



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultad de Economía y Empresa

Trabajo de
fin de grado

La crisis
inmobiliaria
española,
motivaciones y
perspectivas

Autor: Daniel Gómez Bujía

Tutor: Pedro Veiga Fernández

Grado en Administración y Dirección de Empresas
Año 2016

Trabajo de Fin de Grado presentado en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidade da Coruña para la obtención del Grado en Administración y Dirección de Empresas.

Resumen

La gran crisis económica y financiera que ha predominado en buena parte del mundo durante los últimos años ha sido devastadora para España. Su alta dependencia de la construcción como modelo económico que lo llevó a crecer a buen ritmo supuso un arma de doble filo cuando, en 2007, estalló en Estados Unidos la crisis de las hipotecas subprime y llevó consigo a un “credit crunch”. El sector de la construcción en sí, y todo el mercado inmobiliario en general aportaban una imagen de fortaleza que escondía una fragilidad que lo hacía tambalear al mínimo problema.

En este trabajo he querido analizar como se basa un mercado inmobiliario en general. Como es y como actúa su demanda, su oferta y el comportamiento que presenta durante los años. Además, hago una descripción de las causas, síntomas y consecuencias que tuvo la última burbuja inmobiliaria que sufrió España entre 1998 y 2006, aproximadamente.

Por último, he querido comentar como está la situación actual y que perspectivas se muestran de cara al futuro de este mercado.

Palabras clave: burbuja inmobiliaria, inversión, mercado de viviendas, construcción, España, crisis, hipotecas subprime.

Número de palabras: 14.111

Abstract

The great economic and financial crisis that has dominated most of the world in recent years has been devastating for Spain. Its high dependence on construction as economic model that led him to grow apace was a double-edged sword when, in 2007, broke out in the United States the crisis of subprime mortgages and took him to a credit crunch. The construction sector itself, and the entire real estate market, contributed a imagen of strength that hid a weakness that made him stagger to the slightest problem.

In this work I wanted to analyze how a real estate market in general is formed. How it is and how the demand and the offer act, and the behavior that has over the years. Also, I do a description of the causes, symptoms and consequences that had the last real estate bubble that Spain suffered between 1998 and 2006, approximately.

Finally, I wanted to comment as is the actual situation and outlook is the future of this market.

Key words: housing bubble, investment, housing market, construction, Spain, crisis, subprime mortgages

Word count: 14.111

Índice

Introducción	8
1. Definición y características del mercado inmobiliario.....	10
1.1. Características	10
2. Demanda del mercado	13
2.1. Demanda de uso.....	14
2.1.1 Factores condicionantes	15
2.2. Demanda de inversión	27
2.2.1. Factores condicionantes	28
3. Oferta de mercado	33
3.1. Suelo	33
3.2. Proceso administrativo.....	34
3.3. Coste de la construcción	35
4. Comportamiento cíclico y proceso de ajuste	37
4.1. Comportamiento cíclico	37
4.2. Oferta rígida vs demanda volátil	38
4.3. Proceso de ajuste	38
4.4. Componente local	39
5. La burbuja inmobiliaria.....	41
5.1. ¿Por qué el sector inmobiliario?	41
5.1.1 Aumento de la demanda	41
5.1.2 Favorable financiamiento	43
5.1.3 La entrada de España al UME	43
5.1.4 Ley de Suelo y fiscalidad beneficiosa	44
5.1.5 La gran combinación macroeconómica	44
5.1.6 La competencia entre bancos.....	45
5.2. Precio sobredimensionado.....	46
5.3. La oferta de la burbuja	48
5.4. ¿Qué se dijo durante la burbuja?.....	49

6. Explosión de la burbuja	51
6.1. Crisis de las hipotecas suprime	51
6.2. Bloqueo del crédito	51
6.3. Pérdida de confianza	52
6.4. Insostenible subida de precios	52
7. Consecuencias de la burbuja.....	53
7.1. Ajuste de precio.....	53
7.2. Consecuencias económicas.....	54
7.2.1. Coyuntura financiera	54
7.2.2. Coyuntura económica.....	56
7.3. Consecuencias sociales	57
7.4. Consecuencias en la oferta	59
8. Situación actual.....	61
Conclusiones	63
Bibliografía.....	65
Webgrafía	66

Índice de figuras

Figura 1. Motivaciones en la compra de viviendas.....	14
Figura 2. Rango de edad de la demanda de vivienda	16
Figura 3. Evolución del tamaño medio del hogar (1970-2013).....	19
Figura 4. Evolución del PIB a precios constantes de 2005 (2006-2014).....	20
Figura 5. Evolución de los tipos de interés y Euribor a 12 meses entre 2010 y 2015.....	22
Figura 6. Evolución de la relación entre valor prestado y valor tasado y porcentaje de préstamos con LTV > 80%	24
Figura 7. Variación porcentual de los criterios de aprobación de un producto financiero destinado a vivienda (2004-2015)	24
Figura 8. Efecto del precio sobre una demanda de uso	26
Figura 9. Tasa de variación interanual IBEX35 y precio vivienda (1998-2006)	31
Figura 10. Efecto del precio en la demanda de inversión	32
Figura 11. Proceso de gestión de suelo y construcción	34
Figura 12. Peso de los costes en la construcción según crecimiento del mercado.....	35
Figura 13. Viviendas iniciadas por mil habitantes en 2006, por provincias.....	39
Figura 14. Evolución anual del crédito hipotecario entre 1995 y 2005	43
Figura 15. Evolución del tipo de interés nominal, real e IPC entre 1999 y 2006	45
Figura 16. Variación real y nominal del precio por m ² y variación de la inflación entre 1998 y 2006.....	46
Figura 17. Evolución del PER vivienda entre 1997 y 2007	47
Figura 18. Evolución del precio/metro ² de vivienda libre entre 2007 y 2015	54
Figura 19. Peso de la construcción sobre el PIB en 2007	56
Figura 20. Stock vivienda nueva entre 2005 y 2014	59
Figura 21. Stock sobre stock nacional por comunidades en 2012	60
Figura 22. Diferencia de las compraventas entre 2014 y 2013.....	62

Índice de tablas

Tabla 1. Número de inmigrantes según nacionalidad en el año 2014.....	17
Tabla 2. Porcentaje de compra financiada y compra al contado	21
Tabla 3. Distinción del tipo de inversionista según objetivo y capacidad de pago	28
Tabla 4. Comparación rentabilidad alquiler vivienda y productos financieros.....	30
Tabla 5. Ranking de provincias con mayor densidad en 2014	40
Tabla 6. Población en España según rangos de edad objetivo entre 1981 y 2011	42
Tabla 7. Construcción de viviendas en España entre 1997 y 2006.....	49
Tabla 8. Diferencia entre máximos y mínimos de los precios de vivienda en varios países	53
Tabla 9. Ejecuciones hipotecarias presentadas en los juzgados entre 2007 y 2014	58

Introducción

El mercado inmobiliario en España ha tenido un papel muy relevante desde la época del desarrollismo franquista hasta nuestros días. Ha sido, y es, uno de los pilares en los que se sustenta la economía del país a la vez que el origen de los grandes problemas que sufrió a lo largo de los años. Por este motivo, me parecía interesante poder analizar el mercado de vivienda desde un punto de vista no muy comentado, como es el funcionamiento del mismo.

La primera parte de este Trabajo de Fin de Grado trata sobre las partes predominantes en los que se sustenta cualquier mercado o sector. Primero me centro en la demanda, distinguiendo entre los compradores de vivienda habitual y los meramente inversores y los factores que condicionan ambas demandas. Luego comentaré como de rígida puede ser la oferta del mercado, el comportamiento cíclico del mismo y diversos aspectos que componen el mercado inmobiliario.

En una segunda parte, me centro en la llamada burbuja inmobiliaria. España ha disfrutado durante esta etapa democrática de varias fases expansivas y de recesión de la construcción y de la economía en general. Pero nunca en su historia llegó a tener una fase alzista como fue esta última. Como sabiamente se afirmaba por los periodicos, organismos oficiales y por las tertulias más comunes de la calle, en España entre los años 1998 o 2000 y 2007 se llegaba a construir mucho más que el resto de la Unión Europea. Los paisajes llenos de grúas, proyectos casi faraónicos, rascacielos y hoteles en primera línea de costa eran normales en esa época. La construcción generaba empleo y riqueza, y eso llevaba a un crecimiento económico muy bueno, donde todos ganaban. Por este motivo, es prácticamente obligatorio analizar el por qué del éxito del sector inmobiliario, como fue su evolución y como fue su pinchazo.

En la tercera parte del trabajo explico qué es lo que sucedió para que la burbuja, que parecía eterna e infranqueable, explotara y destruyera miles de empleos y dejara un paisaje lleno de desierto de ladrillos, así como un agujero financiero y

económico en la economía del país y de muchas cajas de ahorro que, en la actualidad, son historia.

Y cuarta, y última parte, comento las ideas y perspectivas que se tiene la situación actual y su futura evolución del mercado inmobiliario que, en principio, parece recuperarse poco a poco.

Por lo tanto, y concluyendo con esta introducción, el objetivo de este trabajo es en analizar el mercado inmobiliario y su funcionamiento; como se creó y se desarrolló la última burbuja inmobiliaria; explicar las consecuencias de su estallido y hacer hincapié en la situación actual y las perspectivas de futuro.

1. Definición y características del mercado inmobiliario

El mercado inmobiliario es un conjunto de sectores que tienen como nexo en común que sus actividades están relacionadas con un bien inmueble. Este bien puede ser destinado tanto a su disfrute como a una propiedad destinada a otros fines económicos o sociales. Intervienen sectores como el financiero, las promotoras, inmobiliarias, constructoras, administración pública, etc. Por otra parte, existe una demanda potencial que desea el inmueble (en este caso, una vivienda) para destinarlo al uso que esa demanda considere y mediante las transacciones más adecuadas, que en este caso las opciones pasan entre una compraventa (clásica operación de pasar la propiedad a un comprador a cambio de recibir una cantidad económica por la misma) o un contrato de arrendamiento o alquiler (se cede el uso a cambio de una cuantía mensual o anual, pero no la propiedad del bien inmueble).

1.1. Características

El mercado de la vivienda, sea en España o en otro país del mundo, tiene una serie de características que la distinguen del resto de industrias. Los profesores Jaén García y Piedra-Muñoz destacaron los siguientes en 2012:

a. Necesidad

Un bien inmueble, como lo es una vivienda, es un producto que cubre una necesidad básica como es la de un lugar de refugio donde descansar. Así lo podemos comprobar en la pirámide de Maslow, creado por el psicólogo humanista Abraham Maslow en 1943. Una figura con forma de pirámide se divide en 5 partes, siendo la parte de la base la que cubre las necesidades más básicas y primordiales hasta las más complejas, situadas en la cima. La vivienda, en un principio, se situaría en el segundo escalafón de necesidades de seguridad debido a su condición de propiedad privada

que una persona desea tener. Pero, en mi opinión, cubre una necesidad vital y básica de refugio y descanso, situado en la base de la pirámide. La vivienda es un derecho que toda persona debe tener.

b. Larga duración

La vivienda es considerada un bien no perecedero (o duradero). Esto quiere decir que no tiene fecha de caducidad ni tiempo definido de uso. Puede necesitar restauración, reparación, cuidado, etc., pero salvo final catastrófico como un derrumbe el bien inmueble seguirá presente.

c. Fijación espacial

Una vivienda, a diferencia de otros bienes, no puede ser trasladada de un punto a otro, está fijado en un sitio en concreto del cual no puede moverse.

d. Indivisibilidad

Cómo es obvio, una vivienda no se puede partir físicamente en partes iguales como activo inmueble que es.

e. Heterogeneidad

Existe una gran variedad de viviendas, entre casas, dúplex, pisos de 100 o 50 metros cuadrados, etc.

f. Estrechez de mercado

Este punto puede contradecir al anterior. Decimos que hay heterogeneidad de viviendas dentro del mercado, pero a la vez los demandantes del mismo no pueden acceder a todos. Y esto se debe a dos principales factores: Sociales y económicos.

Un ejemplo de factor social podría ser una familia de cuatro miembros. Esta no puede acceder a un apartamento ni un piso pequeño, por motivos obvios de espacio y comodidad. Su segmento de mercado objetivo será una vivienda amplia.

Dentro de los factores económicos está tanto la situación económica de la familia, como el precio de la vivienda. Por lo tanto, se deben adecuar las expectativas de hogar deseado con el valor que se pueda afrontar. Esto va a provocar otra estrechez de mercado al centrarse sólo en un segmento del mercado.

Centrándonos en el mercado español, los autores Jaén-García y Piedra-Muñoz (2012) destacan 3 características por encima de todo que desarrollaremos a lo largo del trabajo.

- Un gran número de stock de viviendas vacías derivado del estallido de la burbuja. La oferta se empezaba a acumular frente a una demanda que se reducía sensiblemente. Más adelante detallaremos las causas de la existencia de stock.
- La tendencia a adquirir una vivienda en propiedad frente al alquiler. Lluís Pellicer (2014) comenta que, en España, el alquiler desde hace bien poco era sinónimo de tirar el dinero, una fórmula desprestigiada reservada a estudiantes, inmigrantes o situaciones temporales. Además, las promotoras e inmobiliarias se centraban mucho más en la venta que en el alquiler de viviendas, así como los bancos ofreciendo hipotecas a un bajo tipo de interés.
- Elevado porcentaje de viviendas turísticas o segunda vivienda. España es un país en el que el turismo es uno de sus máximos exponentes. La costa mediterránea, Andalucía, Valencia, Cataluña son los lugares más frecuentados por turistas de diversos puntos del planeta.

2. Demanda del mercado

La demanda del mercado inmobiliario la podemos dividir en dos grandes grupos: según capacidad de pago y según motivo de compra.

a. Demanda según capacidad de pago

Dentro de esta clasificación, podemos encontrar varios tipos de demanda (S. Fernández y Y. Fernández, 2003, p.38):

- Demanda subjetiva. Expresa el número de personas que declara tener necesidad de acceder o cambiar su vivienda en un medio o largo plazo, en un futuro hipotético. Un buen ejemplo es una pareja que tiene previsto en un par de años ampliar su familia.
- Demanda potencial: Se refiere a aquella a la que la necesidad o deseo de vivienda se le añade capacidad económica para afrontarla. Esta puede ser activa (que va a adquirir el inmueble de forma casi inmediata) o no activa (decidió no adentrarse en el mercado inmobiliario por el momento).
- Demanda insolvente: Aquella que, aun deseando cambiar de vivienda, no puede afrontar el cambio debido a que no dispone de los recursos necesarios.
- Demanda efectiva o explícita. También la podemos denominar real, pues es la demanda que adquirió o efectuó la compra del bien, de la vivienda en este caso.

b. Demanda según motivo de compra

Este tipo de demanda será nuestro objeto de estudio. Siguiendo los pasos de Gonzalo Bernardos (2007), se distinguen dos tipos bien diferentes. Por una parte, tenemos la demanda de uso referida a la necesidad de vivienda como refugio. Por otra

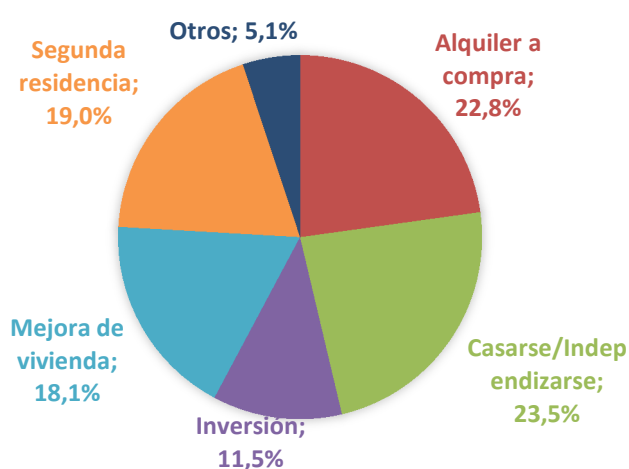
parte, nos encontramos con la demanda de inversión, aquella relacionada con comprar una segunda vivienda para posteriormente alquilarla o venderla para conseguir un beneficio.

