

## 2008. El mercado de vivienda sufre el ajuste

Julio RODRÍGUEZ LÓPEZ

Doctor en Ciencias Económicas y Estadística. Vocal del Consejo Superior de Estadística.

“Los cambios registrados en los sistemas de financiación a la vivienda han afectado al papel desempeñado por dicho sector en el ciclo de la economía... La permisiva política monetaria desarrollada en los últimos años parece haber contribuido a la reciente expansión de los precios de la vivienda en Estados Unidos, aunque el efecto de dicha política ha sido magnificado por el relajamiento de los criterios de préstamo y los excesivos riesgos asumidos por las entidades de crédito.”

“The changing housing cycle and the implications for monetary policy”, *Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook*, cap. 3, abril de 2008.

### I. INTRODUCCIÓN

En 2008 ha tenido lugar una fuerte desaceleración del crecimiento económico en un amplio número de países desarrollados. El cambio de ciclo experimentado en los mercados de vivienda aparece como la principal variable explicativa de una reducción tan significativa del crecimiento. La intensa restricción crediticia, asociada de la crisis financiera derivada de la titulización de un fuerte volumen de créditos inmobiliarios fallidos de Estados Unidos, es la causa principal de la fuerte caída de la demanda de vivienda.

En España el protagonismo de la expansión inmobiliaria ha sido muy elevado sobre la prolongada etapa de elevado crecimiento de la economía experimentada

entre 1998 y 2007. El peso de la inversión en vivienda y del sector de la construcción dentro de la economía ha llegado a superar ampliamente los niveles considerados como normales en los países desarrollados. Todo apunta a la conveniencia de favorecer un cambio en el modelo de crecimiento de la economía española, que debe ser menos dependiente de la construcción residencial.

Los más altos tipos de interés, el final de las expectativas de aumentos continuados en los precios de las viviendas, los excesivos niveles alcanzados por dichos precios respecto de los niveles de ingresos familiares, y la restricción crediticia producida desde el segundo semestre de 2007 aparecen como las principales variables explicativas de la caída de la demanda de vivienda en España. Dicha disminución de la demanda ha dado lugar a

un retroceso aún más intenso en las iniciaciones de nuevas viviendas, lo que hará retroceder a la inversión en vivienda, con la consiguiente disminución del ritmo de crecimiento de la economía.

La política de vivienda del nuevo gobierno se ha iniciado con una conveniente equiparación fiscal de la rehabilitación de la vivienda habitual con la compra de vivienda, y ello en materia de IVA e impuesto sobre la renta de las personas físicas. Se han creado las condiciones fiscales precisas para que se pueda alargar el plazo de los préstamos a comprador de vivienda, sin costes adicionales para los titulares de los préstamos. Se ha creado una importante línea de avales en el ICO para los préstamos a comprador de vivienda protegida que sean objeto de titulización en los mercados de capitales, impulsando así la financiación de dicho tipo de viviendas.

## 2. UNA COYUNTURA INTERNACIONAL LLENA DE RIESGOS

La evolución de la economía mundial en el primer semestre de 2008 ha resultado

sustancialmente afectada por la crisis financiera que estalló en el verano de 2007, y ello en términos de reducción del ritmo de crecimiento y mayores tasas de inflación. También ha trascendido el aumento registrado por los precios de las primeras materias, destacando en especial las subidas de los alimentos y del petróleo.

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2008), el crecimiento de la economía mundial, empleando los tipos de cambio de mercado, se desacelerará desde el 3,7% de 2007 hasta el 2,6% en 2008. Las consecuencias negativas del nuevo escenario internacional han sido sustancialmente superiores en el caso de los países desarrollados, donde el crecimiento se ha reducido hasta aproximarse a la recesión en algunos casos.

La economía de Estados Unidos creció en el último trimestre de 2007 y primero de 2008 a un ritmo modesto, el 0,6%, situándose en el 5% la tasa de desempleo y en el 4% el aumento de los precios de consumo (FIG. 1). Sin embargo, los países emergentes asiáticos y Brasil han mantenido un crecimiento más que significativo en 2008, apenas inferior al de años precedentes. El contraste entre la

FIG. 1. OCDE, USA y Zona Euro. Principales agregados macroeconómicos. Tasas de crecimiento real

|                                          | 2007 | 2008(*) | 2009 (*) |
|------------------------------------------|------|---------|----------|
| <b>1. PIB precios constantes</b>         |      |         |          |
| Total OCDE                               | 2,7  | 2,3     | 2,4      |
| Estados Unidos                           | 2,2  | 0,5     | 0,6      |
| Zona Euro                                | 2,6  | 1,4     | 1,2      |
| Economías asiáticas emergentes           | 5,6  | 4,0     | 4,4      |
| <b>2. Inflación. Deflactor PIB</b>       |      |         |          |
| Total OCDE                               | 2,3  | 2,1     | 2,1      |
| Estados Unidos                           | 2,7  | 2,0     | 1,8      |
| Zona Euro                                | 2,2  | 2,2     | 1,7      |
| <b>3. Desempleo (% Activos)</b>          |      |         |          |
| Total OCDE                               | 5,4  | 5,4     | 5,3      |
| Estados Unidos                           | 4,6  | 5,4     | 6,3      |
| Zona Euro                                | 7,4  | 7,3     | 7,4      |
| <b>4. Balanza P. C Corriente (% PIB)</b> |      |         |          |
| Total OCDE                               | -1,4 | -1,4    | -1,4     |
| Estados Unidos                           | -5,3 | -4,3    | -4,2     |
| Zona Euro                                | -0,2 | -0,7    | -0,9     |
| <b>5. Tipos interés corto plazo</b>      |      |         |          |
| Estados Unidos                           | 5,3  | 4,6     | 4,7      |
| Zona Euro                                | 4,3  | 4,2     | 4,1      |
| <b>6. Comercio Mundial</b>               | 6,8  | 5,6     | 5,8      |
| <b>7. PIB mundial</b>                    | 3,7  | 2,6     | 2,6      |

(\*) Previsión.

Fuente: OCDE, FMI.

depresiva situación provocada por la restricción crediticia y los mayores aumentos de los precios de las primeras materias en los países desarrollados, por una parte, y la pujanza de las economías de los países emergentes en el primer semestre de 2008, por otro lado, no ha podido ser más espectacular (WOLF, 2008).

En las “Perspectivas Económicas Mundiales” de abril de 2008 el Fondo Monetario Internacional ha subrayado que los principales riesgos futuros para la economía mundial son los relativos a la situación no del todo despejada de los mercados financieros, los intensos riesgos inflacionistas derivados de los más altos precios del petróleo y de los alimentos y, por último, la persistencia de serios desequilibrios globales de balanzas de pagos.

Al aproximarse el verano de 2008 la pregunta básica que plantea el comportamiento de la economía mundial es la de si existe un riesgo severo de restricción crediticia en el horizonte. Las implicaciones de tal restricción serían un aumento en el coste del endeudamiento y unas dificultades importantes en el acceso al crédito para amplios segmentos de la economía.

La Reserva Federal de Estados Unidos ha

modificado a la baja en cinco ocasiones el tipo de interés (descuento), llevándolo desde el 5,25% vigente en el verano de 2007 hasta el 2% a partir del 30 de abril de 2008. Con esta actuación se ha tratado de corregir el efecto deflacionista derivado de la situación de claro exceso de oferta vigente en el mercado de vivienda, donde el descenso de las ventas y de los precios de la vivienda ha sido significativo. También han sido abundantes las subastas de viviendas procedentes de créditos fallidos para compra de vivienda, lo que no ha creado un contexto favorable para el crecimiento del consumo, cuya conexión con los precios de la vivienda ha sido muy estrecha en los últimos años.

La disparidad entre el carácter “laxo” de la política monetaria desarrollada por la Reserva Federal y otras autoridades monetarias ha ocasionado una importante devaluación del dólar frente al euro en 2008 (FIG. 2), el 16,5% entre abril de 2008 y el mismo mes del año anterior y el 8,1% en los cuatro primeros meses de 2008. Los menores tipos de interés y la devaluación consiguiente del dólar han contribuido a la reducción del déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos, donde las exportaciones se han recuperado de forma clara.

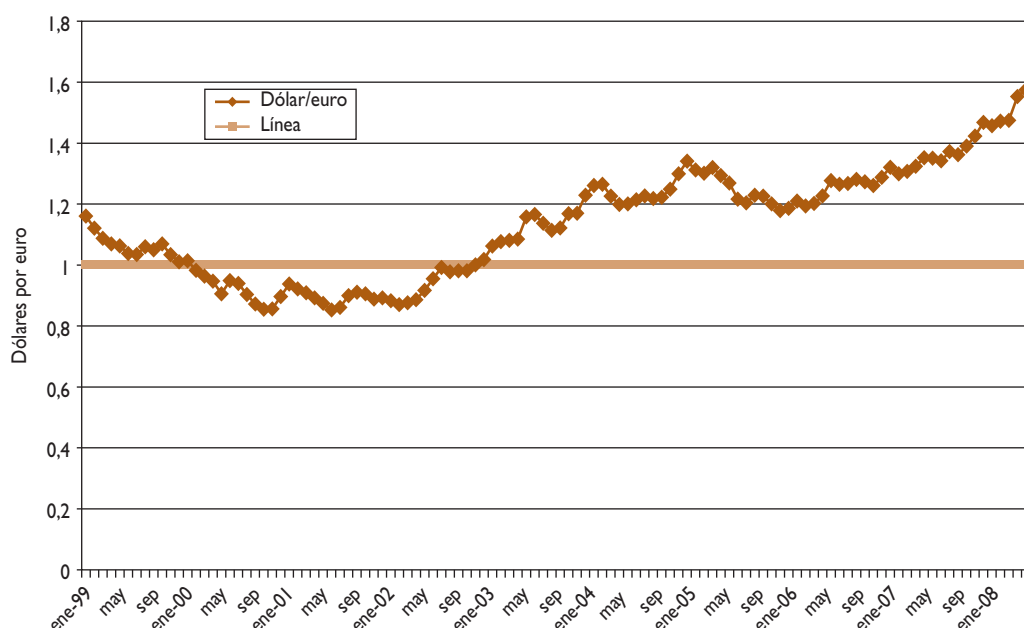


FIG. 2. Tipo de cambio dólar/euro. Serie mensual 1999-2007

Fuente: BdE.

