

Gonzalo Bernardos Domínguez*

CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE LA BURBUJA INMOBILIARIA EN ESPAÑA

El presente artículo pretende analizar las principales causas que provocaron la formación de una burbuja inmobiliaria en España en el período 1998-2005, así como los primordiales motivos y consecuencias de su posterior explosión. Propone un conjunto de medidas que permitirían reducir la duración de la crisis inmobiliaria, mejorarían la solvencia de las entidades financieras, estimularían la concesión de créditos por parte de cajas y bancos y ayudarían a que la economía española saliera con mayor prontitud del actual período de recesión.

Palabras clave: burbuja inmobiliaria, vivienda, crédito.

Clasificación JEL: E31, G21, R21.

1. Introducción

En la actualidad, el mercado residencial probablemente esté inmerso en la recesión más intensa y larga de la historia reciente de España. No es la de un mercado cualquiera, dada la elevada participación directa e indirecta del sector de la construcción residencial en el PIB y la gran interrelación existente entre actividad inmobiliaria y financiera. Los problemas actuales de solvencia de cajas y bancos, la restricción del crédito a familias y empresas, y la decepcionante evolución de la tasa de crecimiento económico tienen como una de sus principales causas la indicada crisis inmobiliaria.

Una crisis consecuencia de un largo período de auge (1998-2005), donde los riesgos incurridos por empresas

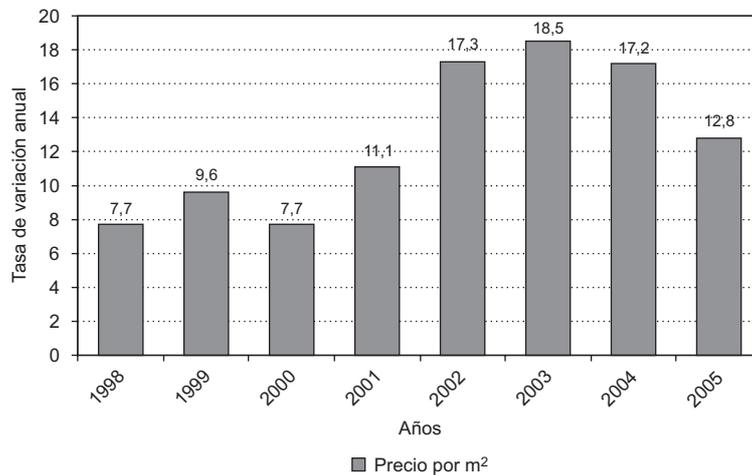
promotoras y entidades financieras fueron muy elevados, y nunca observados en cualquier etapa anterior. En el corto plazo, las estrategias arriesgadas fueron legitimadas por la obtención de un fácil, rápido e impresionante beneficio, llevando al baúl de los recuerdos el tradicional principio de prudencia. No obstante, ambas olvidaron un aspecto que recientemente la coyuntura inmobiliaria les ha recordado de forma cruenta: el mercado residencial tiene un carácter eminentemente cíclico, y, por ello, el precio de las viviendas, como prácticamente el de cualquier activo, algunas veces sube y otras baja.

El presente artículo tiene como primordial objetivo analizar la situación del mercado de la vivienda en el período comprendido entre 1998 y la actualidad. En el indicado período, distingo dos principales etapas: la relativa a la creación de la burbuja (1998-2005) y la correspondiente a su estallido (2007-actualidad), ya que estimo que el ejercicio de 2006 fue un año de transición. En el

* Universidad de Barcelona y Centre de Recerca d'Economia del Benestar (CREB).

GRÁFICO 1

VARIACIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA LIBRE EN TÉRMINOS NOMINALES, 1998-2005 (En %)



FUENTE: Ministerio de la Vivienda.

apartado 2, considero las causas más importantes que provocaron la formación de una burbuja inmobiliaria en España. Un cóctel formado por una favorable coyuntura macroeconómica, la conversión de la vivienda en un activo refugio, la existencia de unas elevadas facilidades crediticias, la llegada de un gran número de inmigrantes, la aparición de una elevada, aunque insuficiente, oferta de viviendas, y la suerte (también existe en economía). En el apartado 3 analizo los principales determinantes de la actual crisis del mercado residencial, las consecuencias sobre los actores principales de dicho mercado y planteo una serie de soluciones que podrían hacer más breve el presente período recesivo. Finalmente, reflexiono sobre las conclusiones alcanzadas a lo largo del artículo.

2. La creación de la burbuja inmobiliaria: principales causas

En el período comprendido entre 1998 y 2005 el precio de la vivienda libre aumentó un 159,5 y un 104,1 por 100,

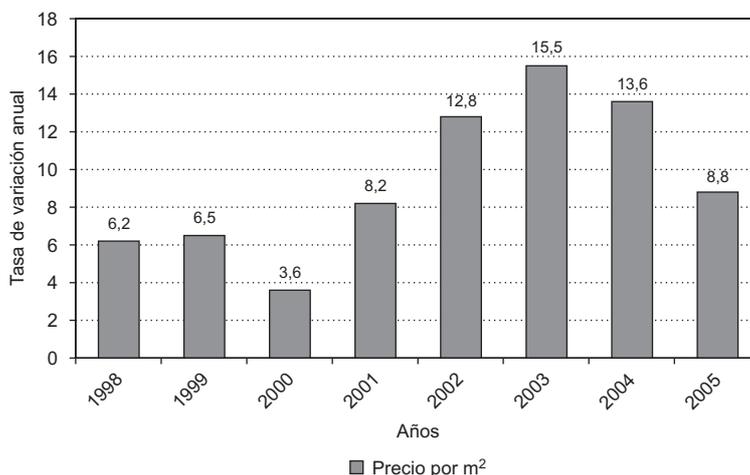
en términos nominales y reales, respectivamente (véanse los Gráficos 1 y 2). En relación a su poder adquisitivo, la compra de una vivienda representativa costaba a una familia prácticamente el doble al final que al principio de la etapa considerada. En promedio anual, la subida fue de un 12,7 por 100 en euros corrientes; sin embargo, ésta se quedó en un 9,4 por 100 en euros constantes. Entre 2002 y 2004 tuvo lugar la fase más inflacionaria, superando en los tres ejercicios indicados el crecimiento del precio de la vivienda en términos reales el 10 por 100 anual.

La burbuja inmobiliaria fue consecuencia de un impresionante incremento de la demanda de viviendas. Aunque la oferta aumentó de forma considerable, no lo hizo en la magnitud suficiente ni con la rapidez necesaria para absorber aquélla sin generar un elevado aumento de los precios. En la creación de la burbuja, la Administración tuvo un importante papel. En ningún momento supo detener su formación y crecimiento, ya fuera por incapacidad o por desinterés.

