

ENSEÑANZAS DEL CICLO INMOBILIARIO DE PROMOCION RESIDENCIAL EN ESPAÑA. 1997-2007

José Luis Suárez

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2011 IESE Business School.

ENSEÑANZAS DEL CICLO INMOBILIARIO DE PROMOCION RESIDENCIAL EN ESPAÑA. 1997-2007

José Luis Suárez¹

Resumen

España ha vivido, entre 1997 y 2007, un ciclo expansivo en la promoción residencial especialmente vigoroso en cuanto al volumen de producción y venta, y en cuanto al crecimiento de los precios. Si bien el ciclo tuvo un impacto positivo en la economía general y en la mejora del parque de viviendas del país, el cambio de ciclo y la recesión posterior tuvieron efectos devastadores en el sector de la construcción, el inmobiliario y bancario. Si bien esos efectos negativos se deben, en gran medida, a la propia inercia del ciclo inmobiliario (durante la expansión se produce un fuerte crecimiento) y, sobre todo, a la profundidad de la crisis económica y financiera global, hay comportamientos de los principales operadores del sector (las empresas promotoras, las entidades financieras y las Administraciones Públicas) que pueden haber contribuido a la caída. En este documento se detallan algunos de los comportamientos que pueden haber contribuido a aumentar la debilidad de los operadores del mercado y los efectos negativos del cambio de ciclo. El objetivo es extraer enseñanzas de cara al futuro del sector.

Palabras clave: sector inmobiliario, vivienda, promotores, residencial, préstamos hipotecarios, urbanismo.

¹ Profesor Ordinario de Dirección Financiera, IESE

ENSEÑANZAS DEL CICLO INMOBILIARIO DE PROMOCION RESIDENCIAL EN ESPAÑA. 1997-2007

Introducción¹

Entre 1997 y 2007, España ha vivido un ciclo de promoción residencial expansivo especialmente vigoroso y prolongado: el promedio anual de viviendas cuya construcción se inició en los cinco años previos a 1997 fue de 248.000, mientras que en los cinco años que van de 2002 a 2007 fue de 657.000 viviendas (cada año). Además, el precio medio de la vivienda creció, de finales de 1997 a finales de 2007, el 180,4%, esto es, un 10,9% anual².

Los efectos de esta expansión han sido variados. Así, el *boom* ha tenido efectos positivos para la sociedad como, –por mencionar solo algunos–: el valor económico añadido que se ha generado –y que ha repercutido en empleos, beneficios empresariales e impuestos y tasas–; la mejora del parque de viviendas nacional; y las ventas de viviendas a extranjeros –que generan no solo el ingreso inicial, sino también los ingresos recurrentes en el período de disfrute de las casas–. La parte negativa del ciclo ha estado marcada por el gran impacto destructivo que ha tenido su final en las empresas inmobiliarias (muchas abocadas al concurso de acreedores), con la correspondiente pérdida de valor y de empleos, y la enorme carga que significa el total de préstamos morosos a los promotores y constructores, así como los activos adjudicados en pago de deudas en los balances de las entidades financieras.

Las causas de la enorme virulencia de la corrección del ciclo que vivieron el sector inmobiliario y el financiero fueron varias. Entre esas causas hay algunas que son exógenas, como el hecho de que el cambio del ciclo residencial haya coincidido con una gran crisis económica y financiera global. Otras causas de la brusca corrección inmobiliaria se encuentran en las propias características del sector de la promoción residencial, que hacen que sus ciclos de actividad sean más pronunciados que en otros sectores. Tales características son, entre otras: el largo período de maduración de los proyectos, que impide un ajuste rápido a las nuevas condiciones; la necesidad

¹ El origen de este documento se remonta a las notas de clases del autor en el Programa Enfocado de Dirección de Empresas Inmobiliarias que impartió en el IESE, en Madrid, en junio de 2011, recogidas por Pedro Moragues, Asistente de Investigación del IESE. El autor agradece los comentarios de los participantes del Programa.

² La Sociedad de Tasación es la fuente de la que se han obtenido los precios de la vivienda. El índice de precios de Fotocasa (Índice Inmobiliario fotocasa.es), que calculamos en el IESE, se remonta a 2005 (www.fotocasa.es).

y la facilidad de obtención del endeudamiento (el sector tiene la ventaja de que sus activos son aceptados con facilidad como garantía de la financiación), lo que ocasiona una mayor debilidad de las empresas ante cambios de ciclo; y las bajas barreras de entrada, que lo configuran como un sector muy fragmentado y que permite la entrada de muchos operadores nuevos en los ciclos expansivos, los cuales tienen una menor solvencia económica e inferiores conocimientos.

El doloroso cambio de ciclo también se puede achacar al comportamiento de los principales operadores: las empresas promotoras, los bancos y las cajas de ahorros y las Administraciones Públicas. Si bien se puede considerar que el cambio de ciclo era inevitable por la historia y por el fuerte crecimiento experimentado en la actividad y en los precios, algunos comportamientos han contribuido a que el final haya tenido consecuencias devastadoras en un sector de actividad importante para la economía. El objetivo de este documento es extraer enseñanzas de lo ocurrido de cara a futuros ciclos de la promoción residencial. No se pretende juzgar las conductas de los operadores, sino que lo que aquí se expone proviene del análisis *ex post*, y no es, necesariamente, fácil de imaginar antes del cambio de ciclo.

