



## Las viviendas que pudieron hundir la economía española. La caída del mercado de vivienda y sus consecuencias

Julio Rodríguez López<sup>1</sup>

Recibido: 18 de febrero de 2016 / Aceptado: 23 de junio de 2016

**Resumen.** Dentro de las numerosas etapas de auge del mercado de vivienda experimentadas por la economía española desde la segunda mitad del pasado siglo, la del periodo comprendido entre 1997 y 2007 ha sido la de mayor alcance. Destacó en la misma la fuerte expansión del crédito destinado a financiar la promoción y la compra de viviendas. La crisis financiera mundial de 2007-2008 provocó una fuerte restricción crediticia en España que frenó las ventas y la nueva construcción residencial. El peso del ajuste recayó sobre todo en las viviendas iniciadas, y resultó moderado el descenso de los precios. Se generó un importante volumen de viviendas nuevas no vendidas. La recesión se prolongó hasta 2013 y ocasionó una significativa destrucción de empleos. El impacto sobre el sistema financiero fue importante, provocando la desaparición de las cajas de ahorros. En 2015-2016 ha tenido lugar una recuperación del mercado de vivienda y de la nueva construcción residencial. Desde la política económica se debe impedir la creación de nuevas “burbujas” inmobiliarias, que obstaculizan la consolidación de un modelo productivo sostenible en la economía española.

**Palabras clave:** Vivienda; crédito; burbuja; cajas de ahorros; política de vivienda.

[en] The development that could have destroyed the Spanish Economy. The fall of housing market and its consequences

**Abstract.** The period between 1997 and 2007 has been the most important boom in the housing market. It was remarkable for the amount of credit used for housing developments and for mortgages. The financial crisis of 2007 generated a strong restriction in credit that stopped house sales and new developments. Most of this credit crunch fell on new dwellings, and there was a moderate fall in house prices. There was a large stock of new developments. The recession lasted until 2013 with large numbers of unemployment and the loss of the building societies. In 2015-2016 there has been a recovery of the housing market. It is about preventing a new housing bubble that would slow down the consolidation of a sustainable productivity model of the Spanish economy.

**Key words:** Housing; credit; bubble; saving bank

**Sumario.** 1. Introducción. 2. Una fase cíclica de auge prolongado e intenso, 1997-2007. 3. El hundimiento del mercado de vivienda, 2008-2013. 4. La crisis se llevó las cajas de ahorros. El “banco malo”. 5. Mercado de vivienda. Política de vivienda. Modelo productivo. 6. Conclusiones. 7. Bibliografía.

<sup>1</sup> Consejo Superior de Estadística, Instituto Nacional de Estadística.  
E-mail: [Julio.r.lopez@telefonica.net](mailto:Julio.r.lopez@telefonica.net)

**Cómo citar:** Rodríguez López, J. (2017). “Las viviendas que pudieron hundir la economía española. La caída del mercado de vivienda y sus consecuencias”. *Cuadernos de Relaciones Laborales* 35(1), 71-99.

## 1. Introducción

Los ciclos del mercado de vivienda afectan de forma significativa al comportamiento global de la economía española, de acuerdo con la experiencia histórica. El último ciclo incluyó una fase alcista, 1997-2007, de fuerte empuje de las variables que describen dicho mercado. Durante la etapa de recesión posterior, 2008-2013, el comportamiento de dicho mercado contribuyó a deprimir de manera trascendente al conjunto de la economía española.

En este trabajo se comenta en el apartado segundo la evolución del mercado de vivienda de España en la fase de ajuste, que estuvo impulsada por la expansión del crédito bancario. En el apartado tercero se describe la evolución del mercado de vivienda durante la etapa de recesión posterior a 2007, en la que el nivel de actividad productiva y el empleo se vieron seriamente afectados a la baja. El cuarto apartado describe el ajuste efectuado en el sistema financiero, especialmente los pasos que condujeron a la creación del “banco malo”. El quinto apartado describe la nueva etapa de expansión que ha iniciado el mercado de vivienda, que en 2016 no había alcanzado una intensidad similar a la de la misma etapa del ciclo previo. En el sexto apartado se recogen algunas conclusiones sobre los hechos más relevantes del pasado ciclo de la vivienda.

## 2. Una fase cíclica de auge prolongado e intenso, 1997-2007

La economía española ha registrado desde los años sesenta del siglo pasado numerosos episodios de auge de los mercados de vivienda, seguidos de posteriores ajustes a la baja. Antes de la fuerte expansión del mercado de vivienda transcurrida entre 1997 y 2007, destacaron los importantes desarrollos inmobiliarios registrados a lo largo de los años sesenta, el de 1971-74, previo al final del anterior régimen político, y el experimentado entre 1985 y 1990.

Las etapas de fuerte expansión de la demanda interna de la economía asociada con el crecimiento de la construcción residencial, han estado acompañadas de elevados déficits externos o de balanza de pagos por cuenta corriente. Ello es así porque, entre otras circunstancias, el crecimiento intenso de la construcción residencial afecta a la baja a la producción de bienes comercializables. Las expectativas de beneficio en dicho subsector desvían inversión y actividad productiva de otras ramas de actividad hacia la construcción de viviendas.

En las fases de expansión inmobiliaria se refuerza el crecimiento de las importaciones y se frena el de las exportaciones, lo que alimenta el déficit exterior. La presencia de un importante déficit de balanza corriente frente al resto del mundo es consecuencia, pues, del fuerte empuje de la demanda interna, no acompañado de un aumento paralelo de la producción. En términos financieros, un elevado déficit exterior implica que la economía nacional, en este caso la española, sufre un aumento de su nivel de endeudamiento externo, tanto privado (hogares y empresas) como público.

En el caso de España, una vez integrada su economía en la Eurozona, el déficit exterior que acompañó a la burbuja inmobiliaria del periodo 1997-2007 incrementó el endeudamiento externo y elevó los tipos de interés pagados por la deuda. Los impulsos mayores del mercado de vivienda suelen apoyarse sobre todo en la expansión del crédito. Un elevado precio de la vivienda obliga a recurrir con más intensidad a la financiación externa para el acceso en propiedad. Las expectativas de beneficio impulsan asimismo la financiación al promotor inmobiliario, que es un crédito con mayor riesgo. El conjunto del crédito inmobiliario (promotor, constructor y comprador) adquiere un fuerte peso en las fases de expansión del mercado de vivienda en España.

Dentro de la etapa objeto de análisis, 1997 -2007, en 2005 se alcanzó el máximo nivel anual de ventas de viviendas (987.500), según información procedente de los notarios publicada por el Ministerio de Fomento. En 2006 se registró el nivel más elevado de viviendas iniciadas (865.600), según datos del citado Ministerio procedentes de los arquitectos técnicos. En el primer semestre de 2007 el nivel de construcción residencial alcanzó el 12,4% del PIB, según la Contabilidad Nacional del INE. En la década citada, los precios de las viviendas (precios de tasación publicados por el Ministerio citado) crecieron por encima del 195%. Esto supuso un aumento medio anual nominal del 11,4%. En 1997 eran precisos 4,5 salarios anuales (estimados los salarios por el INE con frecuencia trimestral) para comprar una vivienda de 90 metros cuadrados construidos, mientras que en 2007 el precio de la vivienda media equivalía a 9,2 salarios anuales.

El contexto sociopolítico de la etapa 1997-2007 fue de amplia complicidad social en los excesos entonces producidos en la construcción de nuevas viviendas. Aparentemente, todos los agentes sociales ganaban con el continuo subir de los precios de las viviendas y del suelo. Propietarios de suelo, ayuntamientos, promotores, constructores y asalariados en el sector eran los beneficiarios directos,

Numerosos trabajos de investigación advirtieron que el proceso de aumento continuado de los precios de las viviendas podría terminar en una burbuja (burbuja: aumento de los precios de algún bien -o de algún activo- por encima de los que justifican las variables explicativas del mismo), con unas consecuencias a todas luces negativas. El Fondo Monetario Internacional (FMI) anticipó en 2003 que las burbujas inmobiliarias tienen un impacto más negativo sobre la actividad y el empleo que las producidas en el mercado de acciones.

Desde 2003 las opiniones sobre la situación del mercado de vivienda se dividieron en España entre los que afirmaban la existencia de la burbuja y los que la negaban. Estos últimos justificaban los aumentos continuados de los precios de la vivienda por el funcionamiento de las variables básicas (PIB, empleo, bajo coste del crédito). En realidad, las expectativas de aumentos continuados soportaban una parte sustancial de tales aumentos.

Algunos mitos populares justificaban el aumento permanente de los precios de las viviendas, como el de que “el precio de la vivienda no puede bajar” o el que popularizó un anuncio de radio: “No tire el dinero, compre” (García Montalvo, 2008)

Entre 1997 y 2007 hubo en España una fuerte canalización de recursos, sobre todo financieros y de suelo, hacia el mercado inmobiliario. Esto ocasionó abundantes desequilibrios, especialmente en el sector exterior, como ya se ha

comentado, y en general afectó de forma negativa a la capacidad de competir de la economía española.

La acomodaticia política monetaria, competencia de los bancos centrales, se manifestó en los bajos tipos de interés de intervención, que se trasladaron a los mercados mayoristas de dinero (mercado interbancario) y a los créditos inmobiliarios. Se dispuso además de liquidez suficiente, procedente en gran parte del resto del mundo, para impulsar de forma acusada el crecimiento de dichos créditos. La competencia entre las entidades de crédito dio lugar a una mejora general en las condiciones de financiación diferentes al tipo de interés (mayores plazos, relación préstamo/valor más elevada).

Se considera como factor desencadenante de la crisis de 2007-08 el que en Estados Unidos tuviese lugar, hasta 2007, un aumento excesivo de los créditos hipotecarios para compra de vivienda, que se concedieron a compradores insolventes (hipotecas “subprime”). La posterior venta de estos créditos “empaquetados” en bonos hipotecarios extendió el problema a las entidades adquirentes de dichos títulos, con frecuencia bancos europeos que colocaban tales valores entre sus clientes. Los títulos en cuestión habían sido calificados de forma positiva por las agencias de *rating*. Desde el verano de 2007 se comprobó que detrás de tales títulos financieros no había créditos solventes que permitiesen cubrir el “servicio” de los mismos.

No solo la Reserva Federal de Estados Unidos no frenó el desarrollo de la amplia burbuja inmobiliaria, sino que tampoco el Banco Central Europeo (BCE) hizo nada para limitar el intenso aumento del crédito, especialmente en los países periféricos de la Eurozona (Portugal, Italia, Grecia, Irlanda y España). Se llegó a creer que los déficits exteriores no tenían relevancia en una unión monetaria, cuando todo déficit exterior es sinónimo de aumento del endeudamiento frente al resto del mundo.

