

2014. Mercado de vivienda: entre el final de la recesión y una débil recuperación

Julio RODRÍGUEZ LÓPEZ

Doctor en CC. Económicas. Vocal del Consejo Superior de Estadística del INE.

«La llegada a Londres de ricos inversores en propiedades inmobiliarias ha alimentado un crecimiento anual del 10% en los precios de las viviendas, pero la nueva investigación relativa al efecto “puerto a salvo” sugiere que el fenómeno citado actúa de forma independiente dentro de pequeñas zonas de la “city” y en un determinado intervalo de niveles de ingresos... La propiedad en el centro de Londres actúa como una reserva monetaria».

J. PICKFORD & K. ALLEN (2014): «Prime London property rises with world’s political turmoil», *The Financial Times*, 13 de enero.

1. Introducción

En el segundo semestre de 2013 la actividad productiva se recuperó a nivel mundial y con menos fuerza en la eurozona, aunque la expansión de los países emergentes fue inferior a las previsiones. En el caso de la economía española, la actividad productiva dejó de retroceder en dicho periodo de tiempo, registrándose en el mismo un ligero aumento del PIB. El mercado de vivienda volvió a presentar en España en 2013 descensos significativos de las ventas de viviendas y nuevos descensos de precios, bastante más moderados al final del año que en el primer semestre. La importante presencia de inversores extranjeros y el que el descenso de las hipotecas superase a la caída de las ventas de viviendas fueron aspectos destacados de dicho mercado en 2013, junto al intenso descenso de las viviendas iniciadas.

En los apartados primero y segundo de este trabajo se resume la coyuntura económica mundial y de España, respectivamente. En los tres apartados siguientes se analiza la evolu-

ción del mercado de vivienda en España en 2013, desde la perspectiva de los precios, demanda y nueva oferta. Por último, en el sexto apartado se comentan los rasgos básicos de la política estatal de vivienda en 2014.

2. Economía mundial. Recuperación moderada pero persistente

En 2013 la economía mundial redujo el ritmo de crecimiento (3,3%) respecto del año precedente (3,8%). Dicha evolución fue consecuencia de la debilidad prolongada de los países avanzados y del relativo «bache» sufrido por las economías emergentes. En los países avanzados, incluso en los casos en los que el crecimiento está siendo mayor, este último resulta débil, muy por debajo del alcanzado en etapas similares de los ciclos precedentes.

En 2013 se produjeron algunas circunstancias que no contribuyeron a impulsar el crecimiento. Entre las mismas destacan, en primer lugar, las adversas reacciones que produjo en los mercados el anuncio de que la Reserva Fede-

ral iba a reducir significativamente las inyecciones de liquidez realizadas mediante las compras de deuda pública. Dicha reacción obligó a mantener una intensidad equivalente en los estímulos monetarios en cuestión.

En segundo lugar, en algunos países emergentes se produjeron cambios coyunturales significativos, que acentuaron la tensión en los mercados. En tercer lugar, en Estados Unidos se planteó el problema del tope impuesto por el poder legislativo a las emisiones de deuda pública federal, circunstancia que provocó serias incertidumbres dentro y fuera de dicho país (OCDE, 2013).

En el caso de la Eurozona el avance producido en el camino hacia la Unión Bancaria Europea se frenó con la negativa alemana, materializada en la «cumbre» de diciembre de 2013, a que se crease en un plazo razonable un mecanismo único de resolución bancaria. Dicho mecanismo habría de dotarse de los recursos necesarios para acompañar las actuaciones del supervisor único fijado para las entidades de crédito de mayor dimensión, el Banco Central Europeo (BCE). No se ha avanzado en la Eurozona en cuanto a mutualización de la deuda se refiere en 2013.

El camino seguido por la Eurozona es el del ajuste fiscal, unido a la devaluación competitiva en los países de la periferia, como forma de lograr la competitividad necesaria para la recuperación. La Eurozona, con todos los problemas pendientes, puede suponer un riesgo para la estabilidad financiera a nivel mundial (MUNCHAU, 2013). El simple ajuste salarial no puede lograr a la vez la competitividad y el crecimiento preciso para rebajar el peso de la deuda pública respecto del PIB.

A pesar de los problemas fiscales que periódicamente plantea en Estados Unidos la negociación del tope a las emisiones de deuda pública federal, la economía de dicho país ha crecido en 2012-2013 ampliamente por encima de la de la Eurozona, casi dos puntos y medio de media anual (FIG. 1). La previsión para 2014 es que persistirá dicha diferencia favorable a Estados Unidos, pero que se suavizará el diferencial en cuestión.

El esfuerzo de ajuste fiscal realizado en Estados Unidos ha sido inferior al efectuado en la Eurozona, especialmente en el caso del ajuste impuesto a los países periféricos deficitarios. La política de «alivio cuantitativo», de inyección de liquidez a la economía, ha resultado bastante más agresiva en el caso de la Reser-

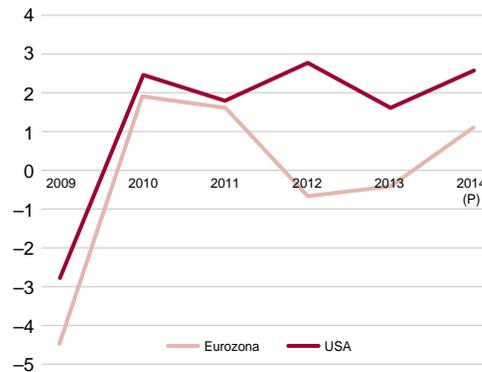


FIG. 1/ PIB. Tasas reales de crecimiento, Estados Unidos y Eurozona, 2009-2014 (previsión)

Fuente: COMISIÓN UE.

va Federal de Estados Unidos respecto de la desarrollada en el mismo sentido por el BCE, circunstancia que ha afectado a la baja al ritmo de crecimiento de la economía de la Eurozona.

En lo relativo a la aportación de liquidez a la economía por parte de los bancos centrales, el caso de mayor activismo es el de Japón. El Banco central de dicho país, el Banco de Japón, va a adquirir 129 billones de euros de deuda pública japonesa entre 2012 y 2014, con lo que la base monetaria de dicha economía se habrá así duplicado. En general, la citada aportación de liquidez se está dejando sentir a nivel mundial en los fuertes aumentos registrados por los precios de los activos, en especial en las acciones cotizadas en Bolsa. También han reaparecido notables aumentos de los precios de las viviendas en algunos países, entre los que destaca el Reino Unido.

Las políticas de estímulo monetario citadas, junto a unos tipos de interés muy reducidos, inferiores al ritmo de crecimiento de la economía, plantean serias dudas en cuanto a que el levantamiento de las mismas pueda resultar posible sin ocasionar serias tensiones en los mercados de capitales. Las ventas de deuda que conllevaría el final de dicha política pueden ocasionar serios quebrantos en el balance de los bancos centrales.

En 2014 (BCE, 2013) se reforzará el modesto crecimiento apuntado en la Eurozona en el segundo semestre de 2013. Dicho ejercicio terminó con una tasa de desempleo elevada en la Eurozona (12,1% de los activos en noviembre de 2013) y con una casi estabilidad de precios, como lo indica la previsión de aumento del 0,8% de los precios de consumo para 2013.

FIG. 2/ Eurozona. Previsiones del BCE Tasas medias de crecimiento interanual (*) Precios constantes. Porcentajes

Magnitudes	2013	2014(*)	2015(*)
Índice precios de consumo armonizado	1,4	1,1	1,3
PIB real	-0,4	1,1	1,5
Consumo de los hogares	-0,6	0,7	1,2
Consumo público	0,1	0,3	0,4
Formación bruta de capital fijo	-3,0	1,6	2,8
Exportaciones	1,1	3,7	4,8
Importaciones	-0,1	3,5	4,7
Empleo	-0,8	0,2	0,4
Tasa de desempleo	12,1	12,0	11,8
Saldo AA. Publicas (%PIB)	-3,2	-2,6	-2,4
Deuda Publica/PIB	93,2	93,6	93,1
Saldo B. Pagos c. corriente (%PIB)	2,0	2,2	2,6

(*) Previsiones.

Fuente: BCE, *Boletín Mensual*, diciembre 2013.

Lo trascendente de las previsiones para 2014 es que el mayor crecimiento anticipado (1,1% en 2014 y 1,3% en 2015) se apoyará en la recuperación de la demanda interna, en la que la inversión en capital productivo empresarial puede ser el componente más dinámico del gasto interno. Los bajos tipos de interés, la menor intensidad de las restricciones crediticias, la necesidad de modernizar las empresas y las previsiones de un mayor dinamismo general de la economía serán factores que impulsarán el gasto de inversión (FIG. 2).