El precio del petróleo ha crecido en un 20% en el primer cuatrimestre de 2008, a pesar de la debilidad del crecimiento de los países desarrollados. Se considera asimismo que los bajos tipos de interés norteamericanos, inferiores a la inflación, favorecen unos precios mas elevados de las materias primas y facilitan asimismo la tarea de los especuladores. Se considera que el precio del petróleo puede alcanzar los 200 dólares el barril, a la vista de que el mercado está siendo orientado por el deslizamiento a la baja del dólar (*The Economist*, 2008).

En cuanto a la eurozona, tras la recuperación significativa del ritmo de crecimiento experimentada en 2006-2007 (el PIB aumentó en un 2,6% en 2007), se han generalizado los indicios de un debilitamiento de la demanda interna en los primeros meses de 2008. Las previsiones del BCE apuntan a un aumento del PIB del 1,7% en 2008, destacando sobre todo el agotamiento de la inversión en capital fijo, cuyo crecimiento retrocedería desde el 4,6% de 2007 al 1,8% en 2008.

Se mantendría una posición próxima al equilibrio en la balanza de pagos de dicha área económica, en la que existirían notables disparidades entre las situaciones de los estados miembros, destacando en especial el reducido papel desempeñado por el mercado de vivienda en Alemania, donde el peso de la vivienda en alquiler continua siendo relevante, con los casos de España y de Irlanda, países en los que el peso de la inversión en vivienda ascendió de forma sustancial en la última década.

El Banco Central Europeo ha mantenido una política de tipos de interés sustancialmente distinta de la Reserva Federal de Estados Unidos, al mantener en el 4% el tipo de interés de intervención desde junio de 2007. Dicha actuación del BCE, sobre la que ha pesado la realidad de una tasa de inflación en dicha área económica muy por encima del objetivo del 2% para 2008, se ha desarrollado a pesar de la incidencia que dicha política ha tenido sobre la cotización del euro frente al dólar y de las críticas expresadas sobre la misma por algunos dirigentes políticos.

El BCE ha estado especialmente activo en lo que se refiere a suministro de liquidez a las entidades de crédito de la eurozona desde el verano de 2007, llegando a aceptar como garantía de la financiación aportada a títulos

hipotecarios correspondientes a créditos con riesgos significativos. El BCE ha sido una importante fuente de liquidez para el conjunto de entidades de crédito de España y de otros países de la eurozona, y ello en momentos en los que las posiciones de dichas entidades eran especialmente delicadas.

### 3. ECONOMÍA ESPAÑOLA: DESACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO

El cambio de escenario económico general ha afectado de lleno a la economía española, que ha sufrido una reducción sustancial del ritmo de crecimiento en 2008. El subsector de la construcción residencial, que ha llegado a suponer más del 50% del valor de la inversión en construcción, redujo su expansión a partir del segundo semestre de 2007, como consecuencia en parte del descenso sufrido en este periodo de tiempo por las viviendas iniciadas.

El factor desencadenante de un cambio tan notable en la situación del mercado de vivienda radicó en el abrupto corte del crédito que tuvo lugar en la segunda parte de 2007. Dicha circunstancia se unió a otros factores que estaban incidiendo negativamente sobre la demanda de vivienda desde hace algún tiempo (mayores tipos de interés desde 2005, fin de las expectativas de aumento de precios, persistencia de unos precios de la vivienda a todas luces elevados respecto de salarios y alquileres).

El comportamiento de la demanda interna de la economía resultó todavía expansivo en 2007, pero la desaceleración de los aumentos de precios de las viviendas, el cambio de expectativas en el mercado residencial y el aumento del desempleo han afectado en 2008 a la baja al consumo familiar.

En 2008 el ritmo de aumento del PIB de la economía española se va, pues, a reducir hasta el entorno del 2%, más de punto y medio por debajo del 3,8% de crecimiento de 2007 (FIG. 3). La fuerte desaceleración de la demanda interna es el principal factor explicativo de dicha reducción del crecimiento. Dentro de la demanda interna se atenuará el aumento del consumo familiar y la inversión en construcción registrará un descenso moderado, como consecuencia del comportamiento dispar que en este ejercicio registrarán la construcción residencial y la no residencial.

FIG. 3. España, principales macromagnitudes 2004-2007. Tasas interanuales de precios. Precios constantes

|                                                   | 2007  | 2008 (*) | 2009 (*) |
|---------------------------------------------------|-------|----------|----------|
| 1. PIB, precios mercado                           | 3,8   | 2,2      | 1,7      |
| 2. Consumo privado                                | 3,2   | 2,0      | 1,6      |
| 3. Consumo público                                | 5,1   | 4,9      | 4,7      |
| 4. Formación bruta de capital fijo                | 5,9   | 1,3      | 0,7      |
| 4.1. Construcción                                 | 4,0   | -0,8     | -2,6     |
| 4.2. Bienes de equipo                             | 8,6   | 3,3      | -1,6     |
| 5. Demanda interna                                | 4,6   | 2,4      | 1,6      |
| 6. Exportaciones                                  | 5,3   | 3,9      | 3,4      |
| 7. Importaciones                                  | 6,6   | 3,9      | 2,7      |
| 8. Exportaciones netas (% PIB)                    | -0,7  | 0,0      | 0,1      |
| 9. Empleo. Ocupados (*)                           | 3,0   | 1,1      | 0,3      |
| Tasa de desempleo (% activos)                     | 8,3   | 9,6      | 11,0     |
| 10. Índice precios de consumo                     | 2,8   | 3,9      | 2,7      |
| 11. Deflactor del PIB                             | 3,1   | 2,7      | 2,5      |
| 12. Salario por persona ocupada                   | 3,9   | 3,7      | 3,2      |
| 13. Balanza de pagos.<br>Cuenta corriente (% PIB) | -10,1 | -10,1    | -9,9     |
| <b>Crecimiento resto del mundo</b>                |       |          |          |
| 14. PIB. Estados Unidos                           | 2,2   | 0,5      | 0,6      |
| 15. PIB. Zona Euro                                | 2,6   | 1,4      | 1,2      |

(\*) Previsión.

Fuente: INE y Funcas, Panel de Previsiones.

La construcción no residencial todavía experimentará una variación positiva en 2008, impulsada sobre todo por el dinamismo de las inversiones públicas. El impacto negativo sobre el crecimiento de la desaceleración de la demanda interna resultará atenuado por la actuación de la demanda externa, que en 2008 puede tener una incidencia nula sobre dicho crecimiento, al contrario de lo sucedido en ejercicios precedentes.

En cuanto al empleo, en el primer trimestre de 2008 se redujo el número de ocupados en 75.000, según la Encuesta de Población Activa del INE. Dicha evolución se derivó del retroceso experimentado por la ocupación en Agricultura-Ganadería-Pesca, Construcción y en los servicios correspondientes a Comercio-Hostelería, Transporte y Comunicaciones y Administraciones Públicas. En el primer trimestre de 2008 el incremento interanual del empleo se ha desacelerado desde el 2,4% del cuarto trimestre de 2007 hasta el 1,7%,

destacando los retrocesos interanuales registrados en Agricultura-Ganadería (-6,9%) y Construcción (-1,7%).

El desempleo se situó, según la EPA, en el 9,6% de los activos durante el primer trimestre de 2008, un 17% más que en el mismo periodo de 2007. Esta evolución ha sido similar a la del desempleo registrado, donde en abril de 2008 el total de parados ascendió a 2.338.000, más del 10% de los activos.

Por lo que se refiere a los precios, en marzo de 2008 el índice de precios de consumo había aumentado en España en un 4,5%. En abril dicho aumento interanual se desaceleró hasta una tasa equivalente a la de diciembre de 2007 (4,2%). Alimentos y Bebidas (6,9%), Transporte (7,5%), Hoteles (5,2%) fueron los grupos que registraron en marzo los mayores aumentos interanuales, destacando los crecimientos de los grupos especiales de Productos Energéticos (14,1%) y Carburantes y Combustibles (17,8%).

El comportamiento de los precios en España refleja la incidencia sobre los mismos

de los mayores precios del petróleo y de los alimentos a nivel mundial. La previsión de Funcas para 2008 es de un aumento del 3,2% en diciembre (4,2% en 2007), lo que implicaría una variación media anual del 4,1% (2,8% en 2007). El diferencial de precios de España con la eurozona se ha mantenido en el entorno del 1% en desde noviembre de 2007.

El déficit de balanza de pagos de la economía española ascendió al 10,1% del PIB en 2007, un 20,7% superior al del año anterior. En dicho año destacó la desaceleración del crecimiento del déficit de mercancías (7,8%) y la reducción en un -1% del superávit de la balanza de servicios. En los dos primeros meses de 2008 el déficit global de balanza de pagos ha vuelto a aumentar en un 6,1% sobre el mismo periodo del año precedente.

Esto último implica que, a pesar de la desaceleración de la demanda interna y de las menores ventas en el mercado interior, las empresas españolas tienen serios problemas de competitividad para mejorar su penetración en los mercados exteriores. Persiste en 2008 la dependencia de financiación de la economía española respecto del resto del mundo, lo que

supone la presencia de riesgos de discontinuidad en dicha financiación. Las experiencias derivadas de la crisis financiera asociada con la titulización de los créditos "subprime" endurecerán las condiciones de financiación fuera de España a empresas financieras y no financieras.

Una reducción sensible de la tasa de crecimiento del PIB (2% frente al 3,8% de 2007), una elevación del desempleo por encima del 10%, una tasa de inflación media superior en un punto a la de la eurozona y un elevado déficit externo serán, pues, los datos más destacados de la evolución previsible para la economía española en 2008.

Aunque el ritmo de crecimiento de España puede resultar algo superior al de la eurozona (FIG. 3.bis), la desaceleración del mismo será mayor en España, lo que afectará de forma significativa a los resultados empresariales. Esta circunstancia ya se ha apreciado a partir del cuarto trimestre de 2007, a la vista del importante aumento registrado por el número de empresas en trámite concursal, casi un 65% más en el primer trimestre de 2008 que en el mismo periodo del año precedente (FIG. 4).

