

Creació i destrucció de la primera bombolla immobiliària global

GONZALO BERNARDOS

El factor clau per a la creació de la primera bombolla immobiliària va ser l'existència d'una gran liquiditat a nivell mundial entre el 2001 i el 2005. En alguns països, aquest període es va allargar fins a l'agost del 2007. La liquiditat va ser generada per uns tipus d'interès històricament molt reduïts i per unes condicions de finançament pràcticament immillorables. Entre el 2006 i el 2008 les diverses bombolles immobiliàries van explotar. L'esclat va ser conseqüència de la combinació de dos aspectes: un sobtat canvi en les condicions de finançament hipotecari per l'extensió a nivell mundial de les crisis de les hipoteques *subprime* dels Estats Units, i un gran excés d'oferta d'habitatges en alguns països.



Introducció

Històricament, l'evolució del mercat residencial constituïa un tema secundari, seguit principalment pels professionals del sector immobiliari i per aquelles persones que tenien pensat comprar o vendre un habitatge en un futur pròxim. La inversió internacional era escassa i pràcticament no hi havia índexs que comparessin els increments del preu dels pisos en els diferents països.

No obstant això, a la primera dècada del 2000, la conjuntura del mercat residencial s'ha convertit en un tema d'especial rellevància macroeconòmica. Entre el 2001 i el 2005 la generació de la primera bombolla immobiliària global en va tenir la culpa. A partir del 2006, el motiu va ser la seva explosió, primer als Estats Units, després a Espanya, Irlanda i el Regne Unit i, finalment, a l'Europa de l'Est. En nombrosos països, en pocs anys la inversió en la construcció ha passat de ser un important motor del creixement econòmic a convertir-se en una autèntica rèmora.

La creació de la primera bombolla immobiliària va tenir com a factor principal l'existència d'una gran liquiditat a nivell mundial entre el 2001 i el 2005. En alguns països, aquest període es va allargar fins a l'agost del 2007. Aquesta liquiditat es va generar per uns tipus d'interès històricament molt reduïts i per unes condicions de finançament pràcticament immillorables atorgades per bancs i caixes a les famílies i les empreses. Aquesta liquiditat va generar aspectes insòlits, com per exemple la pujada simultània del preu dels actius amb més risc (accions i habitatge) i dels tradicionalment considerats com a refugi (bons i or). Així, en un any com el 2005, en l'economia mundial es va produir una combinació realment paradoxal: una important pujada de les cotitzacions borsàries (excepte als Estats Units), un gran increment del preu de l'habitatge, un elevat valor de mercat dels bons estatals dels països desenvolupats i un preu de l'or a nivells màxims dels últims vint anys. En aquest exercici, gairebé tots els actius pujaven de preu o es mantenien en nivells extraordinàriament elevats.

Entre el 2006 i el 2008, les diverses bombolles immobiliàries creades en l'etapa precedent van explotar. L'esclat va ser generat per la combinació de dos aspectes: un sobtat canvi en les condicions de finançament hipotecari i un gran excés d'oferta d'habitatges en alguns països. L'extensió a nivell mundial de la crisi de les hipoteques *subprime* ('d'alt risc') dels EUA va posar en dubte la solvència d'algunes entitats financeres i va generar una considerable restricció de la liquiditat.

En algunes nacions com ara Espanya, el Regne Unit i Irlanda, la bombolla també hauria esclatat, encara que no hagués existit una crisi financera als Estats Units.

A partir de l'agost del 2007, la menor disponibilitat de crèdit va reduir notòriament una demanda d'habitatge que ja anava clarament a la baixa i això va provocar, en un gran nombre de països, un considerable acord en matèria de preus i transaccions.

Tot i així, en algunes nacions com ara Espanya, el Regne Unit i Irlanda, la bombolla també hauria esclatat, encara que no hagués existit una crisi financera als Estats Units. El principal motiu era l'elevat excés d'oferta, un aspecte que ja s'observava nítidament al principi del 2007. Si no s'hagués produït la crisi de les hipoteques *subprime*, probablement l'explosió hauria trigat més a produir-se i les seves conseqüències negatives haurien estat menys intenses i més dilatades en el temps.