Los más altos precios de las viviendas y las compras especulativas pueden ayudar a los mercados de vivienda. Sin embargo, la debilidad de la renta disponible de los hogares y las expectativas de nuevos descensos de precios en algunos países actuarán en contra de la recuperación de dichos mercados. El empleo crecerá muy lentamente, por lo que la tasa media de desempleo de la Eurozona estará en torno al 12% de los activos en 2014. Durante este año persistirá en dicha área económica el contexto de precios estables o con muy ligero aumento (1,1% es la previsión de aumento medio de los precios de consumo) de los últimos años.

La aportación neta al crecimiento de las exportaciones será muy moderada en 2014-2015, puesto que las importaciones tendrán un aumento significativo, reflejo de la mayor pulsación de la demanda interna. El superávit de

balanza de pagos corriente (2,6% del PIB en 2014) crecerá respecto del correspondiente a 2013, lo que también refleja la debilidad de la demanda interna, en especial en los países periféricos. El déficit público de la Eurozona se reducirá hasta el 2,6% del PIB, mientras que la proporción de la deuda pública respecto del PIB crecerá levemente, hasta el 93,6% del PIB.

Se considera que, de cumplirse las previsiones citadas, la Eurozona no alcanzará el nivel de PIB obtenido al inicio de la crisis hasta el último trimestre de 2015. De persistir el contexto de débil crecimiento y de niveles del PIB y del empleo lejanos de su nivel potencial, podría hablarse de una situación de «estancamiento secular» (SUMMERS, 2014). Dicha situación de estancamiento puede producirse inclusive en un marco de intensas elevaciones de los precios de los activos y de las propiedades y de nuevos deterioros en los criterios de concesión de nuevos préstamos, al estilo de lo sucedido en 2005-2007.

La actuación exclusiva por el lado de la oferta en la política económica solo produce resultados en un clima de demanda suficiente. En ausencia de cierto nivel de demanda las políticas de oferta solo tienen a corto plazo efectos deflacionistas sobre la economía. Las políticas de estímulo monetario, desarrolladas con tanto empeño en los últimos años, no pueden controlarse solo por la vía de la regulación, con lo

que es posible provoquen burbujas especulativas en algunos mercados de activos y de productos, así como aumentos del apalancamiento de empresas y de hogares.

La política económica debe de conseguir un nivel de demanda suficiente como para permitir un crecimiento razonable del PIB y del empleo, a la vez que se mantiene la estabilidad financiera (SUMMERS, *op. cit.* y WOLF, 2013). Se debe de procurar, asimismo, que los impulsos de la demanda no se trasladen a mayores déficits externos, lo que implica la conveniencia de atender a la competitividad de la base productiva.

3. Economía española. Se recupera la actividad, persiste la crisis

La actividad productiva de la economía española se recuperó ligeramente en el segundo semestre de 2013, poniendo fin así a nueve trimestres consecutivos de retroceso del PIB. Desde el inicio de la crisis en el verano de 2007 el perfil seguido por la economía española no ha sido homogéneo (FIG. 3). Los retrocesos del PIB y del empleo fueron especialmente intensos en 2009-2010. La recuperación de 2011 resultó ser de corta duración, y volvió a retroceder la actividad en 2012-2013.

La primera recesión posterior a 2007 se debió al pánico generado por la crisis, que produjo una intensa restricción crediticia con carácter generalizado a nivel mundial. La posterior recesión de 2012-2013 fue provocada por las políticas estabilizadoras y de ajuste fiscal deri-

vadas de la crisis de la deuda. El perfil de austeridad dominó la política seguida por el Eurogrupo, austeridad que se impuso en especial a los países periféricos más afectados por el déficit exterior (Irlanda, Portugal, Grecia, Italia y España).

El PIB de la economía española del tercer trimestre de 2013 se situó un 7,4% por debajo del correspondiente al primer trimestre de 2008. El PIB del tercer trimestre de 2013 estuvo un 17% por debajo del nivel que habría alcanzado dicha magnitud de haberse seguido una tendencia de crecimiento del 2% anual. Dicha tendencia es inferior a la registrada por la economía española en los 15 años previos a 2008. Lo que la economía española ha dejado de obtener entre 2008 y 2013 equivale al 57% del PIB de 2013.

Existe un claro contraste entre la caída citada del PIB y la correspondiente al empleo, puesto que este último descendió más que la actividad. Entre el primer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2013 la caída relativa del empleo fue del 17,5%, correspondiente a 3,6 millones de puestos de trabajo. Por sectores básicos de actividad, el descenso relativo ha sido sobre todo acusado en el sector de la construcción, donde dicha disminución del empleo ha alcanzado el 62%, seguido por el sector industrial, con un 34,2% de retroceso sufrido.

El fuerte descenso de la demanda interna fue el principal responsable directo de la caída de la actividad de la economía española entre 2008 y 2013. Por el contrario, entre 2011 y 2013 el sector exterior (exportaciones menos

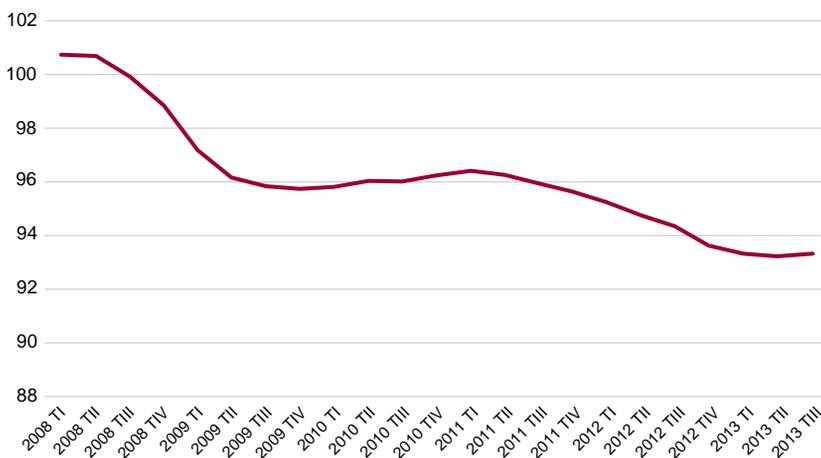


FIG. 3/ España. PIB pm, precios constantes. Serie trimestral, 2008-2013

Fuente: INE.

importaciones) ha efectuado una aportación neta significativa al crecimiento de la economía española, superior al 2% en cada uno de los tres ejercicios citados (Fig. 4). El peso de las exportaciones en el PIB ha ascendido desde el 26,4% en 2008 hasta el 34,2% previsto para 2013.

La inversión en capital fijo ha sido el componente de la demanda interna con una evolución más negativa en la etapa de recesión, destacando en especial el importante papel desempeñado por la inversión en construcción. Dicha evolución contrastó vivamente con el perfil seguido por este segmento de la inversión en el periodo 1997-2007. El consumo privado está afectado por las políticas de reforma económicas desarrolladas a partir de 2010. Dentro de estas últimas destaca sobre todo la reforma laboral, que ha contribuido a moderar de forma sensible el comportamiento de los salarios.

Si a lo anterior se une el descenso sufrido por las prestaciones sociales y el que puede producirse en las pensiones en términos reales, resulta evidente que la renta disponible de los hogares puede descender no solo en 2013 sino durante algún año más. Dicha evolución no facilita, pues, un mayor dinamismo del consumo ni tampoco impulsa la compra de viviendas a los hogares de nueva creación, que están acudiendo más al alquiler. La política de «devaluación competitiva» seguida en España y recomendada sobre todo desde el Eurogrupo, puede contribuir algo a mejorar la competitividad de la producción nacional frente a la del resto del mundo, pero las consecuencias deflacionistas de la misma son evidentes.

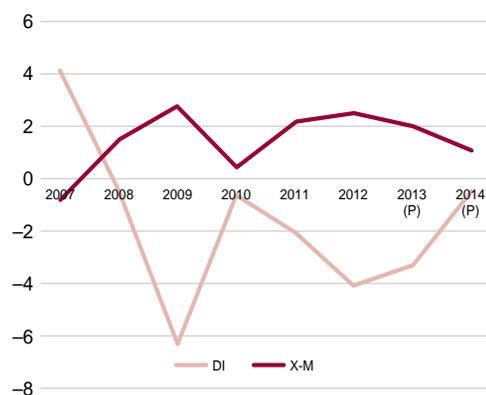


FIG. 4/ **Economía española. Demanda interna (tasas de variación anual) y aportación neta al crecimiento del sector exterior**

Fuente: INE.