2.1. Demanda de uso

La demanda de uso está ligada a la compra de vivienda como residencia habitual o primera vivienda. Podemos agrupar dentro de la misma la compra de segunda vivienda siempre y cuando su adquisición sea para su uso y disfrute y no como mera inversión con fines de venta o alquiler.

Existe una infinidad de motivos para la compra de una vivienda. Según un estudio de la inmobiliaria Básico Homes en 2014, la opción mayoritaria para adquirir una vivienda fue por motivos de independencia o formación de nueva pareja (23,5%). Le siguen otras causas como el pasar de un alquiler a una propiedad, mejora de su hogar, segunda residencia e inversión, aunque en este caso la consideramos como una demanda totalmente distinta.

Figura 1. Motivaciones en la compra de viviendas



Fuente: Básico Homes (2014). Elaboración propia.

El Observatorio Vasco de la Vivienda (OVV) también nos aporta otros motivos más para la compra de un inmueble. Aunque el objeto de estudio estuviese limitado a la población del País Vasco en 2014, podemos extrapolar los datos sin demasiado temor. En los datos recolectados, podemos ver otros motivos como mal estado, no disposición del ascensor o querer estar más cerca del puesto de trabajo.

2.1.1 Factores condicionantes

Destaco estos grandes factores por encima, siguiendo las ideas de Yolanda y Santiago Fernández (2003): aspectos sociales y demográficos, financiación, el precio y la fiscalidad. También juega papel relevante la coyuntura económica.

2.1.1.1. Factores sociodemográficos

i. Población

Si hay un factor del cuál la demanda siempre dependa, sea la situación social/económica que haya en un determinado momento, es la demografía. Considerando todos los restantes factores constantes (ceteris paribus), a mayor población, mayor es la necesidad de alojamiento, y por tanto mayor demanda de vivienda. Cierto es que se trata de una ecuación muy sencilla que no refleja fielmente la realidad del sector, pero si permite ver la importancia que tienen los cambios demográficos, pues el mercado inmobiliario satisface esa necesidad básica como es un hogar por cada uno o dos individuos.

Sin embargo, debemos matizar que no toda la población puede adquirir una vivienda. Siendo más exactos, hay determinados grupos de población con mayor índice de, al menos, intención de compra. Estos grupos van en función de la edad, como veremos en el siguiente apartado.

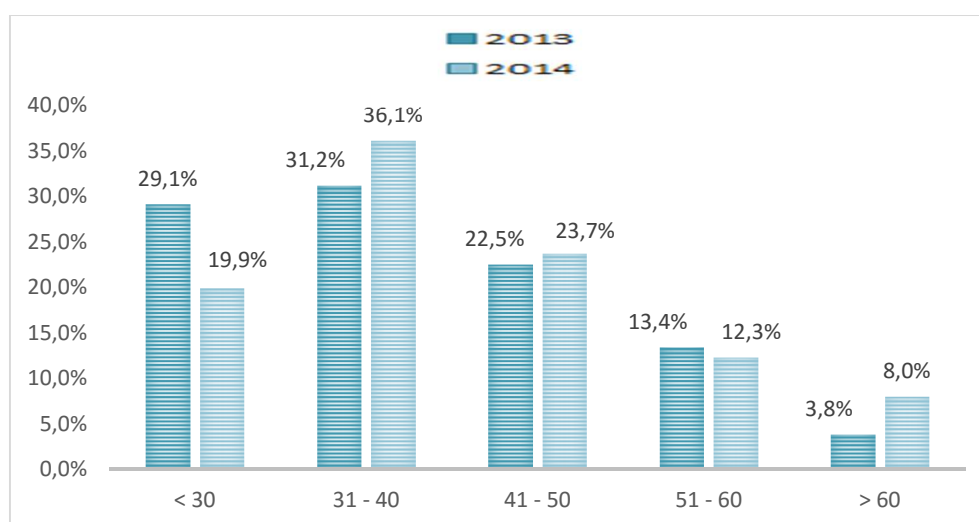
ii. Rango de edad

Siguiendo la idea del párrafo anterior, una persona de 10 años no puede comprar nunca una vivienda; así como aquellas personas mayores o tercera edad que lo más probable es que no cambien de vivienda o estén junto con su familia o en un centro especializado. Por eso, debemos centrarnos en unas determinadas franjas de edad donde sí se encuentre la verdadera demanda potencial.

En el mismo estudio que mencionábamos antes de Básico Homes (2014), revelaba que el grupo de edad que más demandaba compra de viviendas era entre los 31 y 40 años, siguiendo de las personas comprendidas entre 41 y 50 años. Esto supone un vuelco a lo que había anteriormente. Años atrás, los más jóvenes se emancipaban antes, se casaban a una edad más temprana y buscaban una vivienda en propiedad para montar una familia. Sin embargo, con el estallido de la conocida crisis actual, los jóvenes de 25 años prefieren antes alquilar una vivienda que

hipotecar su futuro. O directamente ni pueden acceder al alquiler, algo más grave y por desgracia una tónica habitual hoy en día.

Figura 2. Rango de edad de la demanda de vivienda



Fuente: Basico Homes. Elaboración propia

Así pues, podemos afirmar grosso modo que la población comprendida entre 30 y 50 años es la más proclive a adquirir una vivienda, sea en calidad de alquiler o en propiedad.

iii. Inmigración

La inmigración es uno de los mayores condicionantes de la demanda. En el caso español la inmigración fue decisiva. Entre 1991 y 2011, la población extranjera en España aumentó en más de cinco millones de personas, siendo la etapa entre 2001 y 2011 donde se produce el mayor aumento, según datos del INE (se pasó de 1.548.941 extranjeros en 2001 a 5.252.473 diez años después). Múltiples motivos provocaron este aumento, como pueden ser políticos o sociales, pero la economía y la construcción son responsables en buena medida. España se encontraba en un momento de bonanza económica sustentada por una burbuja inmobiliaria que cada vez iba a más, y la construcción ofrecía puestos de trabajo ideales para trabajadores no especializados e inmigrantes, siendo uno de los sectores de mayor ocupación por este colectivo.

La inmigración nos obliga a distinguir dos tipos de subdemanda dentro de la propia demanda extranjera (S. Fernández y Y. Fernández, 2003, p.40):

- Demanda turística: Extranjeros que buscaban acomodo en viviendas vacacionales situadas por la costa mediterránea. Generalmente eran de nacionalidades europeas.
- Demanda laboral: La mayoría de los inmigrantes vienen a España por lograr mejores condiciones de vida y económicas. Estos suelen demandar viviendas de un bajo alquiler y sustentados por el apoyo de compatriotas.

Tabla 1. Número de inmigrantes según nacionalidad en el año 2014

País	Población
Rumanía	797.054
Marruecos	774.383
Reino Unido	300.286
Ecuador	218.883
China	186.031
Colombia	181.875
Italia	180.999
Bulgaria	151.579
Bolivia	150.703
Alemania	140.511

Fuente: INE. Elaboración propia

En la tabla anterior se muestran las diez nacionalidades más representadas entre la población emigrante en nuestro país en 2014. De esta tabla hay que matizar que la inmensa mayoría de alemanes, británicos e italianos vienen a España por motivos turísticos, jubilación, etc., que a causas de mala calidad de vida o situación política como son los casos de europeos del este y latinoamericanos.

A lo largo de los años los inmigrantes se estabilizaron dentro de nuestro estado y empezaron pasar de viviendas de alquiler a adquirir propiedades. Esta tendencia se vio favorable por la mayor facilidad que daban las cajas de ahorro para conceder créditos hipotecarios a esta población. Así lo confirmaba el Banco de España en 2007, antes del estallido de la burbuja, como menciona José Luis Campos Echeverría (2008)

iv. Migración interior

Otro factor demográfico a analizar es la migración interior dentro de España o el paso del campo a la ciudad. España se ha caracterizado estas últimas décadas por aglutinar la mayor parte de la población en unas pocas áreas geográficas. Según datos del INE, Madrid y su metrópoli aglutinan un 15% de la población total del país. El

área de Barcelona se lleva un 12% mientras que Valencia un 5,5%. Es decir, un cuarto de la población vive en tres áreas determinadas. Este hecho provoca que la demanda de vivienda se produzca especialmente en el centro de la península y en el litoral mediterráneo.

v. Esperanza de vida

Anteriormente hemos citado que existe un progresivo envejecimiento de la población en España. Este hecho se puede ver mucho más claro observando y comparando la esperanza de vida (edad media de vida de un determinado lugar) del país en diferentes etapas y con otras regiones. En el año 2012, según datos del Banco Mundial, España contaba con una esperanza de vida en torno a los 83 años. Al inicio del boom, 78 años. Si a este dato le añadimos los bajos índices de natalidad actual, la demanda de vivienda por cuestiones demográficas disminuye: se reduce la demanda potencial joven, y los más mayores se muestran reticentes a un cambio de vivienda.

vi. Emancipación

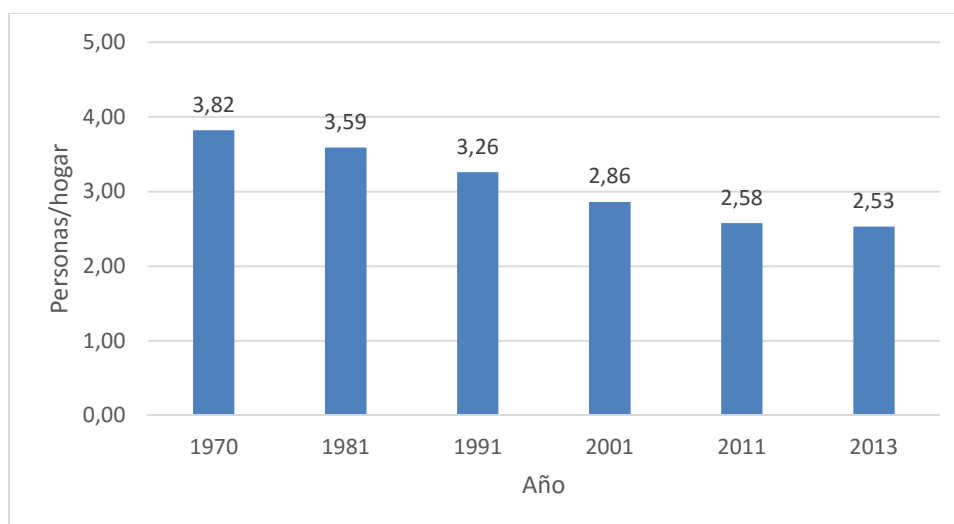
En estos tiempos de crisis, otro factor que ha emergido como condicionante de la demanda es la edad de emancipación. En España era muy común abandonar la vivienda a una edad temprana para formar una nueva familia en su primera y nueva propiedad. Actualmente, y por motivos más económicos que sociales (hacer frente a los pagos de la hipoteca y/o alquiler, rentas bajas, paro, inestabilidad laboral y salarial, etc.), ha provocado que la demanda potencialmente joven haya disminuido, pasando a ser en torno a los 29 años. Así fue confirmado por un estudio de Jóvenes y Emancipación en España de la Fundación de Ayuda contra la Drogadicción (2012). Este informe también revela que en Finlandia, los jóvenes abandonan el hogar familiar a los 22 años, mientras que en nuestro país a esa edad mucha gente no tiene en mente realizar tal actividad.

a. Estilo de vida

Otro aspecto social que ha caracterizado la demanda actual de vivienda es el estilo vida. Hoy en día es frecuente ver a gente vivir sola o en pareja en sus viviendas. Como bien informa en un estudio el INE (2013), el tamaño medio del hogar español se sitúa en 2,53 personas, mientras que un 25% del total de los hogares están habitadas por una sola persona. Aquí aparecen de nuevo diversos factores

económicos/coyunturales, como el paro, la renta, la inestabilidad a casi todos los niveles, la falta de ayudas a la adquisición de la vivienda, etc.

Figura 3. Evolución del tamaño medio del hogar (1970-2013)



Fuente: INE. Elaboración propia

2.1.1.2. Coyuntura económica

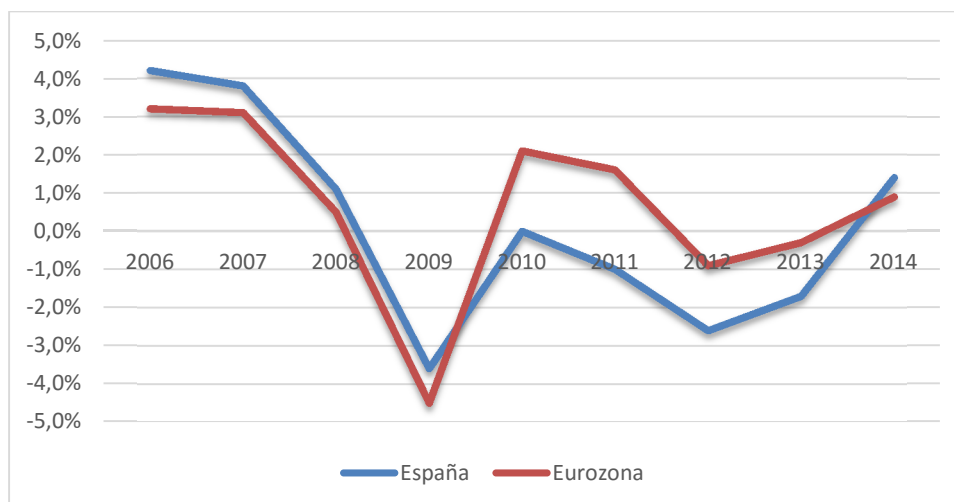
Debido a la gran variedad de datos y variables, he querido destacar dos aspectos por encima: La situación del país y la situación de los hogares.

ii. Situación global

En primer lugar, es adecuado conocer el nivel de bienestar que tiene un país. En este caso, el valor del PIB entra en juego.

El Producto Interior Bruto se define como el conjunto de todos los bienes y servicios finales producidos en un país durante un año. Si observamos el gráfico que tenemos a continuación, sobre la evolución del PIB a precios constantes de 2005, podemos comprobar que la tendencia en los últimos dos años es positiva, lo cual debe garantizar una recuperación del sector y de la demanda de viviendas.

Figura 4. Evolución del PIB a precios constantes de 2005 (2006-2014)



Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia

A día de hoy, la economía española empieza a recuperarse y gozar de una mejor salud que durante estos últimos años. Los últimos datos ofrecidos por el Fondo Monetario Internacional, en Enero de 2016, hablan de un crecimiento del 3,2% del PIB durante 2015. Es el país avanzado con mayor tasa de crecimiento de todo el mundo, situado por encima de EEUU o Reino Unido.

Si atendemos a estos datos como una foto fija, el mercado inmobiliario empezaría a tener mayor movimiento. Datos como el que vemos ayudan a generar confianza tanto en la demanda como en la oferta.

¿Cómo afecta en la demanda? Para ello debemos tener en cuenta el valor de PIB o Renta per cápita. Este dato es el resultado de dividir el PIB total del país en un año entre su número de habitantes, lo que viene a decir cuánto aporta al Producto Interior Bruto cada persona. En otras palabras, mide la riqueza y bienestar que tiene cada habitante del país. El dato de PIB/cápita español en 2014 fue en torno a 22.780 euros, lo que supone una mejora del 1,2% con respecto a 2013 (INE). Un aumento, como en este caso, de la renta per cápita produce un aumento de la riqueza que puede destinarse a la adquisición de un inmueble.

iii. Situación individual

A pesar de estar en fase de recuperación, el mercado laboral sigue siendo el principal problema que tiene España después de la crisis que la había azotado. Una

economía no puede mejorar si en un país existen un alto porcentaje de parados o trabajadores con contratos precarios.

A fecha de 2016, España cuenta con un 21,6% de parados según datos del INE, siendo el tercer país con más tasa de paro, pero haríamos un análisis incorrecto si solo nos centráramos en la tasa de paro.

En nuestro país empieza a surgir la denominada pobreza laboral. Este tipo de pobreza se da entre aquellas personas que, aun teniendo empleo, tienen unos ingresos muy por debajo del umbral de pobreza, situada en torno a los 8000 euros según criterios del Eurostat. Este tipo de empleos que provocan la pobreza son en su mayoría temporales, un mal típico de España y su famosa dualidad de contratos.