Dividiré el present article en tres seccions. En la primera analitzaré les principals causes per les quals, entre el 2001 i el 2005, es va crear una bombolla immobiliària d'àmbit mundial. En la segona, explicaré el procés d'explosió d'una bombolla i algunes de les característiques que aquest esclat ha tingut en diversos països. Finalment, en la tercera indicaré les mesures que s'haurien d'adoptar a nivell internacional per a sortir de la crisi econòmica actual.

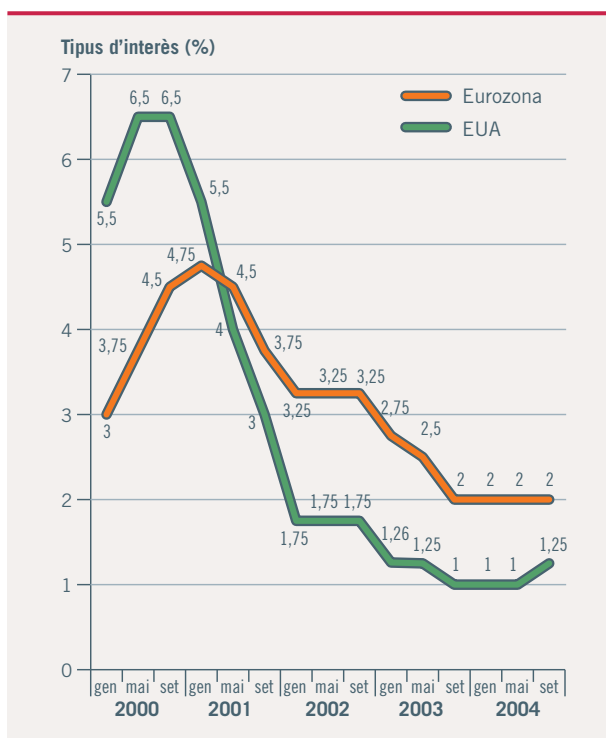
La creació de la primera bombolla immobiliària global (2001-05)

En els primers anys de la dècada actual, l'habitatge va adoptar un nou paper: ser un actiu refugi. Aquesta funció la compartia amb altres actius, com ara els bons i l'or. En gran part, aquesta situació va ser conseqüència de l'evolució negativa de les principals borses mundials en el període comprès entre el març del 2000 i el 2003. En aquesta etapa, esdeveniments de diversa tipologia, com ara l'explosió de la bombolla especulativa de la nova economia, l'atemptat de les Torres Bessones, diversos escàndols empresarials (Enron, Worldcom, etcètera) i les possibles repercussions econòmiques de la guerra contra Iraq, van incrementar substancialment el risc de la inversió borsària i van reduir notablement la rendibilitat esperada.

Per aquest motiu, els capitals es van desplaçar cap a actius més segurs i amb una millor relació rendibilitat-risc. Aquest desplaçament, sobretot des del setembre del 2001, va motivar un increment substancial de la demanda de residències com a inversió i va contribuir de manera decisiva a generar, en un elevat nombre de països, una important pujada del preu de l'habitatge.

En l'exercici del 2001, les repercussions directes i indirectes de l'efecte pobresa, causat per la reducció de les cotitzacions borsàries, van conduir a una recessió econòmica global. En l'economia mundial, no s'observava una tipologia de recessió com aquella des del 1982. Des de l'any 1975, els tres principals països del món (Estats Units, Japó i Alemanya) no havien entrat mai a la vegada en una situació d'estancament econòmic. Aquesta conjuntura adversa va fer témer als principals bancs centrals l'arribada de la fatídica combinació: recessió i deflació. Això era el que havia passat al Japó després de l'explosió de la bombolla especulativa creada a la segona meitat de la dècada dels anys vuitanta del segle passat. Amb la finalitat d'evitar aquesta combinació, i després de prendre en consideració els errors comesos pel

Gràfic 1. Variació tipus d'interès nominals



Font: Banc Central Europeu.