En lo que sigue se tratarán comportamientos concretos de los operadores del sector, pero hay uno general que se puede atribuir a todos, y que estuvo en la raíz de muchas situaciones negativas que se vivieron al final del ciclo, por lo que puede ser digno de explicar al comienzo: se trata del desmedido afán de crecimiento³. El crecimiento fue un objetivo claramente visible y estuvo, aparentemente, poco matizado por otros criterios empresariales (en el caso de las empresas y los financiadores⁴) y de bien público (en el caso de las Administraciones Públicas). Ese afán de crecimiento tuvo, al menos, dos consecuencias graves: una fue el desorden en el crecimiento (observado en las empresas y los activos), y otra, el descuido en asegurar una fortaleza mínima de los operadores. La primera consecuencia dejó una serie de activos sin vender, muchos de mala calidad y en sitios no demandados, y la segunda provocó las dificultades financieras de las administraciones, los promotores y las entidades financieras. El crecimiento suele ser bueno, y en ese sentido se puede asociar a los organismos vivos, pero –en el orden empresarial– debería estar acompañado por una política que lo modere, lo guíe y lo consolide.

El entorno financiero

Las entidades de depósito

La banca española se precia de tener una capacidad diferencial en la venta de productos financieros para particulares (banca *retail*). En el ciclo pasado, los bancos y las cajas de ahorros hicieron de los préstamos hipotecarios un elemento central en la relación con el cliente particular, ya que se estimaba que los préstamos hipotecarios eran más seguros (lo que se comprobó que era correcto, pues en marzo de 2011 la morosidad de las hipotecas de particulares era tan solo del 2,45%, a pesar de la situación económica general en España) y

³ Este afán de crecimiento también se puede observar en las Administraciones Públicas, y no es extraño ver, en los pueblos que han tenido un fuerte crecimiento residencial, nuevos edificios públicos (ayuntamientos y oficinas de urbanismo) que no se corresponden con su nivel de actividad ni tienen la austeridad debida.

⁴ El alto directivo de una caja de ahorros, que acababa de explicar el notable crecimiento que estaba experimentando su entidad en esos años de expansión, se mostró muy sorprendido cuando se le preguntó: «¿por qué crecéis?» No tenía una respuesta clara.

multiplicaban el negocio de la entidad, de tal modo que se llegó a decir que a un cliente hipotecario se le vendían hasta ocho productos más asociados a la hipoteca (*cross-selling* de domiciliación de la nómina, el seguro de vida y del inmueble, las tarjetas de crédito y débito, etc.). La hipoteca de particulares no solo servía para abarcar otros productos, sino también para diversificarse geográficamente, pues se dieron casos de entidades centradas en una determinada región que, para expandirse en otra, buscaban un promotor, le financiaban toda la promoción en la región elegida y se quedaban con suficientes clientes finales para justificar una o más oficinas bancarias en el nuevo emplazamiento. En esos casos, el préstamo hipotecario fue un instrumento de la expansión territorial.

Mención especial merece el préstamo promotor, modelo existente en España y que se concede para la fase de construcción de una promoción con la característica especial de que puede ser subrogado, esto es, traspasado del promotor al cliente que compra una vivienda. Cuando hay subrogación, la entidad que financia al promotor acaba siendo acreedor del cliente final. En los años de fuerte actividad residencial, se decía que la mitad de los compradores de viviendas se subrogaban en la hipoteca del promotor.

La competencia de las entidades por los clientes finales del promotor –los particulares que compraban las viviendas–, las llevó al escalón anterior. Los bancos empezaron a dar préstamos a los promotores para la construcción con la intención de quedarse con el comprador final. Cuando se intensificó la competencia en el préstamo de construcción, se ofrecieron créditos generosos para la compra del suelo necesario, dando un paso más atrás en el proceso productivo. Se podría afirmar que las entidades financieras no querían al promotor como cliente o, al menos, no lo querían en la medida en que lo financiaron, puesto que, en última instancia, buscaban al cliente particular. En cualquier caso, el elevado crecimiento de los créditos hipotecarios, tanto al comprador final como a los promotores, llevó a un problema obvio: la concentración de riesgos. Las cajas de ahorros llegaron a tener el 70% de la cartera de préstamos y créditos comprometida con el sector inmobiliario; los préstamos de los bancos y las cajas de ahorros a promotores y constructores eran de 430.000 millones de euros en diciembre de 2010 y los fondos propios totales de 179.000 millones.

En la financiación del cliente final, no se respetaron los límites tradicionales al importe del préstamo en relación con el precio de la vivienda (la relación *loan-to-value*, LTV), que se sospechaba que pasaba en muchos casos del 100%. A esta práctica poco prudente hay que sumarle la estrecha relación de las entidades financieras con las tasadoras (empresas que valoran los bienes inmuebles según una metodología reglada por el Gobierno), conexión que viene marcada por la relación de propiedad o la mera influencia por la desproporción de tamaño de unas y otras, y la dependencia de las tasadoras del negocio aportado por las entidades financieras.

Las ansias por captar al cliente final (por la relación percibida entre el riesgo y la rentabilidad y por el objetivo de crecimiento) y la venta cruzada de productos también afectaron al precio de los préstamos hipotecarios otorgados, bien al comprador de la vivienda, bien a los promotores. Los préstamos hipotecarios tuvieron un *pricing* que no reflejaba el riesgo que corrían las entidades en esa actividad. Se llegaron a ver márgenes o *spread* (sobre el tipo de referencia, que sigue siendo, principalmente, el euríbor a un año) de diecisiete puntos básicos en los clientes finales y nulos en el caso de los promotores.