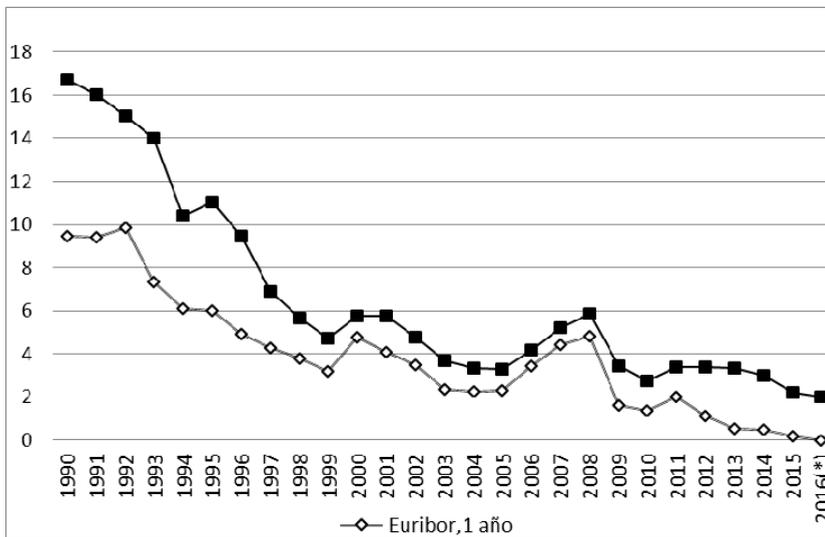
Las entidades supervisoras de la actividad bancaria fallaron en el control de las entidades de crédito. Los bancos centrales toleraron tanto la fuerte expansión del crédito hipotecario como la presencia de déficits prolongados de balanza de pagos, cuando disponían de instrumentos en la regulación bancaria para corregir dicha evolución (niveles de provisiones, coeficientes, relación préstamo/valor).

La expansión crediticia anticipaba serios problemas posteriores de endeudamiento (Economist, 2013) tanto en los destinatarios de los préstamos como en los propios bancos. Estos últimos complementaron a los depósitos como fuente de financiación con la apelación a los mercados mayoristas de dinero. El mayor fallo de los bancos centrales fue el de no atender a los insuficientes niveles de recursos propios (capital y reservas) de los que disponían los bancos para hacer frente a una expansión crediticia tan intensa y prolongada.

En el caso de España, los indicadores disponibles relativos a las magnitudes monetarias, publicados por el Banco de España, reflejaron en su evolución el comportamiento expansivo del mercado de vivienda. Así, los tipos de interés a comprador de vivienda retrocedieron con fuerza desde 1990 (el tipo medio en ese año fue el 16,7%) hasta el verano de 2005. En este último ejercicio se registró el menor nivel medio anual de dichos tipos desde 1990 (3,28%) (Gráfico 1).a

### Gráfico 1. Tipos de interés. Medias anuales de los tipos de los préstamos a comprador de vivienda y del euribor a 12 meses, 1990-2016 (previsión)

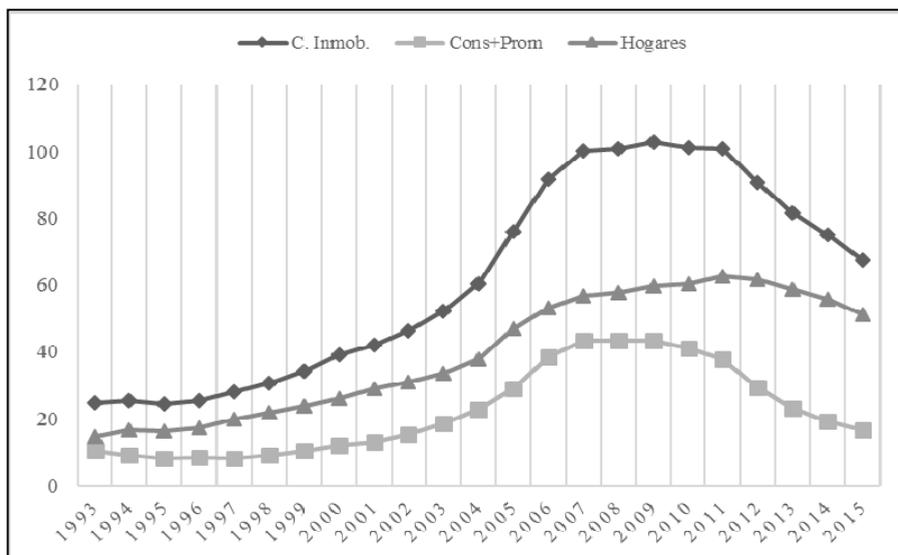
Fuente: Banco de España



El número total de hipotecas registradas (dato publicado por el INE) con garantía de viviendas pasó en España desde 479.300 en 1997 hasta un máximo de 1.342.200 en 2006. Alrededor del 80% de dichos préstamos hipotecarios se destinaba a la compra de vivienda. El saldo vivo del crédito inmobiliario del conjunto de las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y establecimientos financieros de crédito) aumentó entre 1997 y 2007 a un ritmo medio anual del 22,5%, por encima del 17,4% correspondiente al crédito al sector privado de la economía en el mismo periodo, según el Boletín Estadístico del Banco de España.

El crédito inmobiliario vio ascender su participación en la cartera de créditos al sector privado desde el 39,9% hasta el 60,4% en 2007, según datos del Banco de España. El componente relativo al crédito a promotor creció por encima del resto, concretamente a un ritmo medio anual del 33%. El ritmo medio correspondiente a comprador de vivienda fue del 20%. La mayor expansión del crédito a promotor respecto del crédito a comprador anticipaba futuras dificultades de venta de las viviendas nuevas financiadas. El crédito a comprador de vivienda aumentó a un ritmo medio del 11,5% entre 1999 y 2007 en la eurozona, mientras que en España el aumento se aproximó al 20% en el mismo periodo de tiempo (Banco Central Europeo, 2009).

En 1997 (Gráfico 2) el saldo vivo del crédito inmobiliario suponía el 27,9% del PIB de la economía española. Dicha proporción pasó a ser del 100% en 2007. En este último año el 56,6% correspondió al crédito a hogares para compra de vivienda y el 43,4% al crédito a promotores y a constructores.

**Gráfico 2. Crédito Inmobiliario: total, promotor-constructor y comprador. Saldos**

**vivos, a 31 de diciembre. Porcentajes del PIB, 1993-2015**

Fuente: Banco de España, INE

En 2006, todavía en plena expansión inmobiliaria, los inspectores del Banco de España, en una carta dirigida al ministro de Economía y Hacienda (Inspectores, 2006), subrayaron los elevados riesgos crediticios asumidos por las entidades de crédito en el subsector inmobiliario. Los autores de la carta consideraban que estaba teniendo lugar una concentración excesiva de tales préstamos en las carteras de crédito de bancos y cajas de ahorros. También mencionaban la complicación que suponía para la gestión bancaria el que tales préstamos se cubriesen en gran parte con recursos captados en los mercados mayoristas de dinero.

El endeudamiento familiar ascendió en España desde el 35,4% del PIB en 1997 hasta el 83,6% en 2007 (datos del Banco de España). Alrededor del 90% de los nuevos créditos formalizados a comprador de vivienda lo fueron a interés variable con actualización anual, en la mayor parte con el Euribor a 12 meses como índice de referencia, por encima de la proporción del 60,5% alcanzada por dichos créditos en la eurozona en 2004.

Junto a la presencia de una política monetaria acomodaticia y a una política bancaria concentrada en exceso en los nuevos préstamos al subsector inmobiliario, destacó en España el papel desempeñado en el auge del mercado de vivienda por la política urbanística de los gobiernos locales. En los presupuestos de los ayuntamientos el peso de los ingresos fiscales derivados de la construcción residencial llegó a ser muy elevado en la etapa de la burbuja, situándose entre el 35% y el 50% del total de dichos ingresos.

Los ingresos fiscales de los municipios incluyen las tasas y tributos ligados a la construcción de nuevas viviendas, y también el Impuesto sobre Bienes Inmuebles, que grava la posesión de la vivienda y que es un impuesto “para siempre” y una pieza básica en la financiación de los ayuntamientos. El interés de los gobiernos

locales se ha impuesto con frecuencia al interés general de los ciudadanos, al impulsar la construcción de nuevas viviendas en detrimento de actividades productivas sostenibles.

La significativa presencia de representantes de las administraciones competentes en materia de gobierno del suelo (urbanismo), ayuntamientos y autonomías, en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros contribuyó a impulsar con más fuerza el crédito destinado a la promoción inmobiliaria residencial. Las cajas de ahorros fueron, pues, el instrumento que permitió a las emergentes burguesías autonómicas financiar la transformación de amplias superficies de suelo en suelo edificable. Se provocó una expansión inmobiliaria no coherente con las necesidades de vivienda derivadas de la evolución de la población, incluso en una fase de importante aumento del PIB.

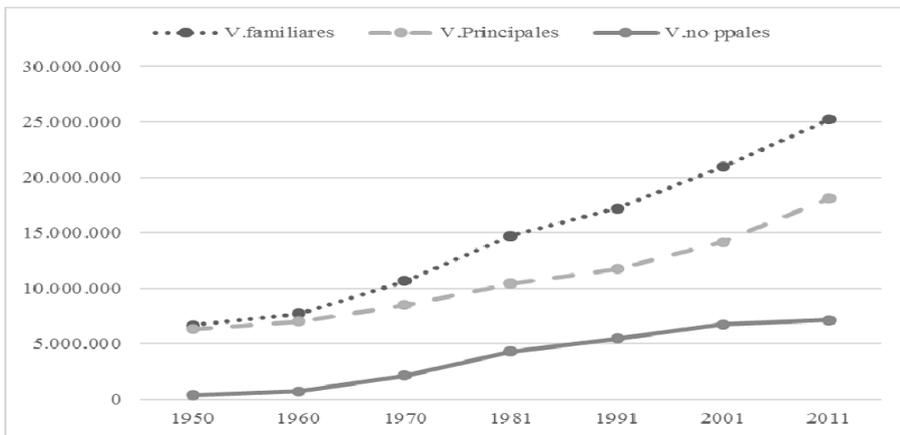
Un factor adicional a la demanda de vivienda, impulsada por la formación de hogares y, sobre todo, por las expectativas de revalorización de la vivienda, fue el importante crecimiento poblacional en España que ocasionó la intensa inmigración. La población extranjera residente pasó de 637.000 en 1998 hasta 4,5 millones en 2007 (datos del INE). La proporción de inmigrantes sobre la población total de España creció desde el 1,6% de la población de 1998 hasta casi el 10% en 2007.

El intenso ritmo de creación de nuevos hogares (incluidos los procedentes de la inmigración) y, sobre todo, la presencia de una financiación crediticia abundante y barata, fueron los factores básicos que impulsaron el “tirón” de la demanda de vivienda entre 1997 y 2007. La presencia de unas amplias expectativas de revalorización de la vivienda explica que los precios de la vivienda subiesen por encima de lo que justificaba la evolución de los fundamentos de la demanda (burbuja).

En el preámbulo del texto normativo estatal sobre suelo previo a la burbuja (Ley 6/1998, de 13 de abril, sobre Régimen del Suelo y Valoraciones, BOE, 14 de marzo de 1998) se señalaba la necesidad de aumentar de forma sustancial el suelo urbanizable para disminuir los precios del suelo y de la vivienda. La incorporación de las expectativas generadas por el desarrollo inmobiliario a los precios de venta del suelo, como sucedía con la ley citada en los casos de expropiación forzosa, ocasionó elevaciones sustanciales de dichos precios. La nueva normativa estatal de suelo fue un factor a todas luces impulsor de especulación y de burbujas en los mercados locales de vivienda.