Además, en 2013 el euro, situado en una cotización media de 1,37 dólares por euro en diciembre de dicho año, se revalorizó en un 3,1% en dicho mes respecto de diciembre de 2012. Las revalorizaciones del euro, que es una moneda fuerte a nivel mundial, han compensado sobradamente las mínimas ganancias de competitividad derivadas de la devaluación salarial mencionada.

Al llegar la crisis en 2007 en la economía española había un amplio superávit del sector público, frente a un más que elevado déficit exterior. El auge inmobiliario no solo había impulsado la demanda interna, sino que había expulsado actividades productivas, situándose dicho déficit exterior en un nivel próximo al 10% del PIB (Fig. 5). El superávit del sector público era sobradamente compensado por el amplio déficit de los hogares y de las empresas, déficits permitidos por el intenso proceso de apalancamiento de dicho sectores.

En 2013 la situación ha cambiado de forma sustancial, pues el elevado déficit público persistente y el superávit frente al resto del mundo que se ha producido en este ejercicio implican que hogares y empresas, en especial las entidades de crédito, están desapalancando (reducción del endeudamiento) a fuerte ritmo, lo que frena sin duda el aumento de la demanda interna de la economía.

En 2013 el déficit público se ha reducido de forma moderada en España (6,5%) respecto del correspondiente a 2012 (6,8% del PIB), previéndose que esta tendencia a la baja persista en 2014. El cambio en la fórmula de indi-



FIG. 5/ **España. Sector Exterior y Administraciones Públicas. Salos netos (% del PIB), 2007-2014 (previsión)**

Fuente: INE y COMISIÓN EUROPEA.

ciación de las pensiones y el descenso previsto en las prestaciones por desempleo pueden contribuir a acentuar más desde 2014 el descenso del déficit público. En el aumento del déficit en los últimos años ha resultado relevante la caída sufrida por la recaudación tributaria, asociada con los descensos de la actividad y del empleo de la economía española posteriores a 2007. También jugaron un papel negativo las limitaciones de un sistema fiscal a todas luces precisado de reformas, que deben de facilitar un mejor conocimiento de las bases imponibles para fortalecer la base fiscal de la economía española.

Los amplios déficits sufridos y el más que bajo aumento del PIB nominal explican que la deuda pública haya seguido subiendo en 2012-13 y que en 2014 se vaya a aproximar al 100% del PIB (Fig. 6). La reducción de los tipos de interés a pagar por la deuda española favorecerá el ajuste fiscal. Está previsto que todas las emisiones de deuda pública española en 2014 asciendan a 242.000 millones de euros.

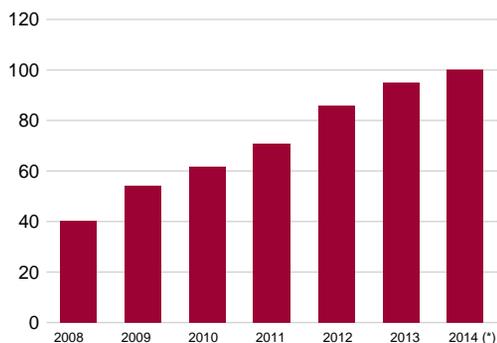


Fig. 6/ España. Deuda Pública/PIB (%). Serie anual, 2008-2014

Fuente: FMI y COMISIÓN EUROPEA.

España necesita, pues, crecer para normalizar su elevado desempleo, pero está obligada a cumplir las condiciones del Pacto Fiscal Europeo, que obliga a reducir en 20 años el peso de la deuda pública al 60%. Esto puede suponer una reducción anual de dicha deuda en unos 20.000 millones de euros, lo que sin duda supone una pesada carga para la consecución de dicho mayor ritmo de crecimiento (A. CALLEJA, 2013).

En 2014 todo indica que la economía española puede, pues, volver a registrar una tasa positiva de crecimiento, que podría situarse en el entorno del 0,5%. Dicho crecimiento se apoya-

ría sobre todo en las exportaciones y en una evolución bastante menos negativa de la demanda interna. El empleo registraría tasas positivas de variación, aunque todo indica que serán muy moderadas.

El descenso del desempleo será bastante más acusado que la creación de empleos, pues habrá retrocesos de la población activa derivados del saldo negativo de los movimientos migratorios, del descenso de la población y del posible desánimo para buscar empleo. Se ha apreciado en el segundo semestre de 2013 es una evolución bastante más favorable para el empleo temporal que para el resto de contratos.

En 2013 la afiliación a la Seguridad Social descendió en un -0,52% (-85.041 afiliados, diciembre/diciembre, cifras medias mensuales), cuyo total ascendió a 16,4 millones en diciembre de 2013. Por actividades destacaron los descensos de construcción (-7,2%), Régimen Agrario (-3,4%), industria manufacturera (-2,2%), y Comercio (-0,7%, sobre un total de 2,9 millones de afiliados en esta actividad, la de mayor peso en el total). En 2013 hubo aumentos significativos en actividades inmobiliarias (4,8%), Educación (4,8%) y Hostelería (2%).

Los precios de consumo aumentaron en España en 2013 en un 0,2%, previéndose una variación del 0,9% en 2014 (diciembre/diciembre). Esta evolución es sensiblemente más moderada que la del periodo 2011-2012, en el que la variación anual media fue del 2,6%. Como se ha indicado, la previsión de superávit de balanza de pagos por cuenta corriente es del 1,3% para 2013, pudiendo situarse dicha magnitud por encima del 2% en 2014.

El posible fin de la recesión y el paso a una situación de aumento moderado del empleo no deben de dejar de lado el elevado desempleo existente (25,9%), la intensidad del número de empleos destruidos, la reducción del alcance de numerosas prestaciones sociales y la desaparición de un amplio número de empresas durante prolongada etapa de crisis. Decididamente, la economía española y la política económica tienen una amplia tarea por delante.

4. Mercado de vivienda (I). Los precios de las viviendas

La fase de auge de los mercados de vivienda que terminó en 2007 fue más prolongada e intensa que los precedentes. En el promedio de la Eurozona se ha estimado que la duración

media de dicha fase de auge fue de 33 trimestres y que la desviación media al alza de los precios de la vivienda sobre la tendencia a largo plazo fue de un 39%.

Dentro de la Eurozona nueve estados miembros presentaron rasgos de «burbuja» en la fase alcista del ciclo, aunque la intensidad no fue la misma. El grupo lo integran Eslovenia, España, Estonia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia y Portugal. No se advirtieron rasgos claros de «boom» en los restantes países miembros. Los mayores déficits exteriores se produjeron sobre todo en los países más afectados por la «burbuja».

En 2013 los bancos centrales han desarrollado amplios programas de «alivio cuantitativo» para impulsar a la economía aportando liquidez abundante a tipos de interés muy reducidos.

Tal actuación ha favorecido la compra de activos, en especial acciones en bolsa y vivienda. En 2013 fue compatible la presencia de unos ritmos débiles de crecimiento del PIB en la economía mundial, acompañados de tasas de desempleo elevadas, con aumentos destacados en los precios de las acciones cotizadas. De hecho han aparecido «espumas de burbujas» en algunos mercados de viviendas.

En el segundo trimestre de 2013 los precios de las viviendas en la Eurozona descendieron un -2,4% sobre el mismo periodo de 2012. La disparidad de situaciones en los mercados nacionales de viviendas la confirma el que, en dicho periodo el aumento máximo de precios llegase hasta el 12%, en Estonia, mientras que el mayor retroceso de precios fue el -12% de España (FIG. 7).

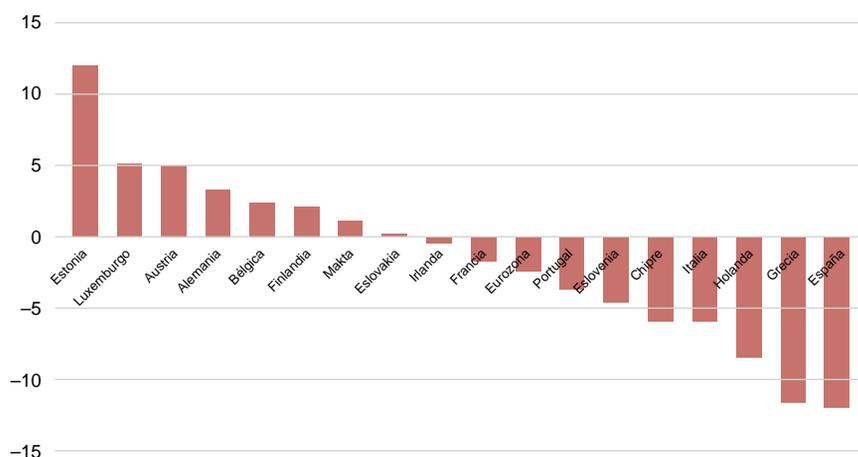


FIG. 7/ Precios de las viviendas, Eurozona y estados miembros. Tasas de variación interanual del 2º trimestre de 2013 (%)

Fuente: BANCO CENTRAL EUROPEO.