También en la financiación a los promotores se relajaron los criterios de otorgamiento de los préstamos. Los LTV fueron elevados, se financió la compra del suelo con gran generosidad,

contraviniendo una regla de oro que se oía mucho en España, antes del ciclo expansivo, que estipulaba que «el suelo se compra con fondos propios». Todavía más, como la valoración del suelo en los casos en que era rústico estaba muy por debajo de los precios que se pagaban, y un préstamo hipotecario no bastaría para financiar todo el precio a pagar, ¡se financiaron compras de suelo, que llevarían varios años de gestión urbanística antes de ponerse en producción, con pólizas de crédito a corto plazo, de unos pocos meses, con la intención de renovarlas sucesivamente en todos los vencimientos que se produjesen!

Aunque quizá el procedimiento más pernicioso, de cara a la calidad de los préstamos otorgados, era la propia utilización del concepto de *loan-to-value* en el préstamo al promotor. El LTV tiene sentido al utilizarse por parte del acreedor, cuando se tiene como garantía un activo muy líquido, que puede venderse con relativa rapidez sin merma significativa de su precio. Pero esa facilidad en la venta está asociada a los activos inmobiliarios en renta (edificios de oficinas o centros comerciales alquilados, por ejemplo), que pueden tener esa liquidez, algo que no tienen los suelos ni las promociones inmobiliarias en curso. Cuando se usa el concepto de LTV y se intenta financiar un proyecto al máximo, la valoración del activo es crítica, lo que explica que, durante el ciclo, los promotores se quejaran de que las tasadoras no reflejaban todo el «valor» de los suelos o de los proyectos en marcha que querían financiar. Los bancos aplicaban el LTV al valor que daban las tasadoras, de forma que estas eran los «árbitros» del mercado financiero.

El concepto de *loan-to-value* también se usaba, erróneamente, para juzgar la política de endeudamiento de toda una empresa, asociado al concepto de *net asset value* (NAV, la diferencia entre el valor del activo total, calculado a «valor de mercado», menos toda la deuda incurrida por la empresa). El NAV es un concepto proveniente del negocio de la inversión inmobiliaria⁵, en la que los activos (al generar *cash flows* regulares) son mucho más líquidos que los activos en curso del negocio promotor, y su valoración es más «objetiva». Por este motivo se decía que una empresa promotora estaba más o menos endeudada (con el juicio implícito de que la financiación era más o menos arriesgada) calculando el ratio de LTV mediante el cociente resultante de dividir la deuda entre el NAV actualizado con base en las tasaciones del suelo (según su estado urbanístico), de la promoción en curso y del producto acabado, cuando la correcta evaluación del grado de endeudamiento de cualquier empresa se debería hacer en función de los *cash flows* previsibles.

La figura de la subrogación del préstamo hipotecario (la asunción, por parte del comprador de la vivienda, de la parte proporcional a la misma del préstamo del promotor) creó la falsa sensación entre los promotores de que la deuda no era suya, que «se iba» naturalmente con las ventas (que tendrían lugar sin duda alguna), y entre las entidades financieras, de que no prestaban al promotor, sino a una amplia base de clientes finales (que serían muy rentables por la «venta cruzada» de productos). Si no hubiera existido la subrogación, las partes habrían

⁵ En España, a la inversión inmobiliaria se la llama actividad «patrimonialista», y lo inmobiliario hace referencia, preferentemente, a la promoción residencial. En muchos otros países la expresión «inmobiliario» (*real estate, property*) se aplica solo a esta actividad patrimonialista y la actividad de promoción residencial es *home-building*. Probablemente, en España se clarificaría el papel de cada operador si se asignaran nombres diferentes a la promoción residencial, a la actividad de inversión y a la intermediación en la compraventa –actualmente las empresas que se dedican a todas esas actividades se llaman «inmobiliarias»–.

estado obligadas a estudiar el préstamo con base en la generación de caja del promotor, lo que se ha visto que es indispensable para un funcionamiento ortodoxo⁶.

Otro elemento muy próximo al anterior es que la naturaleza del negocio promotor (las bajas barreras de entrada y el gran tamaño relativo de cada proyecto) hace que el procedimiento más apropiado para el análisis de un préstamo sea el de un *project finance*. Desde el punto de vista de la responsabilidad del prestatario, la financiación puede ser «corporativa», cuando el deudor responde de la deuda con todo su patrimonio o «sin recurso» (*non-recourse* o *project finance*), cuando el promotor solo responde con los *cash flows* del propio proyecto. Puesto que en el caso del *project finance* el acreedor financiero tiene menos garantías que en la deuda corporativa, el estudio de la financiación suele ser más riguroso y se centra más en la capacidad del proyecto de generar caja. En la mayoría de los casos, los préstamos al promotor se han considerado una deuda corporativa (sujeta a un análisis «relacional», y a una consideración del préstamo dentro de todo el balance y del historial del promotor) cuando, aunque legalmente se respondiera con todos los bienes personales o de la empresa, la gran importancia del proyecto hacía que, si este iba mal, el promotor no tenía los recursos suficientes para devolver el préstamo. Más allá de su forma legal, el préstamo al promotor se debe analizar en términos de los *cash flows* esperados del proyecto que se financia.

Una idea general a extraer de lo anterior es que las entidades deberían estudiar con más profundidad la naturaleza del negocio promotor que financian y dedicar más recursos a su análisis, ya sea mediante la contratación y/o formación de personal propio o la contratación de asesores externos. Es algo que hacen en otros proyectos, por ejemplo en sus unidades de *project finance*, aunque la cantidad prestada en muchos casos sea menor que el importe de los grandes proyectos inmobiliarios.