A priori, era sumamente fácil impedirlo. Bastaba con aplicar tres sencillas medidas, con nulo impacto sobre el

GRÁFICO 2

VARIACIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA LIBRE EN TÉRMINOS REALES, 1998-2005 (En %)



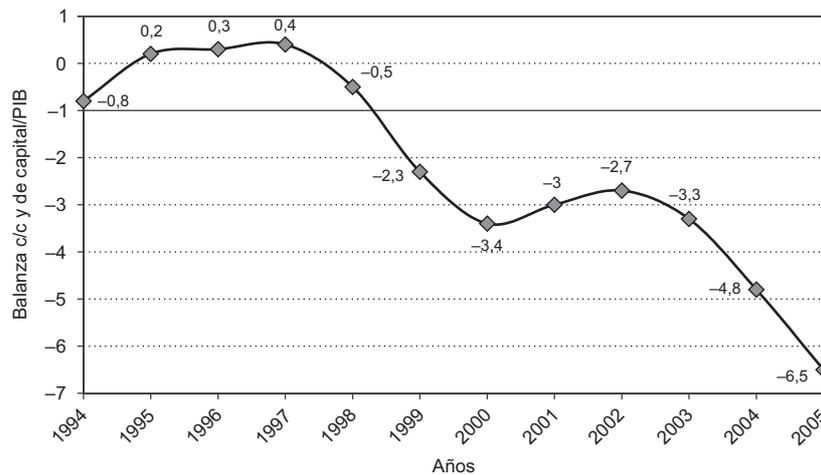
FUENTE: Ministerio de la Vivienda, INE y elaboración propia.

gasto público, destinadas a eliminar la especulación inmobiliaria y la compra de viviendas por personas con dudosa solvencia. Dichas medidas consistirían en impedir las adquisiciones sobre plano, las reventas (prohibición de comprar y vender un mismo piso durante cinco años) y evitar que una excesiva proporción del crédito concedido por las entidades financieras tuviera como destino la adquisición o construcción de residencias (por ejemplo, prohibir que más del 50 por 100 de los préstamos otorgados por cualquier caja o banco fueran destinados a financiar directa o indirectamente al sector inmobiliario).

No obstante, dadas sus favorables repercusiones a corto plazo sobre el crecimiento del PIB y la riqueza de las familias, el auge del mercado residencial constituía un fenómeno económico muy favorable para los sucesivos gobiernos. Por tanto, probablemente no les interesara frenarlo, tanto al PP (hasta marzo de 2004) como al PSOE. La elevada demanda de viviendas provocaba un incremento del número de viviendas construidas, impul-

saba la inversión en construcción y generaba un gran número de nuevos empleos. El crecimiento de la ocupación incentivaba la llegada de nuevos inmigrantes, aumentaba la renta disponible de las familias y permitía crecer al consumo privado a un elevado ritmo. Por otra parte, el gran incremento del precio de la vivienda provocaba la generación de elevadas plusvalías, la posibilidad de acceder a una mayor financiación bancaria, y una sensación de riqueza que volvía a tener una repercusión positiva sobre el aumento del gasto de las familias y el crecimiento del PIB. Este aparente círculo virtuoso provocaba la incursión del país en un elevado déficit en la balanza por cuenta corriente y de capitales (véase Gráfico 3), y, por tanto, hacía que la nación viviera muy por encima de sus posibilidades. No obstante, no importaba, ya que la elevada liquidez existente en la economía mundial permitía financiar el excesivo gasto realizado por el sector privado sin ningún tipo de problemas y a un tipo de interés increíblemente reducido.

GRÁFICO 3
SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE
Y DE CAPITAL EN RELACIÓN AL PIB DE ESPAÑA, 1994-2005*
 (En %)



NOTA: * Media anual.
 FUENTE: Banco de España.

Una favorable coyuntura macroeconómica

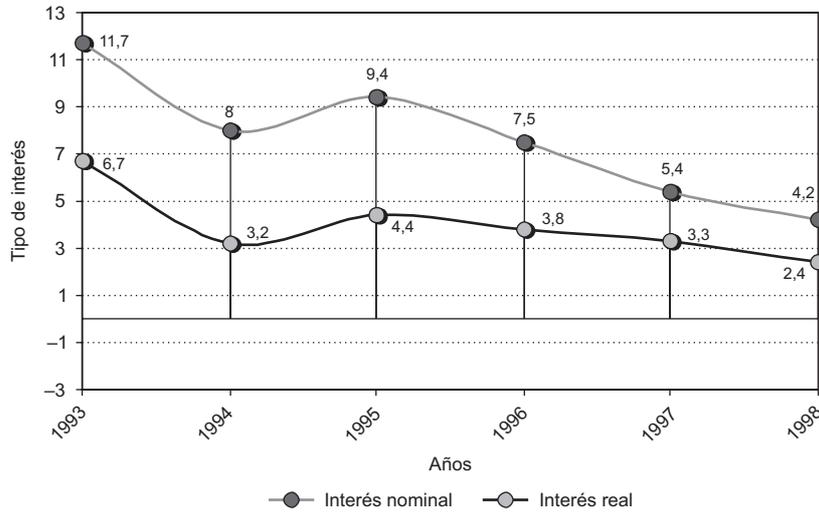
A finales de 1997 el éxito de las reformas estructurales efectuadas en la etapa precedente permitió a la economía española cumplir la totalidad de los criterios de convergencia de Maastricht. El principal objetivo de su implantación era logrado, y España, a partir del 1 de enero de 1999, formaría parte de los primeros países integrantes de la UME. En el ejercicio de 1998, el PIB crecía a un ritmo anual del 4,5 por 100, la creación de empleo lo hacía a una tasa del 4,3 por 100 y las familias tenían una elevada confianza en la próxima evolución de la economía. Por otro lado, la combinación de una escasa tasa de inflación (1,4 por 100) y la próxima sustitución del Banco de España por el BCE (heredero efectivo del Bundesbank), posibilitaron que el tipo de interés nominal y real continuará con la disminución iniciada en 1994 (véase Gráfico 4).

La progresiva reducción observada en los tipos de interés, el aumento del período medio de amortización de los créditos hipotecarios (véase Gráfico 5), y la estabilidad del precio de los pisos en valor nominal observada en la fase anterior (véase Gráfico 6), hicieron que en 1998 la vivienda fuera considerada un activo barato. Esta consideración es corroborada por la evolución del grado de esfuerzo familiar bruto necesario para adquirir una residencia. En dicho año, su nivel se situó en un 29 por 100, notablemente por debajo del 63 por 100 observado en 1990, pero también del 41,7 por 100 advertido en 1987.

En 1998, prácticamente se conjugaban todas las condiciones económicas y financieras necesarias para que se iniciara un nuevo *boom* inmobiliario en España. Y, efectivamente, así sucedió. Especialmente durante la etapa comprendida entre 1998 y 2001 la gran protagonista del mismo fue la demanda de vivienda para uso,

GRÁFICO 4

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS NOMINAL Y REAL A CORTO PLAZO, 1993-1998*
(En %)

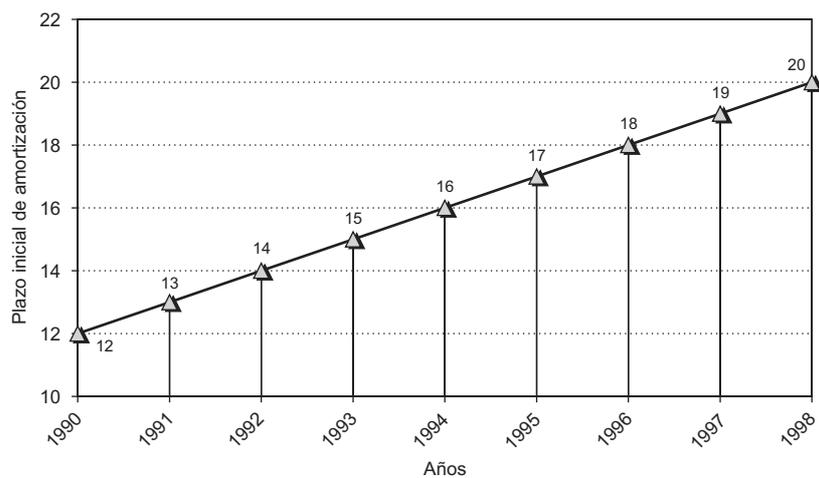


NOTA: * Media anual.