En la última Encuesta de Condiciones de Vida, publicado por el INE en Mayo de 2015, refleja que hay un 22,2% de unidades de consumo por debajo de este umbral, un 2,2% más que el año anterior. Con un 42% de la población que no puede afrontar gastos imprevistos, un 22% de pobreza y un 21% de parados como refleja este estudio, es obvio que la demanda del sector inmobiliario no puede despegar. Y sin hogares que puedan consumir, la economía puede resentirse y por tanto el mercado inmobiliario cae arrastrado en esa espiral de estancamiento. Tan solo los demandantes con grandes fortunas o activos en su propiedad pueden efectuar adquisiciones, siendo en la mayoría de estos casos una demanda de inversión.

2.1.1.3. Factores Financieros

Las condiciones de financiación son determinantes para materializar la demanda de vivienda. Es un factor relevante como podemos comprobar en el siguiente gráfico:

Tabla 2. Porcentaje de compra financiada y compra al contado

	2014	2011	2007
Total transacciones	365.621	349.118	836.871
Hipotecas	160.644	217.714	700.282
% Compra financiada	44%	62%	84%
%Compra al contado	56%	38%	16%

Fuente: Consejo General del Notariado e INE. Elaboración propia

Como podemos ver, en épocas expansivas el acceso a la financiación era clave para poder adquirir una vivienda. De hecho, no resulta nada extraño ver que el número total de hipotecas superase al número de compraventas de viviendas. Según

Juán Villén, experto en hipotecas de la web especializada en vivienda Idealista, era debido a que muchas de las hipotecas sufrían cambios registrales, refinanciación de deudas, etc.

Para un demandante, hay varios aspectos cruciales donde se va a fijar dentro del préstamo hipotecario.

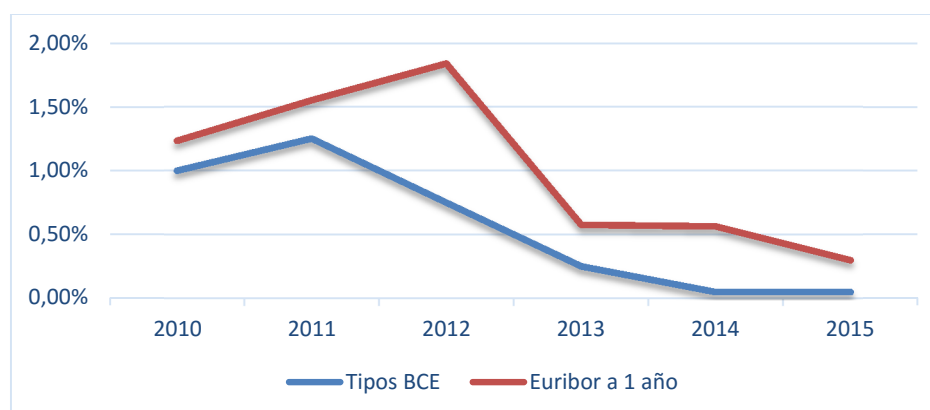
i. Tipo de interés

Existen dos grandes tipos de hipoteca a los que se puede financiar la gente: a un tipo variable, cuya fórmula es Euribor más un diferencial; o a tipo fijo, donde estás menos expuesto a las variaciones en la cuota hipotecaria de un tipo variable como el Euribor. (Borja Mateo, 2010, p.35)

El Euribor es el tipo de interés variable al que las entidades financieras europeas se prestan fondos entre sí a plazos relativamente cortos: un mes, 3 meses, a 6 meses o a un año. Es el principal índice al que van subordinadas las fluctuaciones de las cuotas hipotecarias en España, lo que al hipotecado le supone adquirir un riesgo de subida de su cuota por la subida de los tipos, o viceversa. En ese caso es importante también el tipo de Euribor al que está sujeta la hipoteca y las fechas de revisión de la misma. Se trata, por tanto, de un tipo de interés de mercado y no de un tipo de interés que fije el Banco Central Europeo. (Borja Mateo, 2010).

El diferencial es el valor, constante durante la vida del préstamo, que suele depender del nivel de riesgo que pueda conllevar un determinado cliente y de la tendencia variables macroeconómicas como la inflación o los tipos de interés fijados por el Banco Central.

Figura 5. Evolución de los tipos de interés y Euribor a 12 meses entre 2010 y 2015



Fuente: BCE y Banco de España. Elaboración propia

A día de hoy, las ofertas hipotecarias están bajo mínimos en cuanto a intereses se refieren, con un Euribor en torno al 0,2% a finales de 2015 y unos tipos de interés al 0,05% en Europa, según datos recogidos del Banco Central Europeo. Este panorama está enfocado a ofrecer la máxima facilidad de financiación, por lo tanto una demanda potencial debería aumentar.

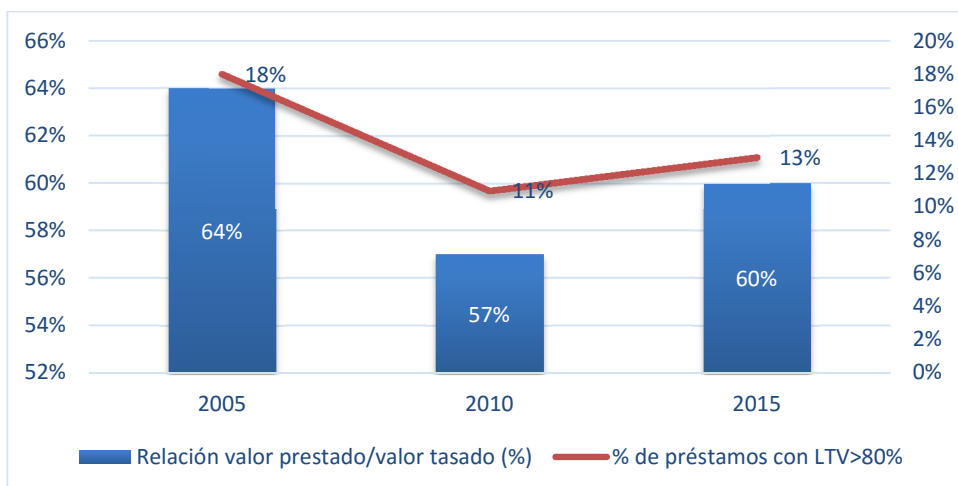
ii. Plazo de financiación

El tiempo que un hogar destina sus recursos al pago de una hipoteca es importante. Se trata de un préstamo que puede “atar” una familia al banco durante décadas, asumiendo riesgos impredecibles en el futuro (fuerte subida del Euribor, quiebra de la entidad financiera, reducción de ingresos, etc.). A lo largo de los últimos años, con especial énfasis durante la última burbuja inmobiliaria, el plazo de amortización del préstamo aumento de forma constante. Esto era debido a dos causas en general: la subida de precios, y la necesidad de los hogares de pagar unas cuotas relativamente económicas. Como informa la Asociación Hipotecaria Española, una hipoteca en los años 90 duraba 12 años de media, frente a los 23 años que dura en 2015.

iii. Importe financiado

Otro eje a destacar es el importe al que se suele financiar una vivienda, donde por término general no suele ser la totalidad del importe tasado del inmueble. Según la Asociación Hipotecaria Española, el importe financiado está sobre el 60% de la tasación. Una cifra lejana a los datos de la burbuja, donde era un 65%. Este descenso se debe a dos principales motivos: durante el boom, la mayoría de los hogares necesitaba una mayor financiación debido a los precios altos de la vivienda; ahora, la gente que más demanda son inversores o familias con grandes fortunas detrás, por lo su necesidad de financiación se reduce.

Figura 6. Evolución de la relación entre valor prestado y valor tasado y porcentaje de préstamos con LTV > 80%



Fuente: Asociación Hipotecaria Española. Elaboración propia

iv. Política de riesgo

Las entidades financieras ponen una serie de requisitos para poder acceder a un préstamo de gran importe, como tener unos ahorros, nómina relativamente alta, un puesto de trabajo fijo, no tener ninguna deuda pendiente, riesgo de morosidad, etc.

Son muchas variables que durante la burbuja no se tuvieron muy en cuenta, ya que un hogar sin cumplir ninguno de los requisitos podría tener una hipoteca de igual forma. Y es algo que con el tiempo se ha corregido y se ha endurecido, aunque algunos expertos ya empiezan a asegurar que la banca empieza a ofrecer de nuevo créditos a la demanda.

Figura 7. Variación porcentual de los criterios de aprobación de un producto financiero destinado a vivienda (2004-2015)



Fuente: Banco de España y BCE. Elaboración propia

Como podemos comprobar en el gráfico recogido de una encuesta trimestral elaborada entre el Banco de España y Banco Central Europeo, las principales entidades financieras rebajan las condiciones de financiación durante la burbuja, pero una vez explotó la misma se “cortó el grifo” como de diría coloquialmente. Ya en 2010, exceptuando 2012, se redujeron los criterios para dar salida al dinero y reactivar el consumo.

Hay que hacer una matización en este apartado. Que las condiciones de acceso a la financiación se hayan reducido es, en buena parte, debido al alto número de inmuebles que tienen en balance las entidades financieras. Estas tienen como objetivo prioritario darles salidas, por lo que ofrecen unas condiciones mejores que en otros inmuebles. Según recoge Europa Press en una noticia de noviembre de 2015, los 7 grandes bancos que cotizan en el IBEX35 (Santander, BBVA, Caixabank, Bankia, Sabadell, Popular y Bankinter) habían llegado a vender en los primeros 9 meses de 2015 activos inmobiliarios valorados en más de 5 mil millones de euros.

2.1.1.4. Fiscalidad

Un factor que puede condicionar, tanto positiva como negativamente, son las ayudas fiscales. Diversos economistas opinan de la misma forma: una ayuda fiscal a la primera y segunda vivienda puede mejorar la adquisición de las mismas.

Durante estos últimos años, existía una serie de desgravaciones en la renta tanto para propietarios como inquilinos en alquiler. Pero en la última reforma fiscal que entró en vigor el 1 de Enero de 2015, la deducción del alquiler se eliminó – en 2013 fue suprimida la de adquisición de vivienda, como informa José Trecet (2016)

Las medidas adoptadas por el Gobierno, que entraron en vigor el 1 de Enero de 2015, afectaron al mercado inmobiliario. Antes, en 2013, ya suprimieron la deducción por vivienda habitual. Este incentivo promovía la deducción de los gastos de hipoteca que afecten a la vivienda habitual, siempre dentro de unos límites establecidos en la normativa del IRPF. Así mismo, existía un régimen transitorio para aquellas viviendas adquiridas con anterioridad al 1 de Enero de 2013, y también para gastos en mejora y rehabilitación de la vivienda habitual.

En la reforma de 2015, se suprimió la deducción por alquiler. Esta medida fue vista, por todos los sectores involucrados, como un error grave y un obstáculo a la recuperación del mercado inmobiliario. Tanto de grave que Arrenta, una asociación que fomenta el alquiler, declaró que la reforma podría provocar que unos 300.000 contratos de alquiler se sitúen en una economía sumergida, al margen de la ley. Hasta

su eliminación, quienes vivían de alquiler podían deducirse en su declaración de la renta el 10,05% de lo pagado en alquiler, con un máximo de 9.040 euros anuales para bases imponibles inferiores a 17.707,2 euros. La deducción también se aplica para inquilinos con una base imponible superior y hasta un máximo de 24.107 euros, donde a partir de los 17.707,2 € va reduciéndose progresivamente hasta desaparecer cuando se alcanza el tope citado. El esquema es similar al que se conservó para la deducción por compra de vivienda habitual.

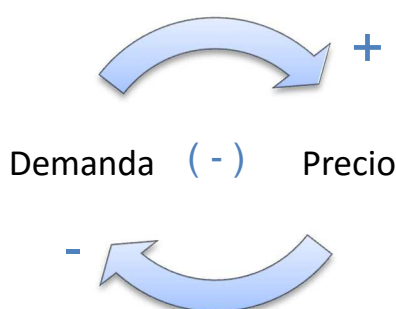
Otra medida fue incluir la dación de pago como renta exenta. Esto venía a significar que cuando una familia entregaba una vivienda a cambio de acabar con su deuda hipotecaria, se consideraba que tenía una “ganancia” y se debía pagar un impuesto por la misma. A partir de 1 de Enero de 2015, no hay que tributar nada por la dación de pago, una medida que ayuda a liberar carga a todas aquellas personas que, tristemente, fueron desahuciadas.

2.1.1.5. Precio

Dependiendo del tipo de demanda, el precio afecta de una manera u otra. Desde luego, es el eje central para la demanda, pues es la primera variable a analizar y tener en cuenta para una futura compra.

En una demanda para uso de la vivienda, el precio afecta según el siguiente arquetipo sistémico:

Figura 8. Efecto del precio sobre una demanda de uso



Fuente y elaboración propia.

En un principio, se tiende a pensar que el precio regula un aumento de la demanda (la oferta es rígida, no se adapta con facilidad). De hecho, un precio elevado puede fomentar la expulsión del mercado de buena parte de la demanda que no es capaz de afrontar un coste elevado. Pero hay que matizar que puede tener un efecto secundario. Ante una subida de precios pueden darse nuevas expectativas de más

aumentos en el mismo. En ese temor de más subidas, la demanda vuelve a aumentar, ya que no quieren encontrarse en una situación de no poder adquirir una vivienda por su prohibitivo precio.

Para que la demanda pueda materializarse a pesar de una subida de precios, depende, en parte, de las condiciones de acceso a la financiación. Ante unas condiciones favorables como sucedía en la burbuja inmobiliaria, los demandantes podrían acceder al mercado de viviendas.

2.2. Demanda de inversión

Este tipo de demanda viene caracterizado por la utilización de la residencia para conseguir rentabilidad como si de un producto financiero se tratase. La estrategia más frecuente es comprar una vivienda, alquilarla durante un período indefinido – no suele ser muy largo- esperando que se revalorice en un corto o medio plazo para luego venderlo y obtener una plusvalía muy interesante. Siempre y cuando la adquisición de la vivienda no tenga fines de uso (sea uso indefinido o vacacional), la consideramos como inversión.

Gonzalo Bernardos (2007) estableció una serie de características que definen a un inversionista inmobiliario:

- Invierten en vivienda como activo refugio. Eso es debido a que la vivienda, en ciclos expansivos del sector, ofrece una mayor seguridad de rentabilidad que invertir en Bolsa, mercados financieros, etc.
- Buscan localizaciones clave en ciudades importantes.
- Adquisición de grandes edificios de oficinas y reconvertirlos en viviendas.
- Demanda centrada en inmuebles de lujo.
- Búsqueda de una mayor rentabilidad con un grado de apalancamiento dependiendo de las circunstancias. Normalmente suele desembolsar un escaso capital en relación al precio del inmueble.
- Individuos que gozan de grandes ahorros, fortunas o activos y con gran capacidad de compra.

Este tipo de demanda fue, en buena medida, una de las causantes de la burbuja anterior y su estallido. Los inversionistas jugaban con la estrategia de la

especulación, basándose sus compras con la esperanza de que “el precio nunca baja”, un dicho muy popular en aquella época. (Daniel Fuentes, 2009).

Dentro de la demanda de inversión podemos distinguir varios tipos de inversor:

Tabla 3. Distinción del tipo de inversionista según objetivo y capacidad de pago

	Puede pagar	No puede pagar
Vivienda	Inversor en vivienda	Inversor especulativo
Consumo	Inversor en consumo	Consumidor especulativo

Fuente: Daniel Fuentes (2009). Elaboración Propia

Es evidente que el tipo de demandante más frecuente es el inversor en vivienda o especulativo, según como sea su estrategia. Este tipo de demanda fue, en buena medida, una de las causantes de la burbuja anterior y su estallido. Los inversionistas jugaban con la estrategia de la especulación, basándose sus compras con la esperanza de que “el precio nunca baja”, un dicho muy popular en aquella época. (Daniel Fuentes, 2009).