Los datos procedentes de los censos decenales de viviendas del INE revelan la presencia de un prolongado esfuerzo inversor en vivienda en España en el periodo comprendido entre la segunda mitad del pasado siglo y en la primera década del siglo actual (Grafico 3).

**Gráfico 3. España, resultados de los censos decenales de vivienda. Viviendas familiares, viviendas principales y viviendas no principales (secundarias y vacías), 1950-2011**



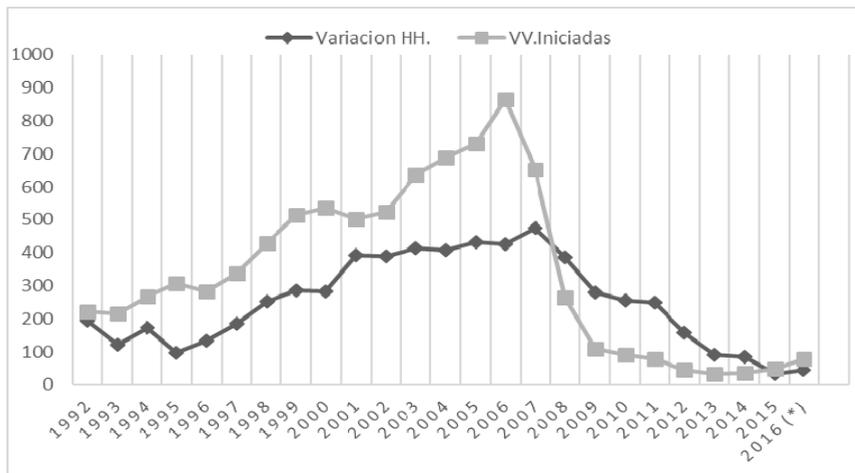
Fuente: INE

De los 6,7 millones de viviendas existentes en 1950 se pasó a 25,2 millones en 2011. En parque de viviendas español destacan, entre otros aspectos, la elevada relación entre el número de viviendas y el de hogares o unidades familiares (1,4 en 2011, frente a 1,2 en la Eurozona, según BCE y Eurostat) y la baja proporción de viviendas principales destinadas al alquiler (13,5% en 2011, frente al 36% de la Eurozona). Destaca también la significativa presencia de las viviendas no ocupadas habitualmente (secundarias y vacías), el 28,3% en 2011.

En los diez años comprendidos entre 1997 y 2007 la superficie a construir, según las licencias municipales de obras (datos publicados por el Ministerio de Fomento), ascendió a 811,5 kilómetros cuadrados, equivalente al 0,16% de la superficie total de España. El total de viviendas de construcción autorizada en tales licencias pasó de las 293.000 de 1997 hasta un máximo de 735.000 en 2006, retrocediendo dicho indicador desde la segunda mitad de 2007 hasta 2013.

La reacción de la nueva oferta de viviendas ante las favorables expectativas del mercado resultó, pues, espectacular. Las viviendas iniciadas, estimadas con los visados de dirección de obra de los Colegios de Arquitectos Técnicos, publicados por el Ministerio de Fomento, pasaron desde las 338.000 de 1997 hasta un máximo de 865.600 en 2006. En los diez años del periodo 1997-2007 pudieron iniciarse más de seis millones de viviendas en España, casi el doble del número de hogares creados en este periodo (Gráfico 4).

**Gráfico 4: Viviendas iniciadas y variación neta del número de hogares, 1992-2016 (previsión). Totales anuales.**



Las viviendas terminadas en 1998-2007 se aproximaron a los 4,5 millones. En 2007, año del cambio de ciclo, eran abundantes las obras en curso. Puesto que el periodo medio de construcción de una vivienda se aproxima a los dos años, un número importante de viviendas iniciadas en la etapa de auge salió, pues, a la venta en un mercado muy diferente al del momento en que se tomó la decisión de construir.

El importante ritmo de nuevas construcciones de viviendas se advierte comparando los resultados de los Censos de Viviendas del INE de 2001 y 2011. Según el último de dichos Censos (2011), el parque de viviendas familiares en España, 21 millones a 1 de noviembre de 2001, pasó a un total de 25,2 millones en la misma fecha de 2011.

Esta evolución implicó un aumento medio anual del parque de viviendas del 1,8% entre 2001 y 2011, correspondiente a un incremento neto de 421.529 viviendas al año. La evolución temporal del stock encubre dos etapas diferentes en la evolución del parque de viviendas. Entre 2001 y 2007 el ritmo medio anual de aumento del mismo fue del 2,2 %, mientras que entre 2007 y 2011 dicho ritmo se desaceleró hasta el 1,1 %, según estimaciones del Ministerio de Fomento.

La Contabilidad Nacional de España del INE recoge el aumento de participación de la construcción residencial en la economía en el periodo 1997-2007. Según dicha fuente la inversión en vivienda creció a un ritmo medio anual del 7,9% en la etapa de auge analizada. Mientras que en 1997 la inversión en vivienda suponía el 6,2% del PIB a precios corrientes, en 2007 dicha participación ascendió al 12,1%. Tales proporciones superaron ampliamente las correspondientes al resto de países de la Unión Europea (datos de Eurostat).

La inversión en vivienda explicó directamente más de medio punto del crecimiento medio anual de la economía española en ese periodo. Los elevados precios de la vivienda impulsaron un nivel mayor de consumo privado, financiado con nuevos préstamos, elevando los niveles de endeudamiento familiar.

El fuerte empuje de la construcción residencial modificó la oferta de la economía española. Junto al aumento del peso de la construcción, residencial y no residencial en el PIB, la producción de mercancías (sector primario más industria sin construcción) descendió desde el 24,9% del PIB en 1997 hasta el 18,3% en 2007. El PIB por habitante de España se duplicó al final de la década citada, pasando del 67,1% de la media de la eurozona en 1997 hasta el 80,1% en 2007. El empleo por cada mil habitantes pasó desde los 34,5 de 1997 hasta los 42,5 de 2007.

Pero la economía española había retornado a una situación de intenso déficit exterior corriente, impulsado por el fuerte empuje de la demanda interna de la economía, dentro de la cual la inversión en vivienda fue el principal factor dinamizador. Entre 2000 y 2011 la balanza de pagos presentó déficits por cuenta corriente significativos, que fueron especialmente acusados entre 2005 y 2008, alcanzándose el “pico” máximo en 2007, año en que alcanzó el 10% del PIB. Dicha evolución implicó un prolongado aumento del endeudamiento frente al resto del mundo, uno de los problemas principales de la economía española en la segunda década del presente siglo.

El endeudamiento masivo con el resto del mundo que financió la fuerte expansión del negocio inmobiliario no sirvió para reforzar la base productiva de la economía española, sino para crear una inmensa pirámide de viviendas no vendidas, de escasa incidencia posterior sobre la actividad y el empleo.

### **3. El hundimiento del mercado de vivienda, 2008-2013**

El inicio de las turbulencias financieras de 2007 se situó en Estados Unidos. La crisis desencadenó la titulización (enajenación de créditos en el mercado mediante títulos) y venta masiva de unos 500.000 millones de dólares de créditos fallidos para compra de vivienda en ese país. Dicha perturbación se extendió al resto del mundo a través del sistema financiero, elevando con carácter general el riesgo crediticio.

En España se observó, desde el tercer trimestre de 2007, una actitud restrictiva en materia de concesión de nuevos préstamos por parte de los bancos y cajas de ahorros, ante el cierre de los mercados de capitales. Pero la quiebra del banco Lehman Brothers, en septiembre de 2008, fue el hecho que marcó el momento de mayor incertidumbre en los mercados, lo que reforzó la restricción crediticia.

El contexto macroeconómico de la economía española cambió de signo de forma acusada a partir de 2008. Los retrocesos del PIB registrados desde el segundo trimestre de ese año, junto a los fuertes descensos del empleo y al aumento del paro, fueron los rasgos dominantes del panorama macroeconómico español desde ese año hasta 2013.

Las turbulencias producidas en los mercados de capitales a partir de 2008, cerrados para nuevas emisiones de las entidades de crédito españolas, ocasionaron un proceso de restricción o de racionamiento de crédito. Esta situación se prolongó en España, con mayor o menor intensidad, hasta 2013. La expresión “racionamiento de crédito”, o restricción crediticia, se emplea para designar el fallo de los tipos de interés para ajustarse de forma rápida a efectos de equilibrar los mercados financieros.

La presencia del racionamiento de crédito implica inestabilidad en las fuentes de financiación de las entidades de crédito. Se ha observado que en los inicios de las etapas de recesión del mercado de vivienda el racionamiento de crédito es el responsable en una proporción muy elevada del efecto restrictivo inicial, descendiendo su trascendencia a lo largo del tiempo.

La crisis financiera de 2007 pasó a ser poco tiempo después una auténtica crisis económica, transformándose más adelante en una crisis de la deuda y del euro. Los bancos fueron los primeros en sufrir el cambio de situación. Los gobiernos intervinieron para mantener estabilizado el nivel de actividad y también para impedir que se produjesen quiebras de bancos. Estas actuaciones generaron fuertes aumentos en las emisiones de deuda pública. Las emisiones de cada país miembro pasaron por situaciones diferentes en los mercados de bonos. Se produjo en la Eurozona una auténtica crisis del euro, visible sobre todo en el caso de Grecia.

Los bancos habían recurrido al apalancamiento (endeudamiento mediante recursos ajenos) para mejorar las cuotas de mercado y los resultados. Los plazos cortos de los pasivos les provocaban frecuentes situaciones de desequilibrios a los balances bancarios, pues los activos (préstamos) tenían plazos superiores a los de los pasivos, lo que elevaba el riesgo de crédito y de liquidez para los bancos. Como consecuencia de esta evolución, estas entidades no solo frenaron la concesión de nuevos préstamos, sino que también intentaron adelantar la recuperación de los créditos vivos. El desapalancamiento bancario fue “profundo, rápido y violento” (Economist, 2013).

En el caso de España, antes del verano de 2007 el mercado de vivienda había iniciado un “aterrizaje suave” que en poco tiempo se convirtió en intenso. Desde esa fecha el racionamiento del crédito frenó la demanda de la economía, reduciéndose de forma acusada las transacciones de vivienda, que dependen básicamente del suministro de crédito bancario para su realización. Las ventas de viviendas (datos de los notarios) disminuyeron a partir de 2008, pasando desde las 955.200 viviendas vendidas en 2006 hasta las 300.600 en 2013 (-68,5%), año en el que tuvo lugar el punto más bajo de la fase de recesión posterior a 2007. El descenso de las ventas fue mayor en el caso de las viviendas de nueva construcción que en el de las viviendas usadas.