▲ Tipus d'interès nominal a Europa i els EUA.

Banc del Japó durant els anys noranta, la Reserva Federal i el Banc Central Europeu van decidir dur a terme una ràpida i considerable reducció dels tipus d'interès nominals (gràfic 1). La reducció va ser de tanta intensitat que, en alguns països com ara Espanya i els EUA, va convertir en negatiu el tipus d'interès real.

La realització d'una política monetària tan expansiva –especialment als EUA, on la reducció de tipus va tenir una magnitud més gran– tenia com un dels principals objectius incentivar les famílies a incrementar el seu endeutament i a elevar la seva demanda d'habitatges. Si el propòsit s'aconseguia, el creixement de les vendes en el mercat residencial conduiria a un augment de la inversió en construcció, una notable creació de feina i un dinamisme més gran de la despesa de les famílies. D'aquesta manera, l'evolució positiva del consum privat i de la inversió en construcció impedirien l'arribada a l'uníson de la recessió i la deflació. En alguns països, com els Estats Units

i Espanya, aquestes variables no tan sols van aconseguir evitar l'aparició d'una crisi, sinó que es van convertir en les principals impulsores d'un període d'elevat creixement econòmic.

El caràcter refugi de l'actiu habitatge, els reduïts tipus d'interès, l'elevada liquiditat i la major preferència dels inversors pels actius del mercat residencial van generar una bombolla immobiliària a nivell mundial en el període 2001-05.

A diferència d'etapes anteriors, els nous fluxos de capital arribats al sector immobiliari en el mercat internacional no es van dirigir preferentment a la compra d'oficines i hotels, sinó a l'adquisició d'edificis residencials. La recessió econòmica generada per l'explosió de la bombolla especulativa va comportar un elevat augment de la taxa de desocupació dels immobles d'oficines, principalment per la desaparició de nombroses empreses lligades a la nova economia.

L'esmentat increment va reduir la rendibilitat esperada, va augmentar el risc d'invertir en aquest actiu i va fer menys atractiva l'explotació comercial dels immobles indicats. En el cas dels hotels, la seva rendibilitat va disminuir a causa de la menor activitat econòmica i, especialment als Estats Units, per la reducció del turisme.

Malgrat tot, el valor de mercat dels hotels i els edificis d'oficines, situats al centre de les ciutats, es va incrementar substancialment. L'explicació a aquesta aparent paradoxa va tenir a veure amb la seva possible reconversió en edificis residencials i amb la seva valoració com a tals. Els reduïts tipus d'interès, juntament amb l'escàs atractiu dels actius alternatius, van comportar un gran augment de la demanda per motiu d'inversió dels habitatges de luxe ubicats en les principals zones de les primeres ciutats del món. Davant l'escassetat de l'oferta, nombrosos promotors van decidir adquirir, a preus impensables uns anys enrere, immobles d'oficines i hotels. Els imports pagats no estaven en cap cas justificats per les rendes

percebudes en forma de lloguers (oficines) ni pels resultats d'explotació obtinguts (hotels).

La finalitat de les adquisicions era la seva reconversió en edificis d'apartaments i la venda separada de cada habitatge en resposta a una insaciable demanda per motiu d'inversió. Davant la manca d'alternatives i la gran capacitat de finançament disponible, la demanda valorava més la localització del pis i el seu caràcter emblemàtic que no pas el seu valor real. Aquesta consideració va contribuir de manera decisiva al fet que els preus dels habitatges al centre de les principals ciutats (excepte les d'Alemanya i el Japó) pugessin espectacularment i, generalment, en major mesura que en les ubicacions limítrofes.

