ahorro exterior titulizando activos por importes superiores al 80 por 100 de los préstamos hipotecarios otorgados.

De esta forma, el sector financiero queda ligado al inmobiliario con una elevada concentración de riesgos y obligado a tomar medidas para evitar que un colapso del sector inmobiliario tenga efectos indeseables sobre el sistema financiero, tal como ha sucedido en otros países especialmente en Estados Unidos.

El autor explica en esta parte, de manera muy didáctica y acertada, la crisis de las hipotecas de baja calidad (*subprime*) y sus consecuencias sobre la actividad bancaria norteamericana y mundial, aprovecha para realizar una comparación entre la Gran Depresión iniciada en 1929 y la situación actual, destacando que en aquella las ayudas se dirigieron hacia los ciudadanos y en esta a los bancos.

La obra se cierra con dos apéndices y un índice analítico. El primero de los apéndices, que resulta muy curioso por su nove-

dad, recoge las opiniones de políticos, economistas y expertos, y profesionales financieros, agrupados en tres categorías: 1) *Negacionistas*, de la burbuja, que más tarde se convierten en *aterricistas*, al propugnar el aterrizaje suave; 2) *Chaquetistas*, finalmente convertidos a la tercera categoría, en la cual y tras lo que he señalado al comienzo de la reseña, parece que debo incluirme; y 3) *Burbujistas*, convencidos desde el principio de la existencia de la burbuja. El segundo apéndice es más breve y ofrece algunos gráficos relacionados con el texto.

Estamos ante un libro muy recomendable para los que quieren conocer y seguir la evolución de la burbuja inmobiliaria, y de las consecuencias que ha ido produciendo a lo largo del período. Escrito con un estilo sencillo, sin recurrir a formulaciones o planteamientos teóricos complejos que dificulten su lectura, es muy didáctico y es fácil de seguir, incluso por los no iniciados. La explicación de la crisis *subprime* es un modelo de sencillez y transmisión de sus puntos esenciales, sin entrar en complejidades adicionales que impiden en muchas ocasiones separar el trigo de la paja.

Hay algunos puntos que, como es natural en cualquier obra humana, podrían contribuir a mejorar lo acertado de la obra. En concreto, la editorial debería cuidar la presentación del libro. De una parte, las líneas de los gráficos plantean una cierta confusión, fácil de corregir si se utilizan en forma de puntos, discontinuas o mezclas de ambas. De otra, así como los artículos aparecen sobre un fondo sombreado, los extractos lo hacen de igual forma que el texto normal, requiriendo un esfuerzo adicional para distinguir unos de los otros. Finalmente, una lectura cuidadosa de las pruebas eliminaría erratas y errores que aparecen en el texto. Todas estas cuestiones son pequeños detalles que en nada empañan el buen hacer del autor y el resultado final de la obra, cuya lectura aconsejo por considerarla de gran interés al tratarse de un tema de gran actualidad, que me temo que seguirá siendo motivo de atención y preocupación en los próximos meses para una gran parte de la sociedad española.

Fernando Pampillón Fernández

UNED y FUNCAS

El economista camuflado. La economía de las pequeñas cosas,

Tim Harford, Ediciones Temas de Hoy, S.A., Madrid, 2007, 320 págs.

La lógica oculta de la vida: cómo la economía explica todas nuestras decisiones,

Tim Harford, Ediciones Temas de Hoy, Madrid, 2008, 352 págs.

La economía de las cosas pequeñas que explican nuestras decisiones

El título de esta reseña es la combinación de los dos subtítulos que aparecen en las obras del economista Tim Harford.

"El economista camuflado" (2007) (EC) y "La lógica oculta de la vida" (2008) (LOV) publicados por la editorial Temas de Hoy que han alcanzado un nivel de popularidad poco frecuente cuando se trata de libros de contenido económico.

Si nos preguntamos por las razones de este éxito editorial, especialmente en el caso del "economista camuflado" que ha vendido más de 500.000 ejemplares y ha sido traducido a más de veinte idiomas, es posible que algunos consideren que la razón fundamental es la capacidad de comunicación del autor. Sus trabajos de periodismo económico en la BBC, donde presentaba un programa titulado "Créame, yo soy economista", o en el Financial Times con las secciones de "Querido Economista" y "El economista camuflado", han sido buenos observatorios para detectar los temas de la economía que más le interesaban al público. Las razones por las que suben los precios de los artículos de consumo habitual como el café¹; la explicación de la pobreza en el mundo actual²; los problemas de la contaminación o del tráfico en las grandes ciudades,³ son algunos ejemplos de los temas que aborda en sus libros y que, seguramente, interesan a muchos de sus lectores.

También hay una orientación hacia temas que pueden parecer menos económicos, como el divorcio o la elección de la pareja, en los que la aplicación de los principios económicos les hace aparecer de una forma nueva y atractiva. ¿Se puede aplicar la teoría de la oferta y la demanda al mercado matrimonial? es la pregunta que trata de responder mediante el análisis de cómo elegimos a nuestras parejas⁴. También explica los problemas que se presentan en los mercados donde la información de que disponen los compradores y vendedores es diferente, como por ejemplo, el mercado de coches de segunda mano o el de seguros médicos, y las formas que los economistas han estudiado para resolver dichos problemas⁵.

En esta utilización de las herramientas del economista para analizar los problemas de la vida cotidiana es donde se encuentra, a mi juicio, el principal atractivo de la obra de Tim Harford. La fórmula es bien sencilla, pero no por ello carente de dificultades. Se toma algún problema de la vida real, como la contaminación, el precio de los alquileres o los problemas del tráfico, se eliminan los elementos que no son decisivos para la toma de decisiones por los agentes que intervienen en la actividad concreta que estamos analizando, se le aplica a esa "realidad simplificada" las herramientas del análisis económico que han estudiado los economistas, en el pasado o en el presente, para situaciones o "modelos" similares, se vuelve a trasladar a la realidad las conclusiones principales que se derivan de la aplicación de los modelos económicos y, de esta manera, se hace más evidente la forma que tenemos de tomar muchas decisiones en las que aparentemente no hay unas motivaciones "económicas" directas.

¹ EC ¿Quién paga tu café? P. 17

² EC. Porque los países pobres son pobres. P. 215

³ EC. El tráfico urbano. P. 103

⁴ LOV. ¿Se ha subestimado el divorcio?. P. 99

⁵ EC. La verdad secreta. P. 139