Otra actuación de las entidades que les generó problemas al finalizar el ciclo fue su intervención en el negocio inmobiliario invirtiendo fondos propios en los proyectos, transformándose así en promotores. Esta actividad estuvo motivada por, al menos, dos aspiraciones, y una de ellas fue avanzar sobre el margen –en ocasiones elevado– que daban los proyectos residenciales. Puesto que las entidades, por su actividad de prestamistas, ya corrían el riesgo de pérdidas en la promoción –el *downside risk*–, algunas de ellas decidieron que también querían participar de los beneficios –el *upside risk*–. El problema con esta actividad es obvio: dedicarse a un negocio diferente del propio. Una manera de salvar ese desconocimiento era asociarse con los promotores, aunque el final del ciclo hizo ver que las alianzas con los promotores no reducían de manera significativa el riesgo, cualquiera que fuera la participación de uno y de otro en las alianzas, pues si las cosas iban mal, las entidades debían quedarse con el proyecto porque, además de socios, eran los acreedores del proyecto⁷, y también por el riesgo reputacional.

⁶ No quiere darse a entender que se postula la eliminación de la subrogación, sino que el préstamo debe evaluarse con independencia de esta.

⁷ Una manera de salvar esta acumulación de riesgos para las entidades sería no tener la deuda de los proyectos en los que se es accionista, algo utilizado por entidades financieras sofisticadas en proyectos estructurados. Pero eso choca, en España, con la costumbre de que las entidades no financian proyectos de las filiales de sus competidores. Lo más prudente es, como siempre, hacer caso del dicho «zapatero a tus zapatos».

La autoridad monetaria. El Banco de España

Una enseñanza general, no solo para España, es el gran efecto que tienen los bajos tipos de interés en el precio de los activos, en este caso, en la vivienda. Es un fenómeno observado en todo el mundo y que, en 2011, están notando los países asiáticos que tienen la moneda vinculada al dólar. De hecho, España tuvo tipos de interés reales negativos de 2002 a 2006 y en algún momento aislado del ciclo. En una situación así, las autoridades monetarias y de supervisión de las entidades financieras deben extremar los cuidados para evitar que se formen «burbujas» de precios.

Si bien es muy difícil definir e identificar las «burbujas» (que son más fáciles de caracterizar después del cambio de ciclo), sí pueden identificarse las situaciones de crecimiento acelerado de los precios y de merma de la accesibilidad a la vivienda, o de disminución de la capacidad de compra de los ciudadanos, acompañadas por fuertes crecimientos de la financiación inmobiliaria. Estas situaciones deben ser corregidas por las autoridades de supervisión bancaria, tratando de limitar la liquidez que fluye hacia el sector. Es posible trazar la elevadísima correlación observada durante el ciclo residencial entre el crecimiento de los préstamos al sector inmobiliario y el crecimiento del precio de la vivienda.

No se puede decir que el Banco de España no haya hecho nada durante el ciclo expansivo, y quizá la medida más conocida sean las «provisiones genéricas», aquellas que se hacen en las épocas buenas, no en virtud de préstamos dudosos, sino como «colchón» para las épocas malas. Otra medida acertada fue la limitación de la titulización (*securitization*) de las hipotecas, haciendo que estas permanecieran en el balance de las entidades financieras que las originaron.

Sin embargo, resultaba evidente que esas medidas no eran suficientes. Así lo demuestra el hecho de que los inspectores del Banco de España, en mayo de 2006, escribieran una carta al vicepresidente y ministro de Economía en la que se señalaba la «actitud pasiva» de la dirección del Banco de España ante el «insostenible crecimiento del crédito bancario». En ella se decía: «Los inspectores del Banco de España no compartimos la complaciente actitud del gobernador del Banco de España ante la creciente acumulación de riesgos en el sistema bancario español derivados de la anómala evolución del mercado inmobiliario nacional durante sus seis años de mandato»⁸.

Los mercados de capitales. La bolsa

La incorrecta aplicación del concepto de NAV a la promotora inmobiliaria también causó estragos en los mercados de capitales, tanto en la valoración «pública» de las empresas en la bolsa como en las «operaciones corporativas» de fusiones y adquisiciones.

Era llamativo ver cómo la valoración en bolsa de las empresas cotizadas iba reflejando el aumento estimado en la tasación de los suelos en cartera, por el avance en la gestión urbanística de los mismos, sin importar ni cuándo ni cómo se podrían incorporar esos suelos a la actividad productiva. No se quiere decir aquí que la calidad urbanística de los suelos sea irrelevante, todo lo contrario, pero se debería unir a esa consideración una idea del devenir futuro de esos suelos y de cuál sería la generación de *cash flows* a que darían lugar.

La propia presencia de las promotoras residenciales en bolsa debería ser analizada de manera más crítica, puesto que la bolsa no es adecuada para todo tipo de empresas (hablando de todos

⁸ Cfr. Registro General de Alcalá. Entrada. Ministerio de Economía y Hacienda. Número 20205/RG 40736. 26-05-2006.

los sectores, no solo del inmobiliario), y requiere una estabilidad en las variables financieras de las compañías que pueden ser más compatibles con firmas de un cierto tamaño, con un negocio más diversificado en términos de productos y de localización geográfica y, sobre todo, con una estrategia enfocada hacia unos criterios claros y estables. Esas condiciones no son observables en muchas empresas promotoras por el componente oportunista del negocio (del que se hablará más adelante), por los largos períodos de maduración de los proyectos y por la variabilidad propia de la actividad –esta desventaja de las empresas promotoras en la bolsa puede ser la causa de que solo una pequeña proporción de ellas cotizan en todo el mundo–. La cotización en bolsa puede ser perjudicial para las propias promotoras, al exigir la publicación de sus resultados con mucha frecuencia y gran impacto en los medios de comunicación y los inversores, y eso puede dar lugar a operaciones que mejoren esos resultados a corto plazo, pero que no sean lo más adecuado para el largo plazo, esto es, para el valor de esas empresas.