FUENTE: Banco de España, INE y elaboración propia.

GRÁFICO 5

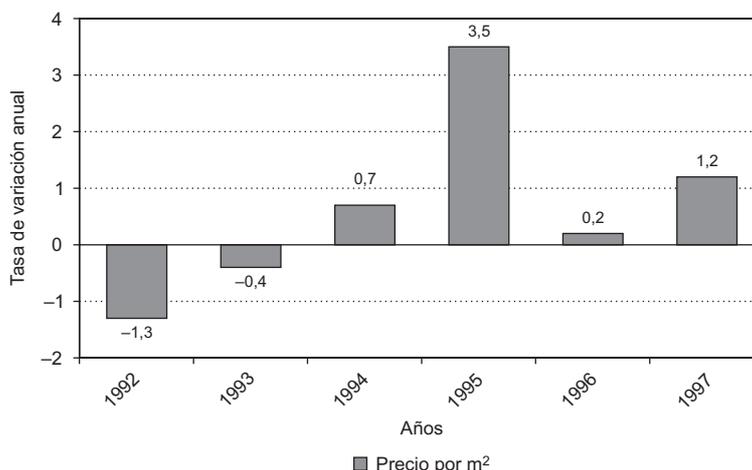
PERÍODO INICIAL DE VIDA DE UN PRÉSTAMO HIPOTECARIO ESTÁNDAR, 1990-1998



FUENTE: Asociación Hipotecaria Española.

GRÁFICO 6

VARIACIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA LIBRE EN TÉRMINOS NOMINALES, 1992-1997 (En %)



FUENTE: Ministerio de la Vivienda.

adoptando un papel secundario la efectuada por motivo inversión. En dicho período, la elevada creación de empleo provocó un gran auge de la demanda de primer acceso a la propiedad, y el favorable cambio en las condiciones de financiación hipotecaria un importante incremento de la denominada de mejora.

No obstante, a partir de 2002 la demanda de inversión (patrimonialista y especulativa) adquirió progresivamente una especial relevancia. Tres principales aspectos explican este fenómeno: la conversión de la vivienda en un activo refugio, las grandes facilidades otorgadas por cajas y bancos para financiar la adquisición de una vivienda distinta de la habitual, y la expectativa de obtención de una rápida y elevada plusvalía con la venta del citado activo.

La vivienda: un activo refugio

El estallido de la burbuja especulativa de la «nueva economía» (abril 2000-diciembre 2002), el atentado de

las Torres Gemelas (septiembre 2001), las irregularidades observadas en grandes corporaciones empresariales como Enron y WorldCom (principalmente en 2002) y la expectativa de una guerra contra Irak (esencialmente en el ejercicio de 2002), hicieron que un elevado número de inversores observaran a las acciones como un activo de excesivo riesgo. Por tanto, desplazaron una elevada proporción de su capital a inversiones alternativas. Las principales fueron los bonos, el oro y, por supuesto, la vivienda.

El carácter de activo refugio, el elevado capital disponible y la excepcional importancia otorgada por los inversores a la localización de los inmuebles, comportó un impresionante aumento de la demanda de viviendas de lujo ubicadas en las zonas más emblemáticas de las principales ciudades. Dada la relativa escasez de edificios residenciales existente en las indicadas zonas, sus precios subieron de forma increíble y superaron con creces a los de los inmuebles de oficinas ubicados en una similar localización. Una situación absolutamente para-

dójica y jamás observada con anterioridad en la mayoría de capitales del mundo. Desde una perspectiva patrimonial, no tenía ningún sentido que un edificio de viviendas, generador de unas rentas de alquiler notablemente inferiores a las de uno de oficinas, tuviera en el mercado un precio considerablemente superior.

No obstante, el gran número de inversores dispuestos a colocar una elevada cuantía de capital en el mercado residencial, unido a la extendida creencia entre ellos de que el precio de la vivienda nunca puede bajar en las ubicaciones más emblemáticas, comportaron que un auténtico dislate económico fuera contemplado como una inversión absolutamente racional. Esta coyuntura provocó el cambio de uso, de oficinas a viviendas, de numerosos edificios ubicados en las avenidas más emblemáticas de las principales ciudades del mundo. Un ejemplo de ello en España fue la transformación del Paseo de Gracia, en Barcelona y del Paseo de la Castellana, en Madrid. Sin duda, una auténtica paradoja del mercado, propia de un marco económico e inmobiliario absolutamente inusual.

Las elevadas facilidades crediticias

En el período 1998-2005 el sistema bancario tuvo una capital importancia en la generación y prolongación de la fase de auge del mercado residencial. Proporcionó abundante crédito a adquirentes y promotores de viviendas e, indudablemente, contribuyó de forma decisiva a aumentar, hasta niveles récord, tanto la demanda como la oferta de residencias. La elevada liquidez suministrada fue principalmente consecuencia de tres factores: una gran expansión de las cajas de ahorros, una enorme competencia bancaria y unos tipos de interés muy reducidos.

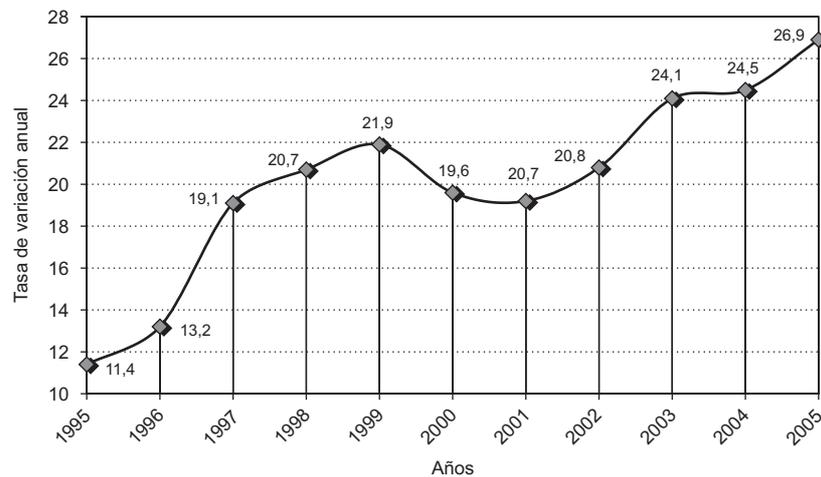
A finales de la pasada década, la combinación de una elevada cuota de mercado y una creciente competencia en sus territorios de origen hicieron que los directivos de las cajas se convencieran de la dificultad para aumentar, o incluso mantener, su volumen de negocio y de beneficios. Con la finalidad de seguir creciendo, procedie-

ron a diseñar agresivos planes de expansión territorial. Sus objetivos fundamentales eran incrementar la diversificación geográfica del negocio bancario, aumentar el mercado potencial y conseguir, a medio plazo, un superior beneficio.

El proceso de expansión se enfrentó a un considerable reto: hacer rentables en el período más breve posible las oficinas instaladas en las nuevas localidades. Para conseguir dicha meta utilizaron la financiación a los promotores y la posterior subrogación hipotecaria de las familias como el principal instrumento de captación de clientela. En algunos casos, las condiciones ofrecidas por las cajas a los promotores eran prácticamente imposibles de mejorar: financiación del 100 por 100 del importe del solar y de los costes de construcción (IVA incluido), y fijación de un tipo de interés hipotecario equivalente al euribor a 1 año más un diferencial de 0,30 por 100. Si la concesión del préstamo suponía recurrir al mercado interbancario, el anterior diferencial implicaba una ganancia directa prácticamente nula para la entidad financiera. Esto es debido a que los costes directos e indirectos del otorgamiento de un crédito hipotecario generalmente se sitúan entre un 0,25 y un 0,30 por 100 del importe concedido.

