

## La información asimétrica en el sector inmobiliario español (2)

### Crisis y stocks

- El total debido por el sector inmobiliario a sus acreedores ronda los 450.000 millones
- La deuda inmobiliaria arrastra más de 50 millones de euros diarios de intereses
- El conjunto del stock a mitad de 2010 representaba unos 2,3 millones de viviendas



Ricardo Vergés.

Arquitecto y economista  
[www.ricardoverges.com](http://www.ricardoverges.com)

En la primera Tribuna de esta serie sobre asimetrías informativas (OBSERVATORIO INMOBILIARIO Y DE LA CONSTRUCCIÓN nº 46), mostrábamos cómo desde 2003, agentes y gobiernos distorsionaron a la baja las cifras de producción residencial. Ello devolvió la confianza a las entidades europeas, puesta en entredicho tras unas declaraciones del presidente del gobierno, ufanándose de construir tantas viviendas como Francia y Alemania juntas. Así se consiguió que el euro foráneo continuara participando en el “milagro español”. Como dijo más tarde Juergen Donges, “España se está quedando con toda la liquidez generada por los bancos europeos, con el fin de financiar sus viviendas: es una burrada (sic)”.

Pero ¿de dónde procedía y a dónde ha ido a parar ese medio billón de euros que el Banco de España dice estar aún en manos de la actividad inmobiliaria y constructora? ¿Por qué no pueden liquidarse esos euros como cualquier otra inversión que encuentra salida? Para hallar respuesta coherente a esta pregunta hay que consultar las cifras de producción del Ministerio de Fomento y del INE y los saldos vivos del Banco de España. Se demuestra entonces que la crisis no nos ha sido impuesta de fuera, sino que nos la hemos buscado en todos los sentidos de la palabra. Ello se ha traducido, entre otros, por el fracaso de una oferta residencial excesiva en cantidades y en precios, lo que impide ahora a las empresas del sector terminar obras, cerrar ventas, devolver préstamos a los bancos y éstos a sus colegas europeos. Solo en este apartado, los intereses exigidos están por encima de los 50 millones de euros diarios. Eso es lo que nos deja sin liquidez.

Esa información, que a la fuerza conoce la cúpula financiera e inmobiliaria, no es la misma que la que detentan políticos y público en general, todos ellos asustados y empeñados en desvincular la crisis del auge e intentar aminorar las cifras del stock como antes hicieron con las cifras de producción. Tras la asimetría informativa de las “800.000 viviendas” de la anterior Tribuna, abordaremos ahora la “asimetría del stock”.



## EL CRÉDITO DEL SECTOR INMOBILIARIO DESDE 2002

Es difícil saber cuánto dinero se ha destinado a crédito para promoción de edificios y adquisición de solares desde la llegada del euro. Esta dificultad proviene de una ruptura de serie en la estadística hipotecaria que el INE publica desde 1962 con datos de Registro. Hasta 1993, en efecto, esta serie desglosaba las hipotecas para particulares (nueva y usada) por un lado y las hipotecas para actividades inmobiliarias y constructoras por otro lado.

En cambio, lo que sí conocemos es el saldo vivo deudor de dichas actividades, publicado ininterrumpidamente por el Banco de España desde los años 80. Este saldo, que era tan solo de 83.500 millones de euros al inicio de 2002, alcanzaba los 455.000 millones a finales de 2007. Es cierto que últimamente ha disminuido a 365.000 millones, pero también es cierto que la intermediación operada en un 50% por bancos y el resto por cajas y demás a través de sus inmobiliarias, ha “subrogado” activo sin “retasar”, hasta alcanzar un saldo de 80.000 millones en servicios de intermediación.

Así, el total debido al 1º de Julio 2010 por el sector inmobiliario a sus bancos acreedores, continúa siendo cercano a los 450.000 millones. Por supuesto, hablamos de crédito a empresas, con garantía sobre lo que más tarde será la vivienda, bien que en el momento de la compra pasará a formar parte con toda probabilidad del crédito hipotecario a las personas físicas cuyo saldo vivo asciende hoy a unos 650.000 millones. O sea que el crédito al sector supera el 40% del saldo vivo hipotecario total estimado en 1.100.000 millones de euros.

