

Inflando burbujas

Una burbuja especulativa es una situación en la cual gran parte del aumento de un precio se justifica por las expectativas de incrementos futuros de este precio que no tienen explicación en los factores que determinan la oferta y la demanda (al margen de las propias expectativas de revalorización del activo). El optimismo de los compradores, y no una estimación realista del valor del activo, es lo que sustenta temporalmente unos precios crecientes. Los economistas académicos han estudiado durante algún tiempo las condiciones bajo las cuales se pueden producir burbujas en la economía. Pero fue Alan Greenspan quien popularizó el concepto con el nombre de «exuberancia irracional» en un discurso pronunciado en Washington el 5 de diciembre de 1996. El mercado de valores, dándole la razón inicialmente, se hundió durante dos días, mostrando una extrema sensibilidad a un comentario en un discurso sin importancia. Sin embargo, la recuperación sería muy rápida.

La historia económica recoge bastantes ejemplos de burbujas especulativas. Una de las primeras documentadas se produjo en Holanda en el siglo xvii. Es la llamada *Chifladura de los Tulipanes*. A principios del siglo xvii la creciente popularidad de los tulipanes atrajo a parte de la población al comercio de estas plantas. En 1636 había mercados de tulipanes en muchas ciudades y pueblos de Holanda. La riqueza acumulada por los primeros especuladores en el mercado de tulipanes despertó la envidia de mucha gente que decidieron participar también en el mercado. Sin embargo, los tuli-

panes sólo se podían comprar entre junio y septiembre, el periodo del año en que se cultivan. Pero los holandeses de la época ya eran financieramente bastante sofisticados y los comerciantes sabían cómo contratar durante todo el año (se trataba, efectivamente, de contratos a futuro) la compra de tulipanes al final de la estación. En 1636 se organizó formalmente un mercado de futuros¹ en el que se compraban y vendían contratos de tulipanes. La única restricción era que las ventas «al descubierto» (*short selling*) estaban prohibidas.² Entre el 12 de noviembre de 1636 y el 3 de febrero de 1637 el precio de los tulipanes se multiplicó por 100, para caer rápidamente y en dos meses situarse, de nuevo, en un nivel similar al de noviembre. A diferencia de otras burbujas posteriores, la *chifladura de los tulipanes* no tuvo, según investigaciones recientes, una gran incidencia en términos económicos. Sin embargo, permite entender el mecanismo de formación de una burbuja especulativa. Inicialmente siempre existe un factor detonante que está justificado y es racional. En el caso de los tulipanes algunos autores hablan de un incremento de la demanda de tulipanes por parte de los franceses. Pero a partir de aquí el mecanismo de retroalimentación de las expectativas toma el control y los precios suben porque los compradores creen que los precios futuros serán superiores y, por tanto, podrán vender sus activos con un significativo beneficio. El incremento original de la demanda deja de tener importancia en las decisiones de compra y venta y la psicología toma el control del proceso. El efecto imitación y la envidia que produce el repentino enriquecimiento de los primeros especuladores promueve la codicia de la gente.

Otro episodio clásico es la Burbuja del Mar del Sur. La Compañía del Mar del Sur era una empresa inglesa creada en 1711 que tenía el monopolio del comercio con Sudamérica. La compañía era sim-

¹ Un contrato de futuros es un acuerdo en virtud del cual los contratantes se comprometen a intercambiar una determinada mercancía, a un cierto precio, en una fecha determinada a la firma del contrato.

² Cuando un inversor vende al descubierto lo que hace es tomar prestadas acciones, esperando comprarlas en el futuro a un precio menor y beneficiarse de la diferencia. Ésta es una forma de obtener beneficios en un mercado bajista. Las ventas al descubierto también fueron prohibidas en Wall Street, al menos temporalmente, el día 19 de septiembre de 2008 al ser una de las medidas del paquete urgente para detener el pánico financiero de septiembre de 2008.

plemente un mecanismo para financiar la deuda en la que el Gobierno inglés había incurrido como consecuencia de la Guerra de Sucesión. Ante la imposibilidad de crear un banco se optó por organizar una compañía comercial cuya principal actividad era financiar la deuda pública. El Gobierno y la Compañía del Mar del Sur convencieron a los poseedores de la deuda para que la intercambiaban por acciones de la nueva compañía. Como contrapartida el Gobierno inglés prometía una rentabilidad garantizada. El Tratado de Utrecht de 1713 daba a la empresa el derecho a un barco comercial cada año y a un contrato para proporcionar esclavos a las colonias españolas. Estas actividades proporcionaban un beneficio muy pequeño pero la empresa argumentaba que en el largo plazo tendría grandes beneficios.