Los precios de las viviendas reaccionaron a la baja con lentitud en la fase inicial de la crisis. El descenso fue más acusado en el periodo 2011-2013, coincidiendo con la fase de ajuste que tuvo lugar en el sistema financiero. El indicador más representativo de los precios, el índice de precios de vivienda del INE, obtenido a partir de los precios declarados en las escrituras de compraventa formalizadas ante notario, disminuyó en un 37,3% entre 2007 y 2014. El precio medio de tasación, publicado por el Ministerio de Fomento, sufrió un descenso del 30,4% entre 2008 y 2015. Según este último indicador, el precio medio de la vivienda tasada pasó desde los 2.093,7 euros/m<sup>2</sup> del segundo trimestre de 2008 hasta 1467,8 euros/m<sup>2</sup> en el primer trimestre de 2015. Los datos de la empresa tasadora Tinsa señalan que el mayor descenso acumulado de los precios tuvo lugar en la Costa Mediterránea, casi un 50%, mientras que el descenso más moderado correspondió a las viviendas tasadas en Baleares y Canarias, en torno al 30%.

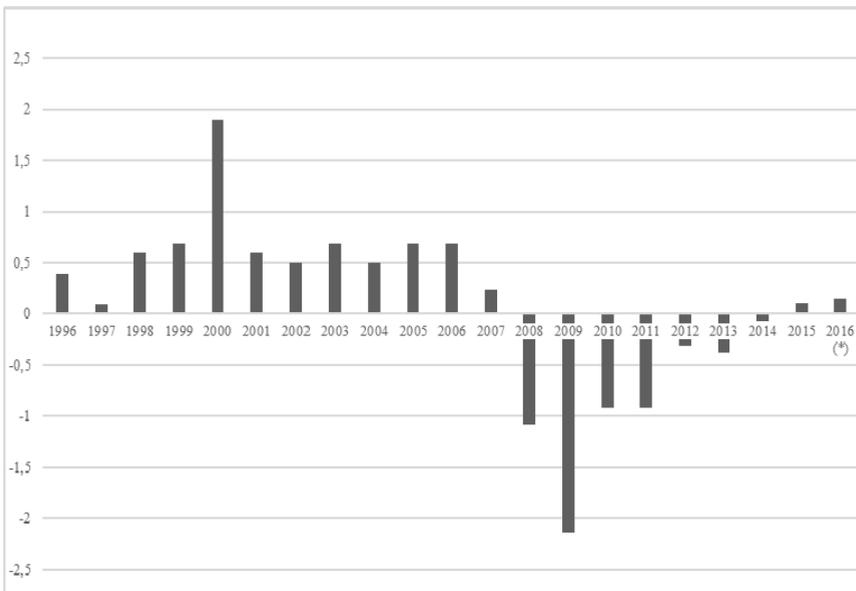
El ajuste derivado de las menores ventas se concentró en la nueva oferta. Así, las viviendas iniciadas anuales (datos de visados de dirección de obra de los

arquitectos técnicos) retrocedieron desde las 866.000 de 2006 hasta situarse por debajo de las 50.000 en 2012-2015. Dicha evolución implicó un retroceso superior al 90%. La construcción residencial, medida por la inversión en vivienda en la Contabilidad Nacional del INE, disminuyó en un 65,4% entre 2007 y 2014.

Como puede apreciarse por los descensos sufridos por las variables básicas del mercado como ventas, precios, viviendas iniciadas y construcción residencial el ajuste a la baja registrado por el mercado de vivienda en los seis años posteriores a 2007 fue especialmente severo y bastante más acusado que los experimentados en las recesiones precedentes de dicho mercado.

La fuerte crisis del sector de la construcción, que ocasionó una fuerte recesión en la economía española, hizo que dicho sector y, sobre todo, la construcción residencial, redujesen de forma sustancial su presencia en la economía. La inversión en vivienda vio disminuir su participación en el PIB desde el 12,1% de 2006 hasta el 4,1% en 2014, según la Contabilidad Nacional de España del INE. De aportar entre medio y un punto porcentual al crecimiento entre 1998 y 2007, la construcción residencial pasó a detraer una media anual próxima a un punto porcentual al crecimiento de la economía española entre 2008 y 2014 (Gráfico 5).

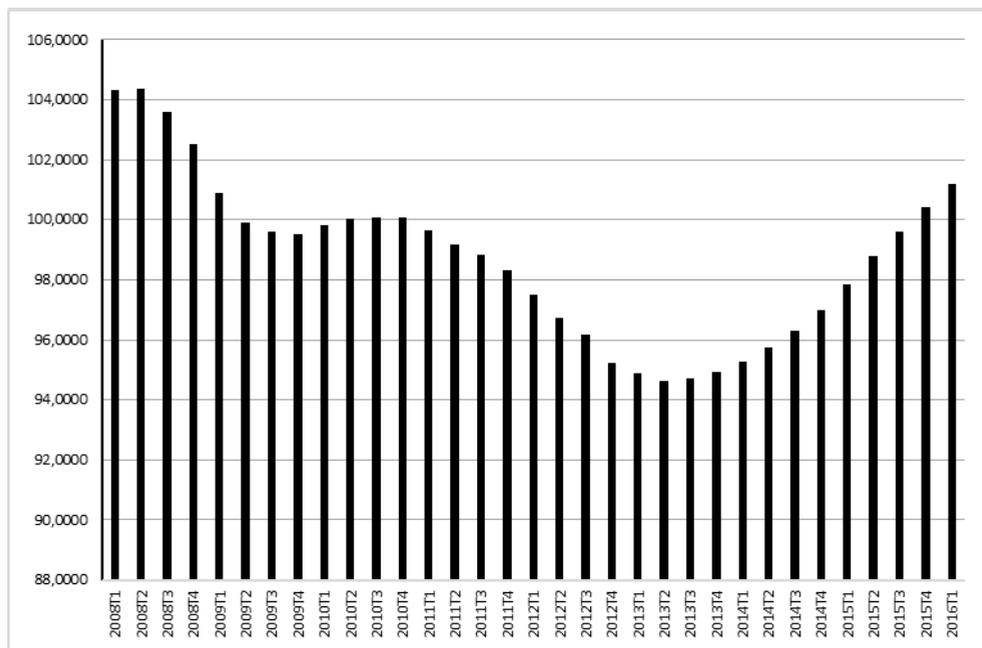
**Gráfico 5. Vivienda: aportación puntual al crecimiento del PIB (%). Serie anual, 1996-2016 (previsión)**



Fuente: INE

Desde el segundo trimestre de 2008 hasta el mismo periodo de 2013 el PIB a precios constantes de la economía española descendió en un 9% (Gráfico 6).

**Gráfico 6. España. PIB, precios de mercado, precios constantes.  
Serie trimestral 2008-2016**



Fuente: INE

En el segundo trimestre de 2013 la economía española registró el punto mínimo de la recesión iniciada en 2008. En 2014-2016 la economía española ha vuelto a crecer. A pesar de esto último, todavía en el primer trimestre de 2016 el PIB fue inferior en un 3% al nivel alcanzado en el segundo trimestre de 2008. Los datos disponibles señalan que en la fase de recesión 2008-2013 el retroceso relativo de la actividad (medido por el INE en la Contabilidad Nacional) fue menos acusado que el del empleo (estimado por el INE a través de la Encuesta de Población Activa).

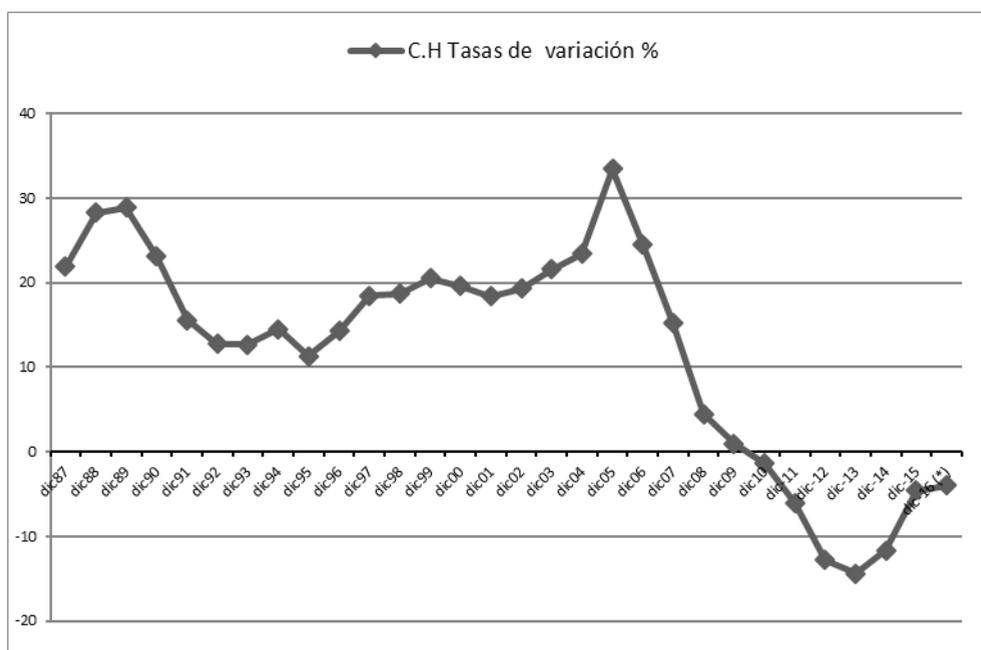
Entre los segundos trimestres de 2008 y 2014 el número de ocupados, según la Encuesta de Población Activa del INE, disminuyó en un 16% (media anual del -2,9%), correspondiente a unos 3,3 millones de empleos perdidos. El sector de la construcción, con una disminución de 1,6 millones de empleos en el mismo periodo de tiempo, explicó el 48% del retroceso total del empleo durante la prolongada recesión. En 2007 había en España 42,5 empleos por cada cien habitantes. Dicha proporción descendió hasta un nivel de 35,5 en 2013, ligeramente por encima de 1997.

Los sectores productores de mercancías (agricultura-ganadería-pesca e industria) resultaron muy afectados a la baja por el auge inmobiliario de la economía, y continuaron perdiendo peso en el PIB después de 2007. La acumulación de déficits de las Administraciones públicas de los últimos años ha elevado la deuda del conjunto de las Administraciones Públicas de España desde el 36,2% del PIB en 2007 hasta el 100% en 2016 (datos del Banco de España).

Entre 2007 y 2012 se redujo de forma acusada el déficit exterior, hasta alcanzarse un superávit en 2013. Esto implica que el endeudamiento exterior de la economía española ha dejado de aumentar desde dicho ejercicio.

Como se ha indicado antes, después de 2007 ha destacado en la economía española el retroceso relativo del peso del crédito en la economía (datos del boletín estadístico del Banco de España). El crédito al sector privado (hogares y empresas), descendió desde el 162,9% del PIB en 2007 hasta el 122,7% en 2015. La oscilación ha sido también abrupta en el caso del crédito hipotecario, que ha visto disminuir su proporción del PIB desde el 94,3% en 2007 hasta el 63,1% en 2015, ante el continuado descenso del saldo vivo de dichos préstamos (Gráfico 7).