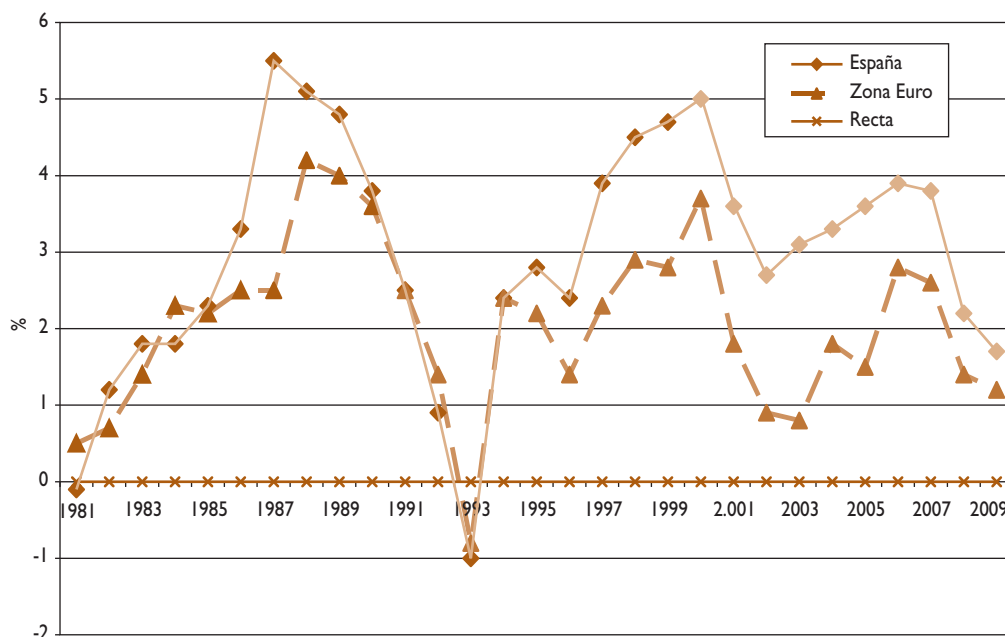


FIG. 3bis. España y Eurozona. Tasas de crecimiento anual del PIB

(\*) Previsión.

Fuente: INE, Funcas.

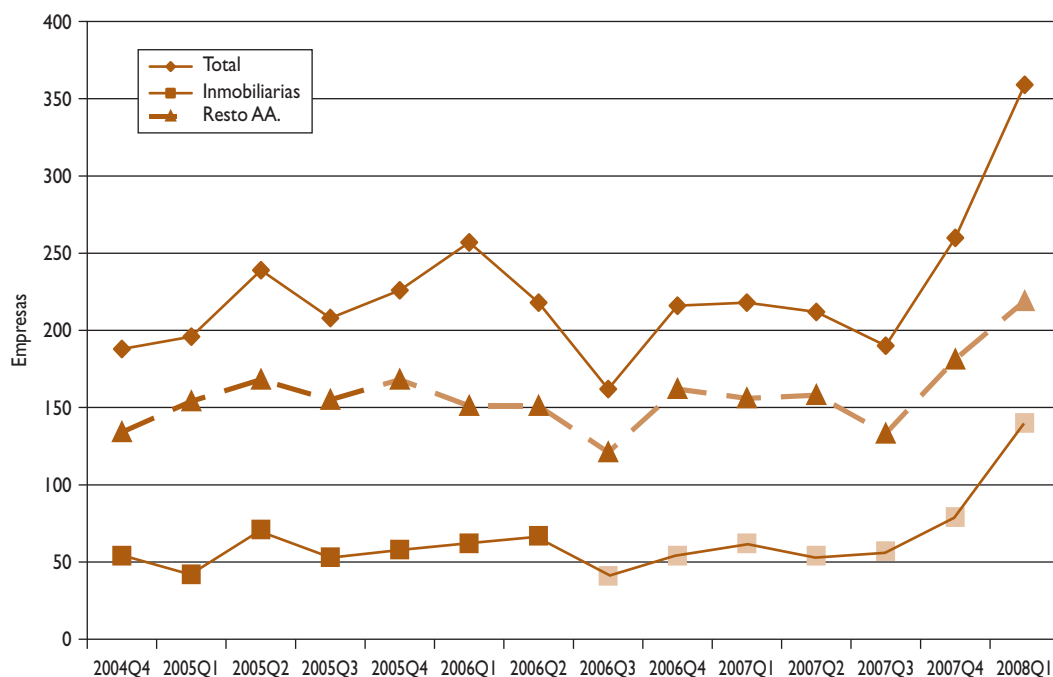


FIG. 4. España: empresas concursales, por actividad económica. Serie trimestral 2004-2008

Fuente: INE.

#### 4. LA POLÍTICA DE VIVIENDA EN EL CONTEXTO DE EXCESO DE OFERTA

El nuevo plan estatal de vivienda 2005-08, la creación de la Sociedad para el Alquiler, la nueva Ley del Suelo de 2007, la reintroducción de la desgravación fiscal al acceso a la vivienda en alquiler, la creación de la subvención a los arrendatarios jóvenes de niveles bajos de ingresos y la reforma de la ley hipotecaria fueron los componentes mas destacados de política de vivienda introducidos por el gobierno durante la legislatura 2004-2008.

A pesar de los avances que han supuesto las normas citadas, en 2008 persiste una situación de difícil acceso a la vivienda para amplios segmentos de hogares en España. Es evidente que la situación de exceso de oferta de vivienda de 2008 puede dar lugar a modificaciones a la baja en los precios de venta de las viviendas, lo que convertiría en accesibles a las viviendas cuyos precios de venta se ajustasen de forma significativa.

En el periodo 2007-2008 la política de

vivienda estatal ha reforzado el mercado de alquiler, por medio de la introducción de las ayudas directas a los arrendatarios y de la desgravación fiscal al alquiler. Esto ha producido un mayor número de contratos de arrendamiento de viviendas, evolución que resulta positiva, a la vista de la reducida dimensión del parque de viviendas de alquiler en España.

El que en 2008 esté vigente el Programa 2008 del Plan Estatal de Viviendas 2005-08 obliga a prestar atención, ante la entrada del nuevo gobierno emanado de las elecciones generales de 9 de marzo de 2008, a la ejecución de dicho Programa. Este último contemplaba, entre otros objetivos, la financiación convenida de la promoción de 85.000 nuevas viviendas protegidas para la venta y para el alquiler. Resulta trascendente garantizar la financiación crediticia del citado Programa 2008, ante el endurecimiento general de las condiciones de financiación presente en este ejercicio.

La cobertura financiera de las nuevas actuaciones protegidas previstas para 2008

requiere de más de 8.000 millones de euros en nuevos préstamos convenidos, cuya concesión en el ejercicio de 2008 aparece como menos garantizada que lo que fue el caso en los ejercicios precedentes del citado Plan plurianual.

El Real Decreto-Ley 2/2008, de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica (BOE de 22.4.2008), incluye normas encaminadas a estimular la rehabilitación dentro de la inversión en vivienda destinada a uso habitual. Se trata de equiparar el tratamiento fiscal de la rehabilitación con el de la inversión en vivienda habitual, y ello tanto a efectos del IVA (art. 5.º), como a efectos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. En este segundo caso el gobierno se ha comprometido a introducir modificaciones en la regulación reglamentaria del citado tributo (Disposición Final 2.ª).

El citado Real Decreto Ley pretende asimismo facilitar la ampliación del plazo de los préstamos destinados a compra de vivienda habitual, al establecer que no quedarán sujetas al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados las escrituras públicas que documenten la ampliación del plazo de los préstamos en cuestión, y ello en un plazo de dos años tras la entrada en vigor del Real Decreto-Ley (Disposición Adicional 2.ª). Dicha medida permitirá mantener estable la cuota a pagar a las entidades de crédito en el caso de aumento de los tipos de interés, circunstancia que todavía podría presentarse en 2008 a numerosos prestatarios.

Por otra parte, un Acuerdo de Consejo de Ministros de 18.4.2008 ha ampliado desde 3.000 a 5.000 millones de euros los avales del Instituto de Crédito Oficial (ICO) a conceder a bancos y cajas de ahorros que titulen créditos "vivos" para compra de vivienda protegida. Los avales en cuestión los concedería el ICO a los Fondos de Titulización de Activos que realizaran emisiones de bonos para obtener liquidez con garantía de los préstamos citados.

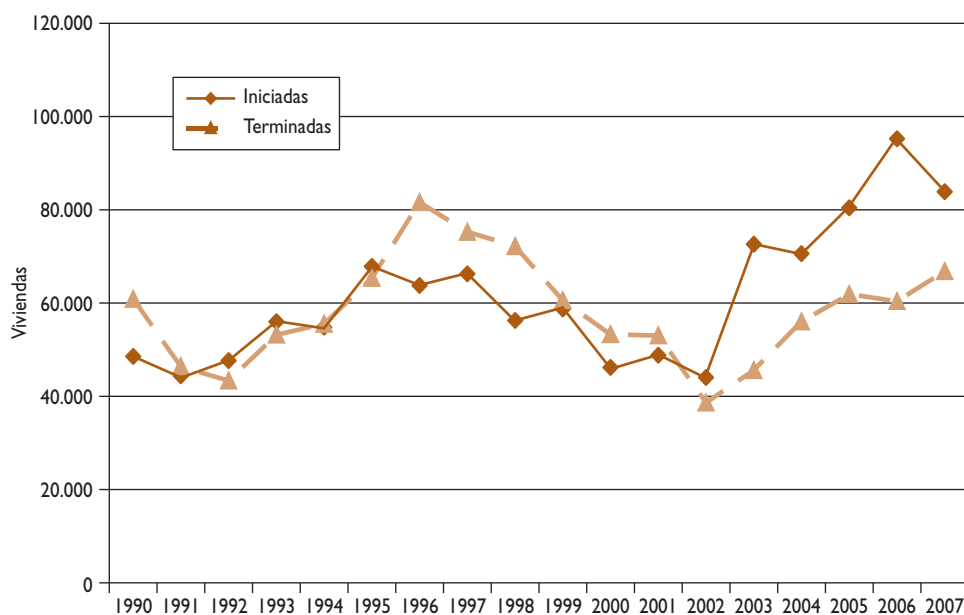
Las condiciones básicas para la concesión de los avales consistirían, en primer lugar, en que el activo de los Fondos de Titulización deberá de estar constituido, al menos en un 80%, por préstamos y créditos para compra de vivienda protegida. En segundo lugar, el

ICO no avalará más del 80% de la cuantía de los bonos que tengan una calificación crediticia mínima AA, Aa o asimiladas con anterioridad al aval. En tercer lugar, las entidades que hayan cedido tales préstamos para compra de viviendas protegidas a los Fondos de Titulización de Activos deberán comprometerse a reinvertir la liquidez así obtenida, que deberá destinarse, al menos en un 80%, a financiar la compra de vivienda protegida.