Visto que el mecanismo funcionaba la Compañía propuso en 1719 un nuevo canje de deuda pública por acciones. El objetivo fue el mismo que el inicial: la conversión de deuda con alto tipo de interés, y poco líquida, en acciones de la Compañía del Mar del Sur con menor interés garantizado pero fácil de intercambiar. Pero para que este mecanismo tuviera éxito y atrajera el canje de los bonistas era necesario mostrar que el precio de las acciones justificaba la transformación. Parece que la concesión de un segundo navío al año en su negocio con Sudamérica, y los rumores aireados interesadamente por la Compañía sobre el potencial futuro de sus negocios, inició la burbuja. En febrero de 1720 el precio de las acciones de la Compañía del Mar del Sur era de 128 libras. A finales de junio de 1720 su precio había alcanzado las 950 libras. Durante el proceso todo tipo de ciudadanos se vieron envueltos en la burbuja. La burbuja pinchó rápidamente. A finales de septiembre el precio ya había caído a 200 libras y en diciembre había vuelto a las 150 libras de inicio de año.

Pero, sin duda, la burbuja más famosa de todas tuvo lugar en Boston a principios del siglo xx. Fue tan importante que los esquemas piramidales reciben el nombre de *juegos de Ponzi* en honor a su organizador. También en la economía académica existe una condición matemática que evita la formación de burbujas en los modelos teóricos y que recibe el nombre de *Ponzi*. Charles Ponzi fue un italiano que emigró a América en 1903. En 1920 montó en Boston un esquema piramidal que le hizo rápidamente millonario. La idea consistía en pagar a los que depositaban el dinero en su compañía un interés del 50% en sólo 45

días.³ Los inversores se peleaban por poder acceder a las oficinas a depositar su dinero. Se cuenta que hasta las papeleras del local de Ponzi llegaron a utilizarse para guardar billetes. Pero, ¿cómo se podía justificar una rentabilidad tan elevada? Ponzi decía que se beneficiaba de una oportunidad de arbitraje no aprovechada por nadie: compraba cupones postales españoles (¡sí, españoles!) del equivalente a un céntimo de dólar por los que decía podía obtener en Estados Unidos cupones postales por valor de seis céntimos. Sin embargo, detrás de este esquema no había ninguna compra de sellos. Ponzi pagaba los bonos que vencían con el dinero de los nuevos inversores y, al final, no pudo hacer frente a los pagos, dado que una auditoría detuvo su capacidad para captar nuevos clientes. Se dice que los auditores llegaron a la conclusión de que habrían hecho falta 200 millones de cupones postales para esa operación, pero que no se había observado ningún aumento en la compraventa de sellos. Esto hizo que Ponzi se hundiera y fuera a prisión por varios años. A la salida intentó el mismo esquema con propiedades inmobiliarias en Florida, pero de nuevo fracasó. Murió en Brasil en una casa de beneficencia en el año 1949. Al igual que le sucedió a Ponzi todos los esquemas piramidales, como las famosas «cartas en cadena», acaban convertidos en un gran fiasco, pues el esquema, para poder funcionar, tiene que contar siempre con nuevos compradores o inversores, pero su número siempre es limitado. En el caso de Ponzi no está claro cuánto influyó el supuesto negocio que subyacía a las rentabilidades ofrecidas (los famosos sellos) y cuánto la observación de las ganancias que obtenían familiares, conocidos y amigos invirtiendo en el negocio de Ponzi.

Una de las burbujas más recientes se produjo en el mercado tecnológico de Estados Unidos. Alan Greenspan, entonces gobernador de la Reserva Federal, se refería a este mercado cuando hablaba de la «exuberancia irracional». Al igual que en otras burbujas el origen es una expectativa muy optimista, en este caso sobre el futuro de las empresas tecnológicas. Empresas que tenían pérdidas crecientes veían el precio de sus acciones subir como la espuma, aupadas por los movimientos especulativos de los que pensaban que su precio sería superior en el futuro. En el caso español Terra se convirtió en el paradigma de la burbuja

³ Posteriormente, cuando empezó a tener problemas, pasó a asegurar una rentabilidad del 100%.

tecnológica. La posterior caída de los mercados de acciones provocó la salida de fondos hacia otros activos. La caída de los tipos de interés dirigió a los inversores hacia la nueva burbuja: la inmobiliaria.

