

De la crisis inmobiliaria a la crisis financiera. El duro otoño de 2008

Julio RODRÍGUEZ LÓPEZ

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

“Tras 3 horas de reunión, el lunes 13 de octubre de 2008 los principales ejecutivos de los nueve mayores bancos de Estados Unidos firmaron un documento con el Tesoro por el que se ponía en marcha la mayor intervención pública en el sistema bancario norteamericano desde la Gran Depresión de los años treinta del pasado siglo. Dicho documento suponía abandonar el plan de rescate por el que Paulson había luchado duramente para que pasara por el Congreso solo dos semanas antes. Dicho Plan implica inyectar 250.000 millones de dólares de capital público en el capital de miles de bancos de Estados Unidos, empezando por los nueve mayores bancos ya citados. Dicha actuación era inevitable para restaurar la confianza en los mercados y persuadir a los bancos para que comenzasen a prestar de nuevo”.

“The drama and discord over U.S. bank bailout”, *International Herald Tribune*, 16-10-2008.

I. INTRODUCCIÓN

En el último trimestre de 2008 la economía mundial está atravesando por un clima de prolongada crisis financiera, a la que podría suceder una recesión severa de la economía. Los cambios registrados en el sistema financiero de Estados Unidos han sido espectaculares, y resulta asimismo evidente que los bancos europeos están afectados por problemas similares.

Se trata de lograr que los bancos vuelvan a prestar, lo que implica recuperar la actividad en el mercado interbancario. El ritmo de crecimiento de la economía de los países desarrollados va a sufrir una desaceleración acusada en 2008-09, lo que sin duda elevará el nivel de desempleo y afectará a la propia globalización.

La desaceleración de la demanda interna ha afectado al crecimiento de la economía española, que entre 2007 y 2008 ha sufrido un proceso constante de reducción de la tasa de crecimiento del PIB. La incidencia más significativa se ha dejado sentir en el mercado de trabajo, donde los afiliados a la seguridad social de septiembre de 2008 han descendido respecto del nivel del mismo mes del año precedente.

Las variables fundamentales que explican el comportamiento de la demanda de vivienda apuntan hacia una débil evolución de dicha demanda. La desaceleración de la renta disponible, el estancamiento del empleo, la subida de los tipos de interés, el racionamiento del crédito están detrás del importante descenso de las ventas y del retroceso interanual de los precios medios de

venta que ha aparecido en la nueva estadística de precios de vivienda del INE.

La situación del mercado de vivienda se despejará más en el momento en que se normalice la situación del sistema financiero, a la vista de que dicho mercado en España depende bastante de la vivienda en propiedad, que requiere de financiación crediticia para funcionar. El FMI prevé una ligera recuperación de la economía mundial en la segunda mitad de 2009, siempre que se superen las abundantes turbulencias por las que están pasando las entidades financieras en 2008.

Todo apunta, pues, a que la debilidad del mercado de vivienda en España puede prolongarse como mínimo hasta dicho periodo, y ello para llegar a lograr unos niveles de ventas y de actividad constructora bastante inferiores a las que caracterizaron el largo periodo de auge transcurrido entre 1998 y 2007. La política de vivienda puede colaborar a mejorar la situación, estimulando la puesta en el mercado de alquiler de buena parte de las viviendas adquiridas con fines de inversión y facilitando la construcción de nuevas viviendas protegidas.

Dicha construcción de nuevas viviendas protegidas deberá tener lugar en las zonas en las que mayor es la necesidad de las mismas (áreas metropolitanas), especialmente de las viviendas protegidas destinadas al alquiler cuando se recupere la situación del mercado de trabajo. Será conveniente que el nuevo Plan Estatal de Vivienda 2009-2012 disponga de la garantía de financiación crediticia para las actuaciones protegidas previstas en el mismo.

2. EL CONTEXTO ECONÓMICO GENERAL

La información estadística confirma la significativa desaceleración del crecimiento de la economía mundial en 2008, como consecuencia del clima de crisis financiera que se ha ido creando a lo largo de este ejercicio y que ha culminado con el temor a un posible colapso del sistema financiero mundial en el otoño de este ejercicio. El subsector de la construcción residencial desempeñó un papel iniciático y relevante en este proceso. La creciente debilidad económica está empezando a dejar sentir su

influencia sobre la economía real, en especial sobre el consumo de los hogares.

“Un periodo de penoso ajuste tiene que suceder necesariamente. Es evidente que la crisis de la vivienda está afectando negativamente a toda la economía, pero ello sucede tras una larga década de mala asignación de recursos” (SAFT, 2008).

En el periodo expansivo que terminó en 2007 el endeudamiento suplió al ahorro, ocasionando aumentos ficticios de la renta disponible de los hogares. Como había subrayado el Fondo Monetario Internacional (FMI) en sus “Perspectivas” de abril de 2008, el mercado de la vivienda, apoyado en unos mercados hipotecarios hiperdesarrollados, se convirtió en un factor potencialmente desestabilizador para las economías. Pero la crisis financiera derivada de la caída del mercado de vivienda y de la titulación masiva de los créditos fallidos en Estados Unidos ocupa el primer plano de la actualidad en el otoño de 2008.

En solo dos semanas de septiembre se sucedieron en Estados Unidos una serie de cambios institucionales (desaparición de la banca de inversión), de intervenciones específicas (se nacionalizaron las dos grandes tituladoras públicas que controlaban más de la mitad del mercado de crédito hipotecario de Estados Unidos, se intervino en la compañía de seguros AIG) y de quiebras de entidades (Lehman Brothers). Tales cambios resultaban impensables al comienzo del ejercicio de 2008.

Como ya se ha indicado, los créditos “subprime” fallidos se instalaron en los activos de las entidades financieras a nivel mundial. Por supuesto que otros problemas afectan a los bancos europeos: el masivo apalancamiento incurrido para obtener el enorme aumento de los riesgos, el pinchazo de las burbujas inmobiliarias de algunos países, la severa restricción de liquidez que ha conducido a procesos de racionamiento del crédito.

Destaca en especial el caso de los países del sur de Europa, donde las burbujas del crédito y de la vivienda se han financiado en divisas exteriores, lo que llevará a duros aterrizajes y a serios problemas de liquidez para atender a dicha financiación (ROUBINI 2008).

El gobierno norteamericano y la Reserva Federal presentaron en septiembre un plan encaminado a eliminar tales productos “tóxicos” de los balances bancarios, manejándose inicialmente una cifra de 700.000 millones de dólares. Dicha cifra se obtendría mediante la colocación de deuda pública federal en los mercados

Tras el establecimiento de un plan de salvamento por parte del eurogrupo en reunión extraordinaria de 12 de octubre de 2008, elaborado a partir del programa aplicado por el primer ministro británico Gordon Brown en el Reino Unido, se está tratando de restaurar la confianza y de restablecer el funcionamiento de los mercados crediticios.

El plan de salvamento europeo, concretado a partir del lunes 13 de octubre de 2008, asciende a 1,9 billones de euros. Los recursos citados se destinarán a mejorar la solvencia de las entidades financieras, a restablecer la confianza, a avalar la deuda y los préstamos interbancarios, y a restaurar la liquidez.

En Estados Unidos se ha pasado en octubre de 2008 desde el inicial Plan Paulson de septiembre a inyectar dinero público directamente en los bancos de dicho país por medio de la toma de acciones preferentes. Se ha introducido la garantía temporal de los depósitos y la propia Reserva Federal financiará la compra de papel comercial a 3 meses ahora en poder de las entidades de crédito.

La globalización en general va a resultar afectada por la crisis en marcha por varias vías, entre las que destaca el empeoramiento de la actuación de la economía mundial. Si Estados Unidos y la UE entran en una recesión significativa, es de prever tenga lugar un aumento del nacionalismo económico (WOLF, 2008). La duración de la recesión resultará decisiva a estos efectos. La autosuficiencia no parece ser la mejor lección a sacar de los acontecimientos de estos días

La necesidad de actuar de forma conjunta y sintonizada es una idea generalizada. La crisis financiera implica pérdida de confianza en los bancos y, lo que es peor, pérdida de confianza entre los mismos bancos (P. de Grauwe, 2008). Los gobiernos pueden resolver el fallo de coordinación entre los bancos en plena crisis de liquidez, y ello cuando dichas entidades sean objeto de alguna clase de control por el estado. En dicho marco se podrá superar la

desconfianza generalizada entre las entidades financieras y reactivar los préstamos interbancarios, condición necesaria para restaurar unos ritmos normales de aumento del crédito bancario.

La actuación directa de la Reserva Federal en Estados Unidos ante el sector privado resultó insuficiente en principio. La FED no puede efectuar todas las operaciones de préstamo bancario. Si se controlan los bancos privados, aunque sea temporalmente, se podría conseguir que tales bancos se presten entre sí. La solución británica mencionada, inspirada en las actuaciones del gobierno sueco en los años noventa, parece el modelo a seguir, a la luz de las conclusiones de los jefes de gobierno de los países europeos de la eurozona establecidas en la ya citada cumbre de Bruselas del domingo 12 de octubre

La iniciativa en cuestión consiste en capitalizar los bancos y en garantizar los préstamos interbancarios. Se trata de impedir la quiebra de los bancos importantes para el sistema financiero y de lograr que se reactive la actividad en el mercado interbancario, condición imprescindible para recuperar la actividad prestamista habitual.

De una crisis con cuatro componentes (materias primas, alimentos, vivienda y bancos) se ha pasado a sufrir una crisis financiera extremada, que ha conducido a un proceso de intenso racionamiento del crédito. El corte del crédito podría llegar a “gripar” el funcionamiento de la actividad productiva y a ocasionar una más que probable recesión. El Fondo Monetario Internacional ha anticipado en sus Perspectivas Económicas de octubre de 2008 (FMI, 2008) un crecimiento de la economía mundial del 3,9% en 2008, lo que implica una desaceleración sensible del crecimiento respecto del 5% de 2007 (FIG. 1). Estados Unidos y la Eurozona reducirían el ritmo de crecimiento en 2008 hacia el entorno del 1,5%, mientras que en 2009 la situación se aproximaría hacia un estancamiento de las respectivas economías.

El aumento del desempleo, que en la eurozona podría superar el 8% de los activos en 2009, sería la consecuencia primaria de la desaceleración del crecimiento. En cambio, el debilitamiento de la situación económica ha afectado a la baja al precio de la energía (FIG. 2), lo que ha permitido la desaceleración de la inflación en el segundo semestre de

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

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

(*) Previsión.