La agresividad comercial de las cajas de ahorro hizo que los bancos se enfrentaran a un dilema: perder cuota de mercado o cambiar su política comercial. Optaron por esta última opción y rebajaron considerablemente las exigencias para la concesión de créditos a promotores y particulares. Una auténtica «guerra» por la captación de activo tuvo lugar en el mercado financiero español. La feroz competencia bancaria, junto con la reducción de los tipos de interés, comportaron una disminución del margen de intermediación por euro prestado. No obstante, en la mayoría de entidades, el elevado incremento del crédito concedido (véase Gráfico 7) posibilitó un importante crecimiento del margen de intermediación total. El efecto positivo sobre dicho margen del número de préstamos otorgados más que compensó la repercusión negativa de la inferior rentabilidad obtenida por euro concedido.

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN ESPAÑA, 1995-2005
(En %)



FUENTE: Asociación Hipotecaria Española.

La «guerra bancaria» y la disminución de los tipos de interés permitieron una impresionante mejora del acceso de las familias al crédito hipotecario entre 1998 y 2005. En dicho período se observó una reducción del diferencial sobre el euribor, un alargamiento del plazo de devolución de las hipotecas, una mayor flexibilidad en el retorno del capital prestado, así como la concesión de préstamos por importes más próximos al precio de la vivienda e, incluso en bastantes casos, superiores a él. Todos estos factores incrementaron, notablemente, la capacidad de endeudamiento de las familias, su disponibilidad de pago por una vivienda, y contribuyeron, decisivamente, a generar un gran *boom* de demanda y una importante alza del precio de la vivienda.

El «factor suerte»

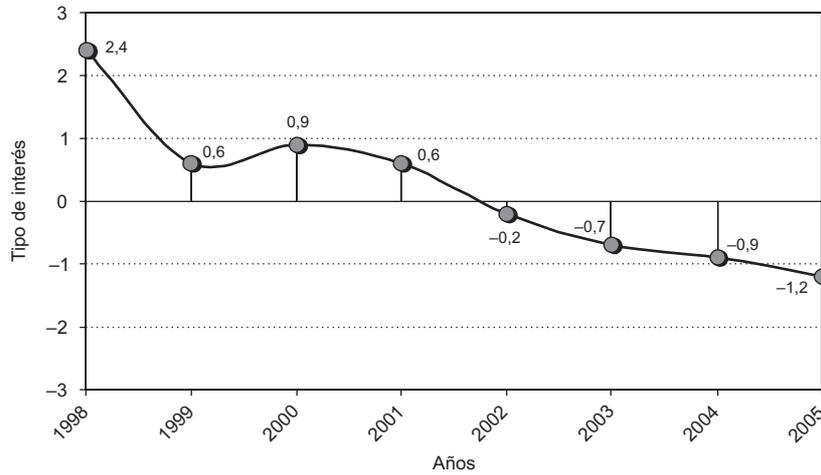
En el período comprendido entre 2001 y 2005 el reducido nivel alcanzado por los tipos de interés hipotecarios no tuvo como sustento la coyuntura económica de nues-

tro país. Al contrario, fue principalmente consecuencia del estancamiento del PIB de la zona euro y de la pertenencia de España a la UME. La pérdida de soberanía en el ejercicio de la política monetaria contribuyó de forma decisiva a generar una fantástica combinación macroeconómica: un gran crecimiento económico y una escasa cuantía del tipo de interés de referencia. Una conjunción difícilmente observable en cualquier país que disponga de un banco central totalmente independiente. La suerte había bendecido en el corto plazo a la economía española.

La combinación de un reducido tipo de interés nominal y una significativa tasa de inflación convirtió en negativa la tasa de interés real a corto plazo entre 2002 y 2005 (véase Gráfico 8). Indudablemente era una situación típica de un período de recesión económica observada en un contexto de elevada expansión del PIB (véase Gráfico 9). Este aspecto junto con la intensa competencia bancaria hicieron que los préstamos hipotecarios fueran prácticamente gratuitos para las familias, incentivaron a

GRÁFICO 8

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS REAL A CORTO PLAZO, 1998-2005*
(En %)

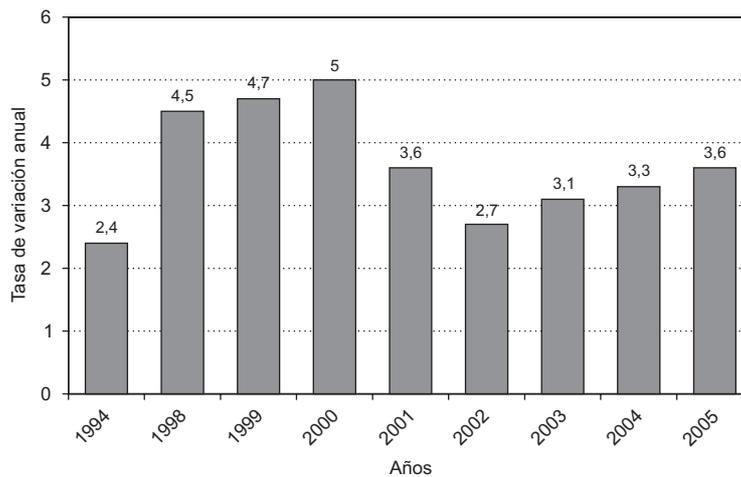


NOTA: * Media anual.

FUENTE: Banco de España, INE y elaboración propia.

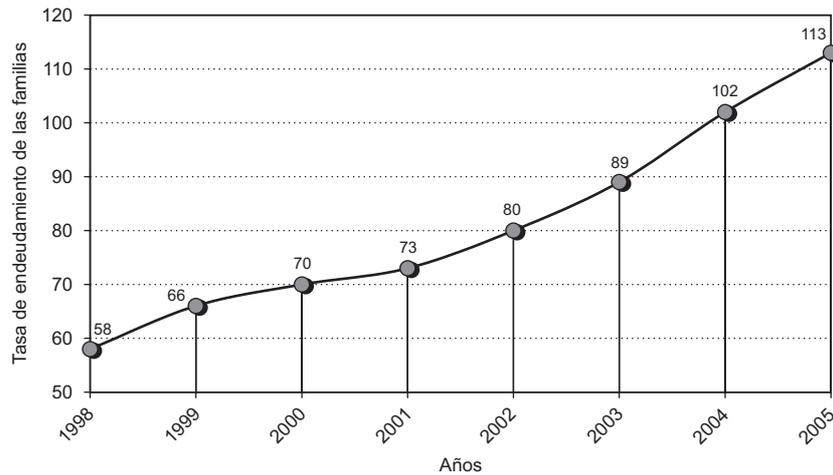
GRÁFICO 9

EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO, 1994-2005
(En %)



FUENTE: INE.

GRÁFICO 10
ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS EN RELACIÓN A LA RENTA BRUTA DISPONIBLE,
1998-2005
(En %)



FUENTE: Banco de España.

éstas a incrementar sustancialmente su endeudamiento (véase Gráfico 10) y a dedicar al mercado residencial una importante parte del aumento de la disponibilidad de fondos conseguida. Se produjo una auténtica explosión de la demanda de viviendas que no pudo ser contrarrestada por un aumento de la oferta de similar magnitud, a pesar de que el número de residencias programadas entre 2002 y 2005 se situó en niveles de récord histórico (posteriormente superado en 2006).