**Gráfico 7. Crédito Hipotecario. Tasas de variación anual (a 31 de Diciembre) (%). Serie anual, 1987-2016 (previsión, datos hasta marzo).**



Fuente: Banco de España

La morosidad de los créditos bancarios creció de forma extraordinaria con la crisis hasta 2014. El crédito a promotor y a constructor de vivienda fue el componente del crédito que registró los mayores aumentos de la morosidad. A 31.12.2015 la tasa de morosidad de dichos créditos era del 30,6%, frente a una media del 10,3% para el conjunto del crédito al sector privado de la economía. La morosidad efectiva de los préstamos a promotor-constructor es más elevada de lo que indican los datos citados, puesto que los activos reales obtenidos por los bancos como dación en pago no aparecen contablemente como morosos, y también entrarían en dicho concepto los créditos a promotor problemáticos vendidos a Sareb, el “banco malo”.

En el caso del crédito a hogares para compra y rehabilitación de vivienda, la tasa de morosidad creció con menor intensidad, situándose en el 4,86% a fines de

2015. La cifra absoluta de créditos destinados a la compra y rehabilitación de viviendas en situación de morosidad era de 26.803 millones de euros. El aumento de los desahucios de propietarios insolventes por ejecución de un préstamo hipotecario ha sido una de las consecuencias de la crisis más visible y con mayor alcance social. El conjunto de los procedimientos de ejecución hipotecaria desarrollados por los juzgados pasó de 17.605 en 2006 hasta 91.622 en 2012, según la estadística del Consejo General del Poder Judicial.

La crisis financiera iniciada en 2007 ha tenido, pues, consecuencias negativas para la economía española en términos de pérdida de empleo y de retroceso del nivel de vida. La crisis puso de manifiesto la debilidad que subyacía en el proceso de rápido crecimiento del periodo 1997-2007, que se apoyó en una hipertrofia de la construcción residencial y en un dinamismo recalentado del mercado de vivienda. Este se apoyó en unos flujos de financiación abundantes procedentes del sistema financiero, alimentados en gran medida por recursos procedentes del resto del mundo.

Entre 2008 y 2010 la recesión de la economía española estuvo estrechamente asociada con la caída del mercado de vivienda y con el retroceso del conjunto del sector de la construcción, especialmente de la residencial. La prolongación de la recesión entre 2011 y 2013 fue consecuencia de las políticas de austeridad practicadas en la eurozona para reducir el impacto negativo derivado del elevado endeudamiento alcanzado.

La tardanza en realizar el ajuste en los balances del sistema bancario español aplazó la recuperación del mercado inmobiliario, que se ha advertido a partir de 2015. De la crisis se han derivado cambios profundos en la composición de las entidades que lo integran, así como en la normativa que lo regula. La consecuencia más visible ha sido que las cajas de ahorros han desaparecido prácticamente como entidades de crédito.

#### **4. La crisis se llevó las cajas de ahorros. El “banco malo”**

La aguda crisis del mercado de vivienda afectó, pues, a las entidades de crédito del sistema financiero español. La impresión de que los balances de dichas entidades estaban seriamente afectados por los excesos de financiación aportados al subsector inmobiliario produjo una seria pérdida de confianza en el conjunto de dicho sistema. Entre 2009 y 2011 se habían aplicado en España un conjunto de reformas y de cambios normativos encaminados a estabilizar el sistema financiero, proceso que se vio complicado por la realidad de la doble supervisión de las cajas de ahorros (Banco de España y Comunidades Autónomas).

En 2009 había un número importante de Cajas de Ahorros con serios problemas de viabilidad. Las cajas podían hacer las mismas operaciones que los bancos, pero su carácter de fundaciones le impedían ampliar el capital mediante emisiones de acciones como los bancos. Primero se redujo la presencia de políticos en los órganos de gobierno de las cajas y después se promovió desde el Banco de España la concentración de cajas., obligándose a estas a trasladar el negocio bancario al banco resultante de las fusiones a través de la fórmula de los SIP (Sistema Institucional de Protección de Activos, que permite poner en común activos y

estrategias de las entidades, aunque se mantienen los órganos de gobierno de cada una de las mismas).

Desde el gobierno se fomentó que las entidades resultantes de las fusiones fuesen bancos y dejaran de ser cajas de ahorros, a través de una regulación rigurosa del coeficiente de solvencia, pues se obligó a las entidades afectadas a apelar a las ayudas públicas para reforzar sus recursos propios. Dentro de los cambios introducidos destacó la fuerte consolidación bancaria desarrollada en el sistema financiero español desde 2009. En ese año en España había 50 entidades de crédito que suponían la mayor parte de los activos bancarios, de las que 7 eran bancos y 43 eran cajas de ahorros.

En 2012, después de tres años de fusiones, intervenciones de cajas y de actuaciones del Fondo de Regulación Ordenada Bancaria (FROB), solo eran 17 las entidades resultantes, que controlaban el 88% de dichos activos. De ese grupo, cinco entidades procedían de bancos (Santander, BBVA, Sabadell, Popular y Bankinter) y controlaban el 47% de los activos bancarios nacionales. Las restantes entidades, que concentraban el 41%, procedían de cajas de ahorros fusionadas o que habían sido absorbidas por otras cajas de mayor dimensión, entre las que destacaba Caixabank por su mayor balance.

En diciembre de 2011 entró en funciones el nuevo gobierno emanado de los resultados electorales del 20 de noviembre de 2011, que disponía de mayoría absoluta parlamentaria. En febrero de 2012 se aprobó el RDL 2/2012, de 3 de febrero (BOE del 4 de febrero de 2012), de saneamiento del sector financiero. Con él se pretendía reforzar al sector, “limpiando” para ello los balances y clarificando la situación de las entidades integrantes. La reducción de los precios de venta de la vivienda, la recuperación del crédito bancario en general y un nuevo avance en la consolidación del sector bancario se presentaron como los principales objetivos de este Real Decreto Ley (Rodríguez López, 2012).

En mayo de 2012 se aprobó el segundo de los que vinieron a denominarse como Reales Decretos “Guindos”, el RDL 18/2012, de 11 de mayo (BOE de 12 de mayo de 2012), sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, para “limpiar” los balances bancarios y vender los activos inmobiliarios problemáticos.

El nuevo Real Decreto Ley elevó la provisión genérica para los créditos y activos inmobiliarios no problemáticos, lo que implicó una exigencia adicional de provisiones por un importe de 30.000 millones de euros adicionales. La nueva norma impulsó la creación, a nivel de cada banco, de Sociedades de Gestión de Activos para sacar de los balances los activos inmobiliarios problemáticos.

Las nuevas exigencias a los bancos en forma de capital y provisiones ascendieron a 84.000 millones de euros. Es difícil justificar la mayor provisión en créditos que no han dejado de pagarse y mejorar la confianza cuando se anuncia un problema y no se tiene prevista una solución (García Montalvo, 2012). Con los dos Reales Decretos “Guindos” se pretendía anticipar recursos para hacer frente a una eventual entrada en morosidad de numerosos créditos a promotor de las entidades de crédito.

El 25 de junio de 2012 el gobierno español presentó una petición formal de asistencia financiera al Eurogrupo para recapitalizar las entidades financieras que lo requiriesen, a aportar por cualquiera de los dos instrumentos (la Facilidad y/o el

Mecanismo) de la Unión Europea. El volumen de la “línea de crédito” solicitada fue de 100.000 millones de euros.

El 9 de julio se conoció el apoyo del Eurogrupo a la petición del gobierno español. El 20 de julio de 2012 se firmó un “Memorándum de Entendimiento” (Mou) entre el gobierno español y el Eurogrupo sobre condiciones de política sectorial financiera. Dicho documento recogía un compromiso de asistencia financiera para la reestructuración y recapitalización del sector bancario español de hasta 100.000 millones de euros, de los que finalmente se utilizaron unos 42.000 millones.

Las condiciones básicas de esa línea de financiación serían de un tipo de interés del 0,5% anual, un plazo de 15 años. Los recursos aportados se destinarían en exclusiva a recapitalizar el sistema financiero. La financiación que se concedía por el Mou imponía fuertes condiciones a dicho sistema financiero. El documento en cuestión establecía, en primer lugar, una “hoja de ruta” para recapitalizar las entidades de crédito que necesitasen capital adicional. En segundo lugar, recogía un conjunto de compromisos concretos para modificar la normativa española, en relación con las funciones y competencias del Banco de España y del FROB, así como la creación de un nuevo marco jurídico para gestionar las crisis bancarias (De Juan, Uría y Barrón, 2013).

El Mou obligaba, además, a la creación de un “banco malo” que adquiriese los activos problemáticos de los bancos, con el propósito de facilitar el retorno de estos últimos a su actividad normal. El banco malo es una pieza destacada de la reestructuración bancaria y puede servir para aparcar los activos tóxicos de las entidades nacionalizadas y de las que reciben ayudas estatales.

En el verano de 2012 un consultor externo (Oliver Wyman) realizó un ejercicio de prueba de resistencia detallada a cada uno de los 17 principales grupos bancarios españoles. Las necesidades de capital estimadas oscilaban entre 25.900 y 53.745 millones de euros. Con la publicación, a 28.9.2012, de los resultados de la prueba de stress se abrió un periodo de recapitalización y de reestructuración de los bancos para los que se apreciase existían necesidades de capital en el escenario adverso de la misma.

Las entidades analizadas se dividieron en cuatro grupos, según las necesidades de capital y el alcance de las mismas. Las entidades del Grupo 0 no necesitarían aumentar capital (BBVA, Bankinter, Caixabank, Kutxabank, Sabadell, Grupo Santander y Unicaja). Las del Grupo 1 fueron las ya controladas por el FROB, esto es, las nacionalizadas (Bankia, Cataluña Caixa, NCG Banco y Banco de Valencia). En el Grupo 2 entrarían las entidades con necesidades de capital a cubrir con aportaciones públicas (Caja 3, Banco Ceiss, Banco Mare Nostrum y Liberbank). Por último, en el Grupo 3 se incluirían los bancos con carencias de capital pero con planes de reestructuración creíbles, para los que se estimó que podrían conseguir tales recursos sin necesidad de apelar a las ayudas públicas (Banco Popular e Ibercaja Banco).

Las entidades del Grupo 1, Bankia en especial, plantearon las mayores necesidades de capital, el 98,6% del total en el caso del escenario básico y el 86% en el escenario adverso.

De forma paralela al proceso descrito de determinación de las necesidades de capital de los bancos, el gobierno procedió a cumplir las obligaciones de cambio de

normativa recogidas en el Mou. En este aspecto destacó por su alcance el Real Decreto Ley 24/2012 (BOE de 31 de agosto de 2012), convertido, tras su convalidación en el Congreso, en la Ley 8/2012. Este Real Decreto Ley incluyó, entre otros aspectos, la creación de la sociedad de gestión de activos (“banco malo”) para eliminar los activos bancarios problemáticos, y estableció una nueva exigencia de capital mínimo bancario, que sería del 9% (Tier o Tramo 1) de los activos de riesgo.

Tuvo un especial interés la fijación de los precios de transferencia al “banco malo”, tarea que se atribuyó al Banco de España, junto a la fijación de la estructura de la sociedad de gestión de activos (Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, Sareb). Esta última se creó a partir del Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, que desarrolló lo previsto en el Real Decreto Ley 24/2012 antes citado.