Fuente: FMI, OCDE.

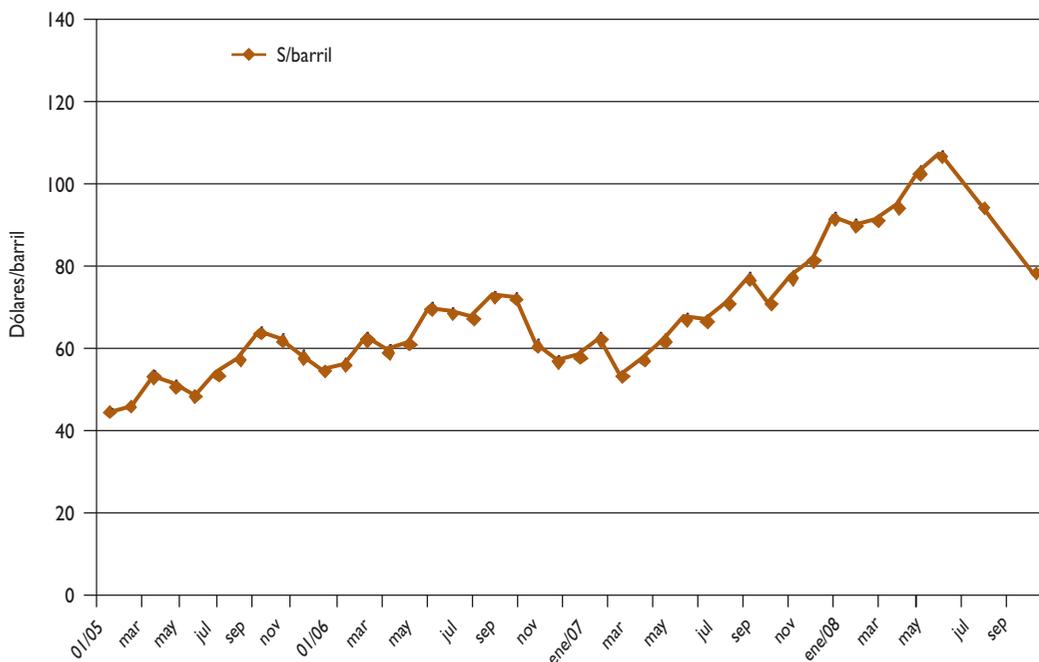


FIG. 2. Precios mensuales medios del petróleo (Mar del Norte). Serie mensual, 2005-2007

Fuente: BdE.

2008, al situarse el precio del barril de petróleo en niveles similares a los de octubre de 2007 (en la eurozona la tasa de inflación ha descendido desde el 4% de julio de 2008 hasta el 3,6% en septiembre). Tras alcanzar el euro una cotización media de 1,58 dólares en julio de 2008, dicha divisa ha sufrido una intensa devaluación posterior, situándose por debajo de los 1,40 dólares en el transcurso de octubre de 2008 (FIG. 2bis).

El FMI prevé la continuación de la situación de debilidad del cuarto trimestre de 2008 en la primera mitad de 2009, anticipando una ligera recuperación del crecimiento en los últimos meses de dicho ejercicio, siempre que se cumplieren los supuestos sobre los que basa su previsión. Dichos supuestos consisten en que sigan estabilizados los precios de las primeras materias y de los alimentos, como ya ha sucedido en la segunda mitad de 2008, que los precios de la vivienda "toquen fondo" en 2009 en Estados Unidos y que se recupere algo la construcción residencial en dicho país.

Pero el supuesto más relevante para mejorar el perfil general de la economía

mundial en 2009 consistiría en lograr aportar una solución "sistémica" a la crisis financiera, evitándose un nuevo empeoramiento de la actividad de intermediación de las entidades de crédito (FMI, *op.cit.*). El "stress" instalado en el sistema bancario tiene unos efectos económicos más adversos que cuando dicho stress afecta a los mercados bursátiles o de divisas. La prolongación de dicha situación de stress financiero acaba por perjudicar a las empresas y a los hogares, creando así las condiciones para una profunda recesión.

3. LA ECONOMÍA ESPAÑOLA. UNA DESACELERACIÓN PRONUNCIADA

La economía española creció en 2007 en un 3,7%, en línea con el perfil expansivo de la década que terminó en dicho ejercicio. Sin embargo, dicho crecimiento comprendió evoluciones muy dispares entre los dos semestres del año. En el primer semestre de 2007 el ritmo de variación intersemestral anualizado fue del 2%, mientras que en el segundo el ritmo citado se frenó hasta el 1,2%. Esta tendencia hacia un menor

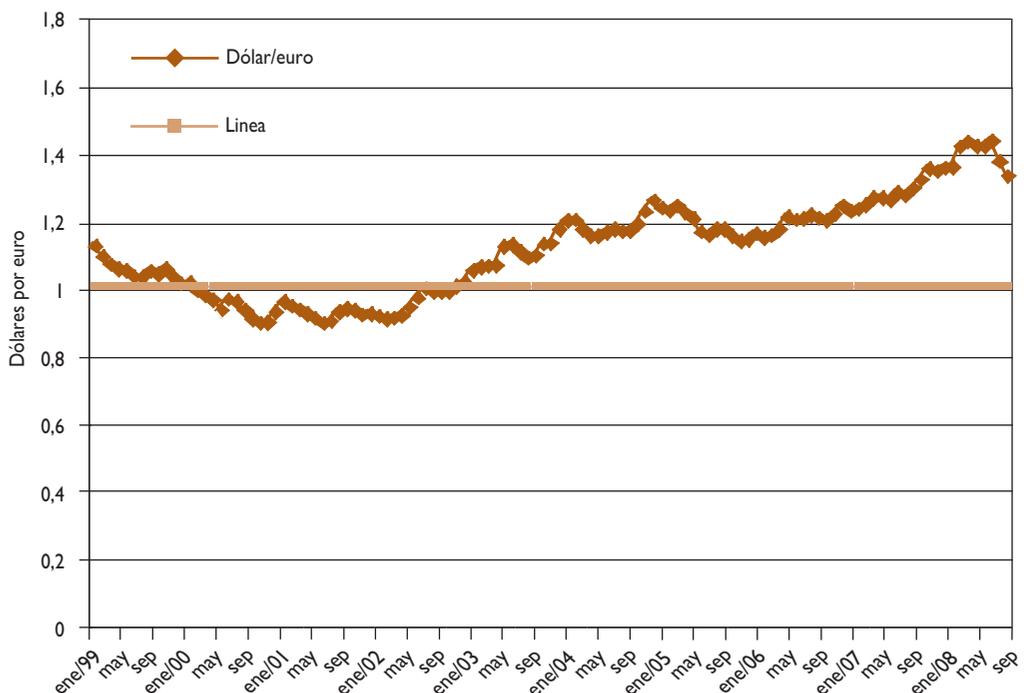


FIG. 2bis. Tipo de cambio dólar/euro. Serie mensual 1999-2007

Fuente: BdE.

crecimiento continuó en el primer semestre de 2008, en el que la variación intersemestral anualizada del PIB fue solo del 0,4%.

El decreciente crecimiento del PIB estuvo marcado por una evolución paralela a la baja del consumo de los hogares, cuya variación intersemestral fue solo del 0,7% en el 2.º semestre de 2007 (2% en el primero). Pero el cambio más abrupto vino de la mano de la inversión en vivienda, cuyo peso en el PIB se había aproximado al 9,5% en el primer semestre de 2008. La variación intersemestral anualizada de dicho componente de la demanda pasó desde el 5% del primer semestre de 2007 al 0,8% en el 2º semestre, experimentando un ritmo negativo de variación, el -8,1%, en el primer semestre de 2008.

En términos de la variación interanual, la demanda interna (1,2% es el aumento real previsto para la misma en 2008) aparece como la responsable de la acusada

desaceleración del aumento del PIB previsto para 2008, el 1,4% según el panel de expertos convocados por FUNCAS. El gobierno ha incluido una previsión de aumento del PIB del 1,6% en la documentación anexa al proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2009 (PGE 2009), aunque la evolución de la economía después del verano hace parecer como más realista la previsión citada de los expertos (FIG. 3).

La notable desaceleración del crecimiento de la economía española en 2008 y la aún mayor disminución del crecimiento prevista para 2009 (0,3% según los expertos en cuestión y 1,6% según el gobierno) está resultando más moderada por el papel positivo que el resto del mundo ha pasado a desempeñar desde 2008. La evidente desaceleración de las importaciones, derivada de la debilidad de la demanda interna, cuyo crecimiento previsto en 2008 (1,2%) se ha reducido a la cuarta parte del registrado en

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

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

(*) Previsiones.

Fuente: INE, Funcas (Panel de Expertos).

2007 (4,9%), ha cambiado el perfil de la citada aportación al crecimiento de la demanda exterior neta.

En 2008 y 2009 el crecimiento de la economía española y el de la eurozona resultarán equivalentes, lo que contrasta con el diferencial de punto y medio a favor de España que se registró en el periodo previo de auge 1998-2007 (FIG. 4). Dicho auge tuvo su principal motor en la inversión en vivienda, en el impacto derivado de los mayores precios de la misma sobre el consumo de los hogares y en el intenso proceso de endeudamiento de hogares y de empresas financieras y no financieras.

La desaceleración del crecimiento de la economía española ha estado acompañada de un comportamiento del empleo notablemente menos expansivo que el registrado en los años precedentes. De acuerdo con la Contabilidad Nacional Trimestral, el número de empleos a tiempo completo estimado en dicha fuente estadística desaceleró su expansión desde el 2,9% interanual de 2007 hasta el 0,9% del primer semestre de este ejercicio. El empleo en la construcción, tras aumentar en un 4,8% en 2007, disminuyó en un -4,5% en el primer semestre de 2008

sobre el mismo periodo del año precedente (FIG. 5).

La afiliación a la Seguridad Social a fines de septiembre de 2008 había retrocedido en un -2,5% sobre el mismo mes de 2007, correspondiendo en dicho periodo un retroceso del -15,6% a la afiliación en el sector de la construcción. El paro registrado de septiembre de 2008 ascendió a 2.625.000 personas, un 30,1% más que en el mismo mes del año anterior, correspondiente a un aumento absoluto anual de 608.000 en el número de parados. El crecimiento relativo más acusado del desempleo tuvo lugar en la construcción, sector en el que los parados aumentaron en un año en un 64,1%.