El origen de la burbuja inmobiliaria es la caída de los tipos de interés. Este proceso, que fue generalizado ante el intento de los bancos centrales de estimular las economías afectadas por el pinchazo de la burbuja tecnológica, provocó una sorprendente sincronización en las subidas de precios de la vivienda en muchos países: Estados Unidos, Australia, Reino Unido, Irlanda, Holanda, etc. En el caso español el efecto fue multiplicado por la convergencia de los tipos de interés a los habituales de la zona euro, lo que produjo un efecto adicional. El mecanismo de incremento de precios de la vivienda no tenía ninguna relación con la evolución de los costes de construcción.

TIPOS DE INTERÉS Y PRECIO DE LA VIVIENDA

(*La Vanguardia*, 4/4/2002)

Desde hace varios años, cada vez que se hacen públicos los precios de la vivienda del Ministerio de Fomento o de las grandes sociedades de tasación, la opinión pública se alarma ante el rápido crecimiento de los mismos. El último informe elaborado por *The Economist*, con una perspectiva de largo plazo basada en datos de 14 países, muestra con claridad que España es el país donde más ha crecido el precio de la vivienda entre 1980 y 2001. La media de crecimiento de los precios reales (descontada la inflación) de los países considerados ha sido del 19% mientras que en España el crecimiento ha alcanzado el 124%. No obstante, el precio de las viviendas españolas no ha evolucionado de manera homogénea durante todo el periodo. El aumento de precios se ha con-

centrado en los periodos 1986-1991 y el 1997-2001. El informe destaca la importancia del crecimiento de la renta per capita en el aumento de los precios de la vivienda en España. Sin embargo, si bien es cierto que en la primera fase (1986-1991) la evolución de la renta per capita explicó un 75% del crecimiento de los precios, en la fase reciente es muy importante el efecto de la disminución de los tipos de interés y la reducción del desempleo juvenil que explican, respectivamente, el 35 y el 25% de dicho crecimiento.

El mecanismo que relaciona tipo de interés y precio de la vivienda es bastante simple si se mira por el lado adecuado. Lo normal es que los estudios sobre el sector de la vivienda calculen el llamado índice de accesibilidad, que determina la proporción

de la renta de un trabajador con un salario medio destinada al pago de una vivienda de tamaño y precio medio, dado el tipo de interés vigente. Otra posibilidad, más ajustada a lo que realmente sucede, es considerar que las familias destinan un porcentaje fijo del salario de sus miembros a la adquisición de la vivienda. El precio que están dispuestos a pagar por la misma se ajusta a su capacidad de pago dadas las condiciones del mercado hipotecario (plazo de los préstamos, cantidad a pagar por anticipado y tipo de interés). Con un ejemplo se puede ver mejor esta forma alternativa de mirar el precio de la vivienda. Supongamos un trabajador medio que gana tres millones de pesetas al año y que en 1996 destinaba la mitad de su salario para pagar la hipoteca de su vivienda. De esta forma, con un tipo de interés del 10%, el vigente en 1996, y un plazo de 20 años, podría permitirse una vivienda de 97.363 euros (16,2 millones) si ha pagado una entrada del 20%. Bajo las mis-

mas circunstancias si el tipo de interés fuera el del año 2001, el 5%, el mismo trabajador podría permitirse pagar una vivienda de 141.838 euros (23,6 millones de pesetas) lo que supone un aumento del precio del 46% que, por cierto, es bastante próximo al producido en el periodo 1997-2001. Esta situación hace que los demandantes de vivienda presionen los precios al alza con independencia del coste de producción. El aumento del precio de la vivienda es el que hace crecer también el precio del suelo aunque algunos analistas, equivocadamente, hagan el cálculo al revés y culpen al aumento del precio del suelo del aumento del precio de la vivienda.

El problema de este mecanismo es que las bajadas de tipos, como hemos visto, producen un efecto multiplicador sobre los precios que puede derivar en burbujas. Que nadie se engañe: los precios de la vivienda también pueden bajar. Y si no, que se lo pregunten a los alemanes o a los japoneses.

Esta visión sobre la causa fundamental del incremento de los precios de la vivienda en las fases iniciales de la burbuja no era ni mucho menos compartida por los participantes en el mercado. Los promotores y constructores seguían argumentando que sus precios se basaban en los costes de construcción, mientras que los banqueros aducían que el crédito que concedían no tenía nada que ver con el incremento de los precios. Durante el año 2002 tuve ocasión de coincidir en varias ocasiones con banqueros importantes que argumentaban que, gracias a los préstamos de la banca, los ciudadanos podían acceder a una vivienda cuyo precio era cada vez más elevado. Estaban haciendo una «misión social muy importante». Estudios académicos recientes, a los que me

referiré en la última parte del libro, muestran con claridad cómo la laxitud en la concesión de créditos por parte de las entidades financieras fue una de las causas principales de la formación de la burbuja. De hecho, los bancos tenían el hinchador de la burbuja y lo apretaban con alegría.