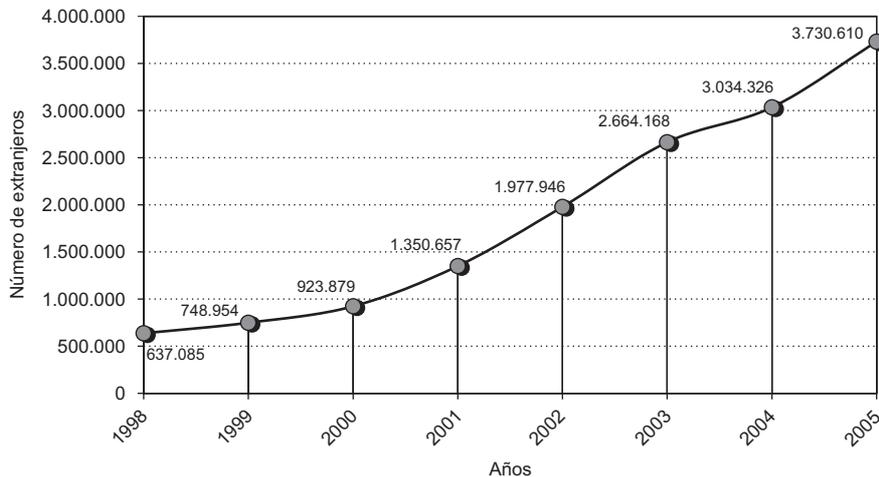
La llegada de un elevado número de inmigrantes

Entre 1998 y 2005 la espléndida evolución de la economía española provocó la aparición de una nueva fuente de demanda de vivienda: los inmigrantes. En el indicado período el número de extranjeros legalmente residentes en España se multiplicó prácticamente por seis (véase Gráfico 11). Las características de la inmigración recibida eran notoriamente diferentes de las que

tenía la anteriormente acogida. No venían a disfrutar de la elevada calidad de vida de las zonas costeras, sino a trabajar. La escasez de mano de obra existente en la industria de la construcción y en el sector servicios hizo necesaria la incorporación de un elevado número de extranjeros al mercado laboral español. Era imprescindible aumentar a corto plazo la oferta de trabajadores para que la economía española pudiera seguir creando ocupación y, de esta manera, prolongar la fase expansiva iniciada en 1994. En la etapa indicada la importancia del factor inmigración en el crecimiento del PIB se advierte claramente cuando se analiza su participación en la totalidad del empleo generado. Así, entre 2002 y 2005, los extranjeros accedieron, aproximadamente, a la mitad de los 4.000.000 de puestos de trabajo creados.

En materia de vivienda la repercusión inicial del elevado aumento de la inmigración recayó sobre el mercado de alquiler. En las ciudades de Barcelona y Madrid la masiva llegada de inmigrantes provocó, inicialmente, un

GRÁFICO 11
EVOLUCIÓN DE LA INMIGRACIÓN EN ESPAÑA, 1998-2005



FUENTE: INE.

gran crecimiento de la demanda de arrendamiento de las viviendas más modestas, e incrementó notablemente las rentas percibidas por los propietarios de los pisos más pequeños, peor conservados y peor ubicados. Contribuyó decisivamente a la conversión de aquel mercado en dual y a la aparición de una relativamente insólita combinación: un elevado exceso de demanda en el segmento de vivienda asequible, y un gran excedente de oferta en el de las residencias de «alto standing». Este último fue generado por el importante incremento de la demanda de inversión observado en la etapa señalada y por la gran preferencia de la misma por la adquisición de dicha clase de viviendas.

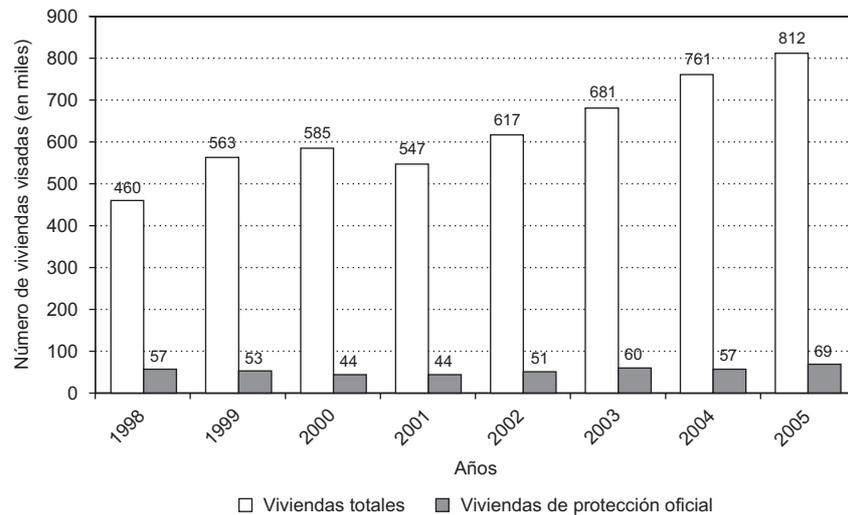
De forma progresiva una sustancial parte de la demanda de vivienda de los nuevos inmigrantes se trasladó desde el mercado del alquiler al de propiedad. Las principales causas de este cambio fueron la consecución de un empleo estable, el reagrupamiento de la familia en España y el aumento de las facilidades crediticias otorgadas por las entidades financieras. Las adquisi-

siones efectuadas fueron principalmente pisos usados de relativamente reducido importe situados en las zonas más degradadas de las ciudades. La transformación de la demanda del anterior colectivo incrementó notablemente las transacciones efectuadas entre 2002 y 2005, convirtiéndose en una de las principales causas del elevado incremento del precio de los pisos en dicho período. Además, su irrupción en el mercado de propiedad comportó, también, importantes efectos indirectos, al generar una importante dinamización de la denominada demanda de mejora. En numerosos casos, el capital obtenido por los propietarios de las viviendas vendidas a inmigrantes fue utilizado por aquéllos para adquirir una residencia de mayor superficie y mejor ubicación.

Una elevada pero insuficiente oferta de viviendas

En la etapa analizada, a diferencia de lo acontecido durante el *boom* inmobiliario observado entre 1986 y 1991, la oferta de viviendas fue muy elevada y, además,

GRÁFICO 12
NÚMERO DE VIVIENDAS VISADAS, 1998-2005



FUENTE: Consejo Superior de Arquitectos de España.

creciente en el tiempo. Así, en 2005 se programaron 812.294 unidades, un 76,4 por 100 más de las visadas en 1998 (véase Gráfico 12). Las principales claves del gran incremento de la oferta fueron las formidables condiciones de financiación ofrecidas a los promotores por el sistema bancario, la participación directa de las entidades financieras en grandes operaciones inmobiliarias, la entrada de algunos bancos y cajas en el capital de determinadas empresas promotoras, y la rápida venta de las promociones iniciadas.

La gran competencia existente entre entidades y el elevado interés de todas ellas por crecer en el segmento del negocio hipotecario permitió a numerosos promotores obtener unas condiciones de financiación extremadamente generosas. En la etapa reseñada las empresas promotoras con cierta relevancia e historia en el mercado inmobiliario podían comprar el suelo y efectuar la edificación del inmueble sin tener que desembolsar de forma inicial prácticamente ni un euro. Estas impre-

sionantes facilidades crediticias, unido a la rápida comercialización de las promociones iniciadas, generaron la realización de compulsivas compras de terrenos edificables y la aparición de una elevada especulación en el mercado del suelo.