El aumento interanual del índice de precios de consumo (IPC) alcanzó el ritmo más elevado en julio de 2008, el 5,3%. Dicho ritmo se ha desacelerado hasta el 4,5% de septiembre de 2008, ante el fuerte descenso experimentado por los precios del crudo de petróleo desde el verano de 2008. En la variación interanual citada del IPC destacó el aumento del 6,9% del grupo de "alimentos elaborados", junto a los incrementos del 14,8% de "productos energéticos" y del 16,2% del grupo de "carburantes y combustibles".

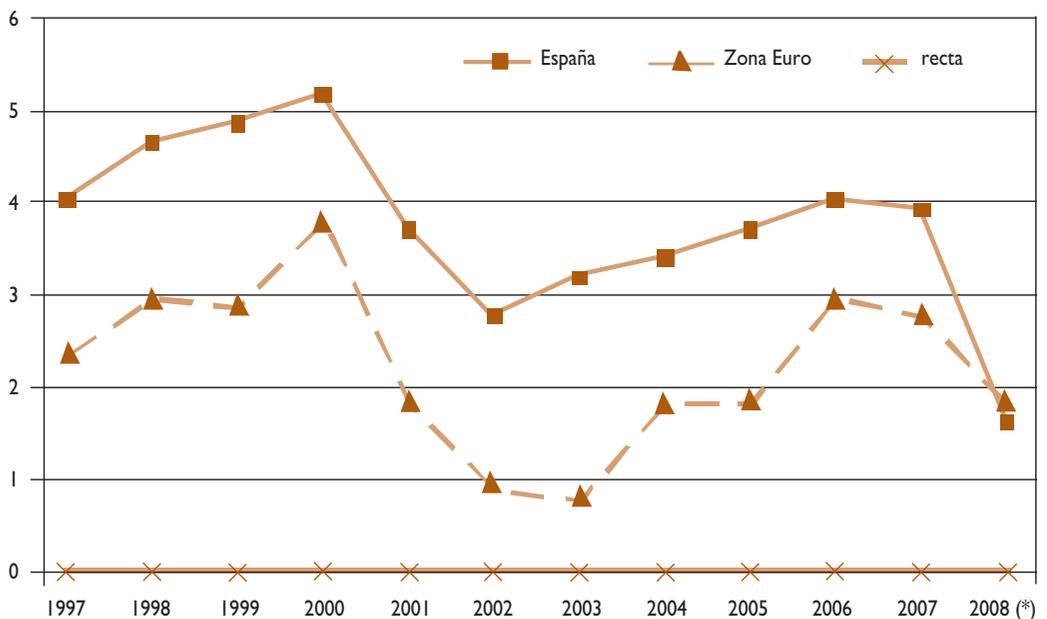


FIG. 4. Crecimiento anual del PIB. Tasas de crecimiento, España y Eurozona, 1997-2008

(*) Previsión.

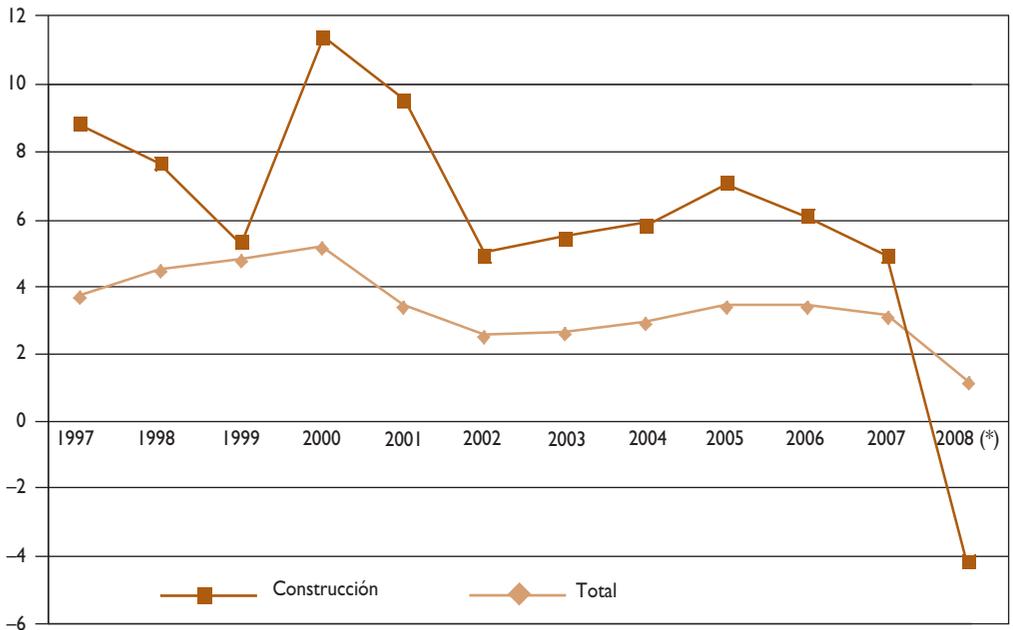


FIG. 5. Empleo según CN Trimestral. Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Tasas de variación interanual, 1997-2008

(*) Estimación con datos del primer semestre.

La balanza de pagos presentó un aumento del déficit del 9,2% en enero-julio de 2008 sobre el mismo periodo del año anterior. En enero-julio de 2008 el 48,5% del déficit de la balanza de mercancías correspondió a los productos energéticos, mientras que la eurozona supuso el 26,8% del déficit en cuestión. Se mantiene una previsión de déficit corriente para 2008 del 10% del PIB, similar a la del año precedente.

La previsión de crecimiento de la economía española para 2008-2009 (FIG. 3) presenta unos rasgos bien diferentes a los correspondientes a la década de fuerte expansión 1998-2007. Durante esta última el PIB aumentó a un ritmo medio anual del 3,8% y el subsector de la construcción residencial lo hizo a un ritmo del 7,8%, mientras que el empleo lo hacía al 3,4%. Aunque el PIB por habitante se duplicó en dicho periodo, el coste del cambio cíclico va a ser muy pronunciado, como ya se advierte en las cifras del paro registrado y en la intensa elevación de la tasa de desempleo. Esta última fue del 10,4% de los activos en el 2.º trimestre de 2008, alcanzando el nivel máximo por autonomías, el 16,3%, en Andalucía. En esta autonomía durante los

años del auge se construyeron más viviendas que en todo el Reino Unido, a título de ejemplo.

La política monetaria futura deberá seguir la pista a los precios de las viviendas para evitar la formación de burbujas tan notables en dichos precios como la registrada en el periodo analizado. Crecimiento económico no implica necesariamente desarrollo económico. La carencia de diversificación de la economía española en la década en cuestión ha convertido a esta última en vulnerable en exceso a los cambios del mercado de vivienda.

Los Reales Decretos Leyes 6/2008 y 7/2008 (BOE de 14.10.2008) incluyen lo más destacado de la actuación del gobierno español, para hacer frente a la fuerte crisis financiera de 2008, en línea con la estrategia establecida en el eurogrupo. Dicha crisis ha llevado los niveles de concesión de nuevos préstamos a unas cuantías incompatibles con el buen funcionamiento de la economía española, a causa de la falta de confianza entre las entidades de crédito, cuya situación de liquidez se ha resentido de forma sustancial a lo largo del ejercicio de 2008.

El establecimiento de avales del Estado a las operaciones de financiación nueva de las entidades de crédito (básicamente emisiones de renta fija y depósitos interbancarios) por una cuantía de hasta 100.000 millones de euros en 2008, la posibilidad de que el Estado refuerce los recursos propios de las entidades de crédito a través de participaciones preferentes y de cuotas participativas, la creación de un Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (instrumentos financieros emitidos por entidades de crédito y fondos de titulización) por una cuantía de hasta 50.000 millones de euros, son las piezas más destacadas de dicha actuación. El resto de los países del eurogrupo han anunciado medidas de carácter equivalente, aunque específicas para cada país.

Existen todavía muchos riesgos por delante. Una recesión severa podría ocasionar un alza aguda en los fallidos, con profundas implicaciones para los mercados de crédito y para los bancos. No se trata de calmar a los mercados durante una semana, sino de resolver la crisis (MUNCHAU, 2008).

5. EL MERCADO DE VIVIENDA

5.1. Visión general

La información disponible sobre la evolución del mercado de vivienda ha señalado una nueva profundización del descenso de la demanda en 2008 (-27,4% cayeron las compraventas registradas hasta julio). Las inversiones extranjeras en inmuebles fueron el componente más dinámico, al crecer en un 7,8% en el primer semestre.

La nueva oferta volvió a retroceder abruptamente hasta julio (-58,1% fue el descenso de los visados de obra nueva de los aparejadores en los siete primeros meses del año). Esta evolución resulta paralela con el descenso de los nuevos préstamos formalizados a comprador de vivienda en el periodo enero-agosto de 2008 respecto del mismo periodo de 2007 (-37,5%). Persistió la desaceleración de los aumentos de los precios de la vivienda hasta el tercer trimestre del año. El nuevo índice de precios de vivienda del INE registró un ligero descenso interanual en el segundo trimestre de 2008 (FIG. 6).

5.2. La evolución de los fundamentos de la demanda

En cuanto al comportamiento de las variables fundamentales respecto de la demanda de vivienda, en 2008 ha destacado la moderada desaceleración registrada por la renta disponible real (2,3% frente al 2,9% de 2007), donde está teniendo lugar una recomposición acelerada de los niveles de ahorro de los hogares (FIG. 7).

El crecimiento de los tipos de interés de los préstamos para compra de vivienda registrada hasta agosto supuso un aumento medio de la cuota a pagar por un préstamo a 25 años del 6,1% en los ocho primeros meses de 2008 sobre 2007, en el caso de un préstamo de la misma cuantía (FIG. 8). La fuerte desaceleración del empleo antes citada no contribuye asimismo a reforzar la demanda de vivienda.

5.3. Los precios de las viviendas. El nuevo Índice de Precios de Vivienda

En cuanto a los precios de las viviendas, la estadística de precios de tasación del Ministerio de Vivienda registró un descenso intertrimestral del -1,3% en el tercer trimestre de 2008, con lo que la variación interanual de dicho periodo fue de un modesto aumento del 0,4% sobre el mismo periodo de 2007. Esto último implicó una variación media interanual del 2,1% en los tres primeros trimestres de 2008, aumento sensiblemente inferior al del índice de precios de consumo en enero-septiembre de 2008 (4,6%) (FIG. 9).