Los asesores de las operaciones corporativas no hicieron una buena labor al proponer compras a precios basados excesivamente en el NAV y con una estructura de financiación muy endeudada, con LTV elevados.

Las empresas promotoras

La actividad inmobiliaria tiene la ventaja de que su materia prima (el suelo) o sus existencias en curso o de productos acabados (las promociones en marcha o las viviendas construidas) son aceptadas de buen grado como garantía (*collateral*) de los préstamos y créditos. Eso representa una gran ventaja, ya que facilita la obtención de financiación mediante deuda, pero también hace más necesaria la prudencia a la hora de estructurar financieramente los proyectos. Los planteamientos financieros inadecuados apuntados anteriormente en relación con los acreedores financieros se deben atribuir por igual a las empresas promotoras que solicitaban y contrataban esos préstamos.

Siguiendo dentro del ámbito financiero, otro aspecto propio del ciclo que se puede imputar a la entidad y al promotor, así como al resto de la economía, es que se perdió, en gran parte, la relación entre la entidad financiera y el cliente. La gran disponibilidad de fondos y el apetito de las entidades por el crecimiento, desataron una gran competencia entre las entidades financieras y proporcionó a los promotores una posición de negociación poderosísima. De este modo, las promotoras, casi con cada operación, hacían una selección meticulosa (un *beauty contest*) que las llevaba a contratar con muchos bancos, de modo que, cuando vinieron los problemas del cambio de ciclo, las empresas (incluso las pequeñas) se encontraron con que tenían decenas de acreedores financieros, y ninguno de ellos pensaba que el problema fuera suyo. Es por ello por lo que urge recomponer la relación entre el banco y la empresa⁹.

Desde el punto de vista operativo, algunas empresas renunciaron a la fijación de las principales políticas de gestión. Una de esas políticas tenía que ver con el tamaño de los proyectos puesto que, normalmente, el tamaño de los mismos no dependía de la voluntad de la dirección, sino de la disponibilidad de financiación. En muchos casos, se cumplió el tópico de que «si una promotora hace un proyecto de diez y sale bien, el siguiente será de cien, el siguiente de mil y

⁹ La necesidad de recomponer la relación entre el banco y su cliente es aplicable a todos los sectores de actividad. La excesiva liquidez se dejó sentir en todos los sectores y la fragmentación del negocio bancario de una empresa entre muchas entidades fue algo muy extendido.

así sucesivamente, hasta que uno salga mal, y como será de un tamaño elevado en relación con la capacidad de la empresa, se la llevará por delante».

Otros aspectos que normalmente venían condicionados desde fuera de la empresa eran la localización y el tipo de promoción inmobiliaria que se acometía, factores esenciales en la estrategia de una empresa. En muchas ocasiones, la ubicación y el producto a promover estaban determinados por la disponibilidad de suelo, lo que tiene que ver también con la farragosa gestión urbanística en España, de lo que se hablará más adelante. La promoción inmobiliaria siempre tendrá un componente de oportunismo mayor que otros sectores de actividad económica debido a que cada suelo (materia prima esencial) es, por naturaleza, único, y, por ello, la característica particular e irrepetible de cada proyecto forma parte de la actividad promotora. No obstante, la singularidad de cada proyecto se debe compaginar con una estrategia empresarial que conozca los límites del conocimiento de la empresa para sacarles el mayor partido posible y para evitar los riesgos que no se sepan gestionar.

El elevado precio del suelo distorsionaba los escandallos de costes de las promotoras y confundía a la dirección a la hora de evaluar el resto de los gastos incurridos. Al unir el elevado precio del suelo con la prisa a la hora de iniciar la comercialización de la promoción para ir liberando capacidad de endeudamiento, las empresas incurrían en gastos incompatibles con la eficiencia que se persigue en épocas de menor agitación.

Esta aleatoriedad en los proyectos y un desmedido énfasis en el crecimiento, hicieron que se perdiera de vista al cliente. Los mayores esfuerzos se dedicaban a la búsqueda de suelo y su financiación, mientras que las actividades subsiguientes del ciclo productivo (incluyendo el diseño del producto) tenían una importancia mucho menor. No era infrecuente oír entre las promotoras hablar de «enfoque al cliente» pero, a la hora de la verdad, los productos que se ofrecían eran muy parecidos unos a otros. El diseño del producto atendía a factores diferentes del interés del cliente, por ejemplo: para hacer las viviendas accesibles y ante el aumento de los costes de promoción, fundamentalmente, del suelo, se hicieron viviendas cada vez más pequeñas –cuando las transacciones más recientes, posteriores al cambio de ciclo, demuestran que los clientes valoran (y necesitan) el espacio–. En realidad, las empresas estaban más orientadas al producto (y, dentro de este, a la velocidad de su «puesta en carga») que al cliente. Un chascarrillo de la época era que «los pisos no se venden, se despachan».

Las técnicas de evaluación de proyectos eran rudimentarias, muchas veces limitadas a una cuenta de resultados global estática de la totalidad de la promoción (que comparaba los ingresos totales previstos, sin consideración del tiempo, con los gastos totales), cuando no se restringía solo al precio de repercusión del suelo (comparación del precio de venta por metro cuadrado de la vivienda en ese momento con el precio del suelo por metro cuadrado edificable). Un alto directivo de una entidad financiera me dijo que sospechaba que, en algunos casos, los promotores presentaban un proyecto a financiar a un banco sin un análisis detallado, pensando que si la entidad lo financiaba sería porque era un buen proyecto, y el banco decidía sobre el préstamo sin analizarlo mucho, pensando que si el promotor lo presentaba sería porque era un buen proyecto¹⁰.