En dicho período, aunque parezca increíble, el precio de los solares no era una variable excesivamente importante para numerosos promotores e inversores. Dos eran los principales motivos: la continúa y elevada revalorización del precio del suelo, y el pago del terreno de forma prácticamente íntegra por parte de la correspondiente entidad financiera (a través del préstamo concedido al adquirente). Especialmente entre 2002 y 2004, fuera cuál fuera el importe acordado en su venta, la extrema voracidad de la demanda de vivienda hacía que, unos meses después, el solar comprado tuviera la consideración de una auténtica ganga. Evidentemente, el resultado del proceso señalado fue una increíble subida del precio del suelo, muy superior a la observada por la vivienda.

Debido a ello, el mejor negocio inmobiliario no consistía en construir y vender viviendas, sino en especular en el mercado del suelo. Ésta fue la actividad principalmente desarrollada por las empresas dirigidas por los directivos, antaño conocidos como los «reyes del ladrillo».

Por otro lado, la participación directa de las entidades financieras en determinados desarrollos urbanísticos permitió, a pequeños y medianos promotores, la generación de grandes proyectos inmobiliarios de carácter residencial. Un aspecto prácticamente inimaginable unos años atrás, dada la escasa capacidad financiera inicial de las anteriores empresas. Incluso, en algunas ocasiones, la vinculación entre promotores y entidades financieras fue notablemente superior a la anteriormente indicada. Esto ocurría cuando las segundas compraban una significativa participación accionarial de las primeras, o llegaban a acuerdos para crear conjuntamente una nueva empresa inmobiliaria.

Durante el período analizado, la oferta de vivienda de protección oficial (VPO) no aumentó en la misma proporción en que lo hizo la destinada al mercado libre. En 2005, el número de unidades programadas de VPO fue de 69.350, únicamente un 21,2 por 100 más que en 1998 (véase Gráfico 12). No obstante, la tendencia durante la etapa analizada no fue de un continuado crecimiento. Así, entre 1999 y 2002 se visaron menos VPO que en 1998. En cualquier caso, en términos porcentuales su relevancia fue escasa, especialmente si la comparamos con la obtenida al inicio de la anterior etapa de auge del mercado inmobiliario. En el año 1986 las VPO representaban el 44,8 por 100 de la oferta total; en cambio, en 2005 únicamente el 8,5 por 100.

La exigua importancia de las VPO en el conjunto de la oferta tuvo como principales causas: su escasa rentabilidad económica, el elevado ritmo de ventas observado en el mercado libre y la reducida disponibilidad de suelo público dedicado a su construcción.

Especialmente en las grandes ciudades y en su periferia cercana, los precios máximos de venta establecidos para las VPO eran insuficientes para asegurar la viabilidad económica de las mismas. En la mayoría de

los casos el elevado importe pagado por el suelo impedía que los promotores obtuvieran una rentabilidad positiva si decidían destinar las viviendas construidas al segmento de la protección oficial. Además, la gran demanda existente en el mercado libre permitía obtener a aquéllos una impresionante rentabilidad. Por tanto, en el remoto caso de que la edificación de VPO fuera económicamente viable, ésta proporcionaba al promotor un beneficio notoriamente inferior al conseguido con la venta de dichas viviendas en el mercado libre. Por otro lado, la Administración Local generalmente prefería llegar a ventajosos acuerdos económicos con los promotores sobre el suelo de su propiedad que realizar VPO. Así, en lugar de edificar esta tipología de vivienda sobre la fracción de terreno que le correspondía en los nuevos suelos residenciales generados, prefería vender aquélla a precio de mercado al constructor propietario de las parcelas limítrofes. El motivo estaba claro: los beneficios obtenidos con la venta de las VPO no tenían comparación con los conseguidos mediante la enajenación del suelo susceptible de destinar a vivienda libre.

3. La explosión de la burbuja inmobiliaria: causas, consecuencias y soluciones

Principales causas

La recesión no llegó de repente al mercado residencial español ni fue causada por la crisis de las hipotecas *subprime* de Estados Unidos (agosto de 2007). El cambio de ciclo tuvo lugar en el año 2006, ejercicio en que aquél paulatinamente pasó de la expansión a la recesión. La llegada de esta última no tuvo inicialmente una repercusión sobre los precios, ya que éstos continuaron subiendo de forma significativa (un 9,1 por 100), pero sí sobre las transacciones. A finales de 2006, la progresiva reducción de la demanda y el elevado incremento de la oferta empezaron a generar un gran y creciente *stock* de viviendas pendientes de venta.

Indudablemente, la crisis hipotecaria de Estados Unidos ha afectado de forma indirecta a nuestro mercado in-

mobiliario. Al restringir la capacidad para encontrar financiación extranjera por parte de cajas y bancos españoles, ha provocado que éstos endurecieran considerablemente los criterios de concesión de préstamos. Evidentemente, dada la estrecha relación entre disponibilidad de crédito y demanda de vivienda, el nuevo contexto financiero ha impedido el acceso a la propiedad a un elevado número de familias, y ha conllevado una impresionante reducción de las ventas.

Por tanto, la crisis financiera de Estados Unidos es, en gran medida, responsable de la virulencia e intensidad de la recesión actual del mercado de la vivienda, pero no de su llegada. Las principales claves de nuestra crisis inmobiliaria no se encuentran en el extranjero, sino en la economía nacional. En concreto, en un desfasado modelo de crecimiento, insostenible en el tiempo e incapaz de mantener a medio plazo el nivel de ocupación alcanzado en el tercer trimestre de 2007, en un excesivo precio (a finales de 2006) y en una impresionante oferta de viviendas (según datos del Ministerio de Vivienda, en diciembre de 2008 había aproximadamente 1.000.000 de unidades pendientes de venta).

Principales consecuencias sobre empresas intermediarias y promotoras

En el caso de los intermediarios el principal problema padecido ha sido la gran caída de las ventas. Según fuentes del mercado inmobiliario la mayoría de agencias han visto cómo sus ingresos por comercialización de viviendas únicamente representaban en el ejercicio de 2008 entre el 10 y el 20 por 100 de los alcanzados en 2006. Esta situación ha motivado que numerosos emprendedores, que montaron una agencia en pleno *boom* inmobiliario y cuya profesionalidad era discutible, decidieran abandonar la actividad por falta de rentabilidad. Unos años atrás una financiación hipotecaria extremadamente generosa y unas expectativas de elevada y continuada subida del precio de la vivienda hacían sumamente fácil su venta. No había que hacer prácticamente nada especial para «despachar» un piso, únicamente disponer de

oferta. Por tanto, ejercer de intermediario inmobiliario estaba al alcance de casi cualquiera.

En la actualidad, la impresionante reducción de las transacciones sólo permite la supervivencia (con penurias y previa reducción de la plantilla) de las empresas comercializadoras más profesionales y diversificadas. En concreto, aquéllas con capacidad para asesorar a la demanda y la oferta, elaborar planes de *marketing* eficaces, conocimientos para averiguar dónde se halla la escasa demanda existente para cada tipología de producto, y sapiencia para saber cuánto está dispuesta a pagar esta demanda. Además de intermediar viviendas, sus oficinas se dedican, también, a la comercialización de locales, oficinas y naves, negocian alquileres, administran fincas y venden seguros.