La evolución de los precios de la vivienda en la Eurozona puede ser coherente con los fundamentos, pero a nivel de país dicha situación puede distar de dicha coherencia (BCE, 2013). Las perspectivas para 2014 son más favorables para los mercados europeos de vivienda y también para la preparación de nuevas burbujas.

Los precios de la vivienda descendieron en España con claridad desde 2008 hasta el segundo trimestre de 2013. En el tercer trimestre experimentaron una inflexión ligeramente alcista según el Índice de Precios de Vivienda del INE, registrándose un ligero aumento intertrimestral (0,7%). En dicha evolución destacaron las autonomías y provincias con más peso

del turismo en la actividad. Tras los importantes descensos de precios de 2011-2012, inversores y fondos de inversión se han hecho presentes desde el verano de 2013. Es posible que el descenso interanual del 7,9% del índice de precios de vivienda del INE registrado en el tercer trimestre sea más reducido al final del año.

La estadística de precios de las viviendas de nueva promoción, obtenida por la Sociedad de Tasación presentó un descenso del 7,8% en diciembre de 2013 sobre el mismo periodo del año precedente. Dicho descenso anual fue el más intenso de los registrados por dicha estadística desde diciembre de 2007.

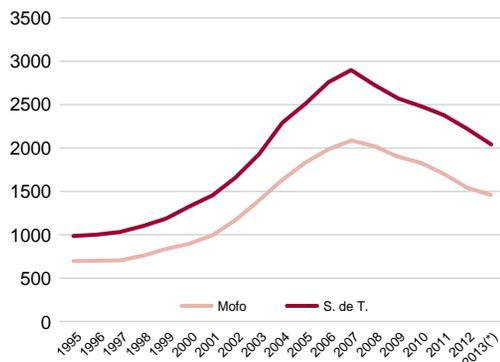


Fig. 8/ Precios de las viviendas (euros/m²). Ministerio de Fomento (todo tipo de vivienda) y Sociedad de Tasación (viviendas de nueva construcción en capitales). Datos del 4º trimestre y de diciembre, respectivamente, 1995-2013 (previsión)

Fuente: TINSA.

Los precios de las viviendas nuevas en capitales están un 40% por encima de la media de precios de toda España (Fig. 8). Las disparidades de los precios de venta de las nuevas viviendas en capitales resultan espectaculares. Los precios más elevados en diciembre de 2013 eran los de San Sebastián (3.422 euros/m²), Barcelona (3.200) y Madrid (2.726). Las capitales extremeñas, Cáceres y Badajoz, tenían el precio medio más reducido (1.115 euros/m²) junto a Ciudad Real (1200) y Jaén (1.230). Los precios de las capitales de nivel más elevado triplican los de las de precio más reducido, destacando el hecho de que estas últimas están situadas en el interior, lejos del mar y de Madrid.

Los diferentes indicadores de precios de las viviendas en España han presentado una clara

desaceleración en el descenso en el segundo semestre de 2013. Se produjeron incluso algunos aumentos intertrimestrales o intermensuales en dicho periodo, aunque las tasas de variación sobre el mismo periodo de 2012 fueron negativas. El descenso interanual más acusado fue el del índice de precios de vivienda del INE (-7,9%), apareciendo un aumento interanual en la estadística del importe medio de las hipotecas formalizadas para compra de vivienda (2,5%) (Fig. 9).

En cuanto a los descensos de precios de vivienda acumulados desde el inicio de la crisis, correspondió el retroceso más acusado a la estadística de Tinsa (-38,5%), mientras que el menos intenso fue el estimado en la estadística trimestral de precios de tasación publicada por el Ministerio de Fomento (-28,8%).

5. Mercado de vivienda (II). Demanda y financiación

El ejercicio de 2013 no dejó de ser un nuevo periodo de recesión en el mercado de vivienda. A pesar de lo anterior, en dicho ejercicio aparecieron nuevos elementos respecto de ejercicios anteriores. Como se comentó en el apartado anterior, al final del año se advirtieron subidas de precios en algunos de los indicadores disponibles, compatibles con descensos interanuales significativos. La presencia de adquirentes extranjeros de viviendas y las compras efectuadas por inversores institucionales, sobre todo fondos de inversión, fueron los aspectos más relevantes del pasado ejercicio.

Asimismo, en 2013 las hipotecas registradas para compra de vivienda descendieron con más fuerza que las compraventas registradas.

Fig. 9/ Precios de las viviendas. Recorrido de la variación desde el inicio de la crisis

	Fecha de referencia	Fecha del último dato	Variación (%) acumulada	2013 Interanual (%)
1. Índice de precios de vivienda. INE	2007 III	2013 III	-35,7	-7,9
2. Tinsa, Índice General. Tasaciones	2007.Dcbre	2013. Nvbre.	-38,5	-7,2
3. Mº Fomento. Tasaciones	2008 I	2013 III	-28,8	-4,5
4. Hipotecas sobre vvdas. Importe medio	2007 Agosto	2013. Spbre.	-32,2	2,5
5. Sociedad de Tasación	2007 Dcbre.	2013 Dcbre.	-29,8	-7,8
6. Alquileres	2007 Mayo	2014 Nvbre.	-31,5	-5,3

Fuente: INE, Mº DE FOMENTO, FOTOCASA, TINSA.

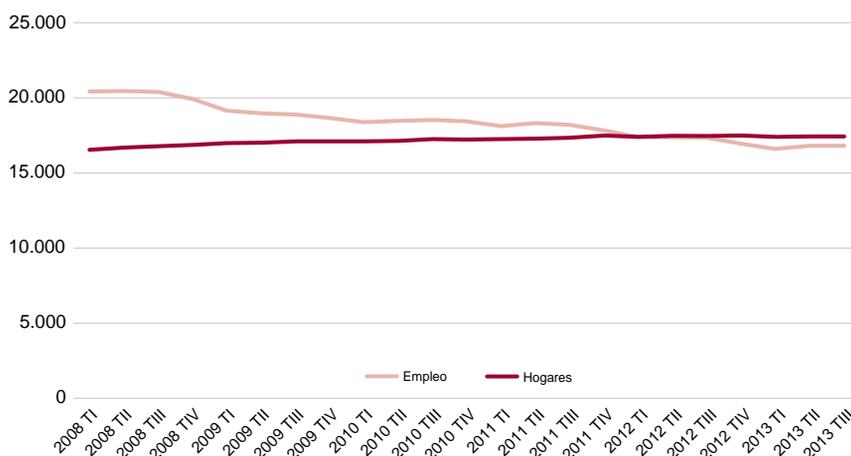


FIG. 10/ Empleo y hogares. Cifras absolutas (miles). Datos trimestrales, 2008-2013

Fuente: INE.

Ello implica que una proporción importante de las ventas de viviendas se están realizando mediante pagos al contado. En el fondo ello significa que en 2012-2013 se ha producido un cambio importante en el tipo de comprador de vivienda, desempeñando ahora un papel más destacado el adquirente-inversor, provisto de ahorro y liquidez suficiente para efectuar el pago al contado de la vivienda.

En 2013 descendieron los empleos y los hogares respecto de 2012. Sin embargo, el número de ocupados pareció estabilizarse en el segundo semestre de 2013, a la vista de los resultados de la Encuesta de Población Activa (EPA) y de los datos de la afiliación a la Seguridad Social (FIG. 10). La emigración neta producida tuvo que ver con el descenso de los hogares, que en el tercer trimestre de 2013 habían disminuido en casi 80.000 sobre el mismo periodo de 2012. Tal descenso se produjo en 2013 por primera vez desde que se dispone de la serie de hogares de la EPA.

La renta disponible de los hogares, deflataada con los precios de consumo, retrocedió por cuarto año consecutivo en 2013, a la vez que persistió en 2013 el desapalancamiento por parte de los hogares (FIG. 11). El contexto macroeconómico, en este caso el correspondiente a las variables reales que explican la demanda de vivienda, no contribuyó precisamente a impulsar las compras de vivienda durante el pasado ejercicio.