2.2.1. Factores condicionantes

Existen varios factores, destacando sobre todo los siguientes:

2.2.1.1. Fiscalidad

A la hora de realizar una inversión en segunda vivienda, se mira con lupa la fiscalidad vigente. Un motivo que puede ralentizar la compra es la no desgravación de la segunda vivienda. Si bien hasta hace relativamente poco se podía deducir las cuotas hipotecarias de la vivienda habitual, una segunda vivienda que no cumpliera una serie de requisitos no gozaba de tal desgravación. Como menciona un artículo de El Confidencial en 2015, uno de esos requisitos es:

- Comprar y vender la casa en menos de 3 años.
- No entrar a vivir en la vivienda en un año
- Consumo energético inferior a la media de hogares habitados.

Sin embargo, dada la opacidad del mercado inmobiliario, con difícil control del mismo con respecto a otros mercados como el bursátil, atrae a muchos inversores para poder aclarar la existencia y ganancia de dinero sospechoso.

2.2.1.2. Rentabilidad

Un inversionista tiene en cuenta la rentabilidad que puede obtener en la compraventa de una vivienda. Grosso modo, entran en juego varias variables (Daniel Fuentes, 2009, p.33):

- Rentabilidad económica, que aporta la remuneración obtenida por cada euro invertido, sea el modo de financiación.
- Rentabilidad financiera, que informa la remuneración de los fondos propios invertidos en la operación
- Coste medio de la deuda o pasivo ajeno, que está conformado por el coste financiero (depende del nominal del préstamo, el tipo de interés y del método de amortización) y el pasivo ajeno o la deuda no satisfecha en el momento t .
- Grado de apalancamiento, o el nivel de endeudamiento en una inversión.

Sin entrar en demasía, si la rentabilidad económica es superior al coste medio de la deuda, un inversionista maximizará los recursos financieros. O dicho de otra forma, al aumentar el apalancamiento al recurrir a un préstamo hipotecario favorece la obtención de una rentabilidad financiera mucho mayor que la económica. Especial vigilancia tiene el apalancamiento, cuyo efecto multiplicador de la vivienda puede afectar a una ganancia mayor o a sufrir pérdidas considerables. (Daniel Fuentes, 2009).

2.2.1.3. Financiación

A diferencia de la demanda de uso, donde se preocupa más por las cuantías a pagar y el plazo, un inversionista tiene como primera variable importante los tipos de interés del mercado. Si, por ejemplo, el BCE decide aumentar los tipos oficiales del dinero, le puede perjudicar en un objetivo de maximizar beneficios al ver la

financiación menos accesible y cara. Pero, por otra parte, puede verse beneficiado por un aumento de la rentabilidad de los depósitos de ahorro.

Podemos encontrar una situación paradójica. La financiación es clave para el inversionista, pues en su búsqueda de rentabilidad opera con apalancamiento como hemos dicho antes. Pero por otra parte, se tratan de personas o sociedades que disponen de un alto capital y pueden invertir sin necesidad de financiación, como sí suele ocurrir en una demanda para uso.

2.2.1.4. Situación coyuntural

Al igual que mencionamos en la demanda de uso, la situación económica del país afecta a la hora de la inversión. Más que la propia coyuntura, los rumores y perspectivas de futuro son las que rigen en un mercado marcado por la especulación en buena medida. Un ejemplo lo tenemos en estos días, con un país sin gobierno claro y estable, lo cual puede desincentivar la inversión en nuestro país. Por lo tanto las expectativas de crecimiento, como venían apuntando organismos como el Fondo Monetario Internacional, pueden fomentar una mayor inversión.

Periódicamente, el Banco de España informa como están las rentabilidades brutas de diversos productos financieros y no financieros, pues un inversionista busca ante todo sacar la mayor rentabilidad posible con una mínima seguridad. En los últimos datos, se puede observar como el IBEX35 sufre de una volatilidad intensa, así como los depósitos de hogares y los bonos caen su rentabilidad. Invertir en vivienda para su alquiler se observa como el método más seguro de ganar dinero.

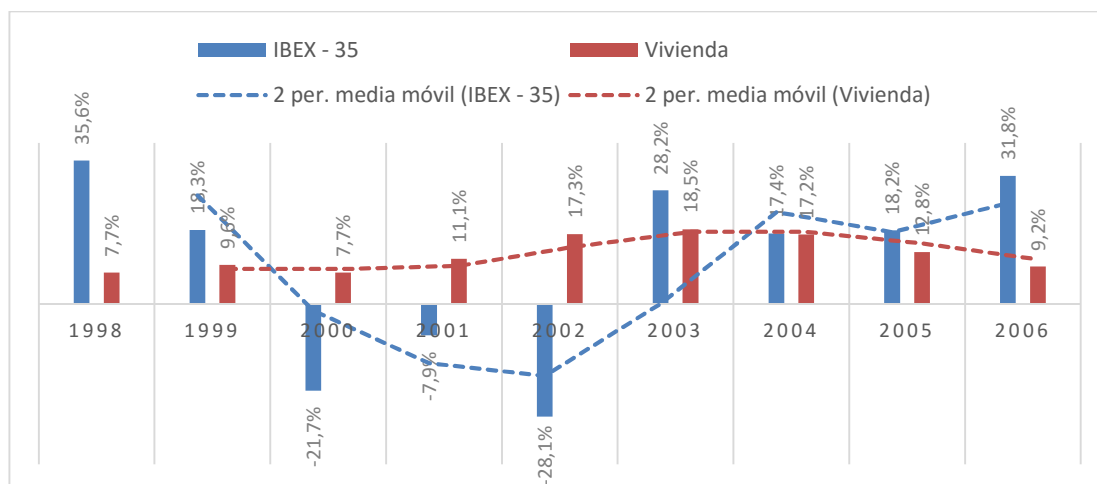
Tabla 4. Comparación rentabilidad alquiler vivienda y productos financieros

Inversiones	Rentabilidad bruta		
	2012	2013	2014
Alquiler vivienda	3,8	4,3	4,7
Bonos Estado 10 años	5,3	4,1	1,6
Depósitos de hogares	2,7	1,6	0,7
IBEX35	-4,7	21,4	3,7

Fuente: Banco de España. Elaboración propia

Esta volatilidad e inseguridad que puede ofrecer la Bolsa frente a la vivienda lo podemos comprobar en este interesante gráfico (Bernardos, 2007, p.46).

Figura 9. Tasa de variación interanual IBEX35 y precio vivienda (1998-2006)



Fuente: Banco de España y Ministerio de Fomento. Elaboración propia

La bolsa, aun ofreciendo mayor rentabilidad, no garantiza la seguridad que si establece la vivienda como se puede ver facilmente en la tendencia de su media.

2.2.1.5. Mercado de alquiler

Una mención especial requiere el mercado de alquiler, pues se trata de una de las formas de conseguir plusvalías. En España, este mercado ha estado muy poco desarrollado debido a la cultura existente desde el franquismo de comprar una casa. Por otro lado, la regularización ha sido otro punto débil de este mercado, pero en 2013 el Gobierno reformo la Ley de Arrendamientos Urbanos garantizando un mayor control y seguridad para inquilinos y propietarios. Algunas de las medidas adoptadas las resume la abogado especialista en arrendamientos, Josep Térmes (2013) :

- Recuperación de la vivienda por el dueño para destinarlo como vivienda habitual.
- Mayor libertad a la hora de revisión de la cuota de alquiler, siendo revisado por el IPC en caso de no haber pacto entre las partes.
- Agilización del desahucio. El contrato quedará resuelto por falta de pago y podrá ser restituido al dueño inmediatamente.

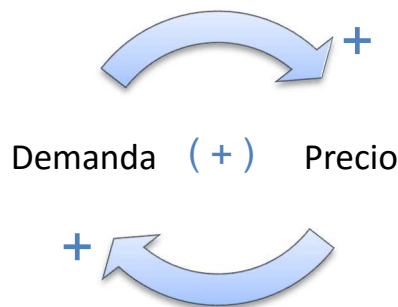
2.2.1.6. Localización y tipo de vivienda

La mayoría de los inversionistas buscan viviendas de lujo en las zonas más importantes de las capitales. Un ejemplo sería en la Gran Vía de Madrid o la 5 Ave de Nueva York. Así mismo, compran también edificios de oficinas en pleno centro de las ciudades para restaurarlas y venderlas o alquilarlas como viviendas. (Bernardos, 2007).

2.2.1.7. Precio

A diferencia de lo que sucedía con la demanda de uso, donde en principio una subida de precios podría contraer la demanda, en la inversión ocurre el efecto contrario. Cuando su estrategia se basa más en las expectativas de subidas o reducciones del precio, ante un aumento del mismo compran más inmuebles esperando más próximas subidas, ergo tener así mayor revalorización y beneficios. Estamos ante el denominado bucle positivo, en la cual una de las características más importantes es que no existen límites al crecimiento.

Figura 10. Efecto del precio en la demanda de inversión



Fuente y elaboración propia.

3. Oferta de mercado

A diferencia de una demanda esencialmente volátil y que cambia con rapidez, nos encontramos con una oferta totalmente rígida y de lenta adaptación.

Siguiendo las lecciones de Guillermo Valcárcel (2013), que la oferta sea rígida depende de diversos factores, entre los que sobresale en especial el suelo.

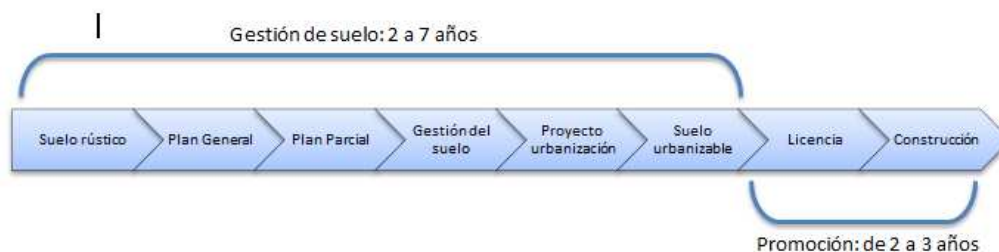
3.1. Suelo

Estamos ante el factor más condicionante y desde donde se empezó a especular en el boom de hace años. Sin suelo, no hay construcción; sin construcción, no hay vivienda, por tanto no hay oferta. En España, la disponibilidad de suelo se regula bajo Planes Generales de cada municipio, provincia, etc. El suelo es dividido generalmente en tres tipos (Valcárcel, 2013).

- **Urbano:** el suelo que se encuentra ocupado por inmuebles urbanos y calles.
- **No urbanizable:** Cuenta con algún tipo de protección específica, en razón de sus valores paisajísticos, históricos, arqueológicos, científicos, ambientales o culturales. De todas formas, algunas clases de suelo no urbanizable se puede construir legalmente, bajo determinadas condiciones que no afecten al paisaje.
- **Urbanizable:** a medio camino entre las anteriores. Sigue vacío pero está preparado para ser edificable mientras no se desarrollen los planes correspondientes. También se le conoce como rústico.

Este último tipo de suelo, más conocido entre los promotores como “suelo de gestión”, es el mayor problema para la construcción de viviendas, así como el que se presta para el juego especulativo (Valcárcel, 2013).

Figura 11. Proceso de gestión de suelo y construcción



Fuente: Guillermo Massó (2009). Elaboración propia

Un suelo urbanizable puede tardar entre 2 y 7 años en estar listo para su urbanización, y unos tres años en la venta de viviendas de la construcción ejecutada en el solar. En total pasan unos 10 años de media entre la disponibilidad de suelo y la oferta de inmueble, 10 años que tarda la oferta en ajustarse a una demanda que habrá variado unas cuantas veces en ese tiempo. Además, hay que destacar las numerosas trabas que disponían de la Administración Pública, con poca transparencia y malas prácticas en numerosas ocasiones (Guillermo Massó, 2009, p. 305).

Por otra parte, los gastos en la compra de suelo varían dependiendo de la situación. En un entorno normal, suele suponer el 20% del gasto en la construcción de la vivienda en su totalidad, mientras que si el sector está en expansión con numerosos demandantes de solares, este puede aumentar hasta ser el 60% del coste total (Valcárcel, 2013).

3.2. Proceso administrativo

La Administración en España realiza un papel demasiado intervencionista que, sin embargo, no es capaz de evitar los abusos urbanísticos ni la especulación de suelo que se dio durante el boom inmobiliario de la anterior década. (Guillermo Massó, 2013, p.305).

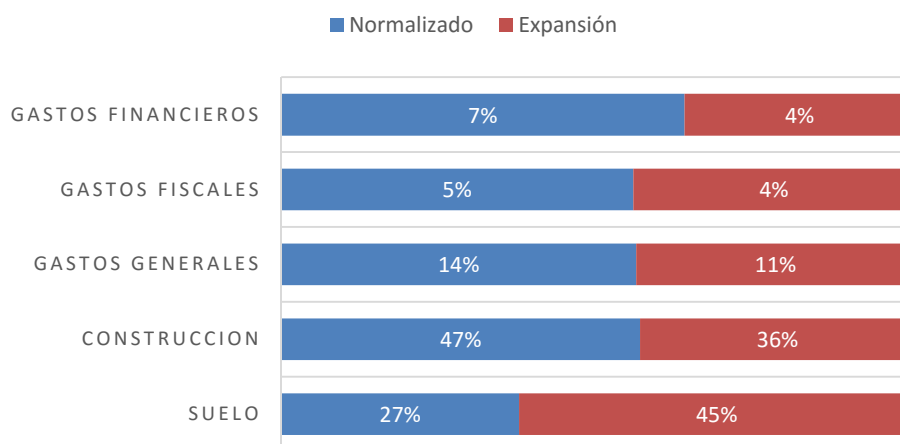
Bernardos (2007) añade además que “la Administración debería limitarse a establecer unas reglas de juego”. Considera que deben ser pocas y claras, así como permitir mayor abundancia de suelo y así aliviar la rigidez de la oferta en ese sentido.

Por otra parte, la infinidad de documentación necesaria, licencias, etc., ralentizan la promoción y entrega de viviendas. Este caso se da en especial relevancia cuando las viviendas son de titularidad pública (Viviendas de Protección Oficial), donde la burocracia ralentiza de forma importante su construcción.

3.3. Coste de la construcción

Como mencionamos antes, la consecución de suelo puede suponer hasta un 60% de los gastos totales en la inversión inmobiliaria.

Figura 12. Peso de los costes en la construcción según crecimiento del mercado



Fuente: PwC. Elaboración propia

En esta gráfica podemos comprobar como el coste del suelo puede aumentar sensiblemente cuando el sector se encuentra en expansión. Aunque el estudio, realizado por PwC, contradiga a la opinión de Valcárcel en cuanto al peso del suelo en los gastos, sí coinciden en la magnitud de su importancia.

Pero también debemos tener presentes otros tipos de gastos presentes dentro de la construcción, como comentan Falcón Pérez y Serrano Moracho (p.5, 2003):

- Costes de anteproyecto
- Costes de materiales y suministros
- Costes de mano de obra
- Costes de amortización, transporte y alquiler de equipos
- Costes de instalaciones generales

- Costes de trabajos realizados por subcontratistas y asistentes técnicos
- Costes de garantías, de prevención y seguros
- Costes financieros
- Costes de tributos

4. Comportamiento cíclico y proceso de ajuste

4.1. Comportamiento cíclico

El sector de la construcción ha destacado a lo largo de toda su historia por su comportamiento cíclico, sea de mayor o menor intensidad, presente en todas las economías del mundo. Como citan muchos autores, en especial Bernardos (2007), que exista un ciclo expansivo en el mercado de la construcción y vivienda es, hasta cierto punto, lógico y normal. De hecho, en España hubo más “booms” inmobiliarios durante su etapa democrática junto a sus respectivos momentos de recesión. Según un informe del Colegio Libre de Eméritos (2010), en España encontramos varias fases distintas que sufrió el mercado:

- **1975 - 1984:** Una etapa de recesión en el sector a pesar de la lenta evolución de la economía.
- **1985 – 1991:** Gracias a la entrada de España en la Unión Europea, hay una fuerte inversión en vivienda residencial. Sería un pequeño boom especulativo en comparación con el que vivimos.
- **1991 - 1994:** Otra época de crecimiento negativo, apoyando en la destrucción de empleo.
- **1995 – 2007:** La gran burbuja española, por denominarlo de una forma. Con crecimientos superiores al 5% real, con la masiva creación de empleo.