En el ejercicio de 2008, no sólo numerosos promotores han entrado en concurso de acreedores, sino que también lo han hecho algunas agencias inmobiliarias. Son aquéllas cuyos propietarios, en pleno *boom* del mercado residencial, decidieron aprovechar el momento y procedieron a convertirse en especuladores. Con el capital suministrado por las entidades financieras compraban viviendas, las reformaban, o simplemente dejaban pasar el tiempo y, posteriormente, las vendían. Su razonamiento era el siguiente: ¿por qué he de conformarme con percibir una comisión si puedo conseguir una elevada plusvalía por la compraventa? Creían que el riesgo incurrido era reducido porque el precio de la vivienda en España subiría de forma prácticamente indefinida. No obstante, la realidad no ha sido así. En el pasado ejercicio, aún estableciendo un precio notoriamente inferior al inicialmente previsto, no han podido vender casi ninguna de las viviendas adquiridas. Esta situación les ha impedido hacer frente al pago de los intereses de su deuda y les ha obligado a presentar concurso de acreedores.

En lo que concierne a los promotores, la combinación de la reducción de las transacciones y el elevado endeudamiento incurrido ponen en peligro la supervivencia futura de la mayoría de las empresas. El problema no son las que han desaparecido, sino las que pueden

hacerlo si los préstamos a los adquirentes de vivienda no aumentan de forma significativa en los próximos meses. En el ejercicio de 2008 el crédito hipotecario ha crecido al menor nivel de los últimos 20 años. Los principales motivos han sido: la escasa disponibilidad de fondos de los demandantes (la mayoría no dispone del 30 por 100 del coste total de la vivienda), el incremento del riesgo de impago que supone el creciente aumento del desempleo, y la reducida liquidez de las entidades. Este último aspecto ha hecho que a un elevado número de ellas no les interesase conceder nuevos préstamos si para realizar tales operaciones debían recurrir al mercado interbancario. El motivo es sumamente fácil de explicar: el interés percibido por el crédito otorgado era inferior al pagado por los bancos y cajas.

A diferencia del año 2007 actualmente los promotores son plenamente conscientes de la situación de crisis del mercado residencial. Se han dado cuenta de la sobrevaloración de la vivienda, la debilidad de la demanda y el impresionante exceso de oferta existente. Debido a ello, con la finalidad de estimular las compras, han procedido a reducir de forma significativa los precios, no siendo en la actualidad extraño observar disminuciones del importe de venta del 20, 30 y hasta el 40 por 100 respecto a 2006. En algunos inmuebles, la reducción del precio ha llegado ya a su límite: el valor de la hipoteca que grava los pisos. La causa no es otra que los promotores, aunque pueden estar dispuestos a perder dinero por la venta de algunas viviendas, difícilmente dedicarán una parte de su fortuna personal a facilitar las transacciones. En algunos casos porque no disponen de la liquidez suficiente (tienen casi todo su capital invertido en solares); en otros porque, antes de poner dinero propio, prefieren que las viviendas no se vendan y sean embargadas por la correspondiente entidad financiera.

Soluciones a la crisis inmobiliaria

Las soluciones propuestas en este apartado no son milagrosas y es imposible que reactiven, de forma suficiente, el mercado en determinadas localidades con una

elevada oferta (destinada antaño principalmente a especuladores) y una, comparativamente, escasísima demanda natural (la realizada para uso por la población residente). En la actualidad hay un significativo número de municipios, la mayoría de ellos sin ningún atractivo turístico y con una población inferior a 15.000 habitantes, con un increíble exceso de oferta. Así, aunque en ellos no se construyera ninguna vivienda más en los próximos 15 años y la absorción de la demanda se realizara a un ritmo normal (0,7 pisos anuales por cada 100 habitantes), en el ejercicio de 2024 continuarían sobrando numerosas residencias. En dichas localidades, la crisis inmobiliaria no tiene a corto y medio plazo solución. Los elevados beneficios previstos por los promotores que adquirieron suelo en ellas a supuestos «precios de ganga» se transformarán, irremediablemente, en importantes pérdidas, aunque las promociones inicialmente destinadas al mercado libre se reconvirtan en VPO. En cambio, en otros municipios, donde existe una significativa demanda natural y el exceso de oferta es elevado, aunque no impresionante, distintas medidas destinadas a impulsar la demanda pueden contribuir a hacer más llevadera la actual recesión inmobiliaria y a permitir una salida más rápida de la misma. En concreto, propongo cuatro sencillas medidas:

a) *Publicitar adecuadamente las rebajas de precios realizadas.* Para estimular la demanda es imprescindible rebajar los precios de las viviendas en venta, pero también comunicárselo a los potenciales interesados. Por tanto, es necesaria la elaboración de grandes campañas de *marketing*, por parte de empresas promotoras e intermediarias, destinadas a que las familias identifiquen la elevada caída observada en los precios y comiencen a considerar la compra de una vivienda como una auténtica oportunidad. En la actualidad, el *marketing* desarrollado es claramente inadecuado. Así, la publicidad efectuada es generalista (no va destinada a un determinada tipología de clientela), tiene un carácter tradicional (es relativamente similar a la elaborada en el período de auge), no incide suficientemente en la variable precio, y no trasmite el positivo efecto sobre la cuota

hipotecaria mensual de la reducción últimamente observada en el euribor a un año. En definitiva, es fácilmente mejorable e imprescindible que así se haga.

b) *Asegurar al comprador unas especiales condiciones financieras.* Consistirían en el ofrecimiento de un reducido tipo de interés durante un significativo período de tiempo (por ejemplo, un 2,5 por 100 durante cinco años) y la disponibilidad de una financiación equivalente al 100 por 100 del precio del piso. Previsiblemente, dichas condiciones ayudarían a reactivar la demanda de viviendas al reducir la incertidumbre existente respecto a la futura evolución del tipo de interés hipotecario, y al disminuir el ahorro previo necesario para adquirir una residencia. En el caso de que el Banco Central Europeo (BCE) subiera el tipo de interés y el euribor a 1 año superará el 2,5 por 100, la subvención otorgada a los compradores debería ser sufragada en partes no necesariamente equivalentes por entidades financieras, empresas promotoras y Administración pública, ya que todos ellos serían los grandes beneficiados de una reactivación de las ventas.

En base a las anteriores premisas, una pareja de jóvenes mileuristas, destinando el 35 por 100 de la suma de sus salarios (700 euros mensuales) al pago de la correspondiente cuota hipotecaria, podría acceder a la propiedad de una vivienda nueva adecuada (por ejemplo, de una extensión mínima de 50 m²) en casi todas las ciudades del país. En el caso de que el endeudamiento incurrido fuera a 50 años, las anteriores condiciones financieras permitirían, a la anterior pareja, disponer de una capacidad máxima de pago de aproximadamente 240.000 euros. A pesar de que por debajo de este precio, incluso después de una reducción sustancial, no se situaría la mayor parte de la oferta existente en las ciudades de Barcelona y Madrid sí lo harían, en cambio, un elevado número de viviendas situadas en ubicaciones no preferentes de su periferia relativamente próxima.

Las condiciones financieras indicadas no sólo beneficiarían a la demanda de primer acceso a la propiedad, sino también a la denominada de mejora. Un reducido tipo de interés, constante en el tiempo, permitiría que un

significativo número de familias pudiera financiar, sin ningún tipo de agobios, la diferencia entre el dinero percibido por el antiguo piso y el pagado por el nuevo. Incluso posibilitaría que unas pocas pudieran adquirir una vivienda, de mayor superficie y mejor ubicación, sin necesidad de vender la anterior, ya que los ingresos derivados del alquiler de ésta servirían como un adecuado complemento para el pago de la cuota hipotecaria resultante.

c) *Avalar la Administración pública un porcentaje del importe de los préstamos otorgados para la adquisición de viviendas.* La adversa coyuntura económica actual hace que el riesgo de impago de los demandantes de préstamos hipotecarios sea notablemente superior al observado en los últimos años. Por otra parte, la continuada caída del precio de la vivienda provoca que las entidades financieras tengan una elevada incertidumbre sobre sí, en caso de impago, la venta del piso embargado, o recibido en forma de dación en pago, permitirá obtener un importe equivalente al valor de la hipoteca que lo grava. Ambos aspectos están contribuyendo de forma decisiva a que las entidades financieras sean extremadamente prudentes en la concesión de préstamos hipotecarios y exijan unas condiciones de solvencia difíciles de cumplir por una sustancial parte de la población. Debido a ello, la financiación disponible para la adquisición de vivienda es escasa, la demanda de pisos relativamente baja, el precio de la vivienda continúa disminuyendo, y el valor del activo de las entidades financieras sigue deteriorándose. En definitiva, el típico círculo vicioso.