En cuanto a la financiación, en lo relativo a los tipos de interés, el euríbor a doce meses osciló en torno al 0,5%, por debajo del nivel de

2012, influido por la decisión del BCE de disminuir el tipo de intervención en noviembre de 2013 hasta el 0,25%. El tipo de interés medio de los préstamos a comprador fue equivalente al de 2013 (3,4%). El descenso del euríbor a 12 meses implicó que el diferencial medio sobre el euríbor creciese en medio punto porcentual en 2014 (FIG. 12).

En cuanto al volumen de crédito, en 2013 destacó el intenso descenso de los saldos vivos de los préstamos destinados a la promoción (-30,4%) y a la construcción (-35,8%). El retroceso del saldo vivo de los préstamos para la compra y rehabilitación de vivienda fue sustancialmente más moderado (-4,5%) (FIG. 13). Los nuevos préstamos formalizados para compra de

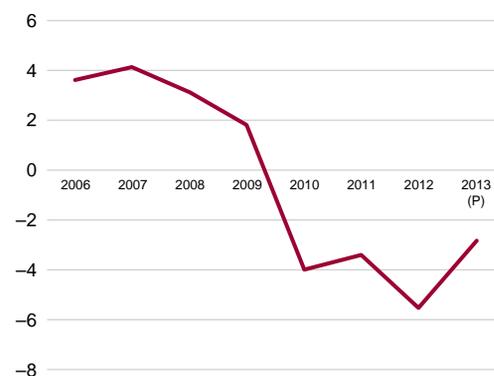


FIG. 11/ Renta disponible de los hogares, deflataada con el índice de precios de consumo. Tasas interanuales de variación, 2006-2013

Fuente: INE.

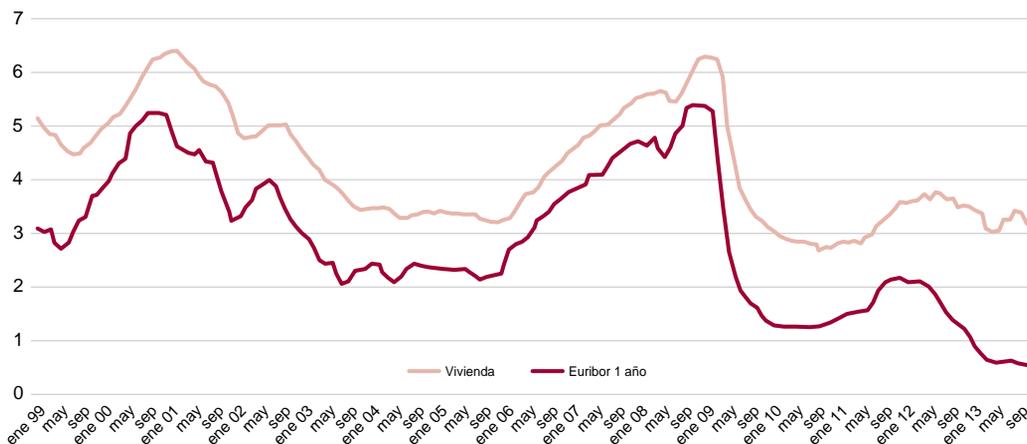


Fig. 12/ Tipos de interés. Créditos a largo plazo para compra de vivienda y euribor a 12 meses (%). Serie mensual, 1999-2013

Fuente: BANCO DE ESPAÑA.

vivienda descendieron en un -26,8% en enero-noviembre de 2013 sobre el mismo periodo de 2012 (FIG. 14). El plazo medio de los préstamos hipotecarios a comprador de vivienda disminuyó en 2013 hasta 22,2 años en el periodo enero-septiembre (23,3 fue el plazo medio de 2012).

La tasa de morosidad de los préstamos a la compra y a la rehabilitación de viviendas aumentó hasta el 5,36% en septiembre de 2013, y ello en un contexto de crecimiento general de la morosidad de los créditos bancarios, magnitud que ascendió al 12,36% en la misma fecha (FIG. 15). El saldo vivo de los créditos morosos a la compra y rehabilitación de vivienda se elevó a 32.704 millones de euros, un 40,8% más que en la misma fecha de 2012.

El persistente aumento de la morosidad no ayuda a la recuperación de los nuevos préstamos a comprador. La mejoría en las condiciones de los préstamos a comprador de vivienda en 2013 no estuvo acompañada de un crecimiento de los nuevos préstamos formalizados. La demanda de dicha financiación debió también resultar afectada a la baja por la mayor tendencia observada hacia el alquiler en los hogares de nueva creación.

Las ventas de viviendas disminuyeron en un 10% en los nueve primeros meses de 2013 sobre el mismo periodo del año anterior, según la estadística del Ministerio de Fomento apoyada en las transmisiones inmobiliarias formalizadas ante notario (FIG. 16). Las ventas de

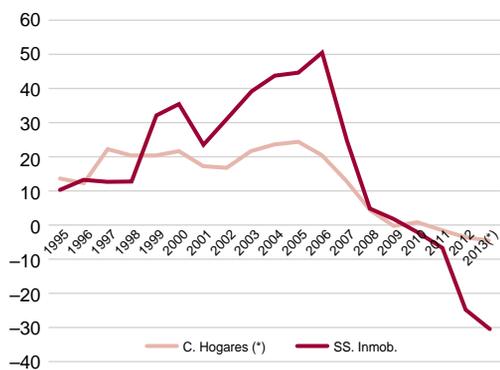


Fig. 13/ Crédito inmobiliario. Tasas interanuales de variación del saldo vivo a 31 de diciembre (%). Crédito a promotor inmobiliario y a comprador de vivienda, 1995-2013

Fuente: BANCO DE ESPAÑA.

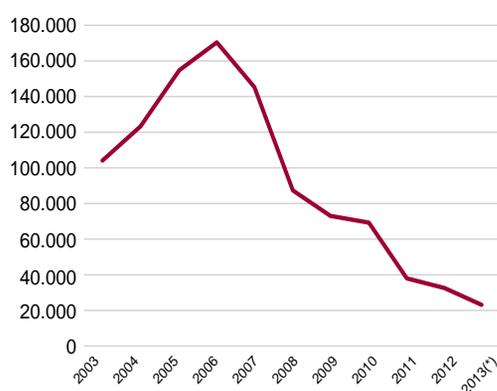


Fig. 14/ Crédito a comprador de vivienda. Totales anuales, 2003-2013 (previsión con datos de enero-noviembre) millones de euros

Fuente: BANCO DE ESPAÑA.

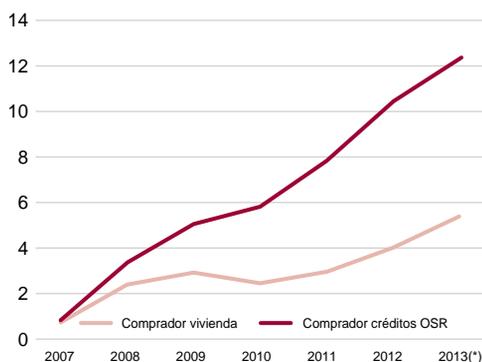


FIG. 15/ Tasa de morosidad. Total créditos y a comprador de vivienda, 2007-2013 (%)

Fuente: BANCO DE ESPAÑA.

viviendas usadas aumentaron en un 4%, mientras que descendieron en un 43,9% las de viviendas nuevas. Las ventas de viviendas a extranjeros, residentes y no residentes, crecieron en un 26,6%, mientras que las ventas a españoles descendieron en un 14,1%.

La previsión para 2013 es de unas ventas de alrededor de 315.000 viviendas. La proporción de las ventas a extranjeros se situará en torno al 16,5% en 2013, la más elevada desde que se dispone de información sobre ventas a partir de la información aportada por los notarios.

Por comunidades autónomas, hubo aumento de ventas en Murcia (5,7%), Canarias (2,1%) y Cataluña (0,5%), mientras que los descensos más acusados fueron los de Cantabria (-30%), Extremadura (-32,9%) y Castilla y León (-33%) (FIG. 17). Destacaron los aumentos experimen-

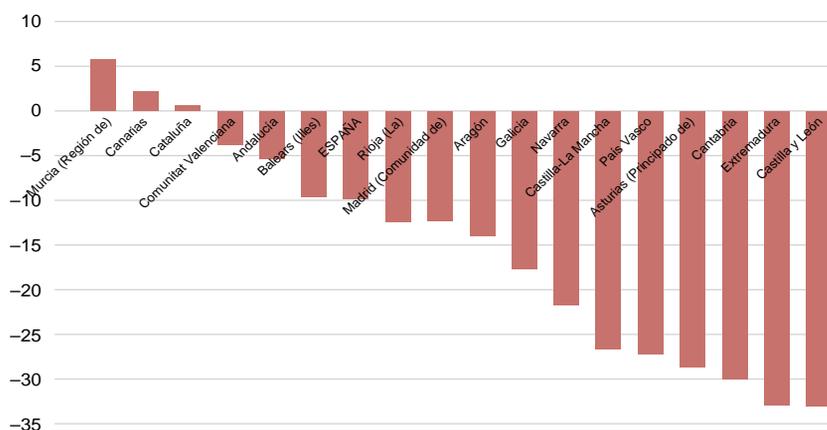


FIG. 17/ Transmisiones de viviendas (notarios), 2013-2012 (%) (tres primeros trimestres)

Fuente: MINISTERIO DE FOMENTO.