En la citada estadística del Ministerio de Vivienda, apoyada en las tasaciones, Navarra presentó el mayor crecimiento interanual en el tercer trimestre de 2008 (5,1%), mientras que Madrid registró el retroceso más acusado (-3,7%) en el mismo periodo. Los precios medios de las viviendas protegidas tasadas en el tercer trimestre de 2008 ascendieron a 1.123,4 euros por metro cuadrado, el 54,3% del precio medio de la vivienda libre en el mismo periodo de tiempo. El aumento interanual de los precios de las viviendas protegidas fue del 6,6% en dicho trimestre de 2008, por encima del crecimiento de 2007 (5,4%).

FIG. 6. Mercado de vivienda. España principales magnitudes, 2007-2008. Porcentajes

Demanda	2007	2007/2006 (%)	2008/2007 (%)	Último dato
1. Compraventas.Viviendas (*)	788.518	-13,9	-27,4	
I.1. Nuevas	341.264	-12,4	-13,5	Jul-08
I.2. Usadas	447.254	-15,1	-37,0	
2. Hipotecas sobre viviendas (número de viviendas hipotecadas)	1.235.200	-6,7	-25,5	Jul-08
3. Hogares. Miles (4.º T)	16.448	2,6	2,9	2008 II
4. Inversión extranjera Viviendas equivalentes	26.123	14,2	7,8	2008 II
Oferta				
5. Aparejadores.Visados obra nueva	651.400	-24,7	-58,1	Jul-08
6. Aparejadores.Viviendas terminadas	641.420	9,5	0,3	Jul-08
7. Viviendas iniciadas (**)	616.000	-19,0	-39,6	Jun-08
8. Inversión en vivienda millones € (***)	98.112	3,8	-3,7	2008 II
9. Stock de viviendas, a 31-XII (miles)	24.496	2,7	2,9	Jun-08
Precios				
10. Precios viviendas (4.º T) €/m ²	2.085,5	4,8	0,4	2008 III
11. Precios VPO	1.071,1	5,5	6,6	2008 III
12. Precios viviendas INE	100,0	10,0	-0,3	2008 II
Financiación				
13. Créditos comprador vivienda formalizaciones (millón euros)	145.298	-14,7	-37,5	Ago-08
14. Cuota por cada 1.000 euros en préstamos a 25 años (€/mes)	5,92	10,2	6,1	Ago-08

(*) Registradores.

(**) Estimaciones del Mº de Vivienda.

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

Fuente: Registradores de España, Mº de Vivienda y Banco de España.

El INE publicó en septiembre de 2008, por primera vez, los valores medios trimestrales del índice con base 100 en 2007 elaborado por dicho organismo a partir de los datos procedentes de los valores declarados en las escrituras de compraventas de vivienda intervenidas por los notarios. En la elaboración de dicho indicador entran todas las compraventas efectuadas en cada trimestre, diferenciándose entre viviendas nuevas y usadas. Los precios incluidos para la obtención del índice ascienden a unos 40.000 al trimestre.

En la nueva estadística de precios de vivienda del INE se ha tratado de corregir los problemas de medida de la variación de dichos precios estableciendo una relación entre las cualidades unitarias de la vivienda y los precios de mercado, esto es, entre los

atributos locacionales y estructurales y los precios observados. El nuevo índice de precios de viviendas se obtiene a partir de los precios estimados por medio de las relaciones cuantitativas establecidas entre las características de las viviendas y los precios observados de las mismas.

Las viviendas se estratifican estableciendo un sistema de "celdas", correspondientes a unas características (diez en este caso) muy aproximadas en cuanto a localización y atributos. Dentro de cada celda o estrato (el número de celdas citado asciende a 52.000), se ajustan los precios conforme se dispone de nueva información. El precio medio agregado se obtiene como media ponderada de los precios estimados en cada una de las citadas celdas. Las ponderaciones proceden del valor de la superficie vendida de cada tipo de

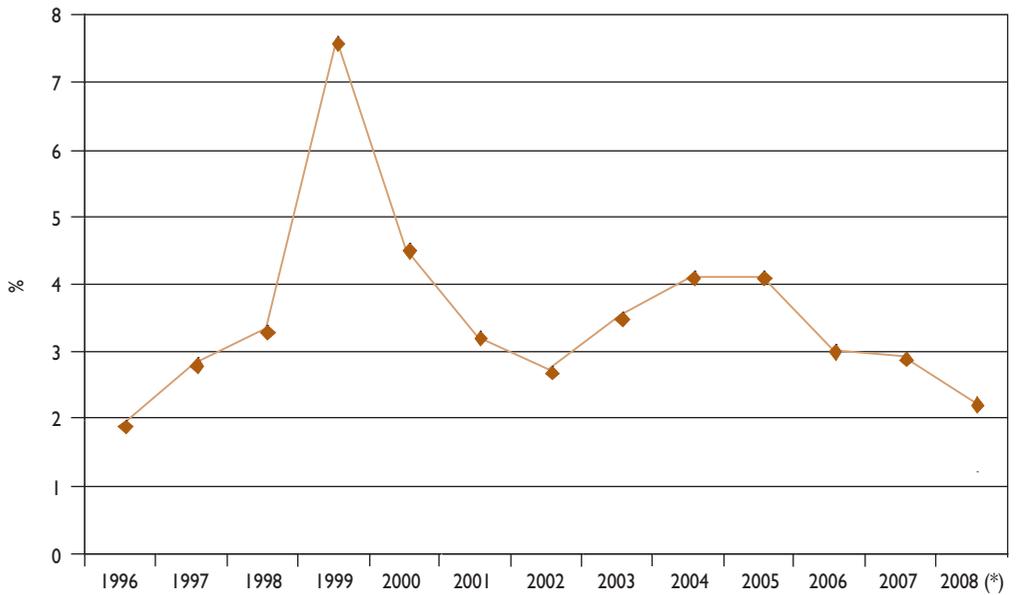


FIG. 7. Renta disponible de los hogares. Variaciones interanuales, deflactadas con el IPC, 1996-2008

(*) Estimado con datos del segundo trimestre de 2008 (IPC hasta septiembre).

Fuente: INE y BdE.

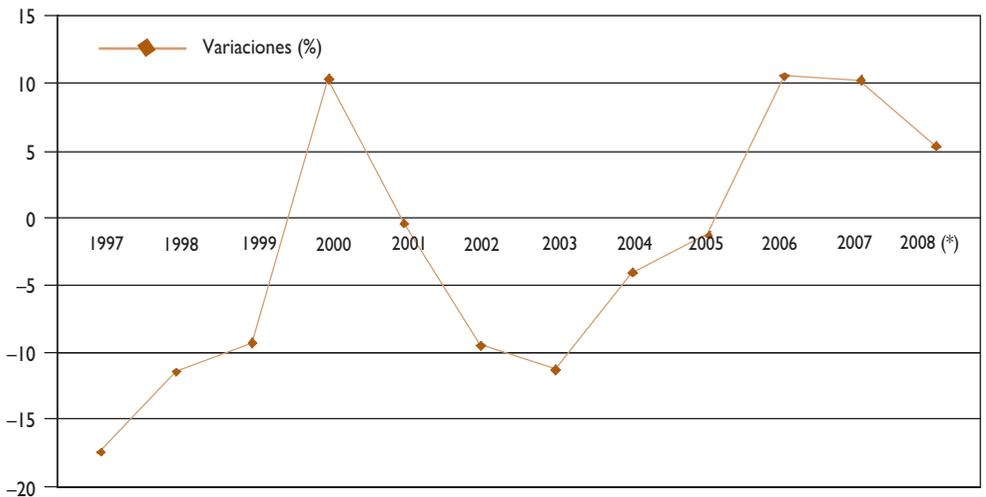


FIG. 8. Crédito a comprador de vivienda. Variaciones anuales de la cuota del préstamo, a un plazo de 25 años. Serie anual 1997-2008

(*) Estimado con datos del segundo trimestre de 2008 (IPC hasta septiembre).

Fuente: INE y BdE.

viviendas en el promedio de los tres años precedentes.

De los resultados publicados por el INE se deduce que los precios de las viviendas han venido registrando una acusada desaceleración en España desde 2007 (FIG. 10). Dicha desaceleración se ha hecho

más acusada en el caso de las viviendas usadas, que en el segundo trimestre de 2008 descendieron en un -4,9% sobre el mismo periodo del año anterior. El índice general descendió en un -0,3% en el mismo periodo, mientras que el índice correspondiente a las viviendas de nueva construcción todavía

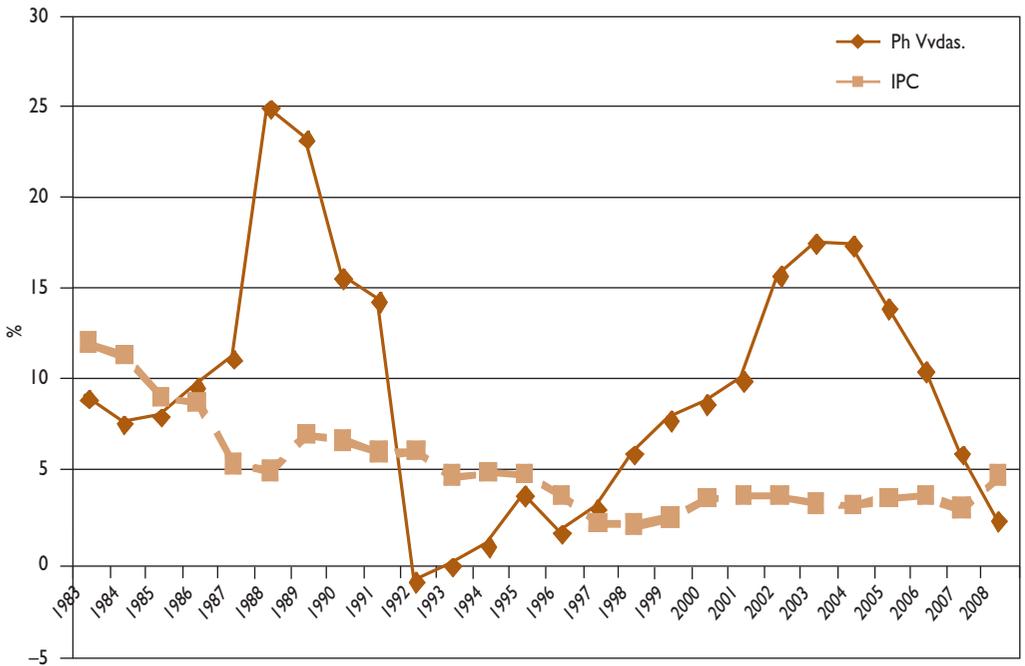


FIG. 9. Precios de las viviendas e Índice de Precios de Consumo. Variaciones medias anuales, 1983-2007

(*) Datos hasta el tercer trimestre para los precios de vivienda y hasta septiembre para el IPC.