Si se tiene en cuenta que el préstamo medio para financiar la construcción de una vivienda protegida se aproxima a los 100.000 euros, el programa citado de avales del ICO ayudaría a financiar la promoción de unas 40.000 viviendas protegidas. Esta cifra está por debajo del objetivo de 85.000 nuevas viviendas protegidas contemplado en el Programa 2008 del Plan 2005-2008, aunque el acuerdo citado supone un empujón significativo a la materialización del mismo.

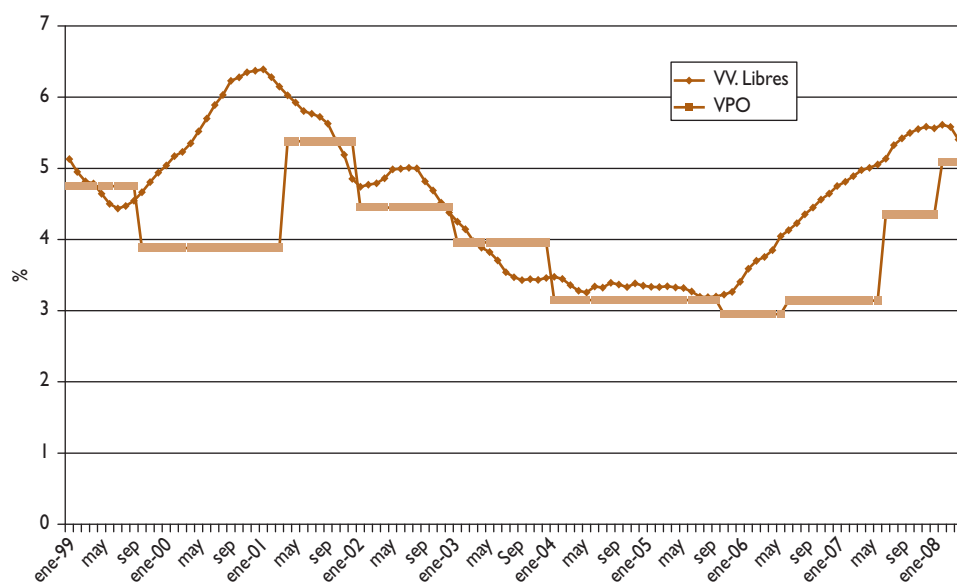
Según estimaciones del Ministerio de Vivienda, en 2007 se inició un total de 83.859 viviendas protegidas, lo que supuso un retroceso respecto del total correspondiente a 2006 (FIG. 5). En 2007 aumentó la proporción de viviendas protegidas dentro de las viviendas iniciadas, el 13,6% del total (12,5% de 2006). El tipo de interés de los préstamos convenidos para actuaciones de política de vivienda, el 5,09% desde enero de 2008, resulta más próximo a los tipos de mercado que los vigentes en programas precedentes del Plan 2005-2008 (FIG. 6).

Como se indicó antes, el total de viviendas protegidas iniciadas en 2007 descendió respecto del año anterior (-12%). Correspondió un aumento notable a Canarias y Extremadura, así como unos descensos significativos a varias autonomías, entre las que destacaron los de La Rioja y Navarra (FIG. 7). El descenso de la construcción de nuevas viviendas libres ha podido afectar negativamente a la promoción de nuevas viviendas protegidas, puesto que una parte importante de dicha promoción se ha realizado sobre suelo cedido por los municipios con dicho propósito. Dicho suelo ha procedido con frecuencia de cesiones previas realizadas por promotores privados a los que la normativa vigente en materia de suelo obligaba a efectuar tales cesiones.



**FIG. 5. Viviendas protegidas iniciadas y terminadas. Totales anuales, 1990-2007**

Fuente: Ministerio de Vivienda.



**FIG. 6. Tipos de interés de los créditos para vivienda protegida y de mercado para compra de vivienda. Serie mensual, 1999-2007**

Fuente: BdE y Ministerio de Vivienda (BOE).

**FIG. 7. Viviendas de protección oficial iniciadas 2006-2007**

| Comunidad Autónoma           | 2007          | Variación 2007/2006 |
|------------------------------|---------------|---------------------|
| Andalucía                    | 12.562        | -19,2 %             |
| Aragón                       | 3.642         | -55,4 %             |
| Asturias (Principado de)     | 1.217         | -38,1 %             |
| Baleares (Illes)             | 417           | -27,9 %             |
| Canarias                     | 2.454         | 100,0 %             |
| Cantabria                    | 1.013         | -44,0 %             |
| Castilla y León              | 5.977         | 10,7 %              |
| Castilla-La Mancha           | 5.547         | -18,7 %             |
| Cataluña                     | 9.201         | 21,4 %              |
| Comunidad Valenciana         | 4.872         | -19,3 %             |
| Extremadura                  | 1.246         | 43,2 %              |
| Galicia                      | 3.000         | -29,3 %             |
| Madrid (Comunidad de)        | 23.504        | 2,1 %               |
| Murcia (Región de)           | 2.029         | -37,9 %             |
| Navarra (Comunidad Foral de) | 1.010         | -64,1 %             |
| País Vasco                   | 5.892         | 14,5 %              |
| Rioja (La)                   | 210           | -59,8 %             |
| Ceuta                        | 66            | -70,7 %             |
| Melilla                      | 0             | 0,0 %               |
| <b>España</b>                | <b>83.859</b> | <b>-12,0 %</b>      |

## 5. EL MERCADO DE VIVIENDA EN ESPAÑA, 2007-2008

Las características más destacadas del comportamiento del mercado de vivienda en el primer cuatrimestre de 2008 fueron, entre otras, el sensible retroceso de la demanda de viviendas (en un -25,8% cayeron las ventas), el descenso espectacular de las iniciaciones de nuevas viviendas (en un -49,4% disminuyeron las viviendas iniciadas) y la desaceleración de los aumentos de los precios de las viviendas, que crecieron por debajo de los precios de consumo (FIG. 8).

En 2007 las ventas de viviendas, según la estadística de los registradores de la propiedad, ascendieron a 788.518, de las que el 43,3% fueron de nueva construcción y el resto, el 56,7%, fueron viviendas usadas. En dicho ejercicio el total de ventas descendió en un 13,9%, correspondiendo el mayor retroceso a las ventas de viviendas usadas (FIG. 9). En 2007 todavía aumentaron las ventas en

Castilla-La Mancha y en La Rioja (en un 1,9% crecieron en los dos casos), mientras que los descensos más significativos fueron los de Cataluña (-26,3%) y Canarias (-21,3%).

2008 está siendo el tercer año consecutivo de descenso de las ventas de viviendas. Hasta febrero dicha evolución se había reforzado respecto de los dos ejercicios precedentes, puesto que la disminución interanual de las ventas en dicho periodo fue del -25,8%, volviendo de nuevo a descender con más intensidad las ventas de viviendas usadas (-34,8%) (FIG. 9 bis). De mantenerse la tendencia de los dos primeros meses de 2008, el total de ventas en este ejercicio se situaría en 585.000.

La evolución del número de hipotecas registradas sobre viviendas confirmó asimismo el descenso citado, puesto que en los dos primeros meses de 2008 dicho número descendió en un -25,8%, mientras que el número de hipotecas sobre solares disminuyó

FIG. 8. Mercado de vivienda. España principales magnitudes, 2006-2007

|                                                                     | 2007      | 2007/2006 (%) | 2008/2007 (%) | Último dato |
|---------------------------------------------------------------------|-----------|---------------|---------------|-------------|
| 1. Compraventas.Viviendas (*)                                       | 788.518   | -13,9         | -25,8         |             |
| 1.1. Nuevas                                                         | 341.264   | -12,4         | -13,0         | feb-08      |
| 1.2. Usadas                                                         | 447.254   | -15,1         | -34,8         |             |
| 3. Hipotecas sobre viviendas                                        | 1.235.200 | -6,7          | -25,8         | feb-08      |
| 4. Hogares. Miles (4.º T)                                           | 16.448    | 2,6           | 2,8           | 2008 I      |
| 5. Inversión extranjera<br>Viviendas equivalentes                   | 20.610    |               | 18,8          |             |
| 6. Aparejadores.Visados obra nueva                                  | 651.400   | -24,7         | -49,4         | feb-08      |
| 7. Aparejadores.Viviendas terminadas                                | 641.420   | 9,5           | 16,2          | feb-08      |
| 8. Viviendas iniciadas (**)                                         | 616.000   | -19,0         |               |             |
| 9. Inversión en vivienda (***) Miles                                | 91.552    | 4,0           |               |             |
| 10. Precios viviendas (4.º T) €/m <sup>2</sup>                      | 2.085,5   | 4,8           | 3,8           | 2008 I      |
| 11. Créditos comprador vivienda<br>formalizaciones (millones euros) | 145.298   | -14,7         | -37,5         | mar-08      |
| 12. Cuota por cada 1.000 euros en<br>préstamos a 25 años (€/mes)    | 6,08      | 10,2          | 5,2           | mar-08      |

(\*) Registradores.