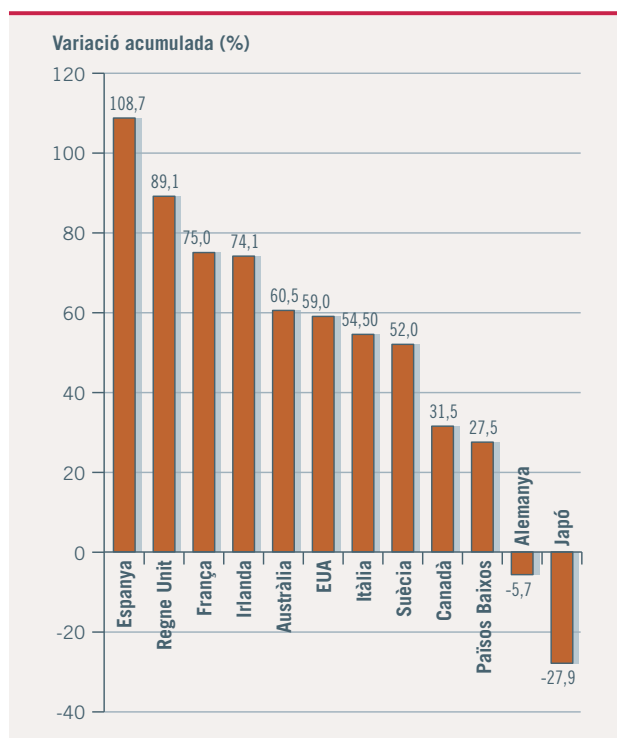
En resum, el caràcter refugi de l'actiu habitatge, els reduïts tipus d'interès, l'elevada liquiditat existent en l'economia i la major preferència dels inversors pels actius del mercat residencial, van generar una bombolla immobiliària a nivell mundial en el període comprès entre el 2001 i el 2005. L'abast i la magnitud de la bombolla poden observar-se perfectament en les figures 2 i 3.

Malgrat els problemes observats en l'economia internacional durant el període 2001-03, el preu de l'habitatge va pujar significativament en tots els països analitzats, excepte a Alemanya i el Japó. En algunes nacions, la pujada de preus va estar parcialment sustentada per una adient evolució econòmica, com és el cas d'Espanya, el Regne Unit i Irlanda. Tot i així, en altres, la seva justificació va tenir molt més a veure amb aspectes financers que macroeconòmics. Aquest seria, per exemple, el cas de França i Itàlia. Encara que el seu creixement econòmic va ser escàs, durant els cinc anys analitzats el preu de l'habitatge va pujar de mitjana un 11,9% i un 9,1% respectivament.

L'explosió de la bombolla: diferents casos

Les bombolles immobiliàries acostumen a explotar per dues raons: per un empitjorament de les condicions de finançament hipotecari i per un gran

Gràfic 2. Variació acumulada del preu de l'habitatge als principals països. 2001-05



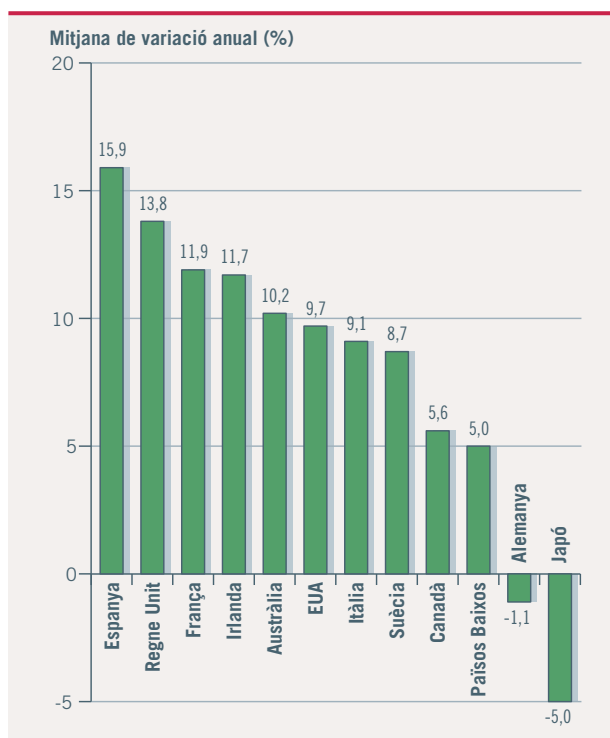
Font: The Economist i elaboració pròpia.