Al transferir los activos deteriorados de una entidad financiera al banco malo, el banco original limpia su balance de activos tóxicos pero sufre una reducción de sus recursos propios (capital y reservas). Los accionistas y tenedores de bonos pierden con esta solución, pero no los depositantes. Los bancos que se convierten en insolventes como resultado de las pérdidas que les provoca este proceso se pueden capitalizar, como ha sido el caso de la experiencia realizada en España. La creación del banco malo se integró en el proceso de reestructuración del sistema bancario para que los bancos afectados recuperasen la capacidad de canalizar recursos a la economía a través sobre todo de la concesión de créditos (Ayuso y Del Rio, 2013).

A Sareb se le transfirieron las carteras de activos procedentes de bancos obligados a hacer tales transferencias (bancos de los Grupos 1 y 2 que han necesitado ayudas públicas para cubrir sus necesidades de capital), de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 24/2012. Como se ha indicado, desde 2013 Sareb dispone de un plazo de 15 años para vender tales activos. Su capital será, al menos, el 8% del total de activos.

El FROB posee algo menos del 50% de los recursos propios de Sareb (capital y deuda subordinada), correspondiendo el resto sobre todo a entidades bancarias, todas ellas con una participación menor que el FROB. Los bancos del Grupo 1 transfirieron a Sareb a 31 de diciembre de 2012 todos los activos inmobiliarios problemáticos con un valor superior a los 100.000 euros, así como los préstamos de cuantía superior a 250.000 euros. El importe total de dichas transferencias fue de 45.000 millones de euros.

Los bancos del Grupo 2 efectuaron el mismo tipo de transferencias a 28 de febrero de 2013, en este caso por una cuantía de 14.000 millones de euros. Los recursos procedentes del préstamo de la Unión Europea se destinaron básicamente a capitalizar a los bancos “problemáticos” como consecuencia de la insuficiencia de recursos propios que les provocó la venta a Sareb de unos activos inmobiliarios por un valor inferior al que tenían en los balances bancarios, el 63,1% en los activos inmobiliarios “reales” adjudicados a Sareb y el 45,6% en los préstamos a promotor transferidos.

Las pérdidas de las entidades de crédito participantes se cristalizaron en los balances en el momento de la transmisión de los activos. Los recursos de Sareb, como se ha indicado, proceden de emisiones de títulos de dicha entidad

respaldados por el Estado. Las entidades que a cambio de los títulos de Sareb vendieron activos problemáticos pueden obtener financiación en el BCE con garantía de dichos títulos.

La transferencia de los activos tóxicos de los bancos nacionalizados del Grupo 1 (Bankia, Cataluña Caixa, NCG Banco y Banco de Valencia) se realizó, pues, a fines de 2012, con un valor aproximado de 44.000 millones de euros. Los activos de los bancos del Grupo 2 (Caja 3, Banco Ceiss, Banco Mare Nostrum y Liberbank) se transfirieron a Sareb en 2013. El total de los activos que han pasado a ser administrados por Sareb asciende, pues, a 50.781 millones de euros, 37.000 millones procedentes de los bancos del Grupo 1 y 14.086 millones procedentes de los del Grupo 2.

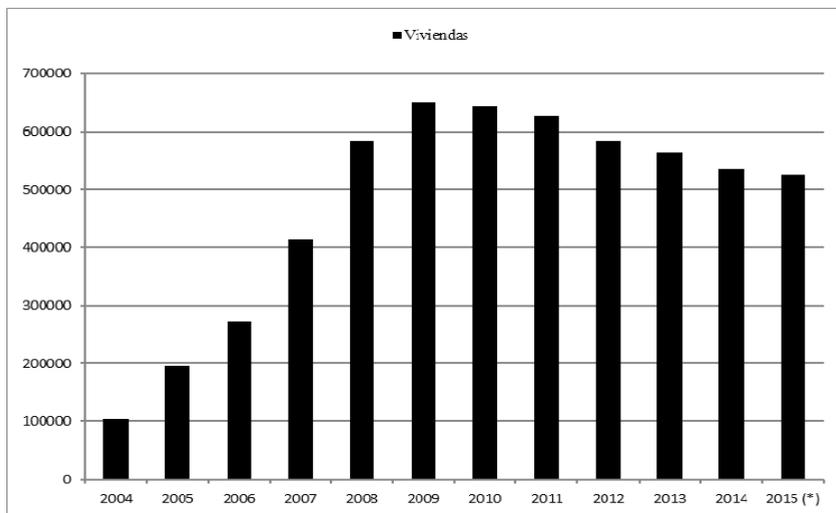
El objetivo fijado para el banco malo es la desinversión “ordenada” de los activos adquiridos a las entidades de crédito participantes, en un horizonte temporal de 15 años. El número de activos cedidos fue de 197.500, de los que 106.900 tienen carácter inmobiliario y 96.600 son activos financieros, básicamente créditos vinculados al negocio inmobiliario.

Sareb adquirió, pues, un volumen significativo de créditos problemáticos, unos 89.000 pisos y alrededor de 13 millones de metros cuadrados de suelo urbano, y deberá obtener beneficios algunos años después de su creación. Aunque Sareb se creó para contribuir al proceso de recapitalización y reestructuración de los bancos afectados por el “pinchazo” de la burbuja inmobiliaria en España, la actuación de esta entidad ha afectado al conjunto del mercado de vivienda, así como a la propia política de vivienda, sobre todo a nivel local. Los nuevos ayuntamientos salidos de las elecciones municipales de 2015 han apelado con frecuencia a Sareb para utilizar los pisos vacíos en poder de dicha entidad.

Como ya se indicó, una proporción notable de los descensos de precios de la vivienda en España después de 2008 se concentró en 2011-13. La lentitud del proceso de reestructuración bancaria en el periodo 2008-2011 impidió que se registrasen mayores descensos en los precios de las viviendas, lo que reforzó la caída de la construcción de nuevas viviendas, autentica variable de ajuste del mercado de vivienda.

La realidad de dicho mercado en España la reveló mejor el elevado número de viviendas no vendidas que la evolución de los precios de las viviendas, al menos hasta 2011. El Ministerio de Fomento ha estimado de forma indirecta (a un stock inicial se le suman cada año las viviendas terminadas y se le restan las ventas de viviendas nuevas) el número de viviendas de nueva construcción no vendidas a fines de año entre 2004 y 2014 (Gráfico 8).

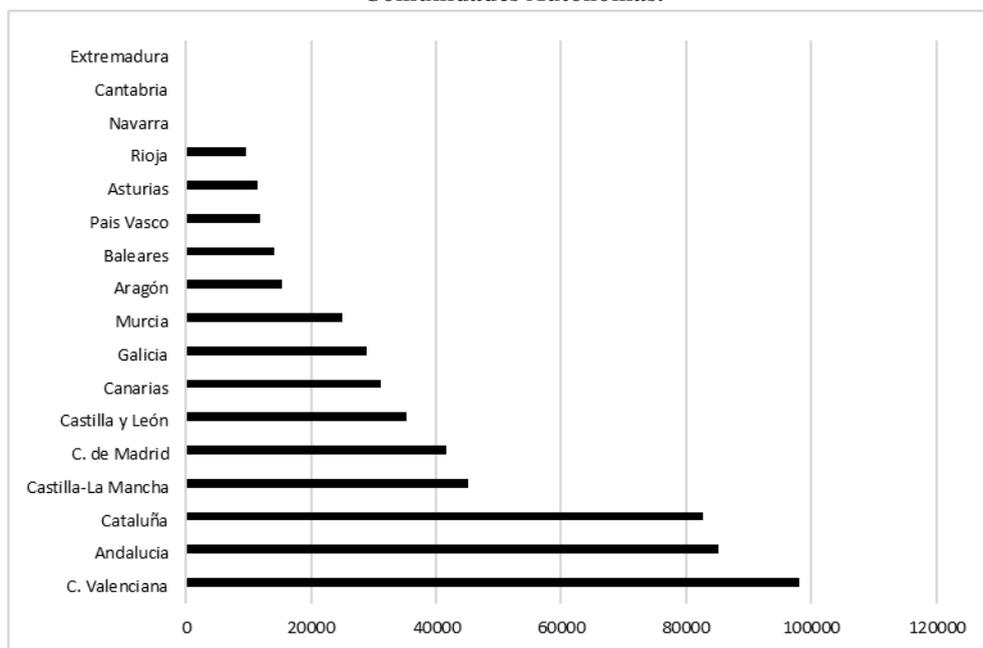
**Gráfico 8. Viviendas nuevas no vendidas. Stock acumulado a fin de año, 2004-2015.  
Número de viviendas.**



Fuente: M<sup>o</sup> de Fomento, 2004-2014, y estimación del autor para 2015

Según dicha estimación, que considera vendidas todas las viviendas promovidas por comunidades de propietarios y cooperativas. El nivel máximo de dichas viviendas se alcanzó a fines de 2009, con 649.780 viviendas, que habían descendido hasta 535.734 al final del ejercicio de 2014, equivalentes al 2,1% del parque de viviendas de España. El nivel absoluto más elevado se encuentra en la Comunidad Valenciana, con 98.087 viviendas, seguida por Andalucía (85.081). Dicho stock resulta inexistente en las Comunidades Autónomas de Cantabria y Extremadura (Gráfico 9).

**Gráfico 9. Viviendas de nueva construcción no vendidas, a 31.12.2014, por Comunidades Autónomas.**



Fuente: Mº de Fomento

La provincia con un volumen más elevado era la de Alicante, con 44.180 viviendas nuevas no vendidas a 31.12.2014. Con los datos de viviendas terminadas y de ventas de nuevas viviendas se puede estimar que, a 31.12.2015, el stock citado de viviendas de nueva construcción no vendidas ascendía a unas 515.000 viviendas, casi un 4% por debajo del existente un año antes.

La construcción de nuevas viviendas, muy superior a las ventas correspondientes durante varios años, ocasionó el elevado volumen comentado de viviendas nuevas no vendidas, y la consiguiente elevación de la morosidad bancaria afectó de lleno al sistema financiero, en especial a las cajas de ahorros.

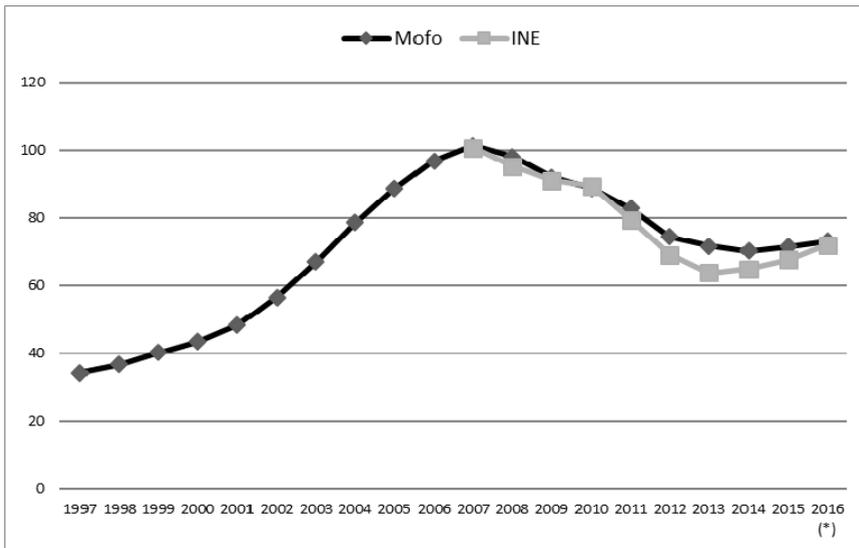
La recuperación de la confianza en el sistema financiero obligó, pues, a que desde el gobierno se hiciesen aportaciones de recursos públicos al sistema financiero por una cuantía superior al 4% del PIB de la economía española. La mejoría de la actividad productiva y el empleo en 2014-15 ha facilitado la recuperación de la confianza en el sistema crediticio español. La crisis de 2008-2013 ha dejado una pesada huella en dicho sistema, como ha sido la práctica desaparición de las cajas de ahorros como entidades de crédito. Ello ha provocado una elevada concentración en el sistema financiero y también ha supuesto la eliminación de la principal forma de “banca alternativa” en España a los bancos con capital por acciones, que durante bastante tiempo había efectuado una aportación positiva al desarrollo de su economía.