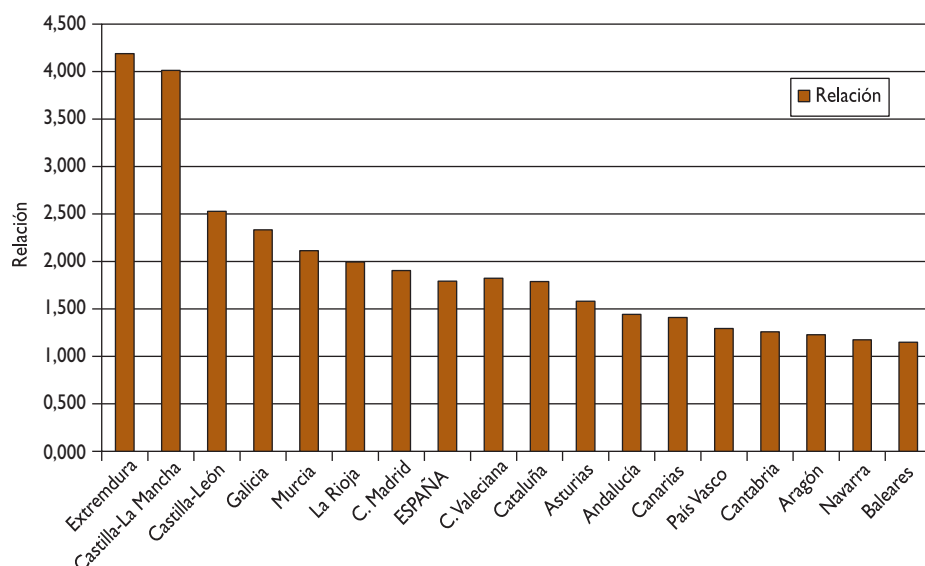
(\*\*) Estimaciones del M.º de Vivienda.

(\*\*\*) Contabilidad Nacional, millones de euros, tasas a precios constantes.

Fuente: Registradores de España, M.º de Vivienda y Banco de España.

FIG. 9. Registradores de la propiedad. Compraventas de viviendas registradas

| Comunidades Autónomas | 2007           | 2007/2006 (%) |
|-----------------------|----------------|---------------|
| Andalucía             | 170.312        | -4,4          |
| Aragón                | 20.884         | -11,9         |
| Asturias              | 17.714         | -6,9          |
| Baleares              | 20.505         | -18,6         |
| Canarias              | 34.785         | -21,3         |
| Cantabria             | 11.927         | -6,4          |
| Castilla y León       | 41.324         | -12,0         |
| Castilla-La Mancha    | 38.716         | 1,9           |
| Cataluña              | 112.614        | -26,3         |
| Extremadura           | 13.895         | -17,1         |
| Galicia               | 31.000         | -19,4         |
| La Rioja              | 7.550          | 1,9           |
| Madrid                | 88.252         | -13,2         |
| Murcia                | 31.193         | -8,9          |
| Navarra               | 9.634          | -4,8          |
| País Vasco            | 26.230         | -12,5         |
| Valencia              | 111.983        | -18,1         |
| <b>España. Total</b>  | <b>788.518</b> | <b>-13,9</b>  |
| Nuevas                | 341.264        | -12,4         |
| Usadas                | 447.254        | -16,1         |

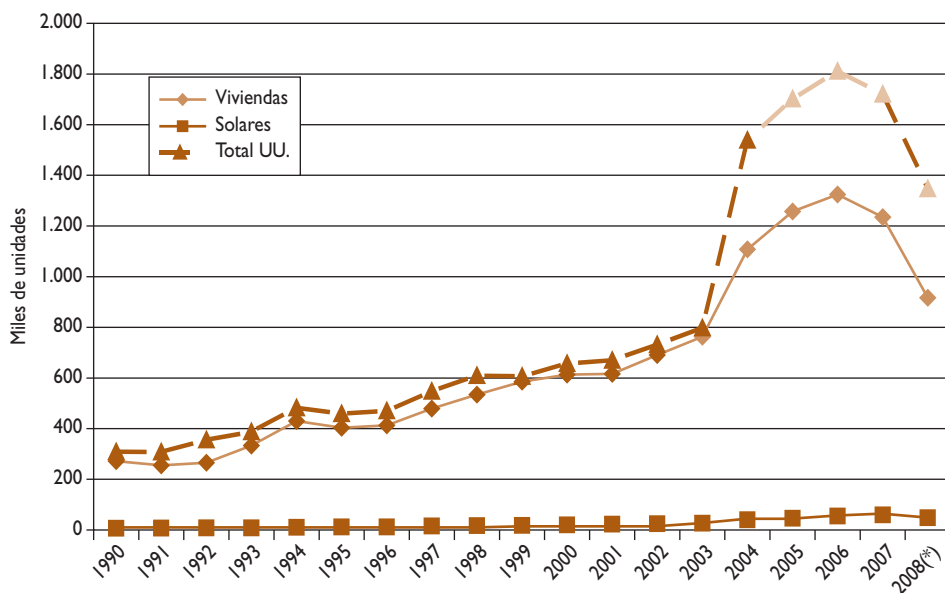


**FIG. 9bis. Viviendas. Relación viviendas terminadas/viviendas nuevas vendidas (enero-septiembre 2007)**

Fuente: Estimación propia, M.º de Vivienda, Registradores de España.

en un -19,3%. El importe medio de las hipotecas registradas sobre viviendas en enero-febrero de 2008, 145.900 euros, un -2% menos que en el mismo periodo del año anterior (FIG. 10).

A falta de datos de Contabilidad Nacional Trimestral para el primer trimestre de 2009, todo apunta a que en este año la inversión en vivienda a precios constantes ha debido de retroceder de forma clara respecto del año



**FIG. 10. Hipotecas registradas. Urbanas, viviendas y solares. Totales anuales, 1990-2007**

(\*) Febrero.

Fuente: INE.

anterior. Entre 1998 y 2007 dicha magnitud aumentó por encima del PIB en cada uno de los ejercicios de dicho periodo (FIG. 11). Como consecuencia de una evolución expansiva tan prolongada la inversión en vivienda ha llegado a suponer el 9,3% del PIB de la economía española por el lado de la demanda. Además, dicha magnitud ha ascendido en los últimos años hasta llegar al 52% del conjunto de la construcción en 2007, año en el que aportó 0,4 puntos porcentuales al aumento del PIB.

El descenso de la inversión en vivienda en 2008 puede suponer, pues, una detracción directa superior a los 0,5 puntos porcentuales al aumento del PIB en este ejercicio. A ello se unirá una segura incidencia negativa adicional por parte del consumo privado, cuyo comportamiento expansivo en los últimos años estuvo influido por la situación del mercado de vivienda en especial por unos aumentos de los precios de venta, tan intensos y prolongados y por la disponibilidad de financiación abundante y barata.

La evolución del empleo en 2008 se está viendo afectada por la situación del mercado de vivienda (FIG. 11.bis). Según la estadística de afiliados a la Seguridad Social, en marzo de 2008 el empleo total (afiliados) a fin de mes creció en un 0,7% sobre el mismo mes del año anterior, mientras que dicha

variación fue de un descenso del -4,9% para el conjunto del sector de la construcción. La evolución citada del empleo revela la fuerte incidencia que sobre el conjunto de la economía española está ejerciendo el cambio de ciclo en el mercado de la vivienda.

En las Perspectivas Económicas Mundiales de abril de 2008 el FMI ha subrayado el mayor riesgo de recesión que presentan los países en los que los precios de la vivienda han crecido por encima de lo explicado por los fundamentos económicos de los precios citados. También sería mayor dicho riesgo en los casos en los que la inversión en vivienda ha crecido de forma más relevante respecto de los niveles anteriores a la etapa de auge. España entraría en este segundo grupo de países desarrollados, junto con Irlanda, a la vista de que el peso de dicha magnitud en el PIB (9,3% en 2007) se ha duplicado respecto del nivel correspondiente a 1997, año inmediatamente anterior al inicio de la fase de auge inmobiliario (FMI, 2008).

En cuanto a la evolución de la oferta de nuevas viviendas, destacó en los dos primeros meses de 2008 el descenso de las viviendas iniciadas en España en un -49,4%, según los datos de los visados de los Colegios de Arquitectos Técnicos (FIG. 12). Dicho descenso implica que las citadas iniciaciones

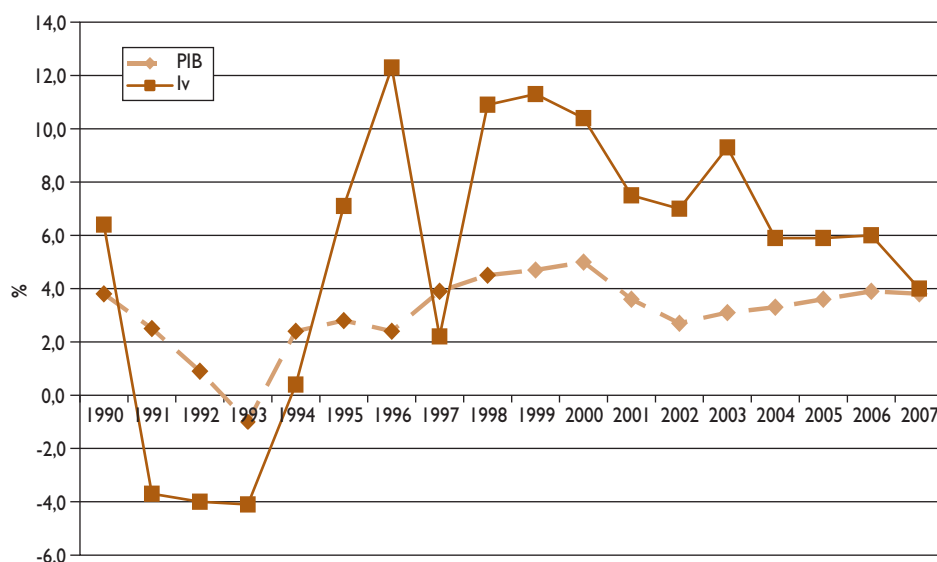
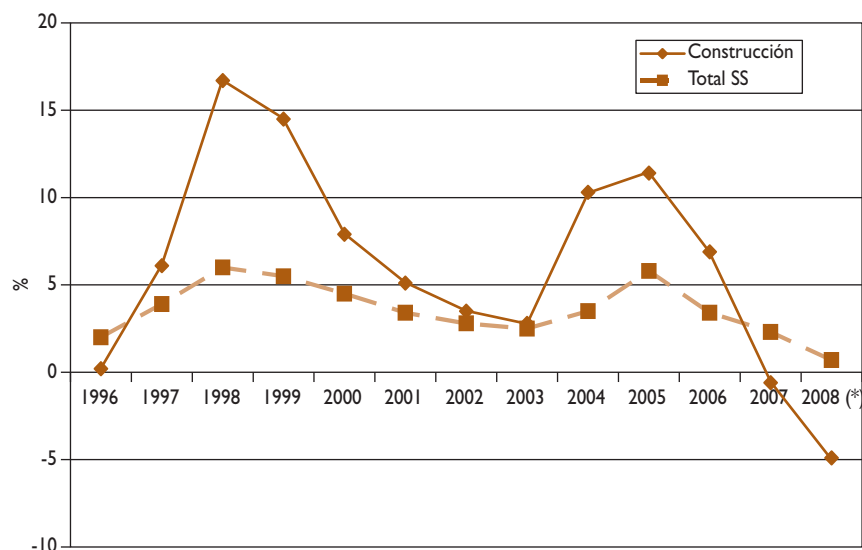