No siempre ha sido así ya que a la llegada del euro, el crédito al sector apenas superaba los 90.000 millones. En todo caso, cabe suponer que esta parte de crédito contratada antes del euro, debe haber sido devuelta en su totalidad por las empresas al día de hoy y que, por tanto, su saldo vivo actual debe referirse exclusivamente a lo prestado a partir de 2002. Cabe preguntarse entonces: ¿de dónde ha salido en tan pocos años tanto dinero privado para construir? La respuesta se encuentra en la concordancia que se observa entre esta cifra de saldo interno y la cifra de otro saldo vivo foráneo: la de las entidades españolas partícipes del mercado interbancario que figura en las estadísticas del Fondo Monetario Internacional (agregado 36n, ahora 36a).

La deuda del sector inmobiliario a nuestras entidades financieras está calcada de la deuda de estas últimas a los bancos acreedores europeos. Su estancamiento simultáneo marca el origen de la crisis )

Ese saldo foráneo se encuentra asimismo estancado en torno a una cifra equivalente al doméstico, debido al súbito cierre del grifo al "segmento español" de Frankfurt (en color rojo en el gráfico 1). O sea que la deuda del sector inmobiliario a nuestras entidades financieras está calcada de la deuda de estas últimas a los bancos acreedores europeos. Su estancamiento simultáneo marca el origen de la crisis. En el gráfico 1 se observa que los crecimientos de ambos saldos de crédito privado se superponen casi exactamente, lo que significa que se trata del mismo dinero<sup>1</sup>.

#### CIERRE DEL GRIFO INTERBANCARIO Y FORMACIÓN DEL STOCK

En mi Tribuna de las 800.000 viviendas (OBSERVATORIO INMOBILIARIO Y DE LA CONSTRUCCIÓN, OIC, nº 46) expliqué cómo se intentó controlar ese tipo de información, con el fin de inflar de nuevo la confianza de los bancos europeos -algo decaída tras ciertas declaraciones del entonces presidente del gobierno (y de la persistencia de cierta información fidedigna pero *non-grata*) y así conseguir para el sector inmobiliario

un flujo de liquidez aún mayor. Este objetivo se consiguió hasta que la información objetiva de Fomento y del Banco de España (y tal vez algún toque de atención por parte del propio BCE, sin contar con el FMI y *The Economist...*), condujo a los bancos europeos a cerrar el grifo con cierta brusquedad en 2007. Es lo que se deduce del estancamiento en el gráfico 1.

Si acto seguido promotores y constructores se hubieran limitado a terminar las obras efectivamente iniciadas, probablemente la caída hubiera sido más suave. Pero por un lado habían dedicado enormes sumas del dinero prestado a aumentar su reserva de suelo, hoy en día prácticamente fuera de mercado. Por otro lado, la propia demanda empezaba a dudar de la *exuberancia irracional* de la que alardeaba el propio sector. Además, los precios y préstamos habían alcanzado niveles insoportables, por lo que las opciones de compra ya no fluían como antes. Lo que ha surgido desde entonces es una gran necesidad de liquidez para cerrar operaciones, pero resulta que ya no la hay porque los intereses de la deuda del sector inmobiliario, que superan los 50 millones de euros cada día que pasa, se la llevan fuera de España.

El resultado ha sido que cada vez más obras se han visto paralizadas (a la vista están), sin contar con los inicios retrasados y con poca esperanza de ser llevados a cabo a pesar de haber engullido buena parte de su cupo de inversión en suelo, licencia y proyecto. En definitiva, el excesivo aumento del stock de viviendas por terminar es una de las mayores consecuencias del derrumbe de la producción consecutiva al cierre del grifo de Frankfurt.