▲ El caràcter refugi de l'actiu habitatge va generar una bombolla immobiliària.

excés d'oferta d'habitatges. La primera situació normalment té lloc quan el Banc Central creu que existeix una important probabilitat que la taxa d'inflació de béns i serveis augmenti de manera considerable en els propers mesos i arribi a un nivell excessivament elevat. Per a impedir aquesta pujada, actua ràpidament i en un reduït període de temps apuja considerablement el tipus d'interès de referència. En determinades ocasions, aquesta actuació constitueix un greu error i comporta unes repercussions més nocives (la combinació de deflació i recessió) que les generades per una relativament elevada, però ocasional, taxa d'inflació.

Un bon exemple de l'anterior situació va succeir al Japó. El temor a una creixent inflació va fer que el Banc Central apugés el tipus d'interès de referència del 2,5 % al 6 % entre el maig del 1989 i

Gràfic 3. Variació mitjana anual del preu de l'habitatge als principals països. 2001-05



Font: The Economist i elaboració pròpia.

▲ El preu dels pisos va pujar arreu, excepte a Alemanya i el Japó.

l'agost del 1990. Pocs mesos després, va explotar la bombolla immobiliària iniciada el 1987. En aquesta etapa, el Banc del Japó va cometre tres errors importants: no va tenir suficientment en compte l'evolució del preu dels actius i, per això, va col·laborar decisivament en la creació d'una bombolla borsària i immobiliària; va augmentar de manera excessivament ràpida el tipus d'interès de referència quan la taxa d'inflació de béns i serveis va començar a pujar, i va trigar massa a canviar el signe de la seva política monetària quan es va produir l'explosió d'ambdues bombolles.

L'elevada pujada del tipus d'interès va provocar una important reducció de les tres principals classes de demanda: per motiu d'ús, inversió patrimonialista i especulativa. En el primer cas, la pujada de la quota hipotecària mensual converteix una fracció de la demanda solvent en

insolvent, tot expulsant-ne una part cap al lloguer i retraient-ne l'altra. En el segon, comporta que, en nombroses ocasions, la rendibilitat obtinguda via arrendament de l'actiu sigui inicialment inferior al cost de l'endeutament i fa escassament atractiva la compra de l'immoble. En el tercer, incrementa el cost de l'activitat especulativa i el risc de qualsevol operació. Davant d'aquest nou estat d'ànim, un significatiu nombre d'especuladors es retira del mercat

El gran excés d'oferta sembla estar causat per una elevada reducció de la demanda i per un important increment del nombre d'habitatges construïts. El primer factor determina l'augment del tipus d'interès i l'empitjorament de les perspectives econòmiques. El segon es produeix com a conseqüència dels elevats beneficis obtinguts en el passat per les empreses promotores. Aquests els indueixen a incrementar el ritme d'adquisició del sòl i a programar la construcció d'un major nombre de nous habitatges. Tenen l'expectativa que la rendibilitat aconseguida amb les antigues promocions serà igualada i, fins i tot superada, per les futures.

En els dos últims exercicis, l'esclat de les bombolles immobiliàries advertides en diverses nacions va tenir una característica comuna: la crisi financera mundial generada de manera indirecta per la recessió immobiliària existent als Estats Units des del segon semestre del 2006.

Moltes vegades aquestes empreses no s'adonen amb prou temps dels canvis adversos de la conjuntura econòmica ni de les seves repercussions negatives sobre el mercat residencial. Així, doncs, en el moment de programar les noves edificacions, si l'economia va bé, gairebé sempre estimen que l'actual apogeu immobiliari s'allargarà com a mínim un parell d'anys més. En nombroses ocasions, la realitat els sorprèn i observen com, en la nova conjuntura econòmica, un cop finalitzada la construcció dels nous immobles, una significa-

tiva proporció dels habitatges queden sense vendre. L'excessiu endeutament provoca, més tard o més d'hora, la necessitat d'eliminar o reduir considerablement l'estoc existent i condueix a una gran caiguda de preus que contribueix de manera decisiva a l'esclat de la bombolla.