### 5. Mercado de vivienda. Política de vivienda. Modelo productivo

La recesión del mercado de vivienda “tocó fondo” en 2013, aunque no fue del todo homogénea la evolución de los indicadores. La fase de recesión se prolongó unos seis años después de 2007. El descenso de los nuevos préstamos concedidos a comprador de vivienda fue del 87,3% entre 2006 y 2013 (datos del Banco de España). Esta evolución estuvo acompañada de un retroceso de las ventas de viviendas del 68,5% entre 2006 y 2013 (datos del Mº de Fomento, procedentes de los notarios). El saldo vivo de los créditos a comprador de vivienda siguió descendiendo en 2015, lo que indica que persiste el desapalancamiento de los hogares (los reembolsos de préstamos superan a las nuevas disposiciones).

Los datos disponibles señalaron que el peso del ajuste descansó sobre todo en la nueva construcción residencial, mientras que el retroceso de los precios de las viviendas fue moderado. Lo más destacable de la caída de los precios de las viviendas (Gráfico 10) es que resultó más acusada cuando tuvieron lugar los cambios más trascendentes en la normativa bancaria (“Decretos Guindos” de 2012) y cuando Sareb, a fines de 2012 y al inicio de 2013 adquirió de los bancos problemáticos un volumen importante de riesgos inmobiliarios con fuertes recortes de precios respecto de su valor contable.

**Gráfico 10. Precios de la vivienda, 1997-2016 (previsión) 4º trimestre, (100=2007)**



Fuente: INE y Ministerio de Fomento

Desde 2014 el perfil cíclico del mercado de vivienda ha cambiado en España. En líneas generales, en 2015-16 han destacado los aumentos significativos de los precios de la vivienda, los crecimientos de las ventas, la reactivación desde niveles muy reducidos de la nueva construcción de vivienda. Todo apunta, pues, a que el mercado de vivienda está en 2016 en puertas de registrar una etapa de recuperación

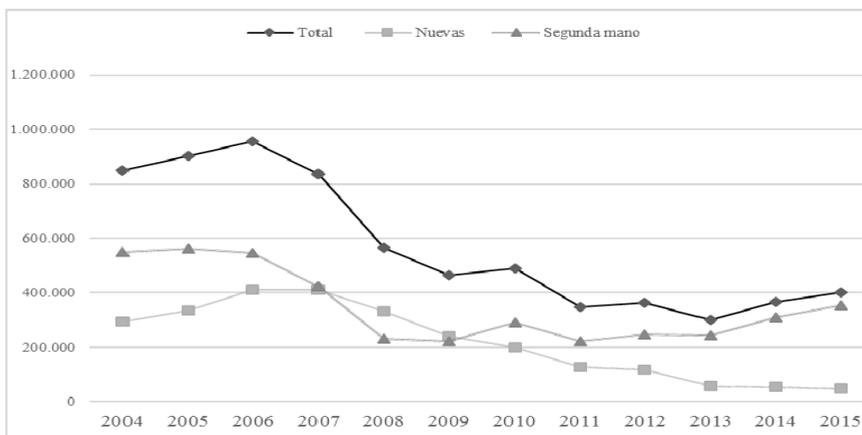
significativa, en España y también en la mayoría de los restantes países de la Eurozona.

Como ya se señaló, los ciclos más intensos por los que ha pasado la economía española desde los años sesenta del pasado siglo tuvieron como principal motor al citado mercado de vivienda. Etapas de fuerte auge de la demanda y de la construcción de viviendas fueron los periodos 1970-1974, 1985-1990 y 1997-2007. La última de las tres etapas citadas fue la más prolongada e intensa de las experimentadas por la economía española, y su final abrupto ha tenido unas serias consecuencias negativas sobre la realidad socioeconómica de España y también sobre su situación política.

Los indicadores del mercado de vivienda en España confirman, pues, la presencia de una recuperación, que se refuerza conforme avanza el ejercicio de 2016. Pero dicha recuperación de ventas y nueva construcción lleva consigo la habitual secuela de aumentos de precios de venta y de los alquileres, lo que complica el acceso a la vivienda a los hogares, en especial a los de nueva creación.

Entre los indicadores más significativos destacan los relativos al aumento de los precios de la vivienda (8,0% ha sido el aumento experimentado por el índice de precios de vivienda del INE entre el primer trimestre de 2014 y el primero de 2016). También destacan las ventas de viviendas (información procedente de los registros de la propiedad), que experimentaron un crecimiento medio anual del 15,5% en 2014 y 2015 (Gráfico 11).

**Gráfico 11. Transmisiones inmobiliarias. Total, nuevas y de segunda mano. Totales anuales, 2004-2015**



Fuente: Mº de Fomento

En 2015 las ventas de viviendas superaron las 400.000 unidades, con un peso destacado de la vivienda usada dentro del total de las ventas. Las ventas a extranjeros alcanzaron el 17,2% del total de ventas. El que más del 85% de las ventas de viviendas corresponda a viviendas usadas refleja el gran parque de viviendas existente en España (según el Censo de Viviendas de 2011 había 25 millones de viviendas a 1.11.2011).

Más del 30% de las ventas de viviendas se realizaron en 2015 mediante pagos al contado, sin necesidad de acudir a un préstamo hipotecario. Destaca en la demanda la presencia de inversores institucionales, fondos de inversión, que han aprovechado las oportunidades derivadas de la caída de los precios de la vivienda entre 2007 y 2014. Los jóvenes hogares están, en gran parte, fuera del mercado de ventas, ante las duras condiciones salariales de los nuevos empleos. Los salarios de los nuevos hogares solo permiten el acceso al alquiler de una vivienda o a unas habitaciones.

Un importante apoyo a la recuperación de la demanda descansa en las condiciones del mercado de dinero en España, consecuencia de la laxa política desarrollada por el Banco Central Europeo (BCE). En dichas políticas destacan las operaciones de “alivio cuantitativo” o de creación de base monetaria mediante la compra de activos a la banca por parte del BCE, sobre todo de deuda pública. Esta actuación provoca la presencia de unos tipos de interés muy reducidos y unos bajos rendimientos de la renta fija, incluidos los depósitos bancarios.

Los inversores buscan mayores rentabilidades en activos alternativos, como es la propiedad de una vivienda. En 2016 se ha extendido la presencia de tipos de interés negativos, como es el caso del Euribor a doce meses, principal indicador de referencia en los préstamos a interés variable, y el BCE cobra intereses a los bancos por el dinero que depositen en el mismo.

El inversor en unos casos alquilará y en otros se limitará a esperar a que el mercado genere precios más elevados para la reventa posterior. Se considera, no obstante, que los países de la periferia de la Eurozona tienen los mercados inmobiliarios más arriesgados para invertir. Los compradores asumen un riesgo mayor que el que están anticipando (Allen, 2015).

El stock de viviendas de nueva construcción no vendidas debió de situarse en 515.000 a fines de 2015, un 3,9% por debajo del correspondiente a fines de 2014. Tras haber alcanzado las viviendas iniciadas un nivel mínimo de 35.000 en 2014, dicha magnitud creció un 42,5% en 2015 y en el primer trimestre de 2016 lo ha hecho en un 57,1%. En 2016 las viviendas iniciadas se pueden aproximar a las 80.000.

Los precios de la vivienda y los alquileres pueden aumentar por encima del 7% en el ejercicio de 2016. Para un nuevo hogar que ganase 1.000 euros netos al mes el acceso a una vivienda de 90 metros cuadrados implicaría asignar a la vivienda más del 60% del salario. El problema de accesibilidad se acentúa en las grandes áreas metropolitanas de Madrid y Barcelona, donde los precios han crecido en los dos años transcurridos de recuperación un 12,4%, más de cuatro puntos sobre la media nacional. En Barcelona se encuentran los alquileres más elevados de España, en torno a una media de 11 euros por metro cuadrado y mes en el primer cuatrimestre de 2016, según datos de Fotocasa.

Junto al mayor esfuerzo de acceso a la vivienda, persiste una dura realidad de desahucios de viviendas. En 2015, según el Consejo General del Poder Judicial, los lanzamientos de viviendas ascendieron en España a 67.400. De dicho total, más de 29.000 se derivaron de procedimientos de ejecución hipotecaria y unos 35.700 correspondieron a impagos de alquileres.

Los desahucios han sido una de las consecuencias más negativas derivadas de la aguda recesión económica desarrollada entre 2008 y 2013. La respuesta política

a dicho problema tardó en producirse, y se está lejos de una solución definitiva al sistema a seguir en materia de procedimientos de ejecución hipotecaria.. El fondo social de viviendas, el código de buenas prácticas y la moratoria a los desahucios son paliativos al problema. Se debe de introducir en España una normativa en materia de desahucios hipotecarios que implique de hecho una “segunda oportunidad”.

Aparte de las respuestas puntuales a la cuestión de los desahucios, se puede decir que en 2016 no hay política de vivienda en España. Los presupuestos de 2016 apenas incluyen recursos para apoyar al alquiler y a la rehabilitación, supuestos objetivos del inoperante Plan Estatal de Vivienda 2013-2016. El gobierno ha dejado por completo en manos de las autonomías la promoción y venta de viviendas protegidas (VPO).

Las viviendas protegidas permiten salvar la imagen de las operaciones especulativas. Ello sucede cuando se anuncian operaciones que suponen la construcción de grandes volúmenes de nuevas viviendas de las que una determinada proporción será de viviendas protegidas. El problema radica en que los precios de venta de dichas viviendas protegidas distan con frecuencia de resultar asequibles para los hogares de ingresos medios y reducidos. En este contexto destacan las ayudas puestas en práctica en algunos de los ayuntamientos emanados de las elecciones municipales de 2015, que han debido hacer frente a la realidad de numerosas familias desalojadas de su vivienda como consecuencia de lanzamientos judiciales.

En 2015 las calificaciones provisionales de viviendas de protección oficial no llegaron a las 6.000. Las ventas de viviendas protegidas, nuevas y de segunda mano, ascendieron en ese año solo el 4,6% del total de ventas de viviendas en España. Durante cierto tiempo, antes de la gran recesión, el coste de la política de vivienda se situó en España en torno al 1% del PIB. Decididamente, la política de vivienda no es ya lo que era. El vigente Plan Estatal de Vivienda 2013-16 carece de dotación presupuestaria, por lo que su contenido, supuestamente favorable al alquiler y a la rehabilitación, es papel mojado en la práctica.