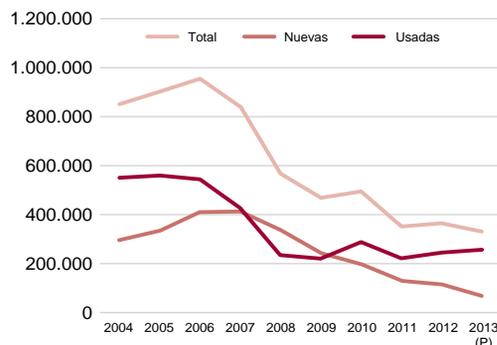


FIG. 16/ Transmisiones de viviendas (Notarios). Totales anuales, nuevas y de segunda mano, 2004-2013 (datos hasta 3^{er} trimestre)

Fuente: MINISTERIO DE FOMENTO.

tados en las provincias de Almería (8,2%), Girona (6,8%) y Málaga (6,7%), lo que confirma que aumentaron en 2013 las ventas de viviendas situadas en zonas turísticas, mientras que en el norte e interior hubo descensos relevantes.

La proporción de ventas de viviendas a extranjeros fue especialmente alta en las autonomías de Baleares (38,8%), Canarias (36,2%) y Valencia (35,2%), muy por encima de los niveles alcanzados en Galicia (1,7%) y Extremadura (1,2%), que fueron las que presentaron una menor presencia de dicho tipo de ventas (FIG. 18).

Como antes se indicó, en 2013 (enero-octubre) la caída sobre el año anterior de las hipotecas registradas fue del 27,7%, muy por encima de las compraventas registradas. Las compraventas realizadas con préstamo hipote-

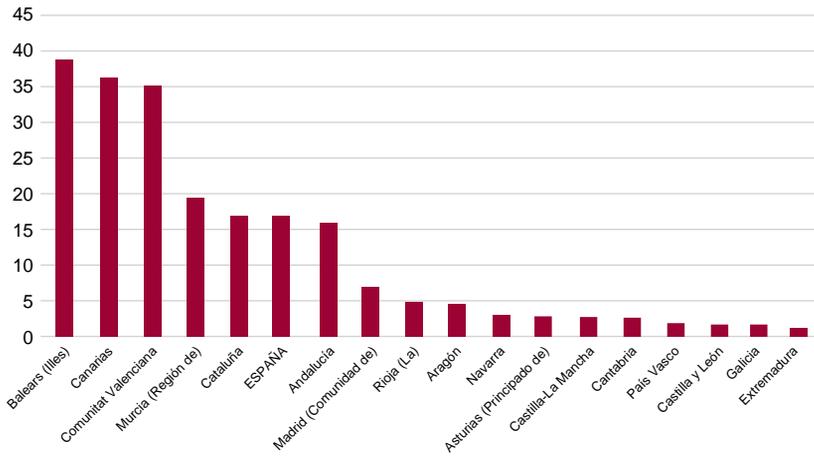


Fig. 18/ **Transmisiones de viviendas (notarios). Proporción de ventas a extranjeros (residentes y no residentes)(%). España y CC. Autónomas, tres trimestres de 2013**

Fuente: MINISTERIO DE FOMENTO.

cario fueron el 62%, reforzando así la tendencia a la baja en la relación hipotecas/ventas apuntada en 2012 (86,1%). Hasta 2011 las hipotecas sobre viviendas superaron ampliamente a las compraventas (se hipotecan viviendas no solo para la compra de las mismas, sino para cubrir otro tipo de gasto).

A fines de diciembre de 2013, el Ministerio de Fomento publicó una estimación del stock de viviendas de nueva construcción no vendidas existente a 31 de diciembre de 2012. El Ministerio de Fomento ha estimado de forma indirecta el número de viviendas de nueva construcción no vendidas entre 2004 y 2012. Según el método empleado, el stock anual se incrementa por la diferencia entre las viviendas terminadas y las viviendas vendidas de nueva construcción. La estimación citada considera que toda la autopromoción no se ha puesto a la venta y que no puede considerarse, pues, como parte del stock de viviendas no vendidas.

De ahí que se deje fuera del stock de viviendas no vendidas a las terminadas en régimen de autopromoción, junto a las construidas por cooperativas y por comunidades de propietarios. Las viviendas terminadas excluidas de la estimación van a suponer en 2013 el 38% de todas las terminadas.

El stock en cuestión creció entre 2004 y 2007 y descendió en los cinco años posteriores. Las mayores aportaciones al stock no vendido tuvieron lugar entre 2007 y 2009 (Fig. 19). En este último año dicha magnitud alcanzó las 650.000 viviendas según la estimación de Fo-

mento. Destaca el que durante un periodo prolongado de tiempo se llegase a construir en España tan por encima de lo que en realidad se estaba vendiendo.

Entre las entidades de crédito responsables de financiar tales viviendas no vendidas se debe de incluir a los bancos extranjeros, en especial alemanes, que suministraron abundante liquidez a las entidades de crédito españolas, lo que engendró una espectacular deuda privada frente al resto del mundo.

A 31 de diciembre de 2012 el total de viviendas nuevas no vendidas ascendió a 583.453 viviendas, equivalentes al 2,3% del parque total de viviendas de España en dicha fecha (25,4 millones). Tres autonomías, Comunidad

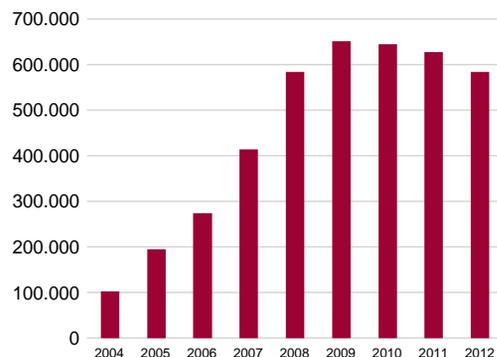


Fig. 19/ **Viviendas nuevas no vendidas. Stock acumulado a fin de año, 2004-2012. Número de viviendas**

Fuente: MINISTERIO DE FOMENTO.

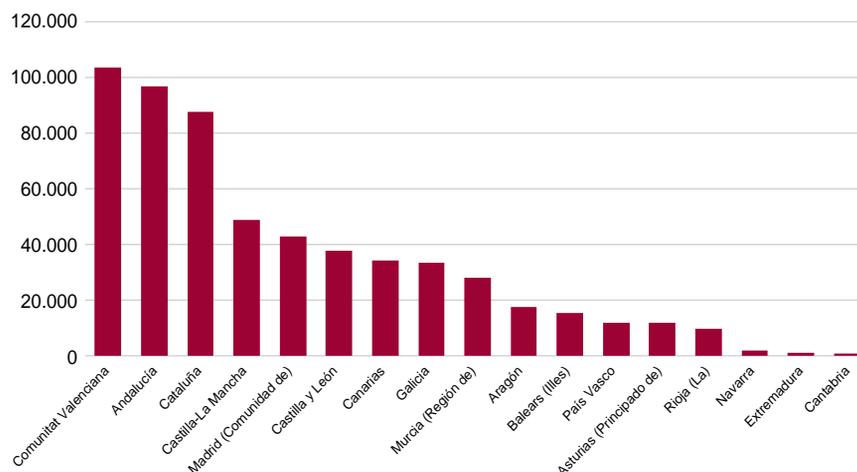


Fig. 20/ Stock de viviendas nuevas no vendidas, Comunidades Autónomas. Número de viviendas, a 31.12.2012

Fuente: MINISTERIO DE FOMENTO.

Valenciana, Andalucía y Cataluña, concentraban el 50% del total de dichas viviendas no vendidas (FIG. 20).

Las provincias con un número mayor de viviendas nuevas sin vender eran Barcelona (47.466 viviendas), Alicante (47.022) y Madrid (42.821), seguidas por las del sur del arco mediterráneo y por Toledo, al calor de la proximidad de Madrid. Las tres provincias citadas al principio eran sedes de cajas de ahorros (Catalunya Caixa, CAM y Bankia, respectivamente) que sufrieron quebrantos tan relevantes que justificaron la petición de ayuda de España al Eurogrupo de 100.000 millones de euros en junio de 2012, línea de crédito de la que se dispuso al final de 42.000 millones.