Fuente: M° de Vivienda e INE.

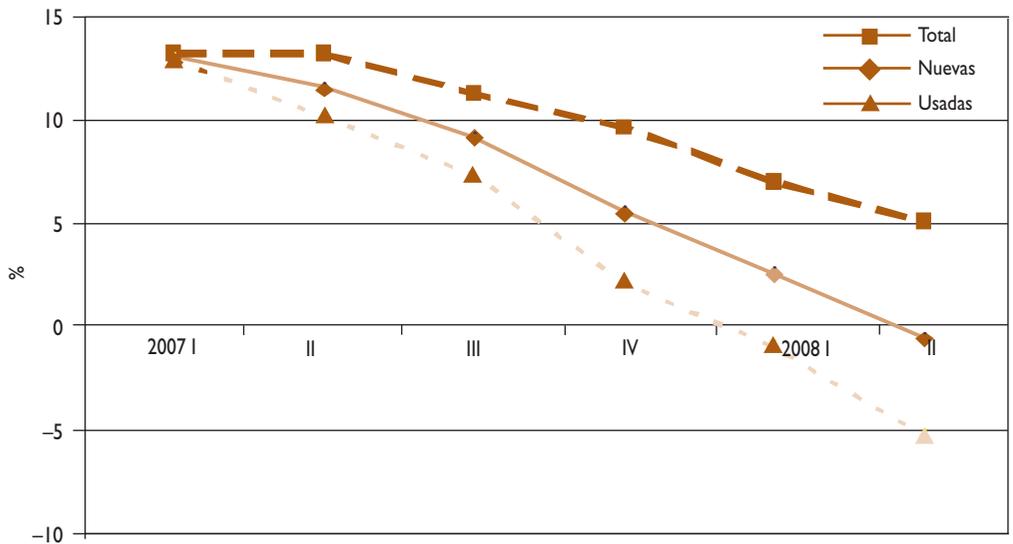


FIG. 10. Índice de precios de vivienda. Tasas de crecimiento interanual, 2007-2008

Fuente: INE, sobre los valores declarados a los notarios.

aumentó en un 5,3% en el periodo en cuestión.

La evolución decreciente en 2008 de los precios de las viviendas usadas parece

reflejar mejor la idea que se tiene de lo que está sucediendo en el mercado. La financiación se ha endurecido más en 2007-2008 para la compra de una vivienda usada

que en el caso de las viviendas de nueva construcción. En estas últimas el préstamo inicial, previo a la subrogación, lo negocia el promotor con las entidades de crédito, que posteriormente pueden o no aceptar al comprador que les lleva el promotor. Esta circunstancia está afectando posiblemente a la evolución dispar de los precios de venta de los dos tipos de vivienda.

El INE ha publicado los índices de precios agregados para las Comunidades Autónomas, así como para Ceuta y Melilla. En 2007 los aumentos mayores experimentados en el cuarto trimestre de dicho año fueron los de Murcia (13%) y Andalucía (11,1%), mientras que Cataluña (1,3%) y Madrid (0,6%) presentaron los menores aumentos.

En el segundo trimestre de 2008, según la nueva estadística del INE, el aumento interanual más intenso fue el de Extremadura (5%), destacando los descensos interanuales registrados en la Comunidad de Madrid

(-4,8%) y en Cataluña (-5,2%) (FIG. 11), en las que parecen estar produciéndose más ajustes por vía de descensos en los precios que en el resto de las autonomías.

5.4. La accesibilidad. Los precios deben bajar

En 2008 están coincidiendo unos importantes aumentos de los salarios nominales y una desaceleración notable de los precios de venta de las viviendas. El aumento medio de estas últimas es del 2,1% en los tres primeros trimestres, según la estadística del Ministerio de Vivienda (1,3% según el nuevo Índice de Precios de Vivienda), mientras que los aumentos salariales del primer semestre superan el 5%. Está por ver cómo evolucionarán los datos de precios y de salarios del cuarto trimestre, periodo en el que el racionamiento del crédito está resultando especialmente severo.

FIG. 11. Índice de Precios de Vivienda (IPV). Base 2007

Índices por CCAA: general	Tasas interanuales de variación (%)	
	2007TIV	2008TII
Nacional	5,7	-0,3
Andalucía	11,1	3,3
Aragón	0,9	-0,2
Asturias (Principado de)	8,5	1,5
Baleares (Illes)	7,2	1,2
Canarias	8,6	2,8
Cantabria	6,6	2,4
Castilla y León	9,3	3,7
Castilla - La Mancha	9,6	3,5
Cataluña	1,3	-5,2
Comunitat Valenciana	8,8	3,1
Extremadura	9,3	5,0
Galicia	9,8	4,8
Madrid (Comunidad de)	0,6	-4,8
Murcia (Región de)	13,0	4,6
Navarra (Comunidad Foral de)	1,8	0,6
País Vasco	4,1	-1,2
Rioja (La)	8,6	2,0
Ceuta	11,7	3,8
Melilla	14,5	3,5

Fuente: INE.

En todo caso la relación precio de venta de la vivienda/salario medio anual (el coste salarial medio se emplea como aproximación a la renta del hogar que aspira a acceder a la vivienda por primera vez) ha descendido en 2008 (FIG. 12). Sin embargo, el empuje de los tipos de interés producido hasta septiembre de 2008, aunque más moderado que en los dos años anteriores, ha contribuido a que persista un más que elevado esfuerzo medio de acceso a la vivienda en propiedad a precio de mercado, esfuerzo que ha sido equivalente al de 2007. Para conseguir una reactivación de las ventas de vivienda dicho esfuerzo debe de bajar de forma significativa (está situado en torno al 52% de la renta familiar en 2008).

Por Comunidades Autónomas la mayor relación precio de venta/renta familiar se produjo en el 2.º trimestre de 2008 en el País Vasco (11,39), seguido de Baleares (11,25) y Madrid (10,76). Por consiguiente, supuestos unos niveles equivalentes de tipos de interés en cualquier punto de España y unas condiciones generales similares de financiación, en dichas autonomías los mayores esfuerzos de acceso para lograr en propiedad una vivienda de 90 m² construidos (el 66,9% de los ingresos sería lo necesario para acceder en el País Vasco a una vivienda libre en propiedad). Los menores esfuerzos de acceso corresponden a Navarra y Extremadura, en este último caso se ha situado en torno al 32% de los ingresos familiares (FIG. 13).

5.5. La financiación a la vivienda, asignatura difícil

En junio de 2008, por primera vez desde que se dispone de datos sobre la distribución del crédito por actividades, el saldo vivo del crédito inmobiliario (promotor, constructor y comprador) ha aumentado por debajo del conjunto del crédito al sector privado (8,7% frente al 10,8% de este último total) en términos interanuales (FIG. 14). Dentro de los componentes de este último, el aumento menor correspondió al crédito a constructor (6,3%), en el crédito a los hogares el aumento interanual citado fue del 8,2%, y para los servicios inmobiliarios (promotores) la tasa de aumento en cuestión todavía fue de dos dígitos en junio de 2008 (11%) (FIG. 15).

La desaceleración del aumento del saldo vivo de los diferentes componentes del crédito inmobiliario no ha podido ser, pues, más espectacular en la primera parte de 2008. Los nuevos créditos a comprador de vivienda descendieron en el periodo enero-agosto en un -37,5% sobre el mismo periodo de 2007. Se ha apreciado, por otra parte, un aumento del diferencial entre el euribor a doce meses y el tipo de intervención del Banco Central Europeo (el 4,25% hasta octubre de 2008) y también ha crecido algo el diferencial del tipo de interés a comprador de vivienda y el Euribor citado (FIG. 15bis).