Desde mi perspectiva, la disponibilidad de financiación para los demandantes de vivienda podría aumentar, de forma sustancial, si la Administración consiguiera reducir el riesgo incurrido por las entidades en la concesión de préstamos. Indudablemente, no puede asegurar que los demandantes pagarán las correspondientes cuotas hipotecarias, pero sí contribuir a que la entidad financiera venda en el mercado el piso recibido del cliente moroso sin incurrir en pérdidas. Para conseguir este último objetivo, estimo que una medida adecuada con-

sistiría en un aval parcial (por ejemplo, del 30 por 100) por parte del Ministerio de Economía, o de algún organismo dependiente de él, del importe del préstamo otorgado, siempre y cuando éste no superara en el momento de la concesión el precio de mercado de la vivienda.

En caso de impago del préstamo, la concesión de este aval impediría que los bancos y cajas obtuvieran pérdidas derivadas de la realización de la operación, ya que considero extremadamente improbable que en la mayoría de los municipios el precio de la vivienda se redujera un 30 por 100 adicional al ya rebajado desde el inicio del período de recesión inmobiliaria.

d) *Instaurar una nueva desgravación fiscal.* Dicha desgravación iría dirigida únicamente a los inversores que adquirieran una vivienda (distinta de la que habitualmente residen) y la destinaran durante un elevado período de tiempo al alquiler (por ejemplo, diez años). Su importe podría ser del 10 por 100, su duración diez anualidades, quedaría limitada a la compra de una segunda vivienda (y no de una tercera o cuarta), el importe sujeto a desgravación no superaría los 300.000 euros y tendría un carácter marcadamente temporal (existiría únicamente durante tres años). Esta medida tendría un doble objetivo: conseguir el regreso de la demanda por motivo inversión, y dinamizar un mercado de alquiler necesitado de un mayor parque de viviendas, especialmente en las grandes ciudades.

Una reducción relativamente rápida del exceso de oferta actual de viviendas hace imprescindible que la demanda de inversión complementa a la realizada para uso. La recuperación únicamente de la segunda impediría una adecuada evolución de algunos de los segmentos en que se divide el mercado residencial, tales como el de la vivienda turística o el de los inmuebles de alto *standing*. Para la Hacienda Pública, la instauración de la desgravación tendría un impacto casi neutral. Supondría cobrar de forma inmediata aproximadamente un 8 por 100 del importe de venta, para posteriormente dejar de percibir un 10 por 100 a plazos.

La medida indicada no es completamente novedosa en el mercado inmobiliario español. En 1985, el denomi-

nado decreto Boyer aumentó la desgravación por la compra de una vivienda nueva del 15 al 17 por 100, y extendió aquélla a la adquisición de cualquier residencia de nueva construcción, ya fuera la segunda, la cuarta o la sexta. El objetivo era dinamizar el mercado residencial, en recesión desde 1980, e impulsar el crecimiento económico a través de la creación de ocupación generada por el sector de la construcción.

4. Conclusiones

Las principales conclusiones obtenidas a lo largo del artículo son las siguientes:

— La imposibilidad de disponer de una política monetaria propia contribuyó decisivamente a la formación de una burbuja inmobiliaria en España. Con ella, el tipo de interés hubiera sido más elevado, menor el grado de especulación, e inferior la demanda de viviendas.

— Ni el Ministerio de Economía, ni el de Vivienda ni el Banco de España (aunque éste tiene limitadas sus históricas atribuciones) hicieron nada especialmente relevante para frenar la formación de la burbuja inmobiliaria. La política económica desarrollada estuvo basada en el corto plazo, desechando las autoridades económicas la posibilidad de que el círculo virtuoso observado en el período 2001-2005 pudiera, posteriormente, transformarse en otro de carácter vicioso.

— La intensa competencia bancaria provocó que las cajas y los bancos dieran un excesivo volumen de créditos a familias y empresas promotoras. Financiaron, en una elevada medida, la compra de viviendas a clientes de dudosa solvencia y la adquisición de suelo en poblaciones donde la demanda natural era prácticamente inexistente. Una importante parte de los problemas de solvencia actuales, de algunas entidades financieras, se derivan de los créditos imprudentes concedidos en el reciente pasado.

— La oferta de viviendas fue escasa en el período 1998-2005 y excesivamente abundante a partir de 2007. La reducción de la demanda, debido a la subida del tipo de interés (hasta julio de 2008) y a la progresiva

desaparición de los especuladores del mercado, hizo que las familias fueran incapaces de adquirir el creciente número de viviendas construidas.

— La recesión inmobiliaria actual no fue causada por la crisis de las hipotecas *subprime* de Estados Unidos (agosto 2007). Sus principales claves se encuentran en: un desfasado modelo de crecimiento, insostenible en el tiempo e incapaz de mantener, a medio plazo, el nivel de ocupación alcanzado en el tercer trimestre de 2007; un excesivo precio de los pisos (a finales de 2006); y una impresionante oferta de viviendas (en diciembre de 2008 había aproximadamente 1.000.000 de residencias nuevas en venta).

— En el momento actual, la Administración pública debe fomentar la demanda de viviendas y no la oferta, dado el elevado *stock* existente de residencias pendientes de venta. En la actualidad, en algunos municipios españoles, sobran también VPO.

— La adopción de una serie de medidas, tales como la publicidad de las rebajas de precios realizadas, el ofrecimiento de unas condiciones especiales de financiación a los adquirentes de viviendas, el aval por parte de la Administración de una parte del importe de los préstamos hipotecarios concedidos a las familias, y la

instauración de una nueva desgravación fiscal, pueden dinamizar la demanda de viviendas y acortar, en numerosas poblaciones, la duración e intensidad de la actual crisis inmobiliaria.

— No obstante, en un significativo número de municipios, la mayoría de ellos sin ningún atractivo turístico y con una población inferior a 15.000 habitantes, el exceso de oferta es tan elevado y la demanda natural tan reducida que la crisis inmobiliaria está asegurada al menos durante los próximos 15 años.

Referencias bibliográficas

- [1] BERNARDOS, G. (2006): «¿Puede bajar el precio de la vivienda en España?», *Expansión*, 24 de octubre.
- [2] BERNARDOS, G. (2007): *¿Cómo invertir con éxito en el mercado inmobiliario?*, La Coruña, Ed. Netbiblo.
- [3] BERNARDOS, G. (2008): «Las entidades financieras cierran el grifo», *Directivos Construcción*, número 209, marzo, páginas 36-45.
- [4] BERNARDOS, G. (2008): «¿Cómo salir de la crisis inmobiliaria?», *Directivos Construcción*, número 215, octubre, páginas 22-29.
- [5] OCDE (2005): «Recent House Developments: The Role of Fundamentals», *Economic Outlook*, número 78, diciembre.
- [6] SHILLER, R. (2009): *El estallido de la burbuja*, Barcelona, Ed. Gestión 2000.