La relación entre las viviendas nuevas construidas y las ventas de viviendas nuevas, así como la evolución de la autopromoción, apuntan a que en 2013 debió de haber un nuevo y moderado descenso del stock objeto de estudio. En 2014 se dejará sentir sobre el mismo el fuerte descenso sufrido en los últimos años en las viviendas iniciadas, por lo que las viviendas nuevas terminadas en este ejercicio estarán por debajo de las ventas de viviendas de nueva construcción, de mantenerse la tendencia de los últimos años. De lo anterior se deriva que el descenso del stock será más acusado en 2014 que en el año anterior, y ello por el fuerte descenso de la nueva oferta que sale al mercado.

Los bajos precios de venta de las viviendas en España, la concentración de importantes car-

teras inmobiliarias en los activos bancarios, junto a la aparición de Sareb en el mercado, son factores que han contribuido a generar una significativa presencia de entidades inversoras en España a la búsqueda de activos inmobiliarios. Tales entidades, sobre todo fondos de inversión, adquieren activos inmobiliarios susceptibles de generar plusvalías en el momento en el que el mercado de vivienda se recupere.

Dichos fondos de inversión han llegado a controlar una buena parte de los activos inmobiliarios de la banca a final de 2013, adquiriendo en varios casos las plataformas organizadas por los bancos españoles para la venta de las viviendas. Los fondos citados invierten en un plazo que va de cinco a diez años y esperarán, pues, a vender en el momento en el que el mercado coja pujanza.

6. Mercado de vivienda (III). La nueva oferta

En 2013 volvió a descender el número de viviendas iniciadas (-24,4% sobre 2012, en los diez primeros meses), estimadas a partir de los visados de obra nueva de los colegios de aparejadores (FIG. 21). La previsión para 2013 de dicha magnitud, unas 33.400 viviendas, es la cifra anual más reducida desde que se dispone de la estadística mencionada. Los visados para rehabilitación de viviendas existentes descendieron con menor intensidad, por lo que llegaron a alcanzar el 39% del total de visados (4% en 2007).

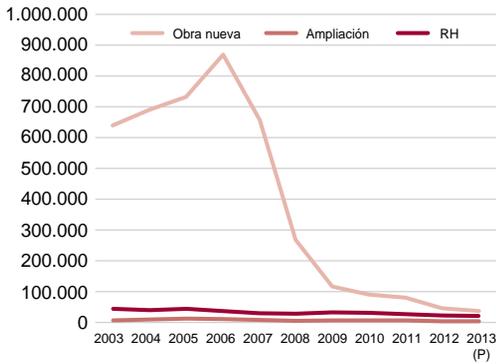


FIG. 21/ **Visados de aparejadores: obra nueva, ampliación y rehabilitación. Totales anuales, 2003-2013 (previsión), número de viviendas**

Fuente: MINISTERIO DE FOMENTO.

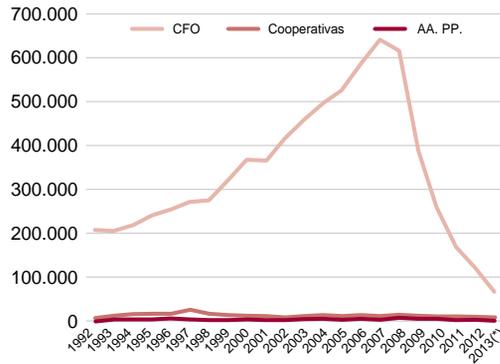


FIG. 22/ **Viviendas terminadas (certificados de fin de obra), total y construidas por cooperativas y administraciones públicas. Totales anuales, 1992-2013 (previsión)**

Fuente: MINISTERIO DE FOMENTO.

Las viviendas terminadas, estimadas a partir de los certificados de fin de obra, expedidos asimismo por los colegios de aparejadores, disminuyeron en un 43,8% en enero-octubre de 2013 sobre el mismo periodo de 2012 (FIG. 22). De mantenerse un ritmo similar en el conjunto del año la previsión de viviendas terminadas sería de 67.600 viviendas en este último ejercicio. El continuo retroceso del número de viviendas iniciadas va a dar lugar a que en los próximos dos ejercicios anuales (2014-2015) descienda sustancialmente el total de viviendas terminadas, registrándose por tanto adiciones reducidas al stock total de viviendas.

En 2013 descendieron con intensidad las viviendas terminadas de carácter más social,

promovidas por cooperativas y por administraciones públicas (autonomías y ayuntamientos, básicamente). El total de dicho tipo de viviendas fue supuso el 7,8% en los diez primeros meses de 2013, lo que implicó una presencia menor de las mismas en el total de terminaciones respecto de 2012 (9,4%). Una recuperación de la demanda de vivienda podría dar lugar a aumentos rápidos de los precios en los territorios en los que no ha habido excesos de oferta de vivienda.

En 2013 (diez primeros meses) hubo dos comunidades autónomas, Valencia (8,4%) y Murcia (6,6%) en las que se produjeron aumentos de las viviendas iniciadas (FIG. 23). En el resto hubo retrocesos, que fueron sobre todo acusa-

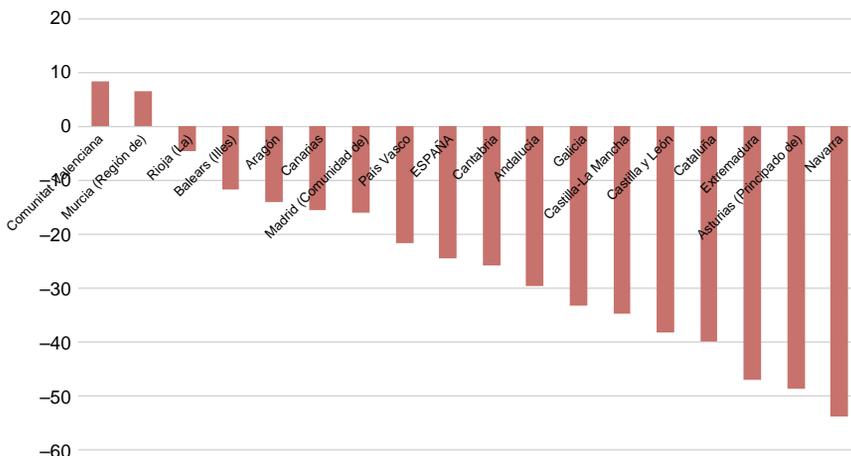


FIG. 23/ **España. Viviendas: visados de obra nueva. Variaciones de enero-octubre de 2013 sobre el mismo periodo de 2012 (%)**

Fuente: MINISTERIO DE FOMENTO (aparejadores).

dos en Asturias (-40,7%) y Navarra (-53,9%). Las provincias con mayor peso del turismo, que presentaron la mayor presencia de adquirentes extranjeros de viviendas, fueron las que registraron aumentos significativos de las viviendas iniciadas, mientras que el norte y el interior de la península presentaron un perfil más deprimido en cuanto a iniciaciones de viviendas.

En diciembre de 2013 se conocieron todos los resultados definitivos del Censo de Viviendas de 2011. A 1 de noviembre de 2011 había en España 25,2 millones de viviendas familiares, un 20,3% más que en la misma fecha de 2001. De dicho total de viviendas familiares, 18 millones eran viviendas principales y 7,1 millones eran viviendas secundarias y vacías (el 28,3% del total) (FIG. 24). Ha existido disparidad en las metodologías empleadas en los censos de 2001 y 2011, puesto que algunas variaciones intercensales no son coherentes con los resultados de otros indicadores económicos.

Llama la atención el contraste entre el fuerte aumento experimentado por las viviendas principales (27,5%) y el modesto aumento del total de las viviendas secundarias y vacías (5,4%), destacando el descenso de presencia de este

último grupo de viviendas en el total respecto de 2001. Entre diciembre de 2001 y el mismo periodo de 2011 presentaron los mayores aumentos del stock de viviendas las autonomías de Murcia (30,9%), Rioja (28,9%) y Castilla-La Mancha (26,2%), mientras que los menores aumentos fueron los de Baleares (16,5%), Cataluña (16,3%) y Extremadura (13%).

Uno de los resultados más llamativos del Censo de Viviendas de 2011 es el correspondiente a la forma de tenencia de las viviendas habituales o principales. Así, frente a los constantes descensos sufridos por las viviendas de alquiler después de 1950, entre 2001 y 2011 las viviendas principales de alquiler aumentaron en un 51,1% (corresponde a una variación positiva de 824.000 viviendas). También fue significativo el crecimiento del apartado de «otras viviendas principales» (cedidas gratis, cedidas a bajo precio y otras formas), que se incrementaron en un 49,7%.