Este último ciclo inmobiliario, aquel que nos centra este trabajo, tuvo la especial relevancia de la aparición de la especulación, lo que originó que el boom se pasase a una burbuja de consecuencias muy catastróficas.

4.2. Oferta rígida vs demanda volátil

Como fue comentado antes, la oferta a corto plazo es inelástica, es rígida ante los cambios coyunturales de la economía. Esta rigidez se debe, sobre todo, a la poca agilidad en la tramitación de suelo y su posterior uso y construcción del inmueble.

Por el contrario, la demanda es sensible. Cualquier mínimo cambio, o incluso mero rumor, en la economía o situación, puede provocar una caída o una evolución de la demanda. Por ejemplo, si salen noticias de que aumenta el PIB, la demanda podrá aumentar gracias a la confianza y sensación de riqueza.

4.3. Proceso de ajuste

En cuanto al proceso de ajuste, es decir, en la forma que tiene el mercado de equilibrarse, podemos encontrar varios tipos si tenemos en cuenta que el mercado inmobiliario siempre se ha caracterizado por una oferta inelástica (Montalvo, 2013).

- Ante un exceso de oferta en el mercado, el proceso de ajuste corresponde al descenso del precio hasta llegar a un nuevo punto de equilibrio.
- Ante un exceso de demanda en el mercado, el proceso de ajuste corresponde al aumento del precio hasta llegar a un nuevo punto de equilibrio.

En el caso que haya un aumento de la demanda, los precios subirán como ocurrió en la burbuja. Este incremento del precio va a provocar un aumento de la oferta, pues actúa como incentivo para ganar riqueza si se invierte en vivienda. Por otra parte, cuando la demanda baja y la oferta aumenta (debido a su rigidez en la adaptación al mercado), puede pasar el segundo escenario: una reducción considerable de precios. (Montalvo, 2013).

Sin embargo, en España, el proceso de ajuste fue ineficiente, centrándose en un ajuste en cantidades. Es decir, el mercado se centró más en bajar el stock de vivienda libre que en una bajada considerable de precios como sí ocurrió en otros países. (Montalvo, 2013)

Este lento proceso de ajuste de la vivienda en España ha ocasionado que las ventas del sector se desplomasen. Ante una bajada del poder económico de la demanda no le acompañó una bajada en la misma proporción de los precios, como

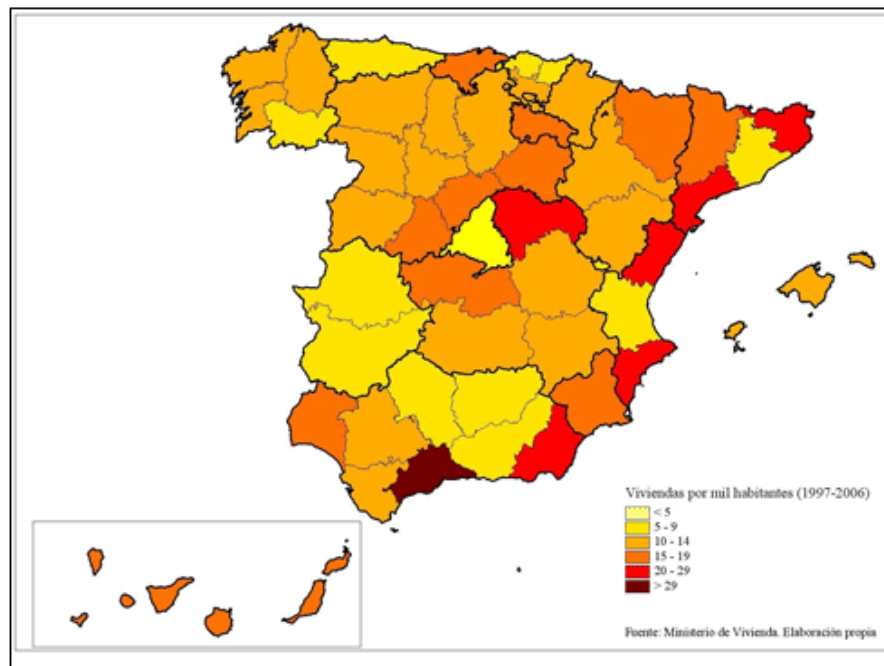
debería haber sido. Este ajuste ineficaz se debe a varios motivos importantes (Valcarcel, 2013):

- La celeridad de la administración. En el momento que se desea construir un inmueble hasta que esté disponible pueden pasar la friolera de 10 años. Durante ese tiempo la economía ha podido pasar de momentos alcistas hasta periodos de recesión, como así le pasó a muchas promotoras.
- El stock acumulado de oferta. Debido a lo anteriormente comentado, la oferta de viviendas se acumula cada vez más, por lo que el mercado tiende primero a eliminar antes la cantidad sobrante que realizar un ajuste en el precio.

4.4. Componente local

Otra característica importante del mercado de vivienda es la importancia que tiene cada localidad, región, etc. El boom inmobiliario no fue desarrollado por igual en toda España, sino que había lugares más propicios a una mayor inversión en grandes proyectos.

Figura 13. Viviendas iniciadas por mil habitantes en 2006, por provincias



Fuente: Eugenio L. Burriel de Orueta (2008). Universidad de Valencia

Tomando el dato de viviendas iniciadas en 2006, antes del estallido, podemos ver cuáles son las provincias donde mayor atracción hay para la inversión. Podemos destacar el litoral mediterráneo, desde Málaga hasta Girona, destacando Alicante o Murcia. Por otra parte, las grandes metrópolis también tienen un papel más relevante dado su status (Madrid y Barcelona). Es digno de destacar la provincia de Guadalajara, donde el nivel de viviendas iniciadas es elevado gracias, sobre todo, a su cercanía y buena comunicación con la capital de España.

Como se puede observar en la tabla siguiente, la población tiene especial relevancia a la hora de invertir en una determinada provincia o no. La mayoría de las provincias con mayor índice de viviendas iniciadas coincide con una alta densidad demográfica.

Tabla 5. Ranking de provincias con mayor densidad en 2014

Provincia	Densidad relativa (hab/km ²)
Madrid	804,0
Barcelona	714,8
Vizcaya	519,6
Guipúzcoa	361,2
Alicante	321,2
Tenerife	297,2
Las Palmas	270,5
Valencia	236,5
Málaga	222,0
Islas Baleares	221,0

Fuente: INE. Elaboración propia

A parte de la densidad de población o de la comunicación con grandes urbes, hay otros puntos importantes que provocan diferencias entre zonas:

- El turismo. El litoral mediterráneo es propenso al turismo de sol y playa y a la “jubilación” dorada de muchos extranjeros.
- Mayor disponibilidad de suelo, como podría ser el caso de Guadalajara y las provincias que forman el cordón de Madrid.
- Mayores beneficios fiscales en determinadas comunidades e incluso a nivel municipal, donde podría haber competencia entre ayuntamientos por conseguir proyectos que les aportasen más dinero a sus arcas públicas.

5. La burbuja inmobiliaria

Entre los años 1998 y 2006 se produjo la denominada “burbuja inmobiliaria”, una etapa de casi una década de crecimiento económico, altas tasas de empleo (por consiguiente, un nivel de paro muy bajo), facilidades de financiación, salarios dignos, etc. En definitiva, era una época de bonanza en todos los sentidos y no se preveía un final a este ambiente positivo en un medio o largo plazo. Pero antes de comenzar a explicar los detalles, centrémonos: ¿qué es una burbuja?

Siguiendo las explicaciones del economista estadounidense Charles Kindleberger (1978), una burbuja económica se trata de un fuerte aumento continuo del precio de un activo o conjunto de activos. Esta evolución está basada en la especulación, pues el aumento de dichos precios atrae a nuevos compradores por las expectativas de subida. Llega un punto que el crecimiento anormal del precio llega a un límite hasta llegar al crack (estallido) de la burbuja, debido a que el número de compradores del activo se reduce. Esto da lugar al crash, la bajada generalizada y drástica de precios hasta llegar incluso a valores muy bajos.

Otro reconocido autor como el Premio Nobel Robert J. Shiller (2000), que las noticias de subidas de precios estimulaban los movimientos de los inversores y nuevos compradores en el mercado atraídos por el éxito y la codicia de ganar más dinero. De esta forma se generaba una burbuja especulativa.

5.1. ¿Por qué el sector inmobiliario?

Bajo las ideas de Bernardos (2007) y Naredo (2007), podemos destacar cuatro grandes motivos por los que España basó su crecimiento en la construcción y vivienda.

5.1.1 Aumento de la demanda

La llegada a la edad de adquisición de vivienda, de la abundante generación del período 1960-1980, las separaciones, la emancipación de la mujer y la llegada de

inmigrantes catapultaron un aumento explosivo de la demanda, sobre todo desde el 2001 hasta nuestros días (Echeverría, 2008).

Tabla 6. Población en España según rangos de edad objetivo entre 1981 y 2011

	1981	1991	2001	2011
Población total	37.635.389	38.881.416	40.665.545	46.667.175
25 a 29 años	2.533.125	3.105.051	3.468.272	3.225.924
30 a 34 años	2.455.730	2.857.668	3.356.504	4.008.885
35 a 39 años	2.231.061	2.498.969	3.235.862	4.049.368
40 a 44 años	2.072.688	2.405.834	2.963.359	3.808.223
45 a 49 años	2.361.997	2.178.990	2.553.304	3.541.523
% de 25 a 50 sobre total	31,0%	33,6%	38,3%	39,9%

Fuente: INE. Elaboración propia

Observando la tabla anterior, España ha sufrido un aumento considerable de su población a lo largo de los últimos 30-35 años. Pero como hemos visto cuando hablamos de la demanda, es obligatorio destacar como el rango de edad más proclive a la compra durante la etapa expansiva (de 25 a 50) aumentó en 8 puntos porcentuales.

La expansión inmobiliaria tuvo otro factor determinante, como es el crecimiento del flujo de inmigrantes entre los años 1998 y 2007, como ya hemos mencionado páginas atrás en la demanda de uso. La mayoría de estos extranjeros no venían a disfrutar de la elevada calidad de vida, sino a trabajar. La escasez de mano de obra existente en la industria de la construcción y en el sector servicio hizo necesaria la incorporación de un elevado número de extranjeros al mercado laboral español. Inicialmente, la inmigración es un colectivo demandante de una vivienda en alquiler concentrada en determinados barrios con precios de alquiler bajos y con presencia numerosa de compatriotas que facilitan su primera instalación con una fuerte solidaridad de grupos y familias. Pero como consecuencia de un empleo estable, el reagrupamiento de la familia en España y el aumento de las facilidades crediticias otorgadas por las entidades financieras, los inmigrantes se trasladaron desde el mercado de alquiler al de propiedad. (Valcárcel, 2013).

Otro aspecto a tener en cuenta es la denominada “demanda embalsamada”, que fue aquella que durante la anterior recesión entre 1992 y 1995 no pudieron acceder a una vivienda y esperaron a una situación más favorable. Esta demanda más aquella que durante esos años ha entrado en el rango de edad anteriormente

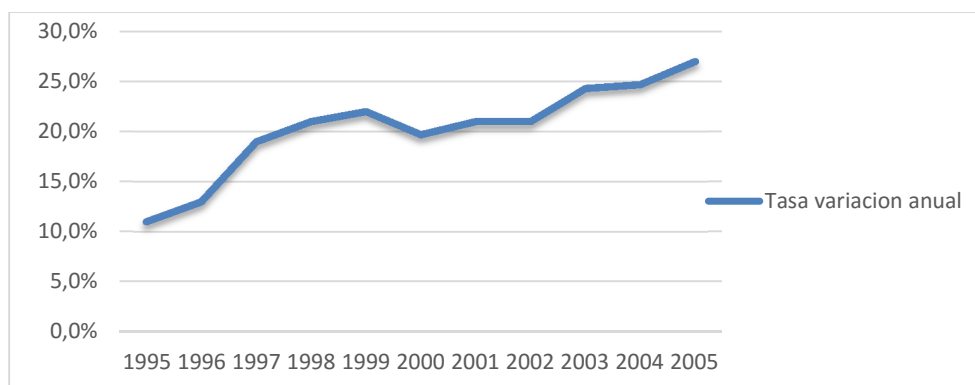
comentado se ha materializado sobre todo a la accesibilidad a la financiación. (Martínez Álvarez y García Martos, 2014).

5.1.2 Favorable financiamiento

Como hemos visto, la existencia de una burbuja significa unos precios elevados, por encima de su verdadero valor de mercado. Si atendemos a las explicaciones de la teoría de la oferta y la demanda, si la demanda aumenta en mayor proporción que la oferta el precio tiende a subir como medida de regulación. Hemos comentado que durante la burbuja hubo un aumento impresionante de la demanda, pero otro factor determinante para fomentar la compra de vivienda ha sido la financiación concedida por bancos y cajas de ahorro.

Ante una subida constante de precios, los hogares necesitaban acudir a las entidades financieras para adquirir una vivienda. Ante unas condiciones de accesibilidad elevadas, era fácil obtener hasta préstamos que cubrían la totalidad de la vivienda. Como podemos observar en el siguiente gráfico, la evolución interanual de la concesión de hipotecas fue en progresivo aumento.

Figura 14. Evolución anual del crédito hipotecario entre 1995 y 2005



Fuente: Banco de España. Elaboración propia

5.1.3 La entrada de España al UME

A finales de 1997, España consigue cumplir los criterios de convergencia de Maastricht, necesarios para su adhesión a la Unión Monetaria Europea (UME). Sin embargo, necesitaba hacer una serie de reformas estructurales y una política austera que, en opinión de Naredo (2011), provocaron un desmantelamiento industrial y agrario.

La adhesión en 1999 a la Unión Monetaria Europea significaba perder la potestad y soberanía de su moneda, incorporarse a una moneda única para casi toda Europa bajo el control y supervisión de un solo Banco Central para 19 países. El BCE, en su objetivo de lograr una armonización de las economías de toda la eurozona, estableció unos tipos de interés bajos. Sin embargo, esta medida no resultó conveniente a largo plazo, pues estos tipos bajos fomentaron el boom inmobiliario como en España o Irlanda. (Bernardos, 2007).

5.1.4 Ley de Suelo y fiscalidad beneficiosa

El gran aumento de la demanda no encontró la misma respuesta en la oferta de viviendas. Por ello, en 1998 se estableció la famosa Ley de Suelos 6/1998, del 13 de Abril de 1998, donde en esencia consiste en expropiar a los dueños de un terreno el derecho a edificar y trasladarlo a los poderes públicos. Según diversos autores, como Sofía Ruiz (2013), esta ley no es más que una herencia del franquismo en cuanto a privar la libertad de los propietarios. Esta ley tenía como objetivo liberalizar el suelo, mayor problema al que se enfrentaba la oferta para ser más flexible. La idea era buena: ante más suelo disponible, más oferta de viviendas y, por tanto, los precios de los inmuebles no subirían. (Ruiz, 2013).

Por otra parte, la Administración estableció una fiscalidad beneficiosa para la adquisición de vivienda. La entrada en vigor de la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), establecía tres modalidades de inversión en vivienda que admitían desgravaciones fiscales: la cuenta vivienda, la adquisición de vivienda habitual y la rehabilitación. Así, la vivienda habitual en propiedad era uno de los activos con mejor tratamiento en el sistema impositivo español, tanto por la ausencia de renta imputada como por las desgravaciones en el IRPF. (Ruiz, 2013).