FIG. 11. Vivienda y PIB. Tasas reales de crecimiento anual, 1990-2007

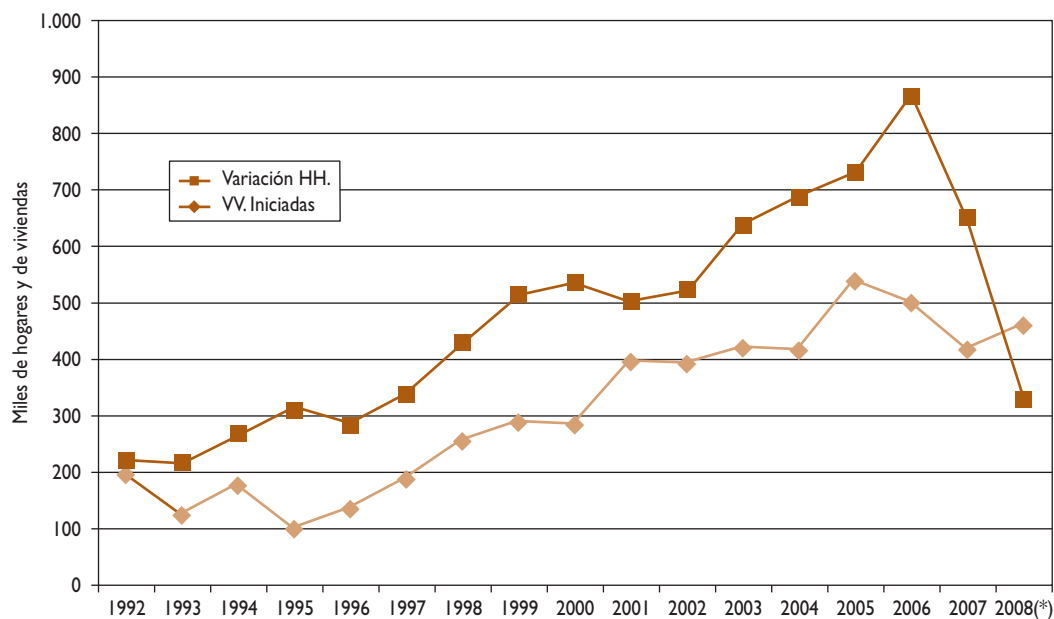
Fuente: INE.



**FIG. 11bis. Afiliación a la Seguridad Social. Tasas anuales de crecimiento (31 de diciembre), 1996-2008**

(\*) Marzo.

Fuente: INE.



**FIG. 12. Viviendas iniciadas y variación neta del número de hogares. Total anuales, 1992-2006**

(\*) Febrero para las viviendas y primer trimestre para los hogares.

Fuente: Colegio de Aparejadores, M.º de Vivienda e INE.

se situarán en un nivel próximo a las 325.000 en 2008, por debajo del ritmo de creación neto de nuevos hogares, según la Encuesta de Población Activa del INE. No se dispone de

datos para 2008 en materia de viviendas iniciadas, según el Ministerio de Vivienda. El total de viviendas iniciadas descendió hasta 616.000 en 2007, de las que el 13,6% fueron

viviendas protegidas y el resto, el 86,4%, fueron viviendas libres (FIG. 13).

En cuanto a los precios de las viviendas, en el primer trimestre de 2008, según los datos procedentes de las tasaciones

elaborados por el Ministerio de Vivienda, dicha variable ascendió en España a un nivel medio de 2.101,4 euros por metro cuadrado, un 3,8% por encima del nivel correspondiente al primer trimestre de 2007 (FIGS. 14 y 15).

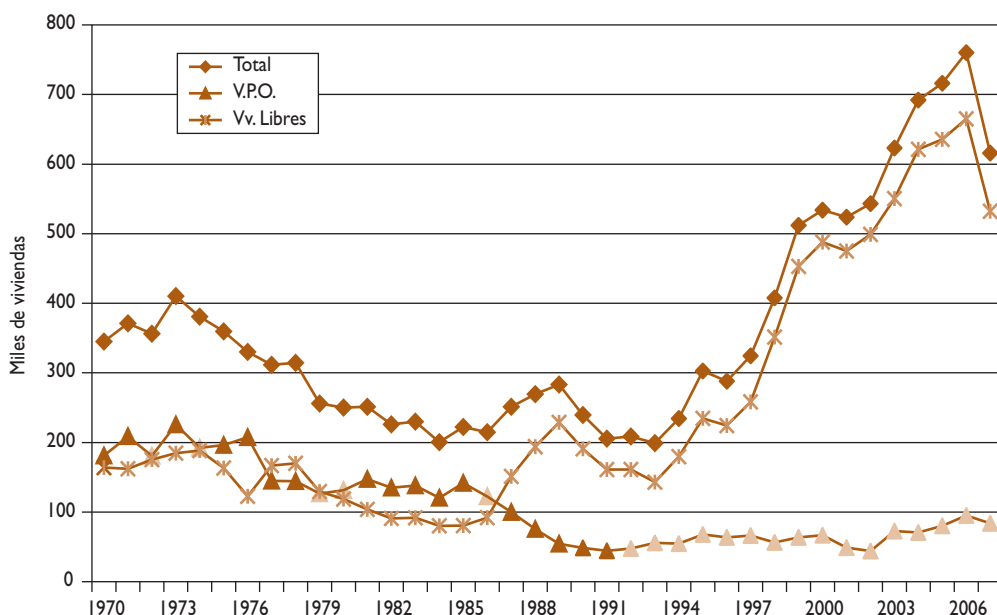


FIG. 13. Viviendas iniciadas. Totales anuales, 1970-2007

Fuente: M.º de Vivienda.

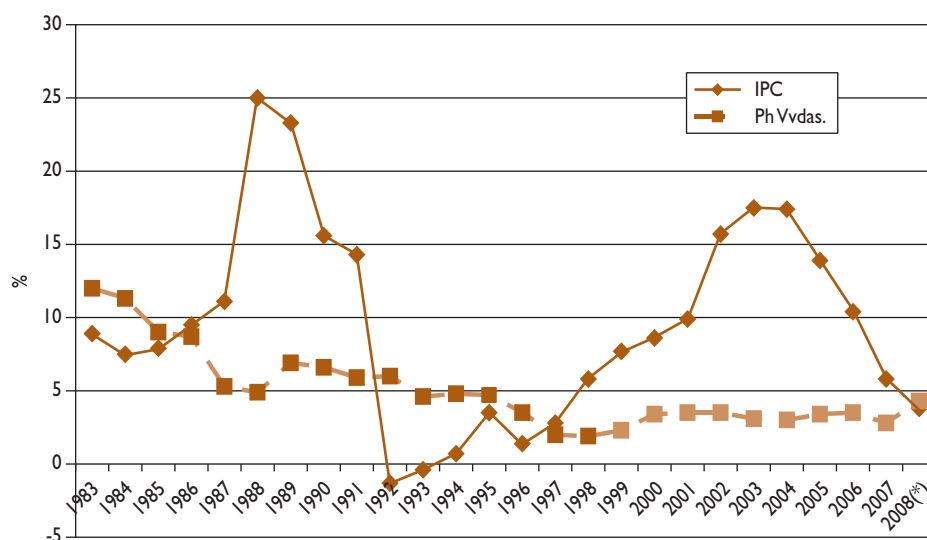


FIG. 14. Precios de las viviendas e Índice de Precios de Consumo. Variaciones medias anuales, 1983-2007

(\*) Datos hasta el primer trimestre para los precios de las viviendas y hasta abril para el IPC.

Fuente: M.º de Vivienda e INE.

**FIG. 15. Precios de tasación de las viviendas libres (\*) España. Comunidades Autónomas €/m<sup>2</sup>. Primer trimestre 2008**

| CC. Autónomas           | Precios<br>Euros/m <sup>2</sup> | Aumentos<br>2008/2007 (**) | Aumentos<br>2007/1997 (***) |
|-------------------------|---------------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| País Vasco              | 3.035,8                         | 5,7                        | 216,4                       |
| C. de Madrid            | 3.004,8                         | 0,1                        | 182,3                       |
| Cataluña                | 2.457,6                         | 4,3                        | 205,4                       |
| Baleares                | 2.408,1                         | 4,2                        | 270,2                       |
| <b>ESPAÑA</b>           | <b>2.101,4</b>                  | <b>3,8</b>                 | <b>196,7</b>                |
| Cantabria               | 2.035,6                         | 2,5                        | 171,0                       |
| Aragón                  | 1.962,9                         | 4,2                        | 225,7                       |
| Canarias                | 1.833,3                         | 4,7                        | 167,0                       |
| Andalucía               | 1.800,2                         | 5,5                        | 240,7                       |
| Asturias                | 1.775,9                         | 7,3                        | 161,8                       |
| Navarra                 | 1.751,9                         | 1,3                        | 114,2                       |
| C. Valenciana           | 1.684,6                         | 3,6                        | 214,2                       |
| La Rioja                | 1.644,2                         | 2,8                        | 164,1                       |
| Murcia                  | 1.614,3                         | 5,3                        | 258,9                       |
| Galicia                 | 1.571,7                         | 6,8                        | 146,0                       |
| Castilla y León         | 1.522,5                         | 2,8                        | 132,6                       |
| Castilla-La Mancha      | 1.447,5                         | 2,8                        | 168,3                       |
| Extremadura             | 1.027,0                         | 5,0                        | 152,2                       |
| España. Menos de 2 años | 2.094,7                         | 5,1                        | 185,8                       |
| España. Más de 2 años   | 2.102,1                         | 3,3                        | 202,5                       |

(\*) Nuevas y de segunda mano

(\*\*) Primer trimestre de 2008 sobre el mismo periodo de 2007

(\*\*\*) 4.º trimestre de 2007 sobre el mismo periodo de 1997.