Tampoco los promotores aceptaban que los precios pudieran fijarse sin tener en cuenta los costes. Tuvieron que pasar muchos años antes de que algún presidente de empresa constructora reconociera que realmente el mecanismo de fijación de precios se basó consistentemente en alcanzar el precio máximo que los compradores podían pagar, dadas las condiciones crediticias y sus sueldos. Esto sucedió en la reunión XXIII del Círculo de Economía en Sitges, que tuvo lugar entre el 31 de mayo y el 2 de junio de 2007. En la sesión de tarde del día 1 de junio el coloquio contó con la presencia de Nicolás Bonilla (APAX Partners), Javier Monzón (INDRA), Javier Pérez Dolset (Lanetro Zed), Luis del Rivero (Sacyr Vallehermoso) y Bruno Figueras (Habitat) bajo la moderación de José Manuel Lara (presidente del grupo editorial Planeta y del Círculo de Economía en aquel momento). La sesión fue interesante. Destacable fue saber que Luis del Rivero dormía muy bien a pesar de los más de 20.000 millones de deuda que tenía contraída la empresa que presidía. También fue destacable la explicación de ese nivel de apalancamiento: «a principios de los noventa cuando el dinerito en efectivo daba buena rentabilidad lo teníamos en depósitos pero ahora el dinerito no da nada, es mucho mejor tener deuda, y cuanto más mejor». Pero lo realmente sorprendente, al menos para mí, fue la intervención de Bruno Figueras. Con la sinceridad de quien no tiene ya nada que perder (pocos meses después se supo de los enormes problemas financieros que arrastraba Habitat), Bruno Figueras describió con exactitud el mecanismo de fijación de precios: el máximo que el cliente pudiera pagar, dado su sueldo y las condiciones financieras.

Pero volvamos al comienzo de la historia. A mediados de 2002 las sucesivas subidas del precio de la vivienda habían conseguido generar un ambiente propicio para la retroalimentación de las expectativas alcistas y, por tanto, la formación de una burbuja inmobiliaria. La mayoría de las conversaciones de bares, cenas de familia y reuniones de amigos incluían una sección inmobiliaria: «mi piso ya vale tanto»; «compré hace tres años y ahora he ganado tanto»;

«he comprado sobre plano tres pisos y cuando los venda obtendré un rentabilidad de más del 100%»; etc. El Banco de España, consciente del comienzo de este proceso, emitió un primer aviso.

EL PRECIO DE LA VIVIENDA PUEDE BAJAR, SEGÚN EL BANCO DE ESPAÑA

(*El País*, EFE – Madrid – 16/6/2002)

Los precios de la vivienda podrían empezar a bajar en España próximamente si los tipos de interés vuelven a subir en Europa, según el Banco de España, que espera, por tanto, que concluyan las fuertes alzas registradas en los últimos cuatro años, cuando se han incrementado un 37%.

En su Informe Anual, este organismo advierte a las familias que han adquirido recientemente una vivien-

da y a los bancos que les han financiado que «están expuestos no sólo a un posible aumento en los tipos de interés o una evolución menos positiva de lo esperado de su renta, sino también a un posible descenso del valor de este activo real». De hecho, asegura que «no se puede descartar un repunte de los tipos de interés» pese a que la etapa expansiva actual no ha sido, por el momento, muy acentuada.

Más adelante veremos cómo el Banco de España irá cambiando de opinión, de forma similar a lo que le sucedió a Alan Greenspan. Después de hablar de la exhuberancia irracional de los mercados financieros en 1996, Greenspan encargó a diversos economistas de la Reserva Federal que estudiaran si era posible justificar el rápido incremento de los precios de las acciones a partir de mejoras de la productividad. El libro de Bob Woodward (*Maestro: Greenspan's FED and the American Boom*) explica con detalle este proceso. El análisis se centró fundamentalmente en aspectos sectoriales de la productividad. La respuesta de los economistas de la Reserva Federal fue afirmativa: el crecimiento esperado de la productividad justificaba que empresas del sector tecnológico con grandes pérdidas valieran en bolsa más que General Motors. Ahora todos sabemos que aquellos cálculos no eran correctos. El pinchazo de la burbuja tecnológica confirmó los peores temores del Greenspan de 1996. El problema fue

que cuanto más tardó en pinchar, más necesario se hizo encontrar una explicación fundamental a aquel acontecimiento. Por desgracia, cuando Greenspan se convirtió al optimismo tecnológico la burbuja le explotó en las narices. Veremos cómo la deriva del Banco de España no fue tan extrema pero sí que fue significativa.