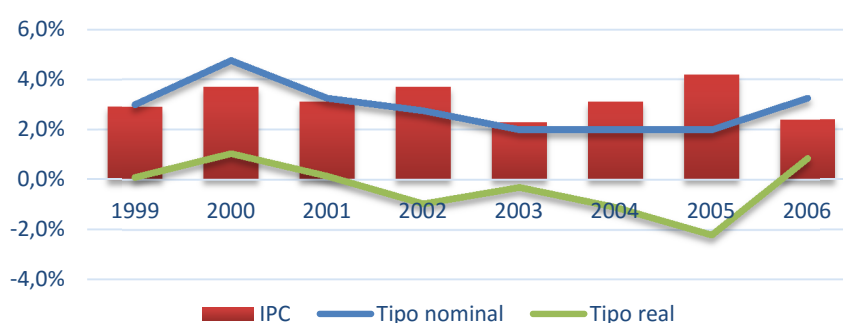
5.1.5 La gran combinación macroeconómica

La pérdida de soberanía en la política monetaria de España por parte del BCE provocó que esta, como mencionamos antes, estableciera unos tipos de interés bajos entre 2001 y 2005. Por lo tanto, nos encontramos de primera mano con una accesibilidad considerable para obtener financiación. (Bernardos, 2007)

Pero hay otro motivo que se juntó a la vez con los tipos oficiales del BCE: la inflación. En España había un elevado crecimiento económico, que significaba por entonces una tasa de inflación destacable. Ante una interesante inflación y unos tipos

nominales bajos daba como resultado un tipo de interés real negativo. Dicho de una forma más coloquial: la accesibilidad a una hipoteca era prácticamente gratuita. Es más, hasta las entidades financieras perdían dinero dado que el importe que prestaban en un crédito hipotecario tendría menos valor en un futuro. Esta situación, muy difícil de suceder, fue denominado “factor suerte” por Bernardos (2007).

Figura 15. Evolución del tipo de interés nominal, real e IPC entre 1999 y 2006



Fuente: BCE e INE. Elaboración propia

5.1.6 La competencia entre bancos

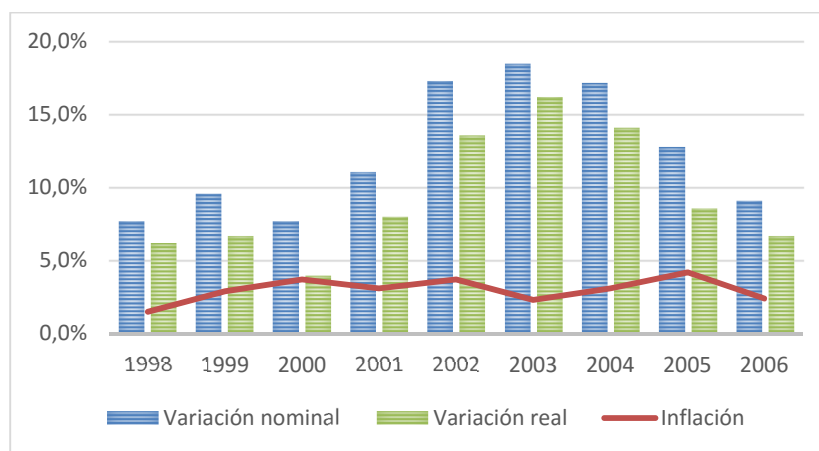
En el período 1998-2005 el sistema bancario tuvo una capital importancia en la generación y prolongación de la fase de auge del mercado residencial. Proporcionó abundante crédito a adquirentes y promotores de viviendas e, indudablemente, contribuyó de forma decisiva a aumentar, hasta niveles récord, tanto la demanda como la oferta de residencias. La elevada liquidez suministrada fue principalmente consecuencia de una gran expansión de las cajas de ahorros. (Bernardos, 2007)

La expansión territorial fue bastante fuerte y agresiva, y para conseguir la mayor rentabilidad posible en sus nuevas oficinas utilizaron la financiación a los promotores y la posterior subrogación hipotecaria de las familias como el principal instrumento de captación de clientela. La agresividad comercial de las cajas de ahorro hizo que los bancos se enfrentaran a un dilema: perder cuota de mercado o cambiar su política comercial. Optaron por esta última opción y rebajaron considerablemente las exigencias para la concesión de créditos a promotores y particulares. Una auténtica «guerra» por la captación de activo tuvo lugar en el mercado financiero español. (Bernardos, 2007).

5.2. Precio sobredimensionado

Siguiendo la idea de la explicación de una burbuja y lo comentado anteriormente, podemos decir que existía por lo tanto una sobrevaloración de activos, una sobredimensión que tuvo su momento más álgido entre 2002 y 2006, cuando la especulación entraba en escena.

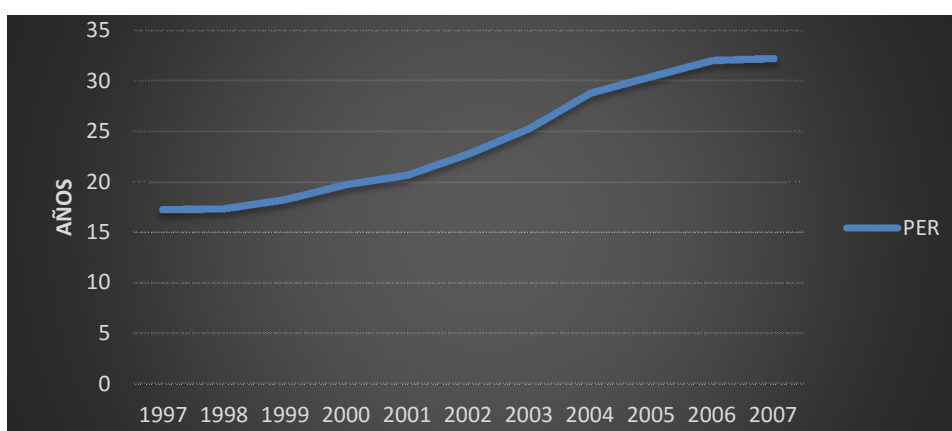
Figura 16. Variación real y nominal del precio por m² y variación de la inflación entre 1998 y 2006



Fuente: INE. Ministerio de Fomento. Elaboración propia

En este gráfico anterior podemos ver como varió el precio de la vivienda libre durante la burbuja. En el período comprendido entre 1998 y 2005 el precio de la vivienda libre aumentó un 159,5 y un 104,1 por 100, en términos nominales y reales, respectivamente (Bernardos, 2007, p.35).

Juan Ramón Rallo (2007) sugería poder comprobar la existencia de burbuja en los precios analizando el PER. Este múltiplo nos indica cuántos años es necesario esperar para recuperar la inversión en vivienda (precio de adquisición) con su rendimiento anual (alquiler). De hecho, si hacemos la inversa del PER llegamos a la rentabilidad anual de la vivienda como inversión.

Figura 17. Evolución del PER vivienda entre 1997 y 2007

Fuente: Instituto Juan de Mariana. Elaboración propia

En el gráfico anterior podemos ver que el pico del PER estuvo en 2007, donde recuperar la inversión hecha en una vivienda supone tardar 32 años y 3 meses, aproximadamente. Si tenemos en cuenta que, según diversas fuentes, la media más lógica se sitúa sobre los 17-19 años, en España hubo una sobrevaloración de la vivienda del casi 40%, según el Instituto Juan de Mariana (2012).

A lo largo de esta etapa de auge inmobiliario se experimentó una subida de precios de las viviendas en España de un 183% acumulado en términos nominales, 117% en términos reales (descontada la inflación), según datos del BdE. Este aumento sólo fue superado, entre las economías desarrolladas importantes, por Inglaterra, con un 196%, pero con una producción menor en cantidad a la quinta parte de la española.

Ante esta subida de precios que derivó también en aumento del valor de las viviendas, se produjo el denominado efecto riqueza. Un efecto riqueza supone cambios en el consumo. Una persona, cuando es más rico (o se siente con mayor poder adquisitivo), tiende a gastar y consumir más, olvidándose del ahorro, endeudándose más. Esto fue lo que ocurrió con los propietarios de viviendas, que veían como el valor de sus casas aumentaban hasta suponer un 600% del valor del PIB. La gente disponía de riqueza inmobiliaria.

5.3. La oferta de la burbuja

Como mencioné anteriormente, las promotoras o diversos agentes que actúan como oferentes dentro del mercado inmobiliario disfrutaron de una financiación prácticamente del 100% del suelo y los costes de construcción.

La oferta siempre fue bastante rígida y le costaba adaptarse a ese cambio espectacular de la demanda. Gracias a la Ley de Suelo promovida en 1998, se liberalizó mucha parte del suelo disponible, intentando que de esta forma la oferta fuera más flexible y los precios no se disparasen. Sin embargo, las promotoras “luchaban” casi como en una guerra por conseguir los terrenos. La oportunidad de conseguir un solar era muy jugosa viendo que los precios de las viviendas “nunca bajaban” y se podría conseguir altos beneficios. Entre la alta competencia entre empresas, junto con el mayor protagonismo que adquirió cada Ayuntamiento (pues los terrenos cambian de propietario según cambiaba de municipio), provocó que el valor de los suelos se sobredimensionase, y que antes de iniciar la construcción del inmueble el terreno ya se revalorizase. De hecho, era común como diversas promotoras adquirían un terreno y al rato lo revendían.

Aquí cabe mencionar la aparición de la especulación y la corrupción. La necesidad elevada de tener un buen solar y antes que la competencia ayudaba a fomentar las malas prácticas para conseguir los terrenos, como pagos “extra” a las administraciones (mejor dicho, a los políticos de turno), así como al revés; dado la importancia de adquirir solares, algunos políticos pedían una serie de comisiones o regalos para favorecer el concurso.

De todas formas, la oferta seguía siendo rígida gracias en buena parte a que el poder público tenía una elevada importancia dentro del mercado, lo que ralentizaba la construcción de viviendas, como hemos visto unas páginas atrás en este trabajo.

Tabla 7. Construcción de viviendas en España entre 1997 y 2006

Año	Visadas	Iniciadas	Terminadas
1997	399.007	324.599	299.595
1998	460.527	407.650	298.783
1999	563.682	511.854	356.781
2000	585.933	534.010	416.184
2001	547.883	523.839	505.271
2002	617.726	543.105	519.328
2003	681.178	623.084	508.268
2004	761.790	691.876	565.278
2005	812.294	716.035	590.631
2006	920.199	760.179	657.990
1997-2006	6.350.219	5.636.231	4.718.109

Fuente: Ministerio de Fomento. Elaboración propia

Como se puede observar, durante el año 2006 fue el año con más viviendas visadas, más iniciadas y más terminadas. Pero hay que destacar como la brecha entre visadas e iniciadas aumentaba durante la burbuja, fruto de la rigidez que existía en la oferta como mencionábamos antes.

Es de destacar el dato de viviendas de protección oficial (VPO). Este tipo de inmuebles nunca tuvo en crecimiento homogéneo ni nada elevado. Tan solo suponen un 8% aproximadamente del número total de viviendas visadas. Las causas principales eran, sobre todo, su escasa rentabilidad económica. Estas viviendas tenían garantizado un precio final de venta, sea cual sea la situación económica donde se produce la venta. Ante esta situación, los promotores que pagaron un elevado importe por el solar veían como no obtendrían una rentabilidad positiva en la futura venta de la vivienda. (Bernardos, 2007)

5.4. ¿Qué se dijo durante la burbuja?

Es destacable reseñar que en aquella década pasada no se hablaba de burbuja. En 2002, el Banco de España alertó sobre una sobrevaloración de la vivienda pero no la llegó a considerar del todo grave. Prestigiosos medios como The Economist, economistas y el Fondo Monetario Internacional también avisaban de una burbuja a punto de estallar. Pero los empresarios así como altos cargos políticos lo negaban de forma tajante (Arellano y Bentolila, 2009).

Borja Mateo (2010), nos destaca la multitud de opiniones durante la burbuja donde diversos agentes de la sociedad, desde políticos hasta las promotoras pasando por banqueros, donde negaban tal burbuja.

“No estamos ante una burbuja inmobiliaria. [...] El endeudamiento que trae consigo es positivo.” (Gregorio Mayayo, presidente de AHE, 2003).

“Son unos irresponsables aquellos que piensan que en España existe una burbuja inmobiliaria augurando un brusco descenso en el precio de la vivienda” (Maria Antonia Trujillo, Ministra de Vivienda, 2004).

“No creo que los pisos bajen. Lo que sí creemos [...] es que los precios suban cada año un par de puntos por encima del IPC.” (Pablo Matos, Portavoz de Vivienda PP en el Congreso, 2005).

“La llamada burbuja inmobiliaria no existe. Es un invento.” (Juan López Cohard, economista, 2006).

6. Explosión de la burbuja

Bernardos (2007) sitúa el comienzo del pinchazo entre 2006 y 2007, sobre todo en este último año. Hubo varias causas que provocaron su estallido, entre las que sobresale el problema de las hipotecas subprime en Estados Unidos.

6.1. Crisis de las hipotecas supprime

El gran detonante que provocó la crisis fue el estallido de las hipotecas subprime en Agosto de 2007.

Las hipoteca supprime, según Antonia Calvo Hornero (2008), son “préstamos para viviendas en los que se relajan o no se respetan los criterios que se adoptan para las hipotecas prime o hipotecas que cumplen todos los requisitos exigidos para la concesión de un préstamo hipotecario, como es la verificación de los ingresos del demandante, plazos de amortización y monto del préstamo adecuados y, en general, los elementos que garanticen una elevada probabilidad de devolución del préstamo”. La mayoría de bancos en Estados Unidos ofertaban este tipo de hipotecas “basura”, en las cuales si aumentaba el tipo de interés el riesgo de impago era muy elevado (Fernández, 2008). Estas entidades comercializaban con los títulos hipotecarios junto a seguros de deuda para venderlos a inversores o bancas de inversión.

La agencia de calificación Moody's alertó en 2007 de que un gran “hedge fund” podría quebrar y arrastraría al sistema financiero (Enrich, 2007). En septiembre de 2008, el cuarto banco de inversión estadounidense, Lehman Brothers, quebró. Entre 2007 y 2008, según datos recogidos por diversos periódicos como El País (2008), tenía en cartera más de 40 mil millones de títulos hipotecarios catalogados como subprime.

6.2. Bloqueo del crédito

La situación anteriormente comentada tuvo un efecto contagio devastador, con numerosas entidades financieras en problemas debido a su alta exposición al mercado estadounidense y, en general, al mercado tan globalizado que existe actualmente.

Tanto en la Reserva Federal de E.E.U.U. como en el Banco Central Europeo y otros bancos centrales, se subieron los tipos de interés así como un enorme bloqueo de la concesión del crédito o “credit crunch” (Calvo, 2008). De hecho, como menciona Antonia Calvo (2008), las instituciones financieras trataron de evitar el “credit crunch” inyectando liquidez y evitar una crisis de solvencia y una contracción del crédito que afectase al consumo de las familias. Sin embargo, como hemos podido presenciar, no ha sido posible.

El efecto contagio se empezó a notar en Inglaterra, con el banco Northern Rock siendo rescatada por su banco central, así como entidades prestigiosas como la francesa BNP Paribas que tendría que asumir innumerables pérdidas incalculables (Martínez Álvarez y García Martos, 2014).

En España, el contagio fue mayor dada la alta exposición de su economía en el sector inmobiliario. Una desaceleración de la economía podría generar una situación complicada en un mercado altamente deudor. Las restricciones al crédito fomentaron la mayor crisis en España. (Martínez Álvarez y García Martos, 2014).

6.3. Pérdida de confianza

En relación a los anteriores apartados, la confianza en los mercados se redujo drásticamente. La crisis financiera trasladó a una crisis social y económica, con muchos países como España o Grecia en problemas. Una desconfianza de los mercados provoca mayor contracción de la concesión de créditos o financiación para las entidades financieras, por ejemplo.

6.4. Insostenible subida de precios

Podemos encontrar otras muchas causas a esta situación, como una elevada subida de precios. Borja Mateo (2010) cita en su libro las formas que hay de valorar una vivienda: al precio que dictamina el mercado, mucho más volátil y sensible a la situación del propio mercado; y el valor objetivo, el valor real de una vivienda y más estable en el tiempo. Lo que pretendo decir con esto es hubo una diferencia cuantiosa entre unos precios desorbitados y un valor real del inmueble mucho menor.

Con esta insufrible escalada de precios se llegó a un punto en el que el comprador de vivienda no veía factible la operación y la desestimaba. La demanda empezaba a contraerse, tanto que los inversionistas que basaban sus operaciones en especular precios, empezaron a desinvertir en sus activos, vendiéndolos de una forma rápida especulando una bajada de los precios.