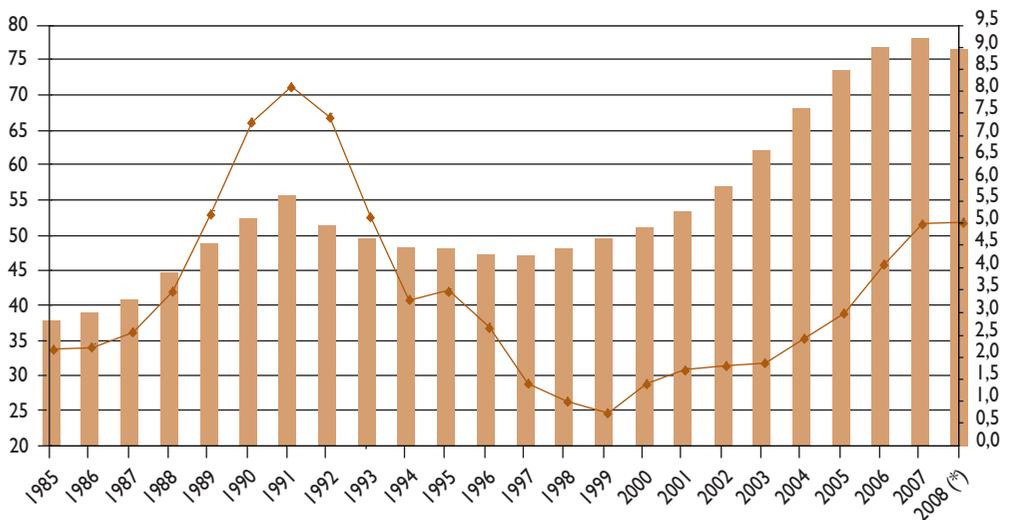


FIG. 12. Accesibilidad a la vivienda. Primer acceso. Esfuerzo bruto

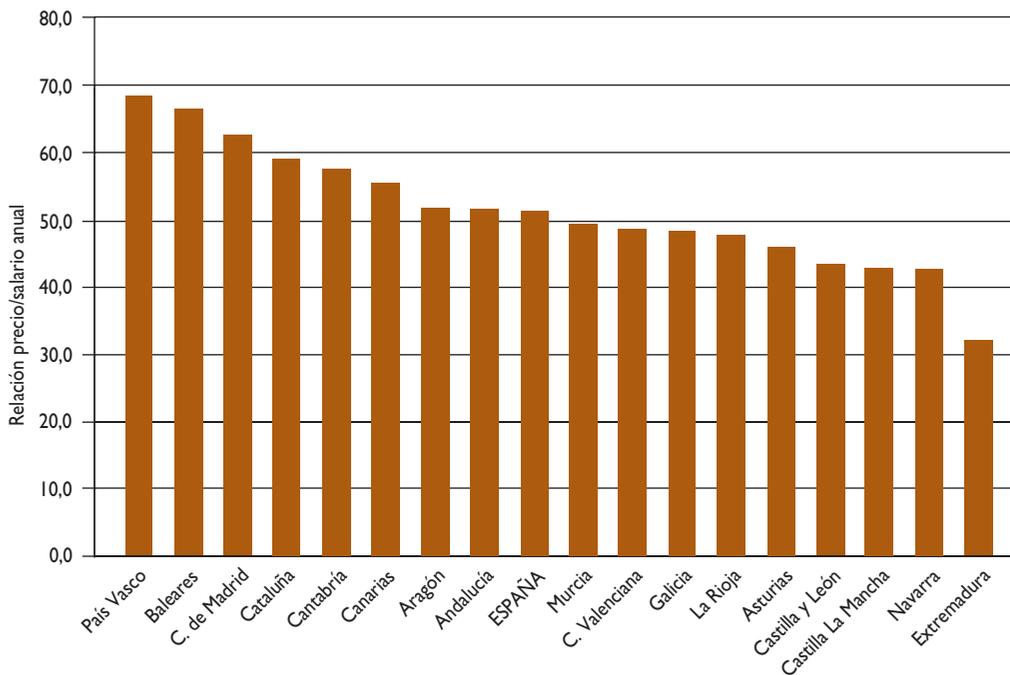


FIG. 13. Vivienda. Esfuerzo bruto de acceso (%). España y CC.AA. 2008, 2.º trimestre.

Nota: El esfuerzo se obtiene dividiendo la cuota anual derivada del préstamo preciso para acceder a una vivienda de 90 m² construidos (80% del valor de mercado) por el salario anual correspondiente al mismo trimestre.

Fuente: INE y Mº de Vivienda.

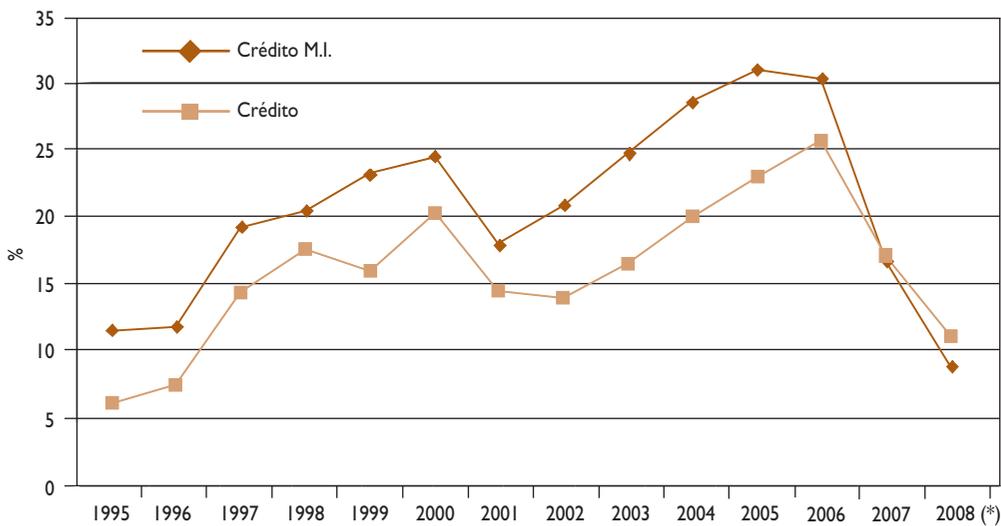


FIG. 14. Crédito inmobiliario y crédito a otros sectores residentes. Tasas de variación interanual, a 31 de diciembre

(*) Estimación.

Resulta evidente que la crisis de liquidez y de solvencia acaecida en el sistema financiero no iba a favorecer la financiación de ningún sector productivo en particular. Pero sí que

resultaba obvio que el subsector de la construcción residencial era el más proclive a sufrir las consecuencias de la nueva actitud de las entidades de crédito ante el riesgo

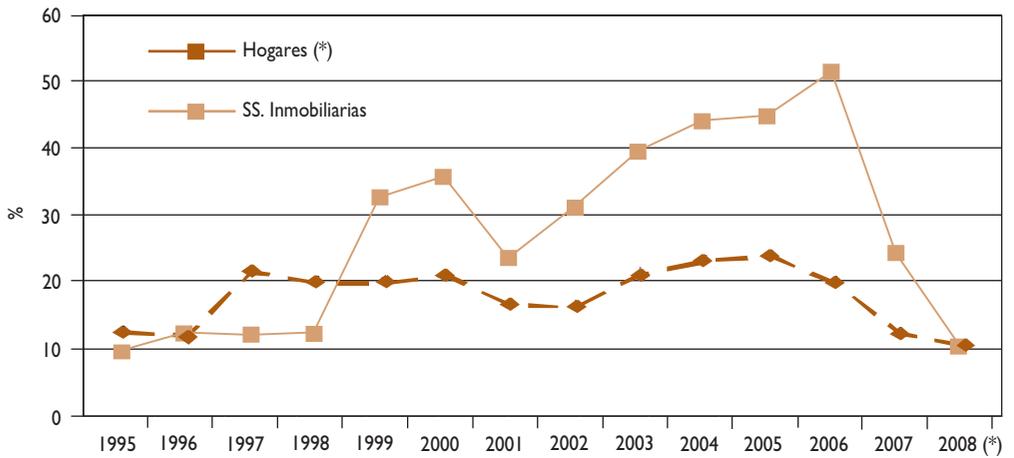


FIG. 15. Crédito inmobiliario, a promotor y a comprador, 1995-2008. Variaciones interanuales a 31 de diciembre

(*) Tasa interanual a 30 de junio.

Fuente: BdE.

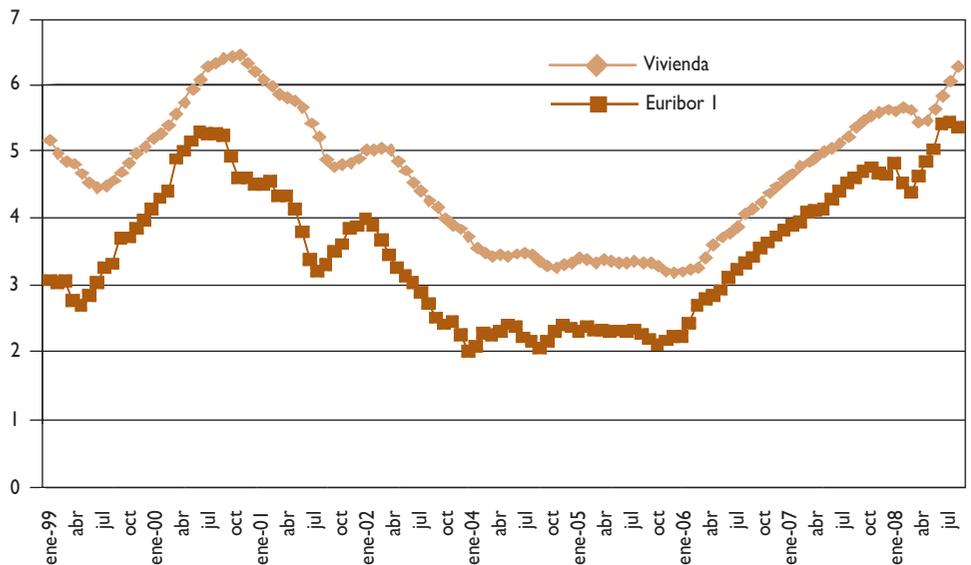


FIG. 15bis. Tipos de interés: crédito a comprador de vivienda y euribor a 12 meses. Serie mensual, 1999-2008

Fuente: BdE.

crediticio. Esto se debe, en parte, al destacado papel desempeñado por dicho subsector en el fuerte endeudamiento producido en años precedentes, que ahora pesa sobre las entidades de crédito, sobre todo si estas han acudido a financiarse fuera de España.

El que los tipos de interés sean muy superiores a las expectativas de revalorización de la vivienda implica la realidad de una fuerte elevación del coste de

capital, lo que contribuye a deprimir la demanda de vivienda, en especial para los adquirentes inversores.

5.6. Ventas de viviendas, nueva oferta, viviendas nuevas a la venta

Entre enero y julio de 2008 las compraventas de viviendas registradas

cayeron en un $-27,1\%$, correspondiendo el mayor descenso a las viviendas usadas (-37%), mientras que el retroceso de ventas fue más moderado en las ventas de viviendas de nueva construcción ($-13,5\%$) (FIG. 16). Tras alcanzarse un nivel máximo

de ventas de viviendas próximo al millón en 2005, en 2007 y 2008 los descensos de dicha magnitud se han intensificado, destacando en especial la pérdida de importancia de las ventas de viviendas de segunda mano (FIG. 17).