Un exemple del que expliquem s'ha pogut observar durant els últims anys en el mercat residencial espanyol. Durant el segon semestre del 2006, el ritme de vendes en nombroses localitats va disminuir, encara que el preu de l'habitatge va continuar pujant. Alguns promotors no van advertir aquesta reducció i altres simplement la van rebutjar. El resultat va ser que en aquell exercici es van programar 920.199 nous habitatges, un resultat que va suposar el rècord històric anual de residències visades. En l'actualitat, el nombre de pisos nous que queden per vendre (comptant els que estan en mans dels especuladors) supera el milió d'unitats.

En els dos últims exercicis, l'esclat de les bombolles immobiliàries advertides en diverses nacions va tenir una característica comuna: la crisi financera mundial generada de manera indirecta per la recessió immobiliària existent als Estats Units des del segon semestre del 2006. Aquesta crisi ha afectat considerablement la capacitat d'obtenció de préstecs pels demandants d'habitatges, ha reduït notòriament les transaccions i ha provocat importants baixades de preus en nombrosos països.

Probablement, les repercussions negatives sobre les entitats financeres s'haurien pogut evitar o, com a mínim, atenuar, si la Reserva Federal i la Secretaria del Tresor dels Estats Units haguessin tingut en compte en major mesura les connexions existents entre el mercat immobiliari i el sector financer. Si ho haguessin fet així, a més d'abaixar el tipus d'interès de referència, probablement haurien utilitzat altres incentius (com ara avalar parcialment els nous crèdits atorgats, establir noves desgravacions fiscals, etcètera) per a evitar una caiguda profunda i continuada de les transaccions i dels preus de l'habitatge. Si ho haguessin aconseguit, haurien obtingut l'estabilització del mercat residencial i implícitament haurien establert en el mercat de renda fixa un preu mínim relativament

elevat per als bons lligats a les hipoteques d'alt risc. D'aquesta manera, les pèrdues patides per les entitats financeres pel deteriorament del valor dels seus actius haurien estat menors i s'hauria evitat que augmentessin.

Per aquest motiu, les seves necessitats totals de nous fons propis haurien estat fàcilment quantificables en lloc de ser tota una incògnita. Si hagués succeït d'aquesta manera, els dubtes sobre la solvència actual de nombroses caixes i bancs de l'economia mundial probablement no existirien.

A la major part dels països de l'Europa de l'Est, a més de la repercussió que hi ha tingut la crisi financera internacional, l'esclat de la bombolla ha estat el resultat de la ràpida retirada dels inversors immobiliaris estrangers. En l'etapa final del període d'apogeu, un elevat nombre d'especuladors de múltiples països va creure que a l'Europa Oriental hi havia «Eldorado» immobiliari. Per aquest motiu, van comprar múltiples solars i un gran nombre d'habitatges a preus impensables pels promotors i les famílies que hi residien.

Els especuladors van arribar-hi principalment atrets per quatre factors: la perspectiva d'un creixement econòmic elevat i continu, l'expectativa d'una relativament ràpida integració a la zona euro, l'existència d'uns preus dels immobles i dels solars comparativament reduïts en relació amb la majoria dels països occidentals i l'abundància de liquiditat.

El primer factor s'havia basat en la percepció de fons estructurals i de cohesió de la Unió Europea, la deslocalització d'empreses cap a aquests països i la realització de polítiques de liberalització econòmica. El segon implicava l'expectativa d'una important reducció del risc en substituir, de manera relativament ràpida, una moneda escassament prestigiosa per un altra amb gran pedigrí internacional (l'euro). El tercer suposava la progressiva homogeneïtzació del preu dels habitatges a l'Europa Oriental i Occidental i, per tant, una expectativa de revalorització més elevada d'aquests en els països de l'Est europeu. Finalment, el quart va fer que fos relativament fàcil aconseguir un crèdit en bones condicions en



▲ L'esclat de les bombolles immobiliàries va tenir una característica comuna: la crisi financera mundial generada per la recessió immobiliària existent als Estats Units.

alguna entitat financera dels països desenvolupats per a adquirir un habitatge o un solar a l'estranger.