7. Consecuencias de la burbuja

Jose Manuel Naredo (2011) cita tres consecuencias generales que aportó el estallido de la burbuja, al cual añado otra como es el ajuste del precio:

- Causas económicas, debido al gran protagonismo del mercado inmobiliario en la economía española así como su deuda derivada.
- Causas ecológicas, producto de una enorme cantidad de stock de vivienda sin vender, ladrillo, urbanización a medio construir, etc.
- Causas sociales, malestar social.

7.1. Ajuste de precio

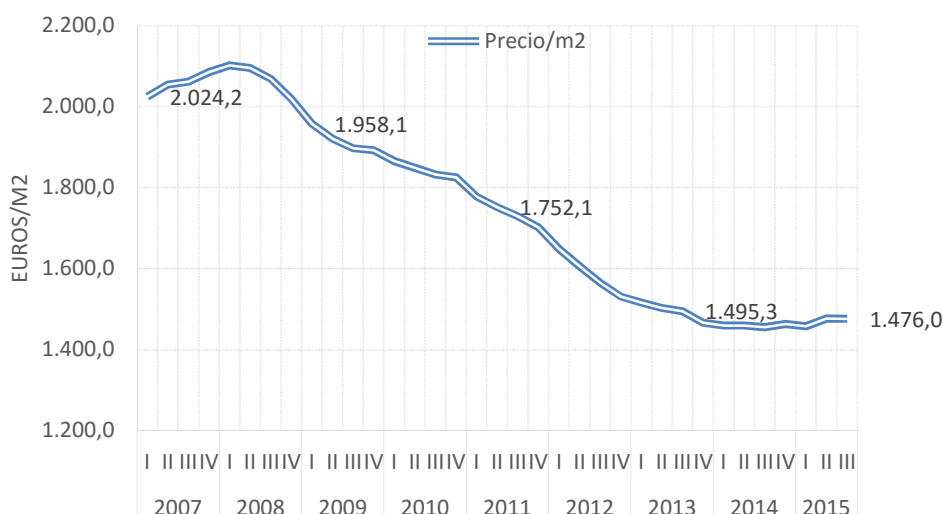
La primera consecuencia de la burbuja es obvia: una caída de los precios, un ajuste del mismo. Sin embargo, como hemos citado en un punto anterior de este trabajo, en España el ajuste fue lento por esa vía.

Tabla 8. Diferencia entre máximos y mínimos de los precios de vivienda en varios países

	<i>Pico</i>	<i>mínimo</i>	<i>Variación</i>
<i>Irlanda</i>	abr-07	mar-13	50,7%
<i>Estados Unidos</i>	jul-06	ene-12	40,7%
<i>Reino Unido</i>	ago-07	dic-11	30,6%
<i>España</i>	sep-07	mar-14	37,4%

Fuente: INE. US-S&P Case Shiller. CSO index. Elaboración propia

Como se puede observar, España ha necesitado 7 años para, prácticamente, completar el ajuste en precios, mientras que Irlanda o Estados Unidos necesitaron menos tiempo para realizar un ajuste mayor. España trataba de realizar un ajuste en cantidades debido a que tenía un alto stock de vivienda libre, como veremos a continuación.

Figura 18. Evolución del precio/metro² de vivienda libre entre 2007 y 2015

Fuente: Ministerio de Fomento. Elaboración propia

En este gráfico podemos comprobar la caída brusca que tuvo el precio por metro cuadrado de una vivienda libre, cayendo en más de 600 euros por metro².

7.2. Consecuencias económicas

Empezando por las económicas, nos encontramos con:

7.2.1. Coyuntura financiera

El modelo inmobiliario español estaba basado, sobre todo, en un gran endeudamiento y desequilibrio financiero que llevaron a la economía española a una crisis cuando la liquidez internacional se cortó. (Naredo, 2011).

Los bancos y cajas de ahorro tuvieron un papel protagonista tanto para la financiación de proyectos como para pasar a tener agujeros en sus cuentas irreparables. Más expuestos a este riesgo tenían las cajas de ahorro, que dicho de una manera coloquial serían los bancos públicos de cada región donde operase. La administración financiaba proyectos bastante cuantiosos mediante las cajas de ahorro, como ocurrió con la Caja Castilla – La Mancha (CCM), financiado aeropuertos sin uso o parques temáticos. (Naredo, 2011)

El estallido de la crisis provocó, como bien mencioné antes, unas pérdidas muy cuantiosas a los bancos y, sobre todo, cajas de ahorro. Algunas, como la Caja de Castilla La Mancha, quebró y fue nacionalizada, al igual que Bankia (antigua Caja Madrid, Bancaja, etc.) a nivel nacional. Se creó la FROB (Fondo de Reestructuración

Ordenada Bancaria) con motivo de la crisis para garantizar un nuevo orden bancario, siendo el objetivo el de suprimir las cajas de ahorro convirtiéndolas en bancos privados.

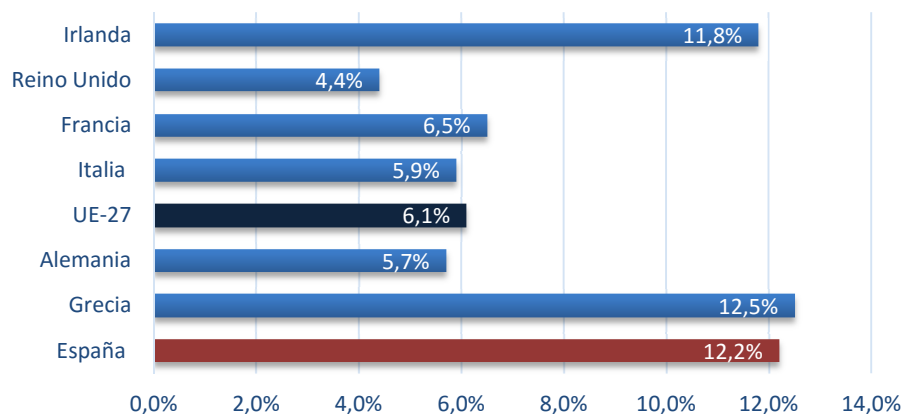
Derivado de la FROB se creó la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), que era comúnmente llamado “banco malo”, el cuál compraba todos los activos tóxicos que tenían las cajas de ahorro nacionalizadas y en proceso de reestructuración para garantizar su solvencia. Estos activos tóxicos son aquellos bienes y derechos que tiene un banco y cuyo valor esta sobreestimado. En el caso de un banco o entidad financiera, se trata de aquellos créditos cuyo capital prestado está tasado a valor de especulación y son impagados (las hipotecas burbuja, por ejemplo), así como los activos inmobiliarios que tienen, cuyo valor decae de forma constante con diferencia al valor al que lo financiaron.

En un artículo de El Economista en noviembre de 2015, el Banco de España cifra en unos 224.000 millones los activos improductivos en cartera en todo el sistema. De esta cantidad, más de la mitad están en poder de los seis principales grupos, uno de los cuales, Bankia, transfirió la mayor parte de los inmuebles adjudicados y del crédito al promotor a la Sareb en 2012, en el marco de su plan de rescate. Los seis acumulaban a cierre de septiembre 120.443 millones en términos brutos, sin tener en cuenta provisiones para cubrir deterioros. En nueve meses, esta cifra apenas ha descendido un 5,39%.

Otra consecuencia directa fue el rescate o ayuda al crédito que recibió España por parte del Fondo Monetario Internacional en 2012 para poder salvar su sistema bancario. Realmente fue un préstamo para solventar determinados bancos y cajas de ahorro, como dijo el Ministro de Economía en 2012, Luis de Guindos.

7.2.2. Coyuntura económica

Figura 19. Peso de la construcción sobre el PIB en 2007



Fuente: Eurostat. Elaboración Propia

El gráfico anterior nos muestra el peso que tenía la construcción en la economía de varios países europeos. Como podemos comprobar, España era el segundo país, en 2007, con mayor exposición al sector, con algo más del 12% sobre el PIB. Un dato muy por encima de la media de la Unión Europea, en torno al 6% según datos del Eurostat. El pinchazo del mercado inmobiliario trajo consigo un derrumbe de las arcas financieras españolas, destrucción de numeroso empleo derivado de la construcción y una situación altamente dramática.

En lo que al aspecto más económico se refiere, tanto el déficit presupuestario como la deuda pública se dispararon a niveles altos. Esto se debió principalmente a:

- Aumento del gasto público. Relacionado con un aumento del paro hasta niveles del 26%, lo que ocasionaba un mayor gasto en prestaciones por desempleo y otros subsidios, como una pérdida de ingresos por la bajada en cotizaciones de gente ocupada, acentuando por lo tanto un mayor gasto público en mantener las pensiones. Como se puede ver, es una cadena sin fin.
- Desplome de la recaudación de impuestos. Debido al frenazo del consumo, la recaudación del IVA o del IRPF se redujo drásticamente. Esto provocó las subidas de los tipos para contrarrestar su efecto.

- Reducción de ingresos fiscales derivados de la construcción. La realización de proyectos derivaba en una recaudación vía impuestos o tasas para ayuntamientos, gobiernos, etc.
- La principal exposición que tenía el Estado y las Administraciones al financiar proyectos millonarios mediante ayudas, subvenciones o financiación a través de cajas de ahorro. Esto provocaba un agujero de pérdidas en las cuentas.

Estas situaciones provocan que España necesitase – y necesite- financiación externa a través de Bonos o Letras del Tesoro para poder hacer frente a los gastos. Desde que empezó la crisis, la prima de riesgo (el sobreprecio que paga un país para financiarse en los mercados, en comparación con Alemania) se disparó hasta niveles muy peligrosos, lo que ocasionaba poca confianza de los inversores en comprar deuda española y, por tanto, una financiación muy difícil de conseguir.

7.3. Consecuencias sociales

Hemos visto el peso de la construcción en nuestro país al inicio de la crisis. Este sector, en sus mejores tiempos, gozaba de una salud perfecta, garantizado un empleo estable, con buenas condiciones salariales sin requerir estudios prácticamente. Esto repercutía en un aumento de la tasa de abandono escolar (estando en un 30% según datos recogidos del INE) y el aumento conocido de la inmigración para trabajar en el sector. Pero una vez dentro de la crisis, siendo un sector insostenible con obras paralizadas, quiebras y/o suspensión de pagos de las constructoras, ha provocado que la mayoría de la gente se encontrara sin empleo y sin estudios con los que poder reciclarse a otro sector. Como recoge en un artículo El País en 2014, en el tercer trimestre de 2007, 2.773.100 personas estaban ocupadas en este sector. Siete años después, a finales de 2014, había 1.030.400 trabajadores en esta rama de actividad. Por el camino casi 1.750.000 personas fueron expulsadas.

No debemos olvidar que dentro del mercado existen sectores dependientes de la construcción como inmobiliarias, promotoras, proveedoras, etc. La destrucción de empleo en todo el mercado provocó un aumento el paro de forma sensible.

Por otra parte tenemos la situación de los hogares con la crisis. Miles de personas se encuentran ahogadas en altos niveles de deuda, ingresos mínimos, etc. De esta situación salió el tema de los desahucios, es decir, salida forzosa de las casas por impago de hipotecas (e incluso alquileres).

Tabla 9. Ejecuciones hipotecarias presentadas en los juzgados entre 2007 y 2014

AÑO	Ejecuciones
2007	25.943
2008	58.686
2009	93.319
2010	93.636
2011	77.854
2012	91.622
2013	82.680
2014	80.749

Fuente: CGPJ. Elaboración propia

En esta tabla podemos ver cuantas órdenes de desahucio de hipotecas fueron presentadas en los juzgados. Esta situación va en relación con las anteriormente citadas hipotecas burbuja. Muchos hogares, con el riesgo de no pagar la hipoteca, vendieron sus casas a precios inferiores con el fin de, al menos, saldar la mayor parte de deuda. Sin embargo, seguían manteniendo una parte de la misma y que no podrían hacer frente. En Estados Unidos, gracias a la mayor flexibilidad de su sistema financiero, muchas de estas familias que tuvieron que ceder su vivienda vieron que su deuda hipotecaria se condonaba en el caso de que aún existiera una parte de ella. Esto ocurre cuando existe la dación en pago, que sería la condonación total de deuda al entregar la vivienda. En España, esta opción no existía hasta 2013, cuando después de muchas reclamaciones por plataformas antidesahucios se estableció la dación en pago entre bancos que se acogieran a un código de buenas prácticas. Y este mismo año 2015, el Gobierno generalizó la entrega de viviendas para librarse de la carga financiera. Con esta medida, muchas familias pudieron aliviar sus deudas con solo entregar la casa.

No obstante, y como bien citan Martínez Álvarez y García MArtos (2014), esta política de desahucios se contradice con el artículo 47 de la Constitución española, en la cual refleja que todo español tiene derecho a una vivienda digna. Por tanto, el sector público debe siempre garantizar una vivienda pero cada día vemos como se vulnera este artículo.

7.4. Consecuencias en la oferta

Ya hablamos antes sobre la existencia de una demanda variable y una oferta rígida. Debido a temas administrativos, la lentitud en la adquisición de suelo o la alta competencia por adquirir un solar y su posterior edificación hacían de una oferta que no era capaz de responder con rapidez a los cambios surgidos en la demanda o en el mercado en general. En el momento que la demanda bajaba, la oferta de viviendas empezaba a acumularse sin poder darle salida, provocando la existencia de un elevado stock de vivienda vacía sin vender.

Figura 20. Stock vivienda nueva entre 2005 y 2014



Fuente: Ministerio de Fomento. Elaboración propia

Como vemos en el gráfico, a partir de 2006 se produce un aumento constante del stock acumulado de viviendas nuevas sin vender, llegando a su punto álgido en 2009, donde el nivel de stock es 5 veces superior al registrado en el año 2005. A partir de ese momento el mercado empieza a absorber todo el stock, debido especialmente a que la construcción de nuevas viviendas se frenó.

Tres comunidades autónomas acumularon el 49,26% del total nacional del stock de 2013: Comunidad Valenciana, Andalucía, y Cataluña. Por el contrario, Navarra, Ceuta, Melilla, Cantabria y Extremadura fueron las que tuvieron menor porcentaje.

Figura 21. Stock sobre stock nacional por comunidades en 2012



Fuente: Ministerio de Fomento

Según Tinsa, la sociedad de tasación inmobiliaria, el stock acumulado podría llegar a desaparecer a partir de 2017, debido a que la necesidad de nueva vivienda se estima que estará en 100000 unidades al año a partir de 2015, siempre que la economía española, el empleo y el crédito mejorasen, tal y como indican las previsiones.

8. Situación actual

Son muchas las noticias que aparecen en los medios donde se refleja que lo peor de la crisis se ha pasado. Ahora mismo, estamos en una situación que no podría empeorar pero también es cierto que los niveles de precrisis son impensables. Como dijo el ministro de Economía y Competitividad del Gobierno Español, Luis de Guindos, en una conferencia celebrada en Noviembre de 2014, “el ajuste inmobiliario ha tocado fondo”. Y los datos más relevantes del sector respaldan las palabras.

En Salon Inmobiliario Internacional de Madrid en 2015, los ponentes de la misma destacaban que el sector tiende más a una estabilización que a una recuperación. Todos están de acuerdo que el fondo prácticamente se ha tocado y que los niveles precrisis nunca se obtendrán ni debieron de ocurrir. Así declaró Ángel Berges, vicepresidente de Analistas Financieros Internacionales (AFI), que destacaba también el papel creciente en el PIB que tendrá la construcción, actualmente en el 6%.

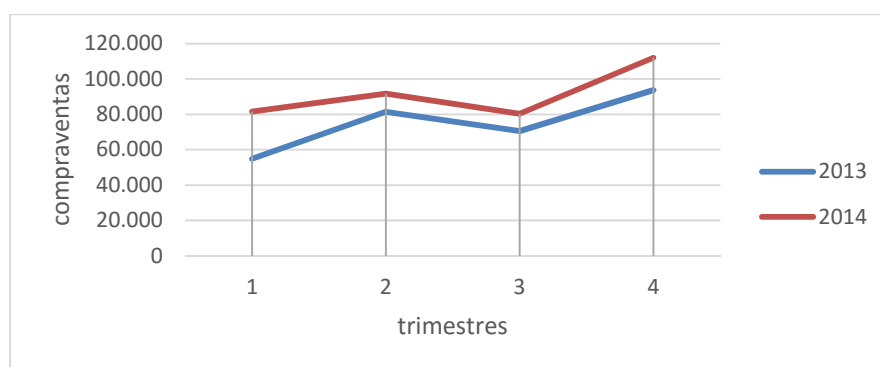
Ignacio San Martín, del Servicio de Estudios BBVA Real State, señalaba que la demanda irá en aumento, gracias al buen comportamiento del empleo en los últimos datos publicados. Esta ayudará a absorber buena parte del stock de vivienda acumulada, salvo un 30% de viviendas que nunca se conseguirán vender.