El ritmo medio anual de aumento en este periodo fue del 11,5%.

Fuente: M.º de Vivienda

El aumento interanual citado resultó inferior al 4,3% correspondiente a los precios de consumo en dicho periodo, así como también fue inferior al crecimiento de los alquileres. Asturias, con un 7,3% de variación interanual, registró el mayor aumento, mientras que el crecimiento menor fue el de la Comunidad de Madrid, el 0,1%. Los precios de venta más elevados en el primer trimestre de 2008 fueron los del País Vasco, 3.035,8 euros/m<sup>2</sup>, y los más reducidos los de Extremadura, 1.027 euros/m<sup>2</sup>.

## 6. FINANCIACIÓN A LA VIVIENDA

Existe cierta unanimidad en cuanto a la consideración de las excepcionales

condiciones de financiación vigentes desde la segunda parte de la década de los años noventa como la principal variable explicativa del prolongado periodo de auge del mercado de vivienda que afectó a un amplio número de países desarrollados. Para llegar a dicha situación resultó decisiva la actuación de los bancos centrales que, con unas políticas monetarias de carácter a todas luces expansivo, permitieron que el auge citado se prolongase durante un periodo de tiempo excesivo.

Se considera asimismo que en el reciente cambio registrado por el mercado de vivienda también ha sido relevante el papel de la política monetaria, aunque las variables a través de las cuales ha tenido lugar el acusado cambio cíclico producido no son

simétricas con las que dieron lugar al auge. Los aumentos de los tipos de interés producidos a partir de 2005 frenaron el proceso de auge, pero no ocasionaron un cambio tan espectacular como el que ha tenido lugar en 2007.

En la primera mitad de 2007 se conocía que en Estados Unidos había una amplia morosidad en los créditos “subprime”, pero no fue hasta el segundo semestre de dicho año cuando se advirtió que la titulización de dichos préstamos, desarrollada en la mayor parte de los mercados financieros, había dado lugar a una amplia crisis de liquidez y de solvencia en los mercados financieros.

Una vez que las entidades de crédito conocieron una parte de la situación, se redujo sustancialmente la actividad en los mercados mayoristas de dinero, subieron los tipos de interés en dichos mercados y se procedió a endurecer y reducir la financiación crediticia habitual.

Los bancos centrales procedieron a aportar liquidez en los mercados de dinero y se redujeron los tipos en algunos países, entre los que ha destacado el caso de Estados Unidos. Las noticias sobre situaciones difíciles y de reducción abrupta de los beneficios en algunos bancos destacados han sido abundantes desde el verano de 2007. La restricción crediticia ha sido generalizada en los países desarrollados, con lo que la crisis del mercado de vivienda se ha extendido a otras ramas de actividad productiva.

La proximidad del verano de 2008 ha coincidido con abundantes comentarios relativos a una supuesta normalización de los mercados financieros. También hay cierto acuerdo en señalar que el sector no financiero de la economía todavía tardará algún tiempo en retornar a una evolución normalizada y que se reducirá de forma significativa el crecimiento de la economía en la mayor parte de los países desarrollados. La restricción crediticia ha sido, pues, el principal factor desencadenante del cambio del ciclo de la vivienda y de su incidencia mas que notable sobre el resto de las actividades productivas.

Los tipos de interés crecieron en España entre 2005 y 2007, advirtiéndose al final de este año un agotamiento del proceso de subidas de los mismos, coincidiendo con las actuaciones anticíclicas de algunos bancos centrales. Este proceso se mantuvo en los primeros meses de 2008, aunque las

eventuales elevaciones de los tipos en los mercados mayoristas de dinero han puesto de manifiesto que el problema de liquidez no estaba todavía resuelto en la primavera de 2008.

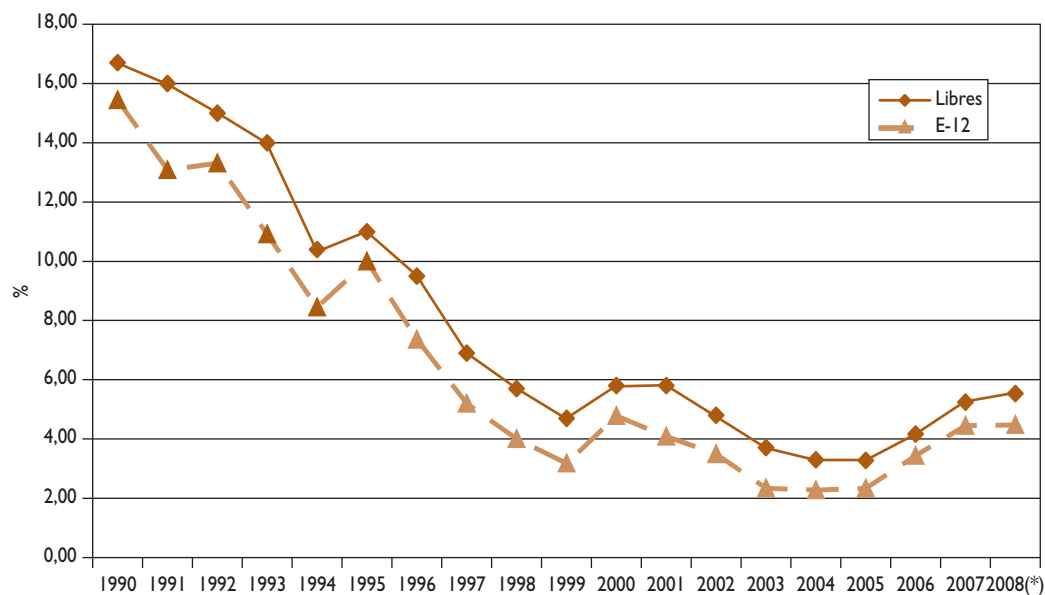
La evolución de los tipos de interés de los créditos a comprador de vivienda no ha sido uniforme en 2008. Los tipos han sido más elevados en el primer cuatrimestre de este año que en el mismo periodo del año precedente (FIG. 16), lo que ha contribuido a profundizar la crisis de demanda del mercado de vivienda.

El conjunto del crédito inmobiliario registró en 2007 una importante desaceleración en su crecimiento, correspondiendo el cambio más acusado de comportamiento a los créditos a promotor (servicios inmobiliarios), cuyo aumento interanual pasó desde el 50,6% de 2006 al 24,4% en 2007. Los créditos a comprador, que son el componente de mayor peso en el crédito inmobiliario, desaceleraron su aumento desde el 20,4% de 2006 hasta el 13,1% en 2007.

Al inicio del auge, en diciembre de 1997, el crédito inmobiliario suponía el 39,9% del crédito al sector privado, mientras que en el mismo mes de 2007 dicha participación había ascendido hasta el 60,2% (FIG. 17). Esta evolución confirma el carácter decisivo que en la pasada expansión del mercado de la vivienda tuvo la oferta abundante de financiación a tipos de interés reducidos, concedida con frecuencia en cuantías superiores al 100% del valor del inmueble empleado como garantía.

Como ya se ha comentado, el alza de los tipos de interés de los créditos a comprador se prolongó hasta los últimos meses de 2007. El descenso de las nuevas concesiones de préstamos reflejó sobre todo la potente restricción crediticia desarrollada por las entidades de crédito desde el inicio de la crisis financiera. Los nuevos créditos formalizados a comprador de vivienda han disminuido en un -37,5% en los cuatro primeros meses de 2008 sobre el mismo periodo de 2007, evolución que implica una intensificación del descenso sufrido el año anterior (-14,7%) (FIGS. 18 y 19).

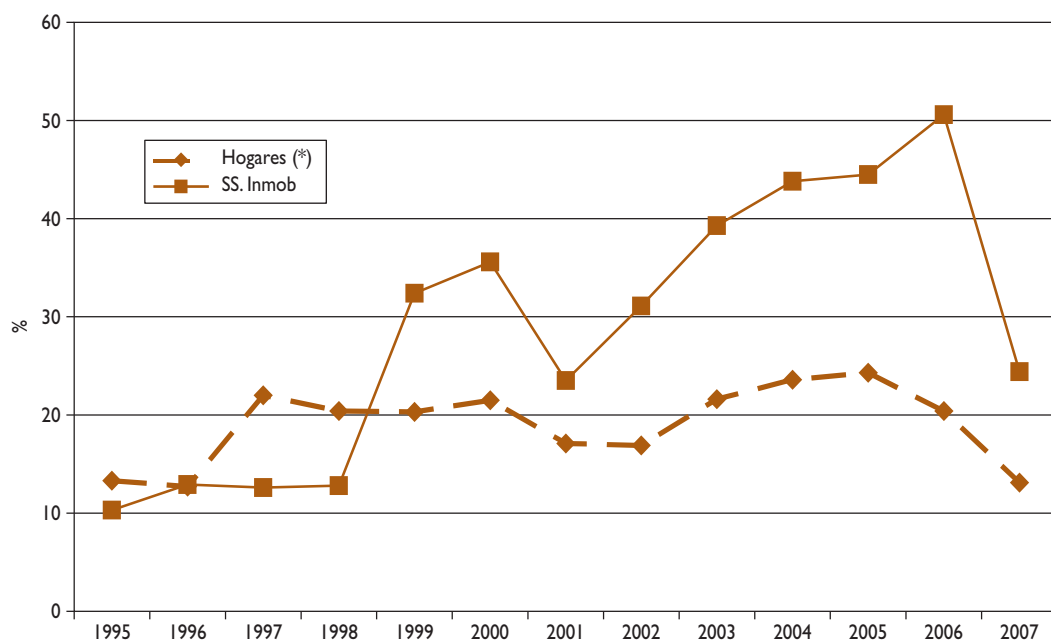
El auge inmobiliario reciente se inició con los importantes descensos de los tipos de interés, que estuvieron acompañados de unas concesiones de financiación a todas luces