De este modo la proporción de viviendas de alquiler en España en 2011 era del 13,5% de las viviendas principales, muy inferior a la del resto de países de la Eurozona (33,2% en la UE). Todo indica que el proceso de aumento de las viviendas de alquiler ha proseguido des-

FIG. 24/ Censos de Población y de Vivienda 2001 y 2011

	Variaciones Intercensales			
	2001(*)	2011(*)	2001/1991 %	2011/2001 %
1. Población de hecho	40.847.371	46.815.916	5,1	14,6
2. Viviendas familiares	20.946.554	25.208.623	21,7	20,3
3. Viviendas principales (hogares)	14.187.169	18.083.692	20,9	27,5
4. Viviendas secundarias	3.652.963	3.681.565	24,9	0,8
	(17,4)	14,6		
5. Viviendas vacías.	3.106.422	3.443.365	25,5	10,8
	(14,8)	13,7		
6. Viviendas principales en propiedad	11.654.379	14.274.987	26,8	22,5
	82,1	79,0		
7. Viviendas principales en alquiler	1.614.221	2.438.574	-9,3	51,1
	11,4	13,5		
8. Otras viviendas principales (cedidas gratis, bajo precio y otras formas)	915.426	1.370.130	20,3	49,7
	6,5	7,6		
9. VV.Familiares/Hogares	1,476	1,394		
Pro-memoria VV no principales	6.759.385	7.124.931	23,6	5,4
	32,2%	28,3%		

Nota: (*) A 1º de noviembre

Fuente: INE.

pués de 2011, a la vista de las nuevas características del mercado de trabajo (mayor inestabilidad en los empleos y de la corrección a la baja sufrida por los salarios tras los cambios normativos realizados en dicho mercado).

La evolución al alza de la presencia del alquiler entre las viviendas y entre los hogares también la ha señalado la Encuesta de Condiciones de Vida del INE. Según esta última fuente estadística, la proporción de hogares que vive de alquiler fue del 14,5% en 2012, que es una proporción sensiblemente mayor que el 10,4% de 2004-2005, años en los que el alquiler alcanzó los niveles más reducidos en España.

Las autonomías con mayor presencia del alquiler son las de, Baleares (21,6%) Cataluña (19,8%) y Madrid (17,4%). El alquiler es más elevado en España en las grandes áreas metropolitanas y en las islas, en las que el peso del turismo en la actividad productiva es sensiblemente superior al resto.

7. Política estatal de vivienda para 2014

Los Presupuestos Generales del Estado para 2014 incluyen un conjunto de partidas destinadas a favorecer los objetivos de la política de vivienda y a facilitar el acceso a la misma a través de ayudas fiscales o indirectas. En dichos presupuestos se considera como pieza

central de tal política estatal al nuevo Plan 2013-2016. Dicho Plan supone un «vuelco absoluto» en los objetivos respecto de planes precedentes.

El fomento del alquiler y de la rehabilitación, la renovación y la regeneración urbana son los ejes básicos del Plan en cuestión, que a finales de 2013 no había sido objeto de un desarrollo normativo adicional a la norma inicial que lo estableció (Real Decreto 233/2013, de 5 de abril, BOE de 10 de abril de 2013).

En la FIG. 25 se han recogido los principales instrumentos utilizados, incluyendo el coste de los mismos previsto para 2014. El epígrafe «Acceso a la Vivienda y fomento de la edificación» tiene una dotación de 799,6 millones de euros, repartida en tres programas (rehabilitación y ayudas al acceso, ordenación y fomento de la edificación, y urbanismo y política de suelo). En 2013 no se ha desarrollado el nuevo plan plurianual, previéndose el inicio de su ejecución en 2014.

Dentro del importe antes citado se incluyen 302 millones destinados a atender a obligaciones derivadas de los planes anteriores. El epígrafe citado incluye 40 millones de euros destinados a atender las últimas ayudas correspondientes a la Renta Básica de Emancipación, cuya cuantía se ha reducido en un 30% (ha pasado de 210 euros/mes a 147 euros/mes) y cuya vigencia posiblemente termine en este ejercicio.

FIG. 25/ Presupuestos de 2010 y Viviendas de 2014 y Vivienda Millones de euros

	2014
1. Acceso a la vivienda	799,6
1.1. Renta Basica de Emancipación	40,0
1.2. Ejecución Planes Plurianuales y otros	759,6
2. Ayudas fiscales (2.1+2.2 2+2.3). Acceso vivienda y fomento edificación	3.475,4
2.1. IRPF	2691,3
Adquisición vivienda habitual	1785,4
Alquiler vivienda habitual(inquilinos)	168,4
Reducción IRPF por arrendamiento	479,5
Exención por reinversión en vivienda	258,0
2.2. IMPUESTO SOCIEDADES	
Entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas. Estimación	20,0
2.3. IVA (tipo reducido). Estimación	764,1
3. Total ayudas vivienda Millones de euros. Porcentaje del PIB	0,41

Fuente: Presupuestos Generales del Estado (Libro Amarillo).

Los Presupuestos Generales del Estado para 2014 incluyen asimismo un conjunto de ayudas fiscales a la vivienda, cuyo importe asciende a 3.475,4 millones de euros. El componente más destacado es el relativo a las desgravaciones del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas: 1.785,4 millones de euros corresponden a la desgravación por compra de vivienda habitual realizada antes del 1 de enero de 2013, 479,5 millones es el alcance previsto de la desgravación a los arrendadores de vivienda (personas físicas), 148,4 millones es la previsión del importe de la desgravación a los arrendatarios de rentas medias y bajas. Para la exención por reinversión en vivienda se ha estimado un importe de 258 millones.

El resto de las ayudas fiscales (784,1 millones de euros) incluye la estimación del coste de la aplicación de un tipo reducido del IVA del 10% que se aplica a las ventas de viviendas de nueva construcción y las deducciones en el impuesto de sociedades a las empresas dedicadas al alquiler de viviendas.

El coste total de las ayudas directas y fiscales, 4.275 millones de euros, equivale al 0,41% del PIB. El alcance de la política de vivienda se ha reducido de forma significativa respecto de periodos precedentes. Lo importante es que se atiende de hecho a los nuevos objetivos (fomento de la rehabilitación y del alquiler) de la política de vivienda. Dicha política pasaría a situarse en el primer plano en el caso de conseguirse una recuperación significativa de

la economía. Dicha recuperación implicaría la creación de nuevos empleos, que a su vez generarían aumentos de la demanda de vivienda por parte de los hogares de nueva creación.

La eliminación de los estímulos a la promoción de nuevas viviendas protegidas se ha advertido en el descenso sufrido en las viviendas protegidas promovidas y también por las ventas de las mismas. En 2013 las ventas de viviendas protegidas descendieron en casi un 50% sobre el año anterior en los tres primeros trimestres. La previsión de ventas para 2013 es de 18.350 viviendas, el 5,6% del total de ventas de viviendas en el pasado ejercicio (FIG. 26).

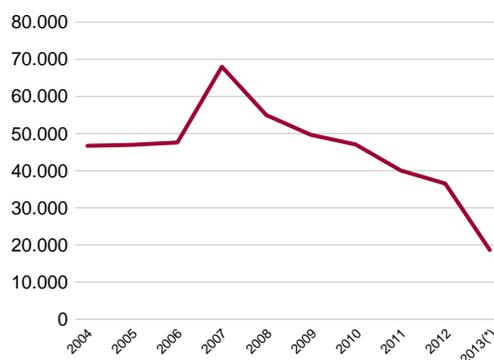


FIG. 26/ **Viviendas protegidas. Transmisiones inmobiliarias. Totales anuales, 2004-2013 (previsión)**

Fuente: MINISTERIO DE FOMENTO.

8. Bibliografía

- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (2013): «Diciembre 2013. Proyecciones macroeconómicas del staff del eurosistema para la eurozona». *Boletín mensual*, diciembre.
- CALLEJA, A. (2013): «¿Por qué el euro llevó a la crisis?». *Cinco Días*, 19 de diciembre.
- MUNCHAU, W. (2013): «Don't fret about soaring asset prices-this time is different». *FT*, 29 de diciembre.

- OCDE (2013): «Editorial», *Economic Outlook*, noviembre.
- SUMMERS, L. (2014): «Washington must not settle for secular stagnation». *FT*, 2 de enero.
- WOLF, M. (2013): «We still need to learn the real lessons of the crisis». *FT*, 19 de diciembre.