En cuanto al precio, San Martín descarta la estabilización del mismo, incluso una revalorización en términos nominales. Y si observamos datos ofrecidos por el Eurostat (organismo de estadísticas de la zona euro), su opinión no va desencaminada. El precio de la vivienda en España subió un 1,6% con respecto al primer trimestre del año pasado (2014). De esta manera, el ritmo de apreciación de las casas españolas es casi el doble que el registrado en la zona euro, donde el alza fue del 0,9% entre enero y marzo. El mayor aumento de los precios se ha dado en Irlanda, otro país que como España ha pasado por una estruendosa burbuja inmobiliaria, pero donde las casas se encarecen un 16,8%. Le siguen Suecia (+11,6%), Hungría (+9,7%) y Reino Unido (+8,5%). Por el contrario, las caídas más bruscas fueron las de Lituania (-5,8%), Italia (-3,3%), Francia (-1,6%) y Eslovenia (-1,4%).

En el sentido de la oferta, el presidente de la Asociación de Promotores Constructores de España (APCE), Juan Antonio Gómez- Pintado, estima que en 2016 la producción anual de viviendas se sitúe entre 70.000 y 80.000 unidades, un 30% aproximadamente con respecto a 2015.

Si en vez de guiarnos por estimaciones nos centramos en datos, podemos observar por una parte como las compraventas de viviendas han aumentado en 2014 con respecto a 2013, a falta de tener el resultado total de 2015.

Figura 22. Diferencia de las compraventas entre 2014 y 2013



Fuente: Ministerio de Fomento. Elaboración propia

Por otra parte, en los informes periódicos que realiza el Banco de España sobre el mercado de vivienda, podemos extraer que:

- La programación de viviendas visadas aumentó en 2014 un 1,6% con respecto a 2013.
- El número de compraventas registradas aumentó un 2% en 2014, un 21,6% las compraventas ante notario.
- La inversión, aún bajando un 1,6% en 2014 en relación al año anterior, muestra síntomas de poder mejorar en 2015, pues en los resultados trimestrales de este año todos fueron positivos.
- La riqueza inmobiliaria de los hogares aumentó un 4,3% por ciento en el último trimestre de 2015.
- El paro juvenil (20-29 años) tiende a bajar progresivamente, presuponiendo entonces la recuperación de un grupo de demandantes clave como los jóvenes y su acceso a la primera vivienda.

Conclusiones

Después de este repaso de la situación del mercado inmobiliario en general y, en particular, en España, las conclusiones que podemos sacar son varias e, incluso, contradictorias entre si.

La primera idea que podemos sacar es que España no puede, ni debe, caer de nuevo en la dinámica especulativa que nos llevó a la peor crisis de la historia, posiblemente. La burbuja de la década anterior se basó, en buena medida, en una especulación sin fin y una concesión del crédito fácil. La sensación de poder, riqueza y codicia, como la imagen fuerte que daba la construcción nos ocultó la realidad del mercado: una industria frágil que estaba a límite y al mas mínimo problema económico la hacía caer, llevándose consigo a muchos sectores dependientes del mismo. Así ocurrió y aún ahora seguimos pagando las consecuencias, con un paro elevado con gente de la construcción imposible de reciclar debido a su poco nivel de estudios; un aumento de la precariedad laboral, pobreza energética, etc.

Sin embargo, poco a poco, el país muestra síntomas de mejoría evidentes. La mejora de los datos del PIB de España garantizan el buen camino que ha tomado la economía, un rumbo del cual no debemos salir. Si aprendemos de los errores del pasado y fortalecemos otros sectores clave, las próximas crisis (recuerden que la economía es cíclica) las pasaremos mucho mejor.

Considero claves para la mejora del sector inmobiliario que haya una regularización del suelo así como una mayor transparencia y menos "burocracia". Es importante dar mecanismos para hacer una oferta menos rígida al igual que un control de los suelos donde se puede construir. Creo que tener una mayor uniformidad en cuanto a Planes Generales de suelo sería lo más conveniente para evitar desordenes urbanísticos en muchas ciudades como ocurre ahora.

Por otra parte, defiendo la idea de que si el Banco de España tuviera soberanía sobre la política monetaria en 2000 y en adelante, seguramente los efectos de la burbuja se hubieran mitigado. Al igual que es altamente importante que el precio de las

viviendas entre dentro del IPC o tenga una medida unitaria para tener un mayor control sobre si existen nuevas burbujas o no.

Bibliografía

- Bernardos Domínguez, G. (2007). ¿Cómo invertir con éxito en el mercado inmobiliario? Netbiblo.
- Campos Echeverría, J. L. (2008). La burbuja inmobiliaria española. Madrid: Marcial Pons, S.A.
- Fernández Pereira, Y., & Fernández Muñoz, S. (2003). La demanda de vivienda en España. *Análisis Local*, (51), 37-58.
- García Montalvo, J. (2013). Mercado de la vivienda en España. *Cuadernos De Información Económica*, (236), 19-30.
- Kindleberger, C. P., & Aliber, R. Z. (2011). *Manias, panics and crashes: A history of financial crises (6th Ed.)*. Basingtoke England etc.: Palgrave Macmillan.
- Massó López, G. (2013). La transformación del sector inmobiliario en España después de la crisis. *Boletín De Estudios Económicos*, 68(209), 293-315.
- Mateo, B. (2010) *La verdad sobre el mercado inmobiliario: cómo comprar y alquilar barato en 2010-2015*. Morata de Tajuña: Manuscritos
- Naredo, J.M. & Montiel Márquez, A. (2011). *El modelo inmobiliario español: y su culminación en el caso valenciano*. Barcelona: Icaria.
- Naredo, J. M., Taibo, C., & Fundación Coloquio Jurídico Europeo. (2013). *De la burbuja inmobiliaria al decrecimiento: Causas, efectos y perspectivas de la crisis*. Madrid: Fundación Coloquio Jurídico Europeo.
- Pellícer Mateu, L. (2014). *El vicio del ladrillo: La cultura de un modelo productivo*. Madrid: Los Libros de la Catarata.
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton: Princeton University Press.
- Valcárcel, G. (2013). *La ola que arrasó España: Ascenso y caída de la cultura del ladrillo*. Barcelona: Rba.

Webgrafía

- Aréllano, M. & Bentolila, S. (2009). La burbuja inmobiliaria: causas y responsables. Centro de Estudios Monetarios y Financieros. Recuperado de: <http://www.cemfi.es/~arellano/burbuja-inmobiliaria.pdf>
- Banco de España & BCE (2015). Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Recuperado de: http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/articulo_epb.pdf
- Basico Homes (2015). Principales motivaciones de compra en 2014. Recuperado de: <http://www.idealista.com/news/inmobiliario/vivienda/2015/04/15/736139-perfil-del-comprador-2014-el-71-compro-una-vivienda-habitual-el-17-una-vacacional-y>
- Boletín Oficial del Estado (14/4/1998). Ley 6/1998, de 13 de abril, sobre régimen del suelo y valoraciones. Recuperado de: <https://www.boe.es/boe/dias/1998/04/14/pdfs/A12296-12304.pdf>
- Boletín Oficial del Estado (29/11/2006). Ley 35/2006, de 28 de Noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, art.68.1. Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2006-20764&b=95&tn=1&p=20061129#a68>
- Burriel de Orueta, E.L. (2008). La “década prodigiosa” del urbanismo español (1997-2006). Scripta Nova, Revista Electrónica de Geografía y Ciencias Sociales., Vol. XII, 270 (64). Recuperado de: <http://www.ub.edu/geocrit/sn/sn-270/sn-270-64.htm>
- Calvo Hornero, M. (2008). La crisis de las hipotecas subprime y el riesgo de credit crunch. Revista De Economía Mundial, (18), 195-204. Recuperado de: <http://rabida.uhu.es/dspace/bitstream/handle/10272/554/b1513613.pdf?sequence=1>
- Colegio Libre de Eméritos (2010). El sector construcción en España. Recuperado de: http://www.colegiodeemeritos.es/docs/repositorio/es_ES/Cuadernos_del_Colegio/el_sector_construccion_en_espana_%28final%29.pdf

Efe (28 de Enero de 2014). Tinsa prevé que el stock de viviendas desaparezca en 2017. Recuperado de:
<http://www.expansion.com/2014/01/28/empresas/inmobiliario/1390910715.html>

El Mundo (6 de Mayo de 2015). Los bancos, pieza clave en la recuperación inmobiliaria. Recuperado de:
<http://www.elmundo.es/economia/2015/05/06/5549ca5ce2704ee04b8b4570.html>

El País (15 de Septiembre de 2008). Lehman Brothers se declara en bancarrota. Recuperado de:
http://economia.elpais.com/economia/2008/09/15/actualidad/1221463973_850215.html

Enrich, David (16 de Agosto de 2007). Moody's sees risk of large hedge fund collapse. Recuperado de: <http://www.marketwatch.com/story/moodys-sees-risk-of-large-hedge-fund-collapse>

Europa Press (8 de Noviembre de 2015). Los bancos cotizados venden activos inmobiliarios por 5.163 millones hasta septiembre. Recuperado de:
<http://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-bancos-cotizados-venden-activos-inmobiliarios-5163-millones-septiembre-20151108132239.html>

Europa Press (25 de Junio de 2014). Arrenta asegura que la reforma hará que dejen de declararse 300.000 alquileres en España. Recuperado de:
<http://www.europapress.es/economia/fiscal-00347/noticia-economia-fiscal-arrenta-asegura-reforma-hara-dejen-declararse-300000-alquileres-espana-20140625140325.html>

Falcón Pérez, C.E. & Serrano Moracho, F. (2005). La evolución de los costes de ejecución de obra de las empresas constructoras ante la burbuja inmobiliaria española, 1997-2003. Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión, 6. Recuperado de: http://www.observatorio-iberoamericano.org/RICG/N%C2%BA_6/Carmen%20Esther%20Falc%C3%B3n%20y%20Francisco%20Serrano%20Moracho.pdf

Fernández, P. (2008). El efecto de las hipotecas 'subprime'. Escritura Pública, (51), 42-43. Recuperado de:
http://www.notariado.org/liferay/c/document_library/get_file?folderId=12092&name=DLFE-10665.pdf

FMI (2015). Spain: Concluding Statement of the 2015 Article IV Mission. Recuperado de:
<http://ep00.epimg.net/descargables/2015/06/08/b3e0d35f1fa85f5d74261bace0ab8b13.pdf>

- Fuentes Castro, D. (2009). Una nota sobre el exceso de oferta de viviendas y la duración del ajuste del sector. *Boletín Económico De ICE, Información Comercial Española*, (2958), 15-24. Recuperado de: http://www.revistasice.com/cache/pdf/BICE_2958_15-24__A6E8A7C960C02B9887B419DE2B6C613A.pdf
- Fuentes Castro, D. (2009). Rentabilidad de la inversión en vivienda, apalancamiento y especulación (1996-2008). *Boletín ICE Económico*, (2970), 31-50. Recuperado de: http://www.revistasice.com/cache/pdf/BICE_2970_31-50__540BEDAD3C547A9CFB68F74498CF3187.pdf
- Fundación de Ayuda contra la Drogadicción (2012). Jóvenes y emancipación en España. Recuperado de: http://www.fad.es/sites/default/files/JOV_EMANCI_ESP_2012.pdf
- INE (2013). Las formas de la convivencia. Recuperado de: http://www.ine.es/ss/Satellite?L=es_ES&c=INECifrasINE_C&cid=1259944407896&p=1254735116567&pagename=ProductosYServicios%2FINECifrasINE_C%2FPYSDetalleCifrasINE
- INE (2015). Encuesta de Condiciones de Vida. Recuperado de: <http://www.ine.es/prensa/np908.pdf>
- Jaén-García, M., & Piedra-Muñoz, L. (2012). An empirical model for housing tenure choice and demand in the Spanish market. *Journal of Post Keynesian Economics*, 34(4), 653-684. Recuperado de: https://www.researchgate.net/publication/256512070_An_empirical_model_for_housing_tenure_choice_and_demand_in_the_Spanish_market
- Martínez Álvarez, J.A. & García Martos, D. (2014). Auge y crisis del sector inmobiliario reciente: interrelación con la política económica. Instituto de Estudios Fiscales. Recuperado de: http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/documentos_trabajo/2014_05.pdf
- Ministerio de Fomento (2012). El ajuste del sector inmobiliario español. Recuperado de: http://www.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/885AC2DF-7007-4B27-85E7-684C47F60435/109401/AjoinmobEsp_ENE2012.pdf
- Obervatorio Vasco de la Vivienda (2014). Encuesta sobre necesidades y demanda de vivienda. Recuperado de: http://www.garraioak.ejgv.euskadi.eus/contenidos/informe_estudio/ovv_personas_endv13/es_ovv_info/adjuntos/Informe-sintesis-ENDV2013-es.pdf

- PwC (2015). Tendencias del mercado inmobiliario. Recuperado de: <http://www.pwc.es/es/publicaciones/construccion-inmobiliario/assets/tendencias-mercado-inmobiliario-europa-2015.pdf>
- Rallo, J.R. (2008) Los precios de la vivienda y la burbuja inmobiliaria en España (1985-2007). Observatorio de Coyuntura Económica. Instituto Juan de Mariana. Recuperado de: <https://www.juandemariana.org/sites/default/files/investigacion/080304burbuja.pdf>
- Ruiz Campo, S. (2013). La burbuja inmobiliaria de España. Análisis Financiero, (122), 37-53. Recuperado de: http://www.ieaf.es/new/analisis-financiero/version-espanola/numeros-publicados/item/download/578_6713a7d7a9cb2f8d0562953cb5b8827a.html
- Sanz, E. (20 de Marzo de 2015). Cuidado con la deducción por la compra de vivienda, Hacienda te la puede reclamar. Recuperado de: http://www.elconfidencial.com/vivienda/2015-03-20/cuidado-con-la-deducción-por-la-compra-de-vivienda-hacienda-te-la-puede-reclamar_730373/
- Tadeo, F. (9 de Noviembre de 2015). La gran banca baja un 5% los 'activos tóxicos' este año, a 120.000 millones. Recuperado de: <http://www.eleconomista.es/banca-finanzas/noticias/7132319/11/15/La-gran-banca-baja-un-5-los-activos-toxicos-este-ano-a-120000-millones.html>
- Térmes Viñas, J. (10 de Junio de 2013). Nueva regulación del alquiler de vivienda a partir del 6 de junio de 2013. Recuperado de: <http://www.abogadoarrendamientos.com/2013/06/10/nueva-regulacion-del-alquiler-de-vivienda-a-partir-del-6-de-junio-de-2013/>
- Trecet, J. (18 de Enero de 2016). Guía práctica para desgravar por vivienda en la renta. Recuperado de: <http://www.bolsamania.com/declaracion-impuestos-renta/desgravar-por-la-vivienda-habitual/>
- Villén, J. (2015). El antes y después del mercado hipotecario español. Idealista. Recuperado de: <http://www.idealista.com/news/finanzas-personales/hipotecas/2013/08/20/654249-el-antes-y-el-despues-del-mercado-hipotecario-espanol-graficos>

Bases de datos y páginas webs consultadas:

Asociación Hipotecaria Española: <http://www.ahe.es/bocms/sites/ahenew/>

Banco de España: <http://www.bde.es/bde/es/>

Banco Central Europeo: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>

Banco Mundial: <http://datos.bancomundial.org/>

Cental Statics Office (Irlanda): <http://www.cso.ie/en/index.html>

Consejo General del Notariado: <http://www.notariado.org/liferay/web/notariado/inicio>

Consejo General del Poder Judicial: http://www.poderjudicial.es/cgpