

Published in Cinco Dias, 27 March 2006

ALAN AHEARNE AND JUAN DELGADO

Y si estalla la burbuja, ¿qué hacemos?

No existe acuerdo entre los bancos centrales sobre cómo responder a una escalada del precio de la vivienda. Los autores analizan la relación entre la política monetaria y el mercado inmobiliario y ven improbable que el BCE responda en caso de que estalle la burbuja inmobiliaria en España

Si estallara la burbuja inmobiliaria en España ¿qué debería hacer el Gobierno? Para dar una respuesta a esta pregunta es importante recurrir a la experiencia internacional en circunstancias similares. Un estudio reciente de la Reserva Federal de EE UU, la Fed, (House prices and monetary policy, A. Ahearne, J. Ammer, B. M. Doyle, L. S. Krole y R. F. Martin. www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/841/default.htm), identifica 44 episodios de escaladas y descensos de los precios de la vivienda desde 1970. Del estudio se deduce no es evidente qué se debería hacer, en caso de que debiera hacerse algo, ante un descenso en los precios de la vivienda.

El informe analiza el patrón medio de comportamiento de los precios de la vivienda en distintos países: el precio de la vivienda alcanza su máximo en periodos en los que bancos centrales incrementan los tipos de interés en respuesta a presiones inflacionistas. Los precios disminuyen por un periodo medio de cinco años y las ganancias previas se pierden. Es decir, cuanto mayor es la subida más dura es la caída. La corrección a la baja de los precios se acompaña generalmente de un receso de la economía, un aumento del desempleo y un deterioro de la balanza fiscal.

No existe acuerdo entre los bancos centrales sobre cómo responder a una escalada del precio de la vivienda. El ex presidente de la Fed Alan Greenspan es partidario de no intervenir aduciendo que los bancos centrales no disponen de armas en sus arsenales para atajar burbujas inmobiliarias sin provocar efectos secundarios mientras que Mervyn King, del Banco de Inglaterra, parece más propicio a aplicar una política monetaria más restrictiva para apaciguar incrementos presentes y futuros en los precios de la vivienda.

Ante una caída repentina de los precios de la vivienda, la reacción de los bancos centrales ha sido tradicionalmente recortar los tipos de interés de forma rápida y contundente. El objetivo de este recorte no es tanto frenar la caída de los precios sino amortiguar los efectos de esta caída sobre la actividad económica y el sistema financiero. Tipos de interés más bajos disminuyen el coste de la deuda al tiempo que compensan los efectos sobre la economía del freno en la actividad del sector de la construcción y la disminución del empleo en el mismo. Además, el descenso de los tipos de interés y las expectativas a la baja sobre el crecimiento futuro provocan una depreciación de la moneda lo que ayuda a aumentar las exportaciones.

La evidencia muestra que, tras un periodo de recesión, la economía comienza a recuperarse conforme las consecuencias de una política monetaria más laxa empiezan a surtir efecto y que puede llevar hasta cinco años alcanzar las tasas de crecimiento previas al descenso de los precios.

En conclusión, ante un shock adverso sobre el mercado de la vivienda, la solución parece ser dejar que los precios -tipos de interés, tipos de cambio y precio de la vivienda- se ajusten a la baja para evitar que las cantidades -la producción y el empleo- lo hagan.

¿Qué lecciones podemos extraer para el caso español? La respuesta es que España está prácticamente indefensa. Una de las consecuencias de haber adoptado el euro es que los tipos de interés ya no responden a las condiciones económicas domésticas. El tipo de interés de la zona euro lo fija el BCE, y es poco probable que el BCE responda a un shock que solo afecte a España.

Así que, si los precios caen, no podemos responder de la manera tradicional recortando el tipo de interés y depreciando nuestra moneda. La política monetaria no ha sido más restrictiva durante el boom y no sería más laxa ante una caída de los precios.

De hecho, imaginemos un escenario en el que aumentan los tipos de interés y estallan las burbujas inmobiliarias en aquellos países que han registrado fuertes incrementos de precios en los últimos años como España o EE UU. Si la Fed respondiera de la forma tradicional reduciendo los tipos de interés, el dólar se depreciaría. Sin embargo, la caída de los precios en España no provocaría respuesta alguna por parte del BCE. Por tanto, España se enfrentaría a una tormenta perfecta con precios de la vivienda decrecientes, tipos de interés y coste de la deuda crecientes y el euro apreciándose frente al dólar.

La mejor estrategia sería obviamente evitar que se infle la burbuja y que los hogares se expongan a más deuda de la que pueden soportar. Bajadas impositivas y una política fiscal expansiva podrían ayudar a la recuperación de la economía ante una caída en los precios de la vivienda, aunque la efectividad de dichas medidas sería relativa debido a la apertura de la economía española.

Una cosa es segura: si la burbuja explota la flexibilidad de la economía española y la imaginación de nuestros gobernantes serán puestas a prueba...