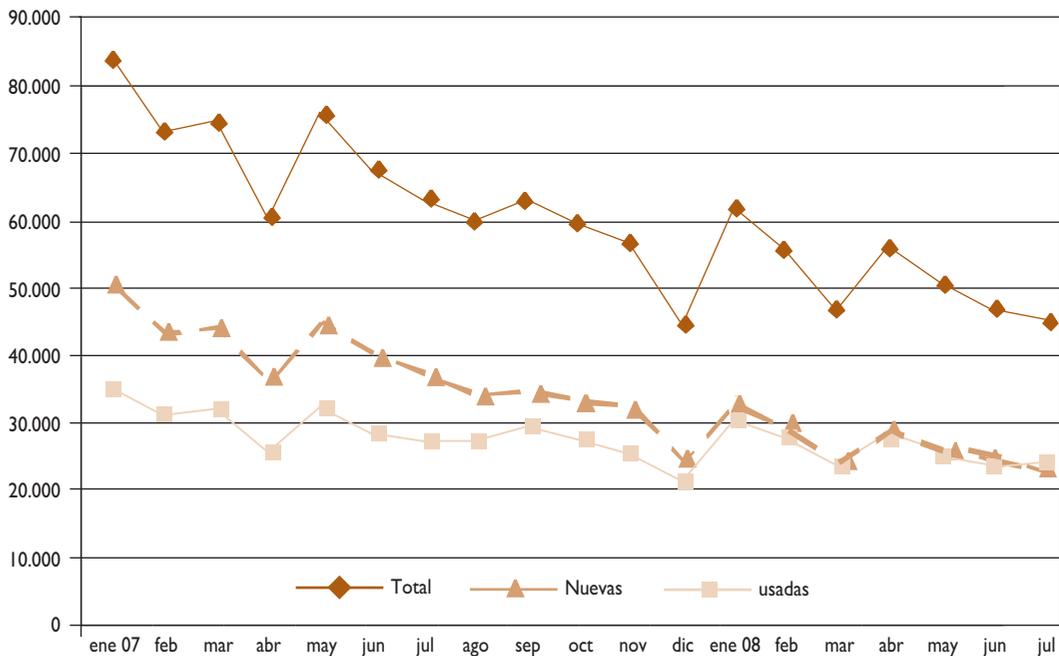


FIG. 16. Compraventas de viviendas. Serie mensual, 2007-2008

Fuente: INE, Registradores de España.

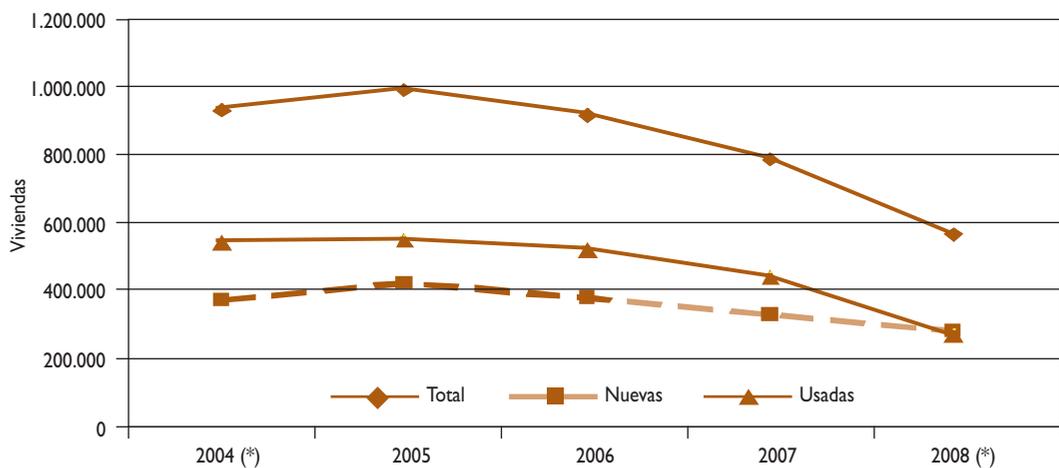


FIG. 17. Compraventas anuales de viviendas. Totales y de nueva construcción, 2005-2008

(*) Estimación para 2004 con los datos de compraventas (notarios).

(**) Estimación de 2008 con datos hasta julio.

Fuente: INE y Registradores de España.

Comparando las viviendas terminadas cada año con las ventas de viviendas de nueva construcción, estimadas a partir de los certificados de fin de obra de los aparejadores, entre 2004 y 2007 aparece un total de viviendas nuevas no vendidas de alrededor de 700.000 viviendas, a las que habrá que añadir las más de 300.000 que se unirán en 2008 (FIG. 18).

Los datos procedentes de los Colegios de Aparejadores, publicados por el Ministerio de Fomento, indicaban que hasta julio el total de visados de dirección de obra nueva había retrocedido en un -57,2% sobre el mismo periodo de 2007, mientras que las viviendas terminadas (CFO) crecieron en un 0,3% en el mismo periodo. Esta última tasa resulta muy inferior a la de los primeros meses de 2008, lo que puede revelar que numerosas promociones de nuevas viviendas no se están terminando hasta que cambie la situación del mercado de vivienda (FIG. 19). La situación de debilidad de las ventas y de acusado descenso de la nueva construcción residencial puede, pues, prolongarse en torno a un año más tras el difícil otoño de 2008.

6. LA POLÍTICA DE VIVIENDA EN 2008

El Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2009 (PGE-09)

incluye una previsión de aumento del gasto del 4,9%, junto a una previsión de aumento nominal del PIB en el próximo año del 3,5% a precios corrientes (1,1% a precios constantes). La cifra absoluta prevista de PIB corriente para 2009 es de 1,1 billones de euros.

En dicho presupuesto las ayudas a la vivienda tienen una especial relevancia. Por una parte se acrecienta el gasto en ayudas directas en casi un 17% sobre 2008 y, por otra, se estima por primera vez la ayuda fiscal por reinversión en la vivienda habitual, además de incluirse una previsión más precisa del alcance de la ayuda directa a los arrendatarios (Renta Básica de Emancipación, con 350 millones de euros).

Los PGE-09 consideran al Plan Estatal de Vivienda (PEV) 2009-12 como la herramienta fundamental de la política de vivienda. Con dicho Plan se pretende mejorar el acceso a la vivienda, fomentar la creación de un parque de viviendas sociales de alquiler y extender la rehabilitación a pueblos y ciudades en general. Se establece como objetivo destacado el aumento de presencia de la vivienda protegida dentro del mercado de vivienda.

Los PGE-09 resumen algunos de los aspectos más destacados del nuevo PEV, que seguirá descansando en los convenios del Ministerio de Vivienda con las comunidades autónomas y con las entidades financieras.

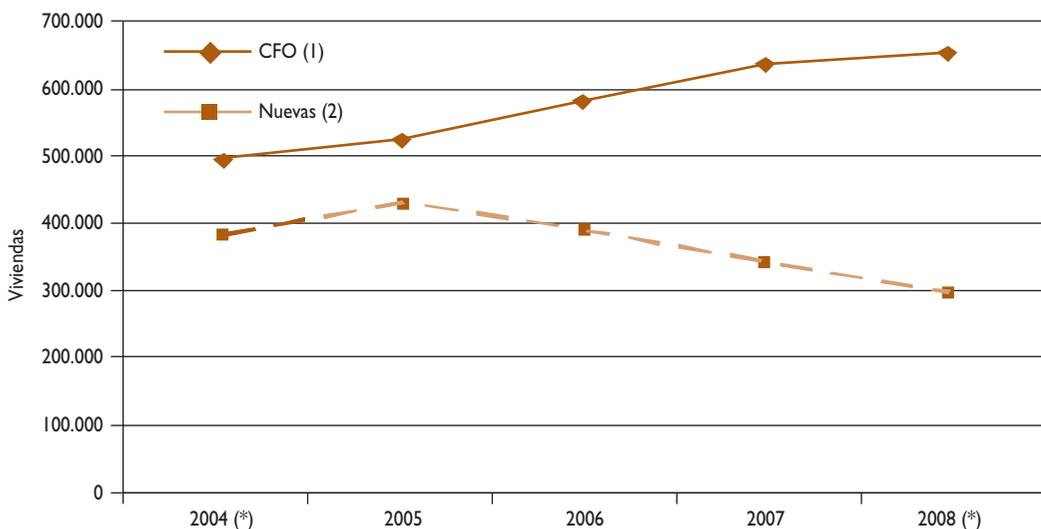


FIG. 18. Viviendas.VV. terminadas y ventas de viviendas nuevas.Totales anuales, 2004-2008

(*) Estimación con los datos de transmisiones (notarios).

(**) Estimación con datos hasta julio para 2008.

Fuente: M° de Fomento y CC. de Registradores.

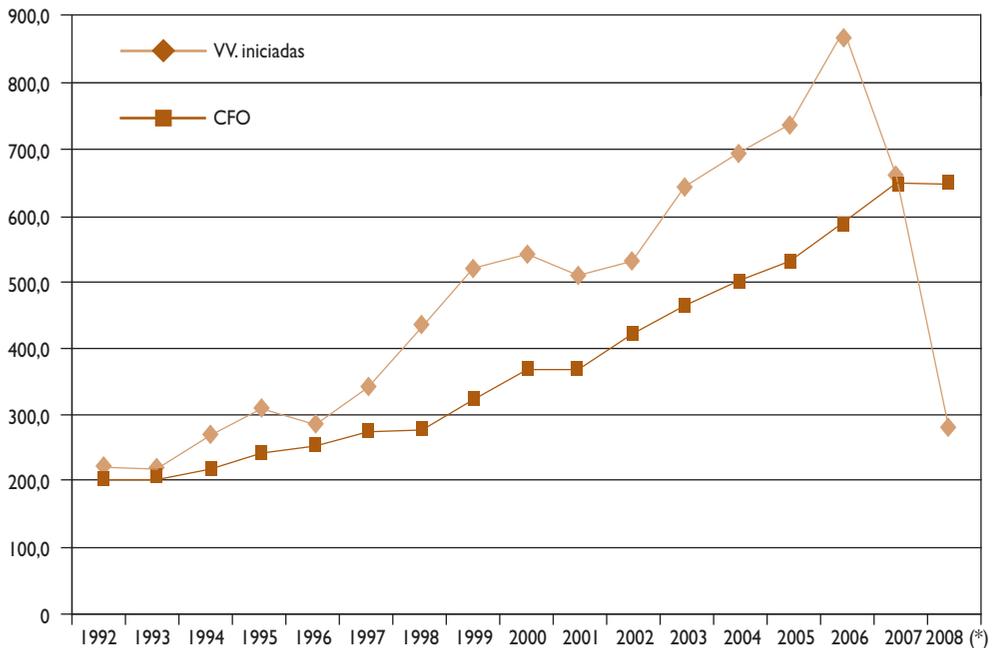


FIG. 19. Viviendas iniciadas y terminadas (CFO), según CC.Arquitectos Técnicos. Serie anual, 1992-2008 (enero-julio)

Se advierte que el número de programas y de actuaciones del nuevo PEV va a continuar siendo abundante. No se alude a la problemática planteada por la situación del sistema financiero en 2008. El diseño previsible del PEV 2009-12 parece considerar que se va a normalizar plenamente el funcionamiento del mercado de crédito en el periodo de aplicación del plan en cuestión.