Aún así, muchas de las viviendas en plena obra en el momento de cerrarse el grifo interbancario han conseguido ser terminadas y de ellas, un cierto número han podido ser también vendidas y por consiguiente, registradas. Pero la mayoría se ha quedado sin comprador ante el desapego social y la escasez de pasivo en cartera de las entidades, pasivo que guardan para los compradores de aquellas viviendas que sus promotores no han conseguido vender. Esa práctica altera todavía más lo poco que queda de mercado, por lo que debería ser declarada francamente ilegal. En definitiva, el excesivo aumento del stock de viviendas terminadas aún por vender es otra de las consecuencias del derrumbe de la comercialización consecutiva al cierre de grifo antes mencionado.

**SALDO VIVO DE CRÉDITO INMOBILIARIO A EMPRESAS.**  
Banco de España. Millones de euros

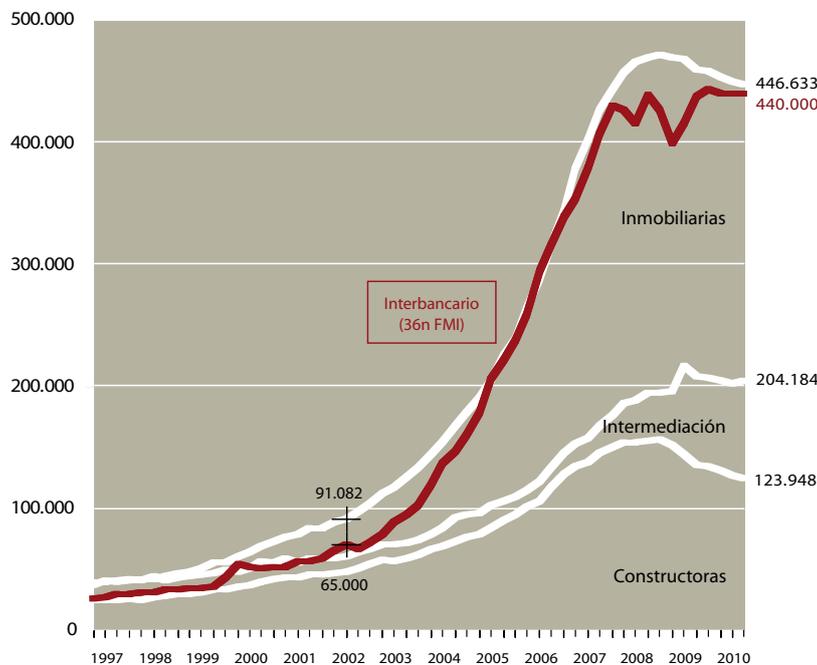


GRÁFICO I

### MIDIENDO EL STOCK

Es obvio que evaluar correctamente el stock real de edificios no terminados o terminados pero no vendidos, constituye en las circunstancias una tarea primordial. Sin embargo, como señala Paloma Taltavull en la revista *Índice* (INE, 2010), no existe uno sino varios métodos de evaluación, dependiendo del objetivo perseguido. En el presente caso debemos privilegiar el método de capital permanente<sup>2</sup> de preferencia al método de mercado, puesto que las circunstancias nos obligarán a ejecutar garantías al no disponer de suficiente demanda para dar salida el stock ni para devolver la deuda del sector inmobiliario en plazos razonables.

El método requiere pues enumerar exhaustivamente todos aquellos bienes que pueden valer garantía, aún cuando no estén aún en el mercado. Por tanto, nos limitaremos aquí a enumerar unidades de stock según su estado, lamentando no poder incluir datos sobre suelos en reserva que también han sido adquiridos con recursos ajenos y que son perfectamente aptos como garantía. Así por un lado contaremos aquellas unidades en construcción, estén o no activas, siempre y cuan-

do hayan alcanzado el punto de "no retorno" que es el visado de dirección de obra. Por otro lado, enumeraremos las viviendas terminadas pero no vendidas.

Este método presenta además la ventaja de vincular la deuda con el stock ¿cómo explicar si no la enormidad de la deuda en manos del sector inmobiliario de nuestro país? ¿Cómo explicar si no que la distribución de dicha deuda por comunidades siga el mismo patrón que la distribución de la construcción inmobiliaria puesta en marcha en las mismas CC.AA.?