¹⁰ Siguiendo lo que se enseña en los cursos de finanzas, la evaluación de un proyecto debería constar de un análisis financiero que asegure que se pueden cumplir los compromisos de pago, y de un análisis de la rentabilidad que determine si los proyectos alcanzan la rentabilidad ajustada al riesgo cuando se explicitan los *cash flows* a lo largo del tiempo. Ambos análisis deberían estar avalados por un análisis de sensibilidad que desafíe los supuestos utilizados.

En el segmento de la vivienda vacacional se dio un error estratégico de consideración. Se creyó en muchos casos que el negocio de la segunda vivienda era similar al negocio de la primera vivienda, y probablemente lo era cuando «se despachaba, no se vendía», pero solo podía serlo en esas circunstancias. Esto llevó a muchos promotores de primera vivienda a promover viviendas vacacionales. Todas las personas necesitan una primera vivienda y nadie necesita una segunda vivienda, y este factor por sí solo diferencia de manera radical la venta de ambas. Otro factor diferencial es que una buena parte de las viviendas vacacionales se venden a ciudadanos de otros países, distantes no solo físicamente, sino también en costumbres, preferencias, moneda e idioma¹¹. Se llevaron los vicios de la primera vivienda a la segunda (como la falta de orientación estratégica y el distanciamiento del cliente) y ahí fueron más perniciosos, pues el 55% del *stock* de vivienda nueva sin vender en 2011 está situado en el arco del Mediterráneo español.

La falta de orientación estratégica y el erróneo asesoramiento externo, llevó a muchas empresas a confundir el negocio de la promoción residencial con la inversión inmobiliaria, sin reconocer que son negocios muy diferentes, que requieren conocimientos distintos, *know-hows* que no suelen coincidir debajo del mismo techo. Se hizo el razonamiento simplista, que todavía se oye en el sector, de que al promotor le convenía tener una actividad patrimonialista que le generase suficientes ingresos recurrentes como para aguantar en las épocas de «vacas flacas». Si fuera tan fácil protegerse de los ciclos, deberían hacerlo todas las empresas, no solo las promotoras, la mayoría de las cuales no tiene ninguna ventaja diferencial en la actividad patrimonialista –a pesar de que ambas tienen que ver con «el ladrillo»– pues, como ha quedado dicho, requieren un *know-how* muy diferente. Si se persigue, como empresa promotora, dicha estabilidad de ingresos, habría que buscarla en actividades que se conozcan, como una diversificación de producto o geográfica, una escala adecuada, un bajo endeudamiento o una elevada liquidez.

Las Administraciones Públicas

La regulación del sector inmobiliario no favorece su estabilidad ya que, en realidad, esa regulación amplifica los ciclos de la vivienda. Las principales políticas a nivel macro, sobre el suelo y la vivienda, están obsoletas, son antiguas¹², están superadas por la evolución del sector y su intento de actualización ha adolecido de improvisación y carencia de una visión de conjunto que favoreciera la actividad con vistas a mejorar el interés de la sociedad¹³. Además, la descentralización de la competencia urbanística hacia las comunidades autónomas ha venido a aumentar el desconcierto y la ineficiencia regulatoria y de gestión.

¹¹ Una prueba de esto eran las elevadísimas comisiones que los promotores tenían que pagar a los brókeres (llegaron a superar el 20%) para vender a unos clientes extranjeros que no conocían.

¹² El tronco de la actual legislación del suelo arranca con la ley de 1956. La vivienda de protección oficial (VPO), fue instaurada por el Decreto 2131/1963, de 24 de julio, aunque ya se hablaba de vivienda protegida desde la creación del Instituto Nacional de Vivienda, en 1939.

¹³ Las medidas que se observan a mediados de 2011 de rebaja del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en la compraventa de viviendas nuevas, ¡por unos pocos meses!, ejemplifica esa falta de un criterio estable en la regulación del sector.

La regulación del suelo

La legislación del suelo ha creado un recurso escaso donde no lo hay. España es un país de baja densidad demográfica comparado con el resto de Europa y por eso el suelo debería ser más barato que la media europea, aunque lo que ocurre es lo contrario. Falta una planificación regional que coordine las necesidades y la gestión del suelo en el ámbito de las Administraciones Locales, y que reduzca la discrecionalidad de los funcionarios y los políticos que –muchas veces con un interés localista mal entendido– retrasa innecesariamente los proyectos y le añade unos costes que repercuten en el precio de la vivienda. Además, muchas veces los ayuntamientos demandaban compensaciones no relacionadas con la promoción para otorgar las licencias correspondientes, como construir un polideportivo o la piscina municipal, contribuir a las fiestas patronales... La gestión urbanística fue una fuente de ingresos espuria para los ayuntamientos, más allá de lo que indicarían los gravámenes legales, lo que queda de manifiesto en la penuria económica de las Administraciones Locales al cambiar el ciclo residencial.

Se dice que entre un suelo urbanizable (en el proceso de gestión urbanística) y uno urbanizado (ya provisto de la infraestructura necesaria) median tres letras y diez años y, si bien esto puede ser una exageración en algunos casos, no lo es en otros. La gestión de los más recientes Planes de Actuación Urbanística (PAU) de Madrid¹⁴ ha llevado unos veinte años. Estos plazos larguísimos han provocado decisiones ineficientes en las empresas que se veían obligadas a adquirir más suelo del necesario –por la incertidumbre de su disponibilidad en el proceso productivo– y a comprar todo el suelo que se pudiera con independencia de que estuviera más o menos en línea con sus propósitos, con una sensación de inseguridad jurídica impropia del «Estado de derecho», agravada por el hecho de que una empresa de cierto tamaño debe operar, dentro de España, con tantas leyes del suelo como comunidades autónomas abarque su actividad.

La discrecionalidad de las administraciones en la regulación y la gestión del suelo se vuelve restrictiva pero, paradójicamente, no genera menos suelo en gestión sino más, por las ineficientes decisiones empresariales que se apuntaron antes y que ocasionaron un gran *stock* de suelo en diversos estadios de gestión que, después del ciclo, pesan como una losa en el balance de las promotoras y de las entidades financieras a las que se lo adjudicaron por impago de deudas. Por supuesto, la imposibilidad de prever el calendario y el resultado de la gestión urbanística de los suelos, junto con el resultado de la gestión urbanística de los suelos, ejercieron una fuerte presión sobre los precios.

El fuerte crecimiento del precio del suelo deslumbró a muchos operadores, que perdieron de vista que la promoción residencial es un negocio industrial y lo asociaron más a un negocio de relaciones donde la habilidad en la gestión urbanística multiplicaba la inversión con facilidad¹⁵. Esto provocó que los promotores fueran basculando de promotores residenciales a gestores del suelo, y el sector atrajese a nuevos operadores, no necesariamente con experiencia en el negocio inmobiliario.

¹⁴ Se trata de los PAU de Arroyo del Fresno, Carabanchel, Las Tablas, Montecarmelo, Sanchinarro y Vallecas, previstos desde inicios de los noventa y hechos realidad muy entrado el siglo XXI. Cfr. Suárez, José Luis (editor) *El nuevo Plan General de Ordenación Urbana de Madrid*, Ediciones y Estudios IESE, S.L., 1997.

¹⁵ En ocasiones, la construcción, cuando era posterior a la gestión urbanística del suelo, disminuía el margen acumulado con dicha gestión. Algunos empresarios afirmaban que podía salirles más rentable gestionar y vender el suelo a terceros, pero si lo hacían se perjudicaría su posición ante las administraciones en los subsiguientes trámites urbanísticos.

La legislación debería ser única a nivel nacional, y la Constitución podría reformarse en ese sentido, como se ha hecho con otras consideraciones económicas relevantes en 2011. Por su parte, la planificación debería ser regional, para evitar las ineficiencias propias del uso de escalas inapropiadas; la gestión debería ser mucho menos discrecional, favoreciendo los proyectos que se presenten dentro de los planes previamente aprobados; la seguridad jurídica se puede ampliar retirando de las administraciones aquellos trámites que podrían ser más automáticos, como la verificación por terceros (como pueden ser los notarios) del cumplimiento de la ley y la planificación vigente. Debe haber un sentimiento de obligatoriedad de aprobación cuando se cumple con la legislación vigente, modificando los criterios de los funcionarios y los políticos, orientándolos más hacia criterios empresariales y de bienestar general. Un ejemplo de esto último sería primar los proyectos presentados por empresas solventes, tanto económicamente como en materia de conocimientos y experiencia, y no favorecer a «promotores» arribistas que pueden sacar adelante proyectos basados en la amistad o en tener una mayor predisposición a plegarse a las exigencias de las administraciones.

Un mayor respeto a los criterios empresariales en la gestión urbanística podría llevar a mirar con buenos ojos los proyectos con mayor solvencia económica –financiera–, de promotores dispuestos a jugarse su dinero. Una figura que ha provocado una mayor improvisación en la gestión es la del «agente urbanizador», que permite gestionar suelos que pertenecen a terceros, en ocasiones de manera coercitiva. Además de la posibilidad de que la figura del agente urbanizador vulnere el principio de propiedad privada¹⁶, esta ha facilitado el acceso al negocio promotor de personas sin experiencia ni recursos que han hecho más nocivas las consecuencias del ciclo¹⁷.

La política de viviendas. La vivienda protegida

La política de vivienda está mal entendida. Se considera que el «mandato constitucional»¹⁸ consiste en proporcionar vivienda barata, en propiedad, y con criterios de selección del beneficiario más o menos discrecionales. Una política de vivienda más atinada debería ocuparse de la accesibilidad a la vivienda, en condiciones idóneas, en la sociedad en general, y no como algo particular de ciertos grupos –que además pueden no ser los más necesitados–. La vivienda protegida puede haber sido un buen invento en su momento –hace muchas décadas y en condiciones muy distintas a las actuales– pero hay que modificarla rápidamente.

La vivienda protegida exacerbó el ciclo expansivo al menos de dos maneras; una, primando la propiedad sobre el alquiler, lo que ejerció presión sobre los precios. España tiene un 86% de vivienda en propiedad, y ese porcentaje tan elevado da lugar a innumerables decisiones de compra de los particulares (muchas de ellas ineficientes, simplemente porque la compra no es la mejor opción para todo el mundo), y menos decisiones de inversiones masivas en vivienda en alquiler por parte de inversiones institucionales. Si el porcentaje de alquiler fuera mayor, las nuevas viviendas estarían más adaptadas a las necesidades de sus ocupantes y serían más baratas.

¹⁶ Esta aparente vulneración del derecho de propiedad, porque hay propietarios que se ven obligados a entrar en promociones no deseadas, ha hecho mucho daño a la imagen de España en el extranjero.

¹⁷ La Comunidad Valenciana, pionera en este método de gestión, ha sufrido vaivenes en los precios (de activos y de empresas) por lo menos tan amplios como en otros sitios y tiene el mayor *stock* de viviendas sin vender en relación con la población que tiene.

¹⁸ El artículo 47 de la Constitución española establece el derecho a la vivienda.

El otro aspecto que alimentó al ciclo, en este caso en materia de precios, es la obligación de hacer vivienda protegida junto con vivienda libre. Es fácil darse cuenta de que, para obtener una rentabilidad adecuada del conjunto de la promoción, las viviendas libres subvencionan a las protegidas, dándose la situación injusta e ineficiente de que el comprador de la vivienda libre paga por la política de vivienda que decide el gobernante.