Inicialment, la majoria dels inversors pensava vendre els habitatges adquirits o construïts a la població nativa. No obstant això, els preus elevats i la pressió compradora dels especuladors de segona, tercera i quarta generació, van fer que els habitatges fossin adquirits prioritàriament per estrangers. La demanda, pràcticament inesgotable fins a l'agost del 2007, es va desplomar quan la crisi financera va esdevenir d'àmbit mundial. En l'actualitat, l'excés d'oferta és impressionant, les transaccions són gairebé inexistentes i el preu està en caiguda lliure. Malgrat tot, pràcticament res de tot això està certificat per les estadístiques immobiliàries, d'altra banda escassament rigoroses.

Solucions

En el període comprès entre el 2004 i el setembre del 2008, la gestió de la política econòmica mundial va ser extremament deficient i la principal

causant de la crisi actual. Els errors van ser múltiples, però els més importants van ser el manteniment, als EUA, durant un període excessivament llarg, d'un tipus d'interès de referència extraordinàriament reduït; la infravaloració, per les autoritats econòmiques d'aquest país, de les connexions existents entre el mercat residencial i el sector financer; la creença que la reducció de la liquiditat era la que generava els problemes de solvència d'algunes entitats financeres quan succeïa exactament el contrari; la confusió d'una crisi de demanda amb una d'oferta (BCE); i una política erràtica de rescats bancaris (per què no va salvar Lehman Brothers, la Reserva Federal?).

Des del final del 2008, el principal problema de l'economia mundial ja està convenientment identificat (existència d'una crisi financera internacional) i la major part de les mesures establertes són adequades. Des de la meua perspectiva, el full de ruta de la recuperació hauria de passar, inicialment, per l'estabilització dels mercats residencials de les principals nacions del món per tal de poder quantificar, de manera adequada i pràcticament definitiva, les pèrdues per deterioració d'actius que han patit les entitats financeres. Seguidament, el capital públic hauria d'entrar en caixes i bancs amb la finalitat d'augmentar els seus fons propis i oferir

liquiditat de manera ràpida i en una magnitud apropiada a famílies i empreses. Per a compensar la caiguda de la demanda de béns del sector privat, l'Administració pública hauria de continuar efectuant una política fiscal molt expansiva fins al final del 2010, que impedis una empitjorament més important de l'actual situació econòmica.

El full de ruta de la recuperació hauria de passar, inicialment, per l'estabilització dels mercats residencials de les principals nacions del món per tal de poder quantificar, de manera adequada i pràcticament definitiva, les pèrdues per deterioració d'actius que han patit les entitats financeres.

Finalment, en alguns països, com és el cas d'Espanya, on l'increment del producte interior brut (PIB) depèn en gran mesura de l'evolució del sector de la construcció, s'haurien de dur a terme un conjunt de reformes estructurals (reducció de l'impost de societats, establiment de convenis a nivell d'empresa, etcètera) que fessin possible la instauració d'un nou model de creixement econòmic.

GONZALO BERNARDOS

Professor titular d'Economia de la UB i comissionat de Recursos Econòmics de la mateixa universitat.

És investigador del Centre de Recerca d'Economia del Benestar, director de l'informe immobiliari GRUPQUALITAT-Universitat de Barcelona i director del Màster en Assessoria i Consultoria Immobiliària de la UB.

Fou el creador del Graduat en Estudis Immobiliaris i de la Construcció de la UB.



Bibliografia

- BERNARDOS, G. (2007). «Claves para la inversión inmobiliaria en el extranjero». *Directivos Construcción*, 203, p. 28-34.
- BERNARDOS, G. (2007). *¿Cómo invertir con éxito en el mercado inmobiliario?* A Coruña: Netbiblo.
- TORRERO, A. (2003). *La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*. Madrid: Témpora.