Varias operaciones estadísticas han sido llevadas a cabo por el ex Ministerio de Vivienda antes de ser reabsorbido por Fomento, con el fin de evaluar esos stocks. Pero ciertas deficiencias metodológicas de planteamiento, así como la dificultad de cubrir toda la *población estadística* implicada, han desembocado en subestimaciones evidentes. Aunque tal vez la razón profunda de haber llegado a resultados tan diluidos, sean las creencias acerca de la no validez de otras series como los visados de dirección de obra, evocadas en *nuestra anterior tribuna sobre este tema*. Dichas creencias calaron muy hondo en la Administra-

ción y, por ende, en el propio Consejo de Ministros. Se ha preferido ignorar entonces un criterio fundamental en la evaluación de ese tipo de stocks. Ese criterio es que los resultados de dicha evaluación deben ser acordes con la magnitud de la deuda del sector inmobiliario.

¿Es realmente posible estimar el stock inmobiliario con el material estadístico disponible? Sí, pero no con absoluta certeza y con la condición, además, de acotar el problema por sus límites extremos y no por partes. En efecto, a un extremo, sólo deben considerarse aquellas viviendas que han alcanzado el visado de dirección de obra aún cuando, por razones de solapamiento de las sucesivas fases del proyecto, no todas las unidades de un proyecto puedan ser puestas en marcha al mismo tiempo, como bien se explica asimismo en OBSERVATORIO INMOBILIARIO Y DE LA CONSTRUCCIÓN nº 46. Al otro extremo, solo deben considerarse las viviendas nuevas sin compraventa registrada, en razón de que la simple escritura puede ser devuelta por defectos de forma o incluso de fondo.

La robustez de esos extremos proviene del hecho que los trámites correspondientes son legales y exhaustivos, con una salvedad en el registro: las obras efectuadas en autopromoción por personas físicas, asociaciones de propietarios y demás, cuya *declaración de obra nueva terminada* no es obligatoria y que, por tanto, no suele ser añadida

El conjunto del stock a mitad de 2010 representaba unos 2,32 millones de viviendas; es decir, la diferencia entre los visados (4,77 millones) y la suma de los registros, más la autopromoción (2,45 millones en total)

a la compraventa de vivienda nueva efectuadas por sociedades mercantiles (más del 80%). Ello no impide, sin embargo (y como se menciona una vez más en *OIC, 46*, nota 7) que buena parte del 20% restante haya podido ser promovida para ser vendida por autónomos o incluso por simples personas físicas. O sea que las compraventas registradas están sesgadas a la baja pero no sabemos de cuánto. Hemos supuesto entonces un 10%, reflejado tal cual en el gráfico 2.

Este gráfico 2 representa pues la acumulación de dichas series extremas, suponiendo 1º, que todas las viviendas iniciadas antes del tercer trimestre de 2002 sin excepción, están registradas al día de hoy. Y 2º, que el plazo medio entre visado de dirección de obra y registro era de siete trimestres<sup>3</sup> en 2002 y que ha ido aumentando desde entonces debido al mayor tamaño de los proyectos, como veremos enseguida. Como se desprende de estos datos y haciendo abstracción del deslinde entre lo no terminado y lo terminado pero no vendido, podemos concluir que al nivel nacional, el conjunto del stock a mitad de 2010 representaba unos 2,32 millones de viviendas; es decir, la diferencia entre los visados 1 (4,77 millones) y la suma de los registros 5 más la autopromoción 4. (2,45 en todo). Veamos ahora la composición de dicho stock.