Hay que separar la política de vivienda de la vivienda de protección oficial –esta es solo una parte de aquella–. La política de vivienda debe ocuparse de toda la sociedad y de todo lo que supone adecuar la oferta de vivienda. Debe incluir, por ejemplo, la rehabilitación (empresarial, diferente de la reforma de viviendas individuales que favoreció el Gobierno a posteriori del ciclo), que requiere de una mayor garantía de regulación y de coordinación de intereses en un país con la propiedad tan fragmentada. Otro elemento de la política debería ser abaratar el suelo, puesto que los períodos de expansión son testigos de un crecimiento del precio de la vivienda que provoca aumentos todavía mayores en el precio del suelo, dando una rentabilidad en algunos casos exagerada a los propietarios de este –que han sido los verdaderos ganadores del ciclo expansivo 1997-2007–. Habría que limitar esas ganancias, con un trato más justo por parte de las Administraciones Públicas.

Quizá habría que olvidar el nombre de vivienda protegida, pues hay que proteger al ciudadano, no a la vivienda. El nombre de «vivienda social» podría ser más adecuado y es el que se usa en muchos países. Eso llevaría a pensar si esa vivienda social debe ser en propiedad o en alquiler. La solución puede no ser única pero, sin duda, tiene que ver más con el alquiler que con la propiedad, por una eficiencia en el uso de la vivienda (en muchos casos, es mejor una vivienda en alquiler que en propiedad) y por eficiencia en el uso de los recursos públicos. Dar una vivienda en propiedad que tiene una ubicación y características muy parecidas a una libre y a un precio mucho más bajo es equivalente a un premio en ocasiones excesivo, y aunque eso se trató de corregir de muchas maneras (por ejemplo, con períodos de limitación de la venta posterior de la vivienda adjudicada), las supuestas correcciones se mostraron ineficientes y fueron fuente de una complejidad todavía mayor.

En los últimos años del ciclo expansivo y con posterioridad, se acrecienta la idea de que hay que reducir la proporción de viviendas en propiedad a favor del alquiler, pero no se observan medidas que vayan en ese sentido. Hay que reconocer pronto que el alquiler no aumentará con la aportación de viviendas en alquiler por parte de particulares, propietarios de una o unas pocas viviendas en alquiler, sino que la solución del alquiler debe venir de la mano de inversores institucionales. La promoción del alquiler debe contemplar los patrimonios públicos de vivienda y el fomento de la inversión en vivienda en alquiler –una inversión de rentabilidad limitada, subvencionada en muchos países–. Además de preocuparse de que los grandes patrimonios de viviendas den la rentabilidad adecuada, se deben favorecer las formas jurídicas de esos inversores institucionales. Hay que revisar el marco de funcionamiento de los fondos de inversión inmobiliaria abiertos (que han tenido un mal devenir en España hasta el momento, pero que deberían ser un método para canalizar el ahorro particular hacia el sector inmobiliario) y el de las SOCIMI (sociedades cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario) –el equivalente de los *Real Estate Investment Trusts* (REIT)– presentes en casi todo el mundo desarrollado, pero con unas reglas de juego mucho más claras y favorables que en España¹⁹.

¹⁹ La inoperancia de la regulación de las SOCIMI se puede comprobar con el casi nulo impacto que ha tenido en el sector inmobiliario, aunque ese impacto también está influido por el hecho de que la regulación salió a la luz después del cambio de ciclo.

Consideraciones finales

En este documento se reseñan las actividades de las entidades financieras, los promotores y las Administraciones Públicas que se consideran más relevantes para entender el ciclo residencial expansivo experimentado en España entre 1997 y 2007. El objetivo ha sido dejar constancia de las enseñanzas que pueden ayudar en otros casos, puesto que «una crisis es algo muy importante como para desperdiciarlo»²⁰. Es necesario aprender de los errores para tener un sector inmobiliario fortalecido a la salida del ciclo recesivo que comenzó en 2007. A pesar de su situación en la etapa recesiva subsiguiente, el sector de la promoción residencial volverá a ser un pilar de la economía –como lo es en todo el mundo–.

Una consideración de carácter general sobre el perfil del ciclo expansivo ha sido la creencia de que el precio de la vivienda no podía bajar, dando una falsa sensación de seguridad a muchos, incluidos los particulares, que «invertieron» en lo que se llamó el «mercado de opciones» de la vivienda: comprar una vivienda sobre plano y por contrato privado y, cuando estuviera acabada y llegaba el momento de escriturar la compra, se le «daba el pase», vendiéndola a otra persona y obteniendo grandes beneficios. Esa creencia ha hecho mella también en el comportamiento de las empresas promotoras y las entidades financieras.

En descargo de los operadores no debe dejar de apuntarse que el sector inmobiliario tiene bajísimas barreras de entrada (y de salida, por el elevado endeudamiento) lo que lo hace especialmente permeable a la entrada de nuevos operadores, no necesariamente conocedores del negocio inmobiliario²¹, que dificultan la «inteligencia» del sector, perturbando la toma de decisiones, y que hacen muy difícil –si no imposible– una autorregulación, aun en situaciones extremas.

²⁰ Se dice que un *chief of staff* del Presidente de Estados Unidos, Barack Obama, afirmó: «a crisis is too important to waste».

²¹ En pleno ciclo expansivo, se oía este chascarrillo: «¿Qué hace un médico? Pone una consulta. ¿Y dos médicos? Ponen una clínica. ¿Y tres médicos? Una promoción inmobiliaria».