Un elemento fundamental para entender la intensidad de la burbuja inmobiliaria en España es la mal llamada «cultura de la propiedad». Como tal cultura no existe ni ha existido. Es simplemente el resultado de años y años de promoción por todos los medios (subvenciones a fondo perdido, subvenciones de los tipos de interés, desgravaciones fiscales, etc.) de la compra de viviendas frente al alquiler. De esta manera, a principios del siglo XXI España era un país absolutamente anómalo en el contexto inmobiliario internacional, donde tan sólo un 11% del parque de viviendas estaba en alquiler. La falta de vivienda en alquiler, junto con los beneficios fiscales de la compra frente al alquiler y la relajación progresiva de los requisitos para la concesión de créditos, «forzó» a muchos jóvenes y familias con pocos recursos a acudir al mercado de compra-venta en lugar de optar por el alquiler. Las consecuencias financieras de una decisión como ésta son muy importantes.

HUEVOS EN LA MISMA CESTA

(*La Vanguardia* 14/2/2003)

Recientemente se ha sabido que altos ejecutivos tan importantes como Kenneth Lay, ex presidente de Enron, y Ted Turner, nunca entendieron bien el famoso principio financiero de no poner todos los huevos en la misma cesta. Por ejemplo, Lay tuvo durante mucho tiempo el 90% de su riqueza invertida en acciones de Enron. Hasta tal punto despreció dicho principio que cuando las acciones caían de precio en picado, y dado que muchas de las acciones

las había comprado endeudándose, utilizó en muchas ocasiones otros activos (propiedades inmobiliarias) como colateral de los préstamos solicitados. Al revés de lo que pareció en un principio, K. Lay no vendió sus acciones antes del hundimiento, sino que las mantuvo y sólo vendió algunas obligado por la necesidad de poner más colateral para hacer frente a unos préstamos que tenían mayor valor que los activos en los que estaba invertido el dinero. El

resultado de esta nefasta gestión de su patrimonio es que de los 338 millones de dólares que K. Lay tenía el 12 de diciembre de 2000 le quedaban 3,77 millones el 31 de diciembre de 2002. El caso de Ted Turner es incluso más espectacular, pues pasó de 7.000 millones de dólares a «varios cientos», como reconoció recientemente en una entrevista en la cadena norteamericana NBC, mientras admitía haber cometido el error de poner todos sus huevos en la misma cesta.

Volvamos a España y pongámonos en la siguiente situación. Un joven decide que quiere independizarse y que, para ello, se va a comprar un piso. Las razones son una tradición muy arraigada en la sociedad española (el 89% de los españoles son propietarios de la vivienda que habitan y estar de alquiler es como un estigma) y la creencia popular de que «el precio de la vivienda no puede bajar». De otra manera no se puede entender otra creencia, o falacia popular, que señala que «con el precio del alquiler pago la hipoteca y al final la vivienda es mía». Esto significa que un sujeto sin casi patrimonio, y con una renta en principio baja, se endeuda enormemente (en muchos casos hasta el límite de la hipoteca que puede pagar con su sueldo, como señala el banco de España, que no para de alertar sobre el enorme crecimiento del endeudamiento de las familias) poniendo todos los huevos en la misma cesta:

su vivienda. Desde un punto de vista financiero esta estrategia es extremadamente arriesgada y tiene poca lógica económica. Lay también pensó que el precio de las acciones de Enron no podía bajar, y que si bajaba luego se recuperaría. Pero, ¿y si por alguna de aquéllas el precio de la vivienda cayera como ha sucedido en otros países? No hace muchos días R. Shiller, el profesor de la universidad de Yale que predijo con gran acierto la explosión de la burbuja financiera, señalaba en la cumbre de Davos que la explosión de la burbuja inmobiliaria tendrá consecuencias incluso peores que las sufridas a raíz del descalabro de las bolsas mundiales. Si algo así sucediera la estrategia de inversión de nuestro joven sería su ruina segura, pues la falta de diversificación de su cartera de activos (todo en vivienda), basada además en un elevado apalancamiento, le haría «quebrar» (deber más del valor de sus activos) casi con toda seguridad. Por este motivo es necesario pensarlo dos veces, olvidarse de los dichos populares y aplicar los principios económicos básicos. La vivienda es parte de la riqueza de una familia y, por lo tanto, también está sujeta al principio de no poner todos los huevos en la misma cesta. Que con unos tipos de interés bajos podamos permitirnos pagar una hipoteca más alta no quiere decir que debamos hacerlo o que económicamente tenga sentido hacerlo.