**FIG. 16. Tipos de interés de los créditos a comprador de vivienda y del euribor a doce meses. Medias anuales, 1990-2008**

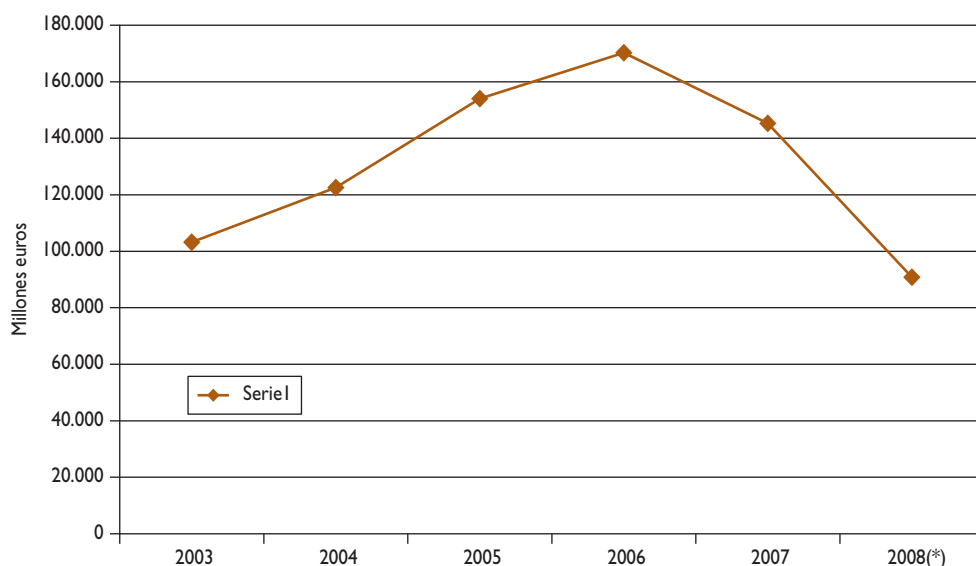
(\*) Media de enero-marzo.

Fuente: BdE.



**FIG. 17. Crédito inmobiliario, a promotor y a comprador, 1995-2007**

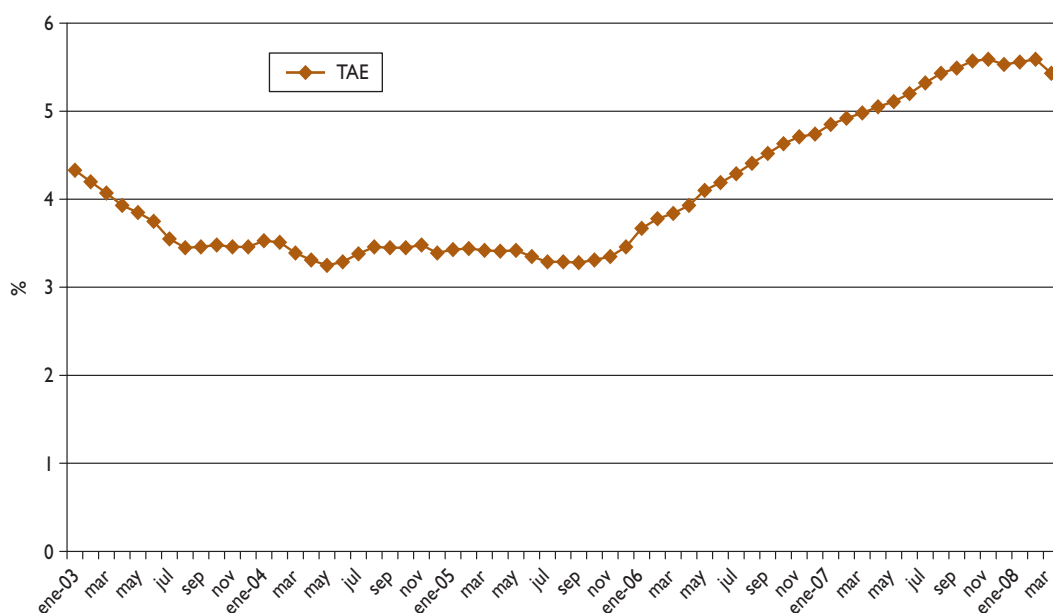
Fuente: BdE.



**FIG. 18. Préstamos a comprador de vivienda, importe nuevas operaciones formalizadas. Totales anuales, 2003-2007**

(\*) Estimación, con datos hasta marzo.

Fuente: BdE.



**FIG. 19. Préstamos a comprador de vivienda. Tipos de interés de las nuevas operaciones. Serie mensual, 2003-2008**

Fuente: BdE.

excepcionales por lo “relajado” de las mismas, donde el rigor en materia de asunción de nuevos riesgos no siempre estuvo presente.

El auge terminó cuando a los más altos tipos de interés se les unió una severa restricción en la concesión de nuevos préstamos.

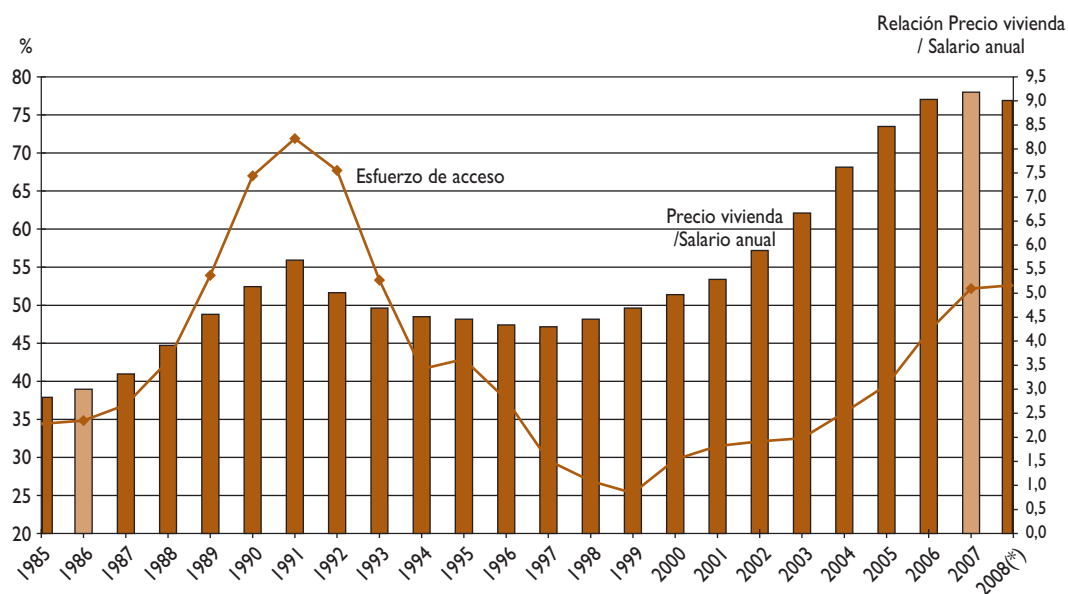
## 7. LA ACCESIBILIDAD A LA VIVIENDA

La realidad prolongada de unos precios de la vivienda muy elevados respecto de los niveles de ingresos de los hogares en España ha sido otro de los factores explicativos de la crisis de demanda de 2008 en el mercado de vivienda. En 2007 dichos precios equivalieron a 9,19 salarios anuales, frente a los 4,3 salarios de 1997. En dicho ejercicio el esfuerzo de acceso para los accedentes por primera vez a una vivienda en propiedad superó el 52% de los ingresos familiares, seis puntos más que en 2006.

En 2008 es posible que se reduzca por primera vez en bastantes años el esfuerzo de acceso a la vivienda. El menor aumento de los precios de la vivienda respecto de los precios de consumo y de los salarios podría dar lugar tanto a un descenso de la relación precio de la vivienda/salario anual como a

una reducción del esfuerzo de acceso, sobre todo si llegasen a descender los tipos de interés en este año (FIG. 20).

La caída de la demanda puede convertir en accesibles a las viviendas que registren descensos trascendentes de los precios de venta. Ello no implica que deba dejarse en manos del mercado en exclusiva la cuestión del acceso a la vivienda, pero sí que puede suponer un alivio para numerosos hogares. La construcción de nuevas viviendas protegidas, la práctica de políticas de suelo favorables a desarrollos racionales del proceso urbanizador, la extensión de las ayudas directas a los arrendatarios, la equiparación fiscal plena del alquiler con la propiedad y el logro de una mayor suficiencia fiscal municipal son actuaciones que a medio plazo favorecerían un acceso menos gravoso a la vivienda en España.



**Fig. 20. Accesibilidad a la vivienda. Primer acceso. Esfuerzo bruto**

Esfuerzo de acceso: Proporción renta familiar precisa para acceder a una vivienda de 90 m<sup>2</sup> construidos, con un préstamo a 20 años. Desde 1997 a 2000 se emplea un plazo de 25 años.

(\*) Previsión.

Fuente: Estimación propia con datos del INE, M.<sup>o</sup> de Vivienda y BdE.

## BIBLIOGRAFÍA

ECONOMIST, THE (2008): "The great american slowdown", *The world economy*, 10 de abril, Washington, DC.

— (2008): "Ben's bind" *Global monetary policy*, 1 de mayo de 2008, Washington, DC.

FMI (2008): "The changing housing cycle and the

implications for monetary policy", *World Economic Outlook*, cap. 3, abril de 2008.

WOLF, M. (2008): "A turning point in managing the world's economy", *The Financial Times Ltd.*, 23 de abril.