Los PGE-09 anuncian otras actuaciones de política de vivienda, como son la reforma de las Leyes de Arrendamientos Urbanos (Ley 29/1994) y de Enjuiciamiento Civil (Ley 1/2000), en ambos casos con el fin de fortalecer la posición del arrendador y estimular la oferta de viviendas de alquiler, sobre todo cuando se han adquirido con fines de inversión unas viviendas que en este momento ni se revalorizan ni tampoco resultan de fácil reventa en el mercado.

En cuanto al alcance de la política de vivienda en los PGE-09, destacan los dos componentes relativos a la desgravación fiscal y a las transferencias de capital. El primero asciende a 9.524 millones de euros, y el segundo a 1.607 millones. Los principales componentes de la desgravación son los relativos a la compra de vivienda habitual

(4.268 millones de euros), la exención por reinversión en vivienda habitual (1.240 millones) y la desgravación por alquiler de vivienda al segmento de hogares susceptible de percibir la renta básica de emancipación (350 millones de euros).

Las transferencias de capital corresponden sobre todo a las subvenciones a las cuotas y del pago de entrada de los préstamos convenidos de política de vivienda en el caso de las familias con bajos niveles de ingresos. Tales transferencias ligadas a los préstamos convenidos incluyen viviendas protegidas en propiedad y en alquiler. El presupuesto del Ministerio de Vivienda, 1.586,9 millones de euros un 1% más que el de 2008, supone el 98,8% de las ayudas directas instrumentadas mediante gasto público para el acceso a la vivienda.

El conjunto de las ayudas a la vivienda, directas y fiscales, incluidas en los PGE-09 asciende a 11.131,2 millones de euros, casi el 1% del PIB previsto para España en 2009. Una estimación completa de las ayudas a la vivienda en España obligaría a incluir todas las ayudas de las restantes administraciones públicas, sobre todo por su mayor alcance, de las correspondientes a comunidades autónomas.

Como ya se ha indicado, se está en puertas de una reforma del artículo 9º-3 de la vigente LAU. La reforma en este caso se limita a ampliar los supuestos en los que no procede una prórroga automática del contrato (arrendador que requiere la vivienda para ocuparla por sus familiares en primer grado). Por otra parte, la reforma de la Ley de Enjuiciamiento Civil se destinaría a facilitar el desahucio en el caso de arrendatarios que no paguen las rentas o cantidades debidas y en los casos de expiración legal o contractual del plazo del arrendamiento, reduciendo en ambos casos los plazos de los procesos legales que conducen al citado desahucio. Resulta evidente que con las reformas previstas se persigue el objetivo de impulsar el aumento de la oferta de viviendas de alquiler.

Se trata asimismo de poner en marcha una Oferta Pública de Compra de Suelo para vivienda protegida a través de la entidad pública SEPES. El suelo obtenido sería desarrollado por Sepes para poner solares desarrollados a disposición de los promotores públicos y privados de vivienda protegida. La iniciativa se ha iniciado en octubre de 2008, durará 4 años y su coste ascenderá a 300 millones de euros para la

compra y otros 130 millones para la urbanización de los suelos adquiridos, que posteriormente se destinarán a la construcción de viviendas protegidas.

Se prevé asimismo que el nuevo Plan Estatal de Vivienda 2009-12 entre en vigor a 1º de enero de 2009, anticipándose acerca de su contenido la inclusión en el mismo de un amplio conjunto de actuaciones protegidas. Como ya se ha indicado antes, el futuro de dicho plan, y por tanto el diseño del mismo, dependerán sustancialmente de la situación del sistema financiero en los cuatro ejercicios para los que se supone estará en funcionamiento.

En cuanto a la evolución de la construcción de viviendas protegidas en 2008, en el periodo enero-junio tuvieron lugar descensos significativos en las viviendas iniciadas (-30,1%) y de las terminadas (-11,2%) respecto del mismo periodo del año anterior. (FIG. 20). Por CC. Autónomas, Canarias registró el descenso más importante de las viviendas protegidas iniciadas (-96,8%) en el primer semestre de 2008, destacando el aumento de Andalucía (16,2%) (FIG. 21).

De la estadística de proyectos visados por los Colegios de Arquitectos, (corregida la serie de la falta de datos procedentes de algún

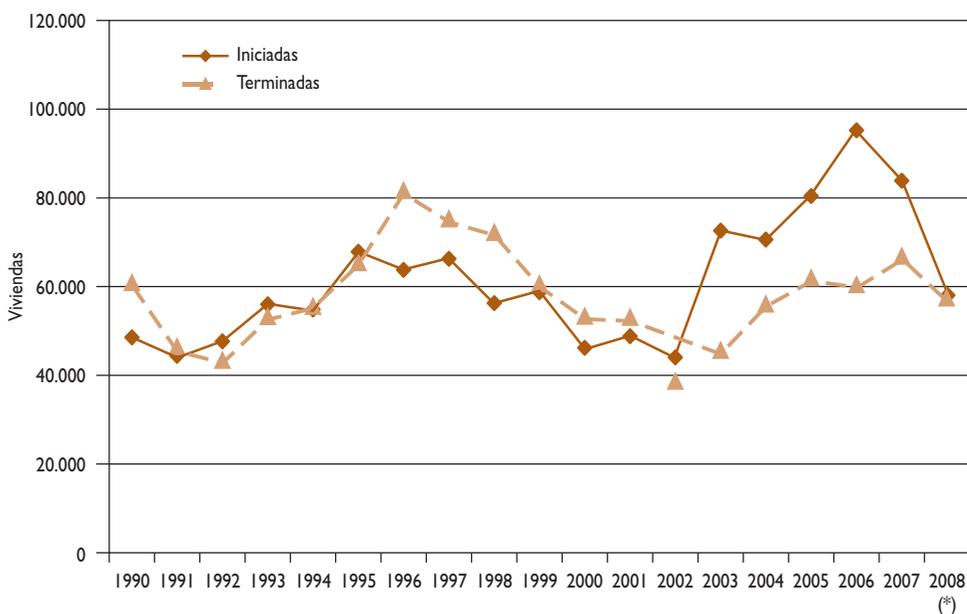


FIG. 20. Viviendas protegidas iniciadas y terminadas. Totales anuales, 1990-2007

(*) Previsión, con datos hasta junio.

Fuente: Mº de Vivienda.

FIG. 21. Viviendas de protección oficial iniciadas 2007-2008

Comunidad Autónoma	2007	Variación 2008/2007 (%) ^(*)
Andalucía	12.562	-16,2
Aragón	3.642	-65,2
Asturias (Principado de)	1.217	-56,3
Balears (Illes)	417	-82,5
Canarias	2.454	-96,8
Cantabria	1.013	-82,0
Castilla y León	5.977	-8,2
Castilla-La Mancha	5.547	-20,8
Cataluña	9.201	13,3
Comunidad Valenciana	4.872	5,9
Extremadura	1.246	-77,6
Galicia	3.000	-35,2
Madrid (Comunidad de)	23.504	-53,6
Murcia (Región de)	2.029	-72,8
Navarra (Comunidad Foral de)	1.010	1,5
País Vasco	5.892	0,0
Rioja (La)	210	-27,7
Ceuta y Melilla	66	...
España	83.859	-30,1

colegio provincial significativo) destaca el hecho de que, incluso retrocediendo el número de proyectos correspondientes a viviendas protegidas, el retroceso ha sido más acusado en los proyectos de viviendas libres.

De esto se deriva un aumento significativo en la proporción que suponen las viviendas protegidas sobre el total (16,5% en el primer semestre de 2008, frente al 7,2% de 2007) (FIG. 22).

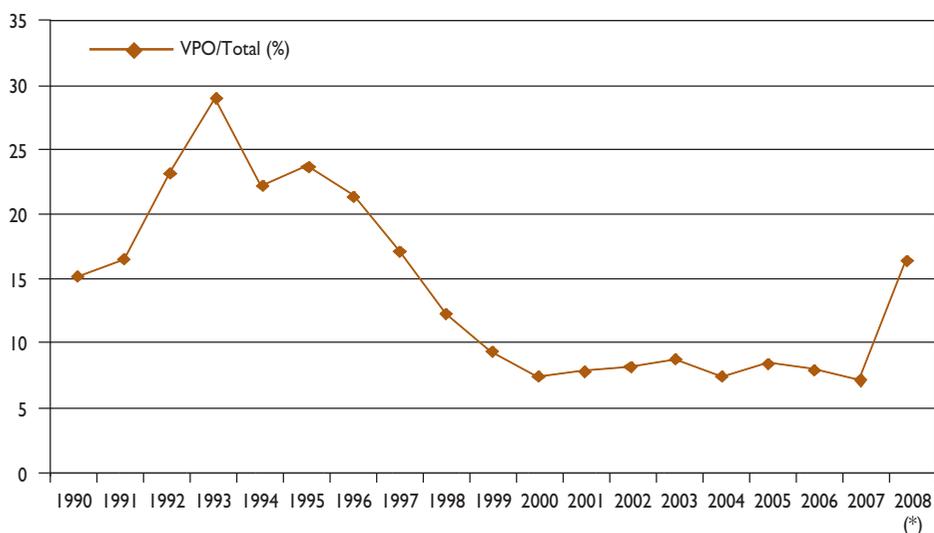


FIG. 22. Proyectos visados por los CC. de Arquitectos. VPO sobre el total (%)

^(*) Previsión

BIBLIOGRAFÍA

- DE GRAUWE, P. (2008): "Temporary full estate ownership is the only solution", *Financial Times*, 10, Octubre.
- FMI (2008): "World Economic Outlook", Octubre.
- MUNCHAU, W. (2008): "Brown offers Europe a lesson in leadership", *Financial Times*, 13, Octubre.
- ROUBINI, N. (2008): "The shadow banking system is unravelling", *Financial Times*, 22, Septiembre.
- SAFT, J. (2008): "This crisis es only the beginning" *International Herald Tribune*, 10, Octubre.
- WOLF, M. (2008): "Financial crisis tests durability of globalisation", *Financial Times*, 10, Octubre.