#### VIVIENDAS EN CONSTRUCCIÓN O TERMINADAS PERO NO REGISTRADAS

De este stock de 2,32 millones ¿cuántas viviendas estaban terminadas a mitad de 2010? En la anterior Tribuna *OIC, 46* expuse la compleja problemática requerida para responder objetivamente a esa pregunta. De entrada, deben ignorarse las series de viviendas terminadas (e iniciadas) que la Secretaría de Vivienda insiste en publicar a pesar de no ser observadas. De hecho, la única fuente objetiva al respecto son los certificados de final de obra de aparejadores publicados por Fomento, los cuales aluden a la terminación de toda la obra pero no al final de cada una de las viviendas o cada uno de los edificios que ella contiene. Y puesto que el número de viviendas y de edificios que cada proyecto contiene ha aumentado significativamente a lo largo del auge, el efecto *planning* discutido en la anterior Tribuna alarga sensiblemente la duración entre la excavación de las zanjas del primer edificio y el asfaltado de la azotea del último edificio de la obra. Esa observación invalida por completo la pretensión de numerosos agentes y administradores, según la cual el número de viviendas contenidas en los

VIVIENDAS INICIADAS DESDE III-2002 Y REGISTRADAS DESDE I-2004  
Fomento e INE. Estimación del stock según estado al II-2010

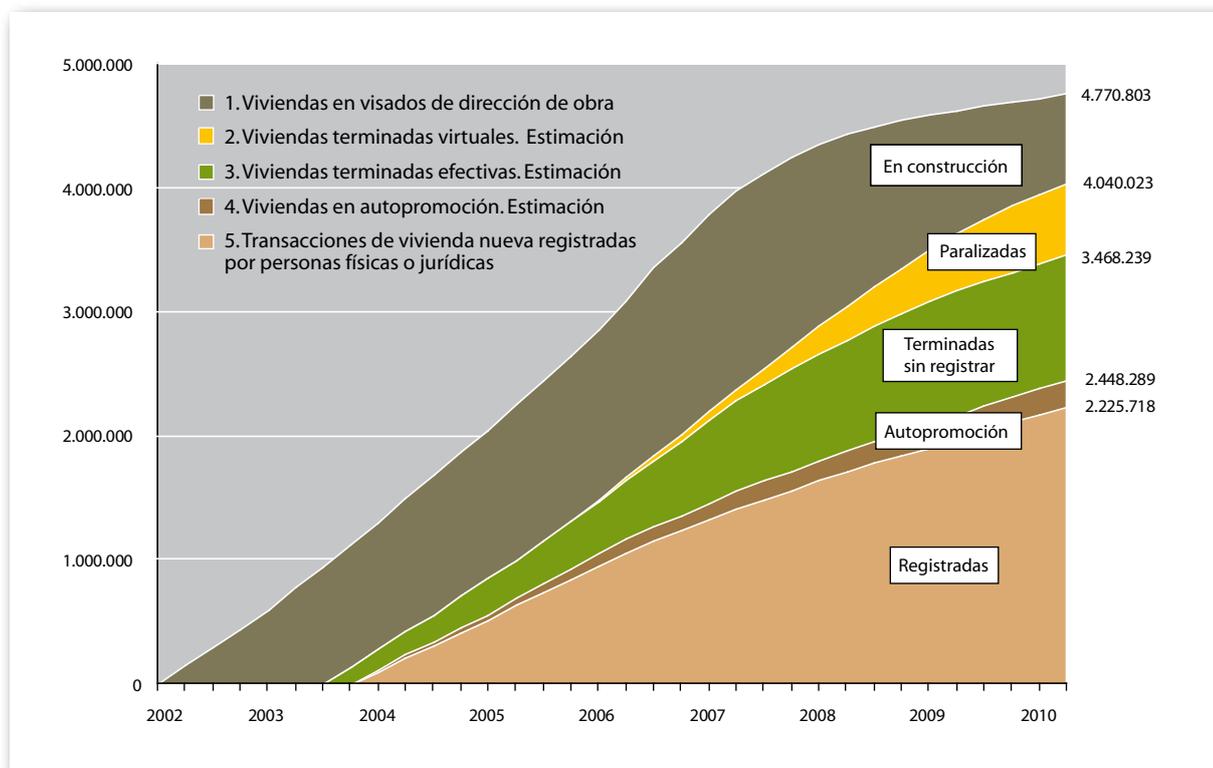


GRÁFICO 2

visados de dirección de obra estaría sobrevalorado, mientras que su número en los certificados de final de obra sería correcto. Justo lo contrario de la realidad observada.