Conforme más se fortalezca el mercado de vivienda, impulsado, pues, por la política de dinero barato del Banco Central Europeo que lleva a unos tipos de interés muy reducidos en los nuevos préstamos a comprador, más difícil resultará para numerosos hogares el acceso a la vivienda, y más se complicará la emancipación de los hogares jóvenes. No cabe dejar a un número tan importante de hogares a merced del mercado en lo que al acceso a la vivienda se refiere. La política de vivienda no solo tiene que atender a la emergencia que plantean los todavía abundantes desahucios, sino que debe de actuar para atenuar el esfuerzo de acceso a una proporción importante de los nuevos hogares.

El alquiler es una pieza básica de la política de vivienda. Resulta necesario crear en España parques estables de vivienda social de alquiler gestionados por los ayuntamientos. Deberían de funcionar los registros de demandantes previstos en los planes de vivienda pasados. Los parques locales se crearían a partir de las viviendas vacías que puedan adquirir las administraciones públicas y también a partir de la construcción de nuevas viviendas protegidas para el alquiler. En la financiación crediticia de estas últimas debería desempeñar un papel significativo el ICO.

El alquiler se ha convertido en la solución del acceso a la vivienda para numerosos hogares. La oferta de dicho tipo de viviendas esta mucho menos diversificada que en el caso de las viviendas destinadas a la venta. La Encuesta Continua de Hogares del INE ha revelado que en 2015 un 17,5% de los hogares vivía de alquiler en España, destacando la tendencia creciente de dicha proporción en 2014-2015.

La política de vivienda debe de retornar de la mano del gobierno de España, apoyada en el alquiler y orientada hacia la creación de parques de viviendas sociales de alquiler, como en el resto de Europa Occidental. Las viviendas protegidas pueden contribuir a los objetivos de la política de vivienda, pero ello obliga a reformar bastantes aspectos de dicha política. El gobierno central debe de volver a coordinar la política de viviendas protegidas, sin dejar del todo la misma en manos de las autonomías.

El urbanismo local debe de reservar suelo para las viviendas protegidas de alquiler en los nuevos desarrollos., exigencia que debe de volverse a precisar en la normativa de suelo, un tanto trastocada en los últimos años. El planeamiento debe de establecer la reserva obligatoria de suelo en los nuevos desarrollos para la construcción de un parque social de viviendas de alquiler, junto al 10% vigente de cesión general al municipio.

En 2015 se ha iniciado, pues, una nueva etapa alcista del mercado de vivienda en España, cuya profundidad resulta dudosa por las serias dificultades de los nuevos hogares para acceder a una vivienda. En sus comienzos la recuperación en curso se ha apoyado sobre todo en las compras de inversores. La experiencia de la pasada recesión ha llevado a una cierta estigmatización del subsector inmobiliario, a la vez que son frecuentes las apelaciones en España a la conveniencia de conseguir una mayor diversificación en la composición de la oferta productiva de la economía española.

En cuanto a la diversificación del modelo productivo todo indica que la recuperación sostenible del crecimiento requiere desarrollar estrategias de amplio espectro en materia de política económica. El apoyo a la exportación y a la internacionalización de las empresas, la atracción de inversión exterior directa, la priorización dentro del gasto público, atendiendo a los factores que más afectan a la productividad, el conseguir un crecimiento “incluyente” en el que participe toda la población, el desarrollo de políticas activas de empleo de mayor alcance, la reforma fiscal basada en una ampliación de las bases imponibles y en la lucha contra el fraude, la garantía del acceso a los servicios públicos de todos los ciudadanos, en especial en materia de sanidad y de pensiones, con independencia del lugar de residencia y, por último, el refuerzo de la sostenibilidad financiera del sector público (Maudos, 2013). Los anteriores son algunos de los elementos más relevantes de una política que pretenda reforzar el crecimiento económico sobre la base de una economía más diversificada.

El inicio de la recuperación de la economía española en 2014 estuvo impulsado sobre todo por las exportaciones, que compensaron el importante retroceso de la demanda interna experimentado durante la crisis. En 2015 dicho crecimiento se apoyó más en la expansión de esta última magnitud, en la que destaca el aumento del consumo privado. El tejido productivo español ha presentado una importante

capacidad de competir en los mercados exteriores. Se trata no tanto de cambiar lo que se produce sino como se produce (Myro, 2015).

El subsector inmobiliario debe de volver a encontrar una presencia normal en la economía española. Es preciso evitar se repitan los errores del pasado, impidiendo las fluctuaciones excesivas en la construcción residencial y que nuevas burbujas inmobiliarias vuelvan a expulsar a otras actividades productivas y a frenar el crecimiento sostenible. Es preciso huir de la “miopía del desastre”, para impedir que este se repita.

## 6. Conclusiones

De lo sucedido en España en el último ciclo del mercado de vivienda se pueden obtener abundantes reflexiones, con el fin de que la política económica en general y la política de vivienda eviten la repetición de situaciones de prolongada “burbuja” inmobiliaria, algunas de las cuales se recogen a continuación.

1. La política monetaria expansiva del BCE y las importantes aportaciones de ahorro procedentes del resto del mundo contribuyeron a estimular la demanda de vivienda y también la financiación a promotor inmobiliario en el periodo 1997-2007. Este último tipo de préstamo se reveló como especialmente arriesgado. Se construyó masivamente sin realizar previsiones de la demanda de vivienda.
2. En la fase expansiva analizada la demanda de vivienda resultó estimulada por la continuada elevación de los precios. También supuso un reforzamiento de la demanda de alojamiento la presencia de una fuerte inmigración, que acudió en gran parte a cubrir los empleos que generaba la construcción de nuevas viviendas.
3. Hubo una amplia complicidad social con todo lo que rodeaba la burbuja inmobiliaria. Promotores, constructores, trabajadores asalariados de la construcción, las tres administraciones públicas (estatal, autonómica y, sobre todo, la local), entidades de crédito, vivieron un periodo de generalizados beneficios. El testigo que con más claridad indicaba que la “fiesta” no podía ser indefinida fue el déficit exterior, que llegó a alcanzar el 10% del PIB en 2007 y que informaba acerca del creciente endeudamiento externo que había detrás de la construcción sin límites de nuevas viviendas.
4. Desde el punto de vista territorial los mayores volúmenes de construcción residencial tuvieron lugar en todo el “arco mediterráneo” y en el interior y periferia de la Comunidad de Madrid.
5. Los importantes aumentos de precios registrados en la fase expansiva del mercado de vivienda dieron lugar a que la vivienda en general, tanto nueva como usada, resultase inaccesible para amplios segmentos de la población. Se puso de manifiesto la difícil emancipación de los jóvenes. Los precios alcanzados por la vivienda la hacían inalcanzable para gran parte de los nuevos hogares y el parque existente de viviendas de alquiler tenía una dimensión poco significativa para paliar dicha situación.
6. Ante la llegada de la crisis y la aparición de una creciente morosidad en las carteras de crédito de bancos y cajas de ahorros tanto el gobierno como el

- Banco de España tardaron bastante tiempo en reaccionar. Con la crisis, a partir de 2008 descendieron las ventas de viviendas, cayeron los precios, se redujo el nivel de empleo en la construcción, y, sobre todo, se produjo una caída brutal en el volumen de construcción de nuevas viviendas. Se había entrado en una nueva etapa cíclica que no solo afectaba de forma negativa al comportamiento general de la economía, sino que generó una crisis profunda en el sistema financiero, crisis que dio lugar a la desaparición de las cajas de ahorros.
7. La política de vivienda se encontró con un problema que hasta ese momento no había tenido una excesiva incidencia en España. Dicho problema fue el del aumento de los desahucios de hogares que no podían hacer frente al servicio del préstamo hipotecario con el que habían adquirido la vivienda. La información procedente del Consejo General del Poder Judicial puso de manifiesto que los desahucios de hogares por impago de alquileres tienen un alcance mayor del que se hubiera podido pensar por el hasta ahora poco desarrollado mercado de viviendas de alquiler en España.
  8. La fase de recesión terminó en 2013. A partir de 2014 se inició una etapa de recuperación de alcance moderado, que en principio supuso volver a niveles de ventas más aproximados a la tendencia normal del mercado de vivienda español. El desarrollo por parte del BCE desde 2015 de una política monetaria expansiva más agresiva ha supuesto un empuje importante a la demanda de vivienda, que tiene un destacado componente inversor. En 2016 parece acelerarse el ritmo de actividad general del mercado de vivienda, aunque los nuevos hogares han recurrido con más fuerza que en el pasado al alquiler, como lo revelan los datos del INE (Encuesta Continua de Hogares).
  9. La política de vivienda casi ha desaparecido desde el inicio de la crisis. Lo único relevante de los últimos cinco años ha sido la reducción a tres años del plazo máximo del alquiler de la vivienda (antes eran cinco) y los cambios legales introducidos en la normativa que regula los procedimientos de ejecución hipotecaria, cambios a todas luces insuficientes. Las viviendas de protección oficial tienen una presencia cada vez más reducida. El gobierno de España ha renunciado entre 2013 y 2016 a la coordinación de dicha figura con las comunidades autónomas, como se hizo en el pasado a través de los planes plurianuales de vivienda. El problema del difícil acceso al disfrute de la vivienda se acentuará conforme se fortalezca la recuperación de los precios. Resulta en especial necesaria la creación de un parque social de viviendas de alquiler gestionado por los ayuntamientos.

## 7. Bibliografía

- Allen, K. (2015). Investor warned on eurozone property. *Financial Times*, 17 de Septiembre.
- Ayuso, J. y del Rio, A. (2013). La resolución de activos bancarios a través de “bancos malos”. *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España, nº 23.
- Banco Central Europeo (2009). Financiación de la vivienda en la Zona del Euro, *Boletín Mensual*, Agosto.
- Banco de España (2013). Informe de Estabilidad Financiera, mayo.

- De Juan, A.; Uría, F. y de Barrón, I. (2013). *Anatomía de una crisis*, Ediciones Deusto, Barcelona.
- Economist, The, (013). The dangers of debt. Lending weight, 14 de septiembre.
- Economist, The, (013). The origin of financial crisis. Crash course”, 7 de septiembre.
- García Montalvo, J. (2012). Generar confianza, ¿prendiendo fuegos?”, *La Vanguardia*, 13 de mayo.
- García Montalvo, J. (2008). De la quimera inmobiliaria al colapso financiero. Crónica de un desenlace .anunciado, Antoni Bosch editor, Barcelona.
- Inspectores del Banco de España, Asociación, (2006). Nota informativa al ministro de Economía y Hacienda, 26 de mayo.
- Maudos, J. (2013). Propuestas frente a la crisis. Cinco Días, 20 Diciembre
- Myro, R. (2015). Recuperación económica y cambio político, *Ahora*, 9-15 de octubre
- Rodríguez López, J. (2012). Crisis bancaria y financiera. Recogido en “No es economía, es ideología”. *Economistas frente a la crisis*, Deusto, Grupo Planeta, Barcelona.