La anterior Tribuna explica también cómo un cálculo acumulativo de los *certificados parciales* de viviendas terminadas en obras en curso, podría resolver tal dilema. Esos datos existen pero no se publican porque son problemáticos, como lo son la mayoría de flujos y stocks estudiados en ingeniería industrial, en particular cuando hay volatilidad y que el número y duración de las fases de una actuación varía durante el transcurso de la misma. O sea que, de momento, no se puede contar con nueva información o, dicho de otra manera, sólo podemos contar con la que se publica. Así y todo, hemos construido un modelo aproximativo resumido en la nota <sup>4</sup> y cuyos resultados se reflejan en el gráfico 2.

Según este modelo y con las debidas reservas, de los 2,32 millones de viviendas iniciadas pero no registradas a mediados de 2010, 1,30 millones estarían en construcción, ya sea en actividad (0,73 millones), ya sea paralizadas (0,57 millones).

De ello se deduce que las viviendas restantes, 1,02 millones se encontrarían terminadas e incluso algunas de ellas vendidas pero no registradas, todo ello sin contar la autopromoción libre de registro obligatorio, estimada en 0,22 millones de unidades.

Sin embargo, el mismo modelo sugiere que si tanto la demanda productiva como la demanda financiera hubieran respondido a la oferta puesta en marcha con dinero europeo, el stock sería incomparablemente menor. En efecto, los registros alcanzarían los 4,04 millones de viviendas según el gráfico 2, menos el natural desfase entre certificado parcial y definitivo registro, desfase estimado en 0,08 millones. Así, el stock comprendería hoy en día solamente las viviendas en curso normal de construcción y registro, a saber 0,81 millones de unidades.

#### STOCK Y DEUDA INMOBILIARIA

Como ha afirmado Donges, España es el único país (junto con Irlanda), en haber sostenido una burbuja de producción inmobiliaria con liquidez prestada por los demás bancos europeos



Stock y deuda son las dos caras de una misma moneda. En definitiva, la actual crisis en España es debida al origen y mal uso de una financiación indebida de naturaleza monetaria, destinada a un sector no productivo inflado con falsas expectativas a golpe de información asimétrica. Peor no podía ser )

tras la llegada del euro. De por sí perniciosa, esa práctica monetaria ha dado lugar además a un aprovechamiento desastroso, alterando los mercados mediante información asimétrica y con-

duciéndonos al desastre productivo y financiero. En otros términos, endeudamiento inmobiliario y stock extraordinario están actualmente correlacionados.

Obviamente, para poder comprobar este supuesto desde un punto de vista contable, haría falta más y más extensa información. Mientras tanto podemos observar que si todas las viviendas del actual stock acabaran vendiéndose a precios correspondientes a las tasaciones con las que se consiguieron los préstamos para construirlas, se recuperarían alrededor de 450.000 millones de euros, cifra de misma magnitud que el importe de toda la deuda del sector inmobiliario con los bancos nacionales y, por ende, de la correspondiente deuda de nuestros bancos con las entidades del mercado interbancario europeo<sup>5</sup>.

Claro que los préstamos al sector no cubrían -o no debieran haber cubierto- la totalidad de cada operación. En cambio, sí que han servido para comprar ingentes cantidades de suelo para operaciones futuras... ahora inoperantes. O sea que, sin necesidad de ser más precisos, podemos concluir que stock y deuda son las dos caras de una misma moneda. En definitiva, la actual crisis en España es debida al origen y mal uso de una financiación indebida de naturaleza monetaria, destinada a un sector no productivo inflado con falsas expectativas a golpe de información asimétrica. Peor no podía ser.

Por si fuera poco y para hacer frente a la actual situación, muchas entidades están comprando a través de sus intermediarios las viviendas que ellas mismas han financiado y que los promotores no son capaces de vender (o incluso de terminar), todo ello sin necesidad de actualizar la tasación. Esa práctica tiene consecuencias indeseables de las que sólo retendremos una por su incidencia estadística. En efecto, a pesar de estar prevista en la recogida de datos<sup>6</sup>, las series de compraventas o transacciones publicadas por Vivienda (notarios) o por el INE (registradores) no hacen distinción entre personas físicas y personas jurídicas. Y como que la gran mayoría de estas últimas no son usuarios finales, resulta que

estamos sustrayendo indebidamente unidades del stock por vender. O sea que con toda seguridad, nuestra evaluación del stock no resuelto se queda bastante corta. Dejamos aquí pendiente de estudio de la amplitud y la relación que puede tener este fenómeno con la reciente explosión del agregado “servicios de intermediación” mencionado al principio del artículo.

Quedará por ver cómo se sitúa nuestra crisis en relación con la de los demás países y, más concretamente, de dónde sacaron algunos de ellos el dinero prestado con tan dudosa finalidad. Examinaremos este tema en una próxima Tribuna. )

## NOTAS

1 Existe diferencia entre el concepto de suma de operaciones prestatarias (*lending*) y saldo vivo de las mismas (*outstanding loans*), puesto que este último iguala a dicha suma menos la devolución de capital que corresponda.

2 Vergés, R. (1990). 1990. *Inventario permanente de vivienda y modelo de previsión de demanda*. Madrid: Dirección General para Vivienda y Arquitectura (MOPU). Banco Hipotecario de España. 5 tomos. 400 p. N° Cat. Biblioteca Banco de España: 115730 a 115734.

3 Existe un único estudio pormenorizado sobre certificados finales que fue realizado por el Colegio de Arquitectos de Cataluña sobre un período de diez años y que concluyó a una duración media de siete trimestres distribuidos según una función de tipo *gamma*. Es con esta función que se ha efectuada la distribución temporal de la producción residencial en las Cuentas Nacionales de Edificación en base 2000.

4 En primera fase, el modelo considera cada *cohorte trimestral* de visados y le atribuye una duración determinada para que el cúmulo de certificados finales iguale el de visados. Dado que hay desviación entre ambos cúmulos, ello significa que la duración crece por el efecto *planning*. Modificando pues el parámetro de duración en función del número de viviendas por proyecto, como principal variable explicativa de la desviación entre visados y certificados de final de obra, se consigue el ajuste entre las actuales series.

En segunda fase se considera que, a partir de cinco trimestres, empiezan a presentarse certificados parciales en

cada cohorte. Ello significa que desde ese instante y hasta el certificado de final de obra, se efectúan certificados parciales de forma regular y de manera tal que su suma longitudinal sea igual al número de viviendas especificadas por el certificado final. La suma transversal de esos certificados parciales proporciona una estimación de las viviendas efectivamente terminadas en cada trimestre.

En tercera fase, se compara el nuevo cúmulo de certificados parciales con el de visados, apreciándose que el modelo mantiene una cierta desviación entre ambos, pero mucho menor que aquella observada con los certificados finales. Ello significa que los certificados parciales son los indicadores idóneos para estimar la duración real de la obra de cada vivienda. Sin embargo, a partir de 2007, se aprecia que la desviación entre visados y certificados parciales recién estimados cambia de signo y empieza a disminuir rápidamente. Ello significa que no hemos tenido en cuenta que muchas obras se han paralizado. En espera de datos fiables al respecto, hemos efectuado una simulación sin valor empírico pero bastante sugerente y que figura en el gráfico 2,

5 La resorción de la deuda hipotecaria de las empresas no significaría disminución de la deuda hipotecaria global, puesto que los bancos deberían formar una cartera con dinero a ser posible nacional para financiar la compra de las viviendas terminadas.

6 El índice de precios de vivienda estimado por el INE con datos de los notarios, es lo único que considera a las personas físicas exclusivamente. Pero este indicador no interviene en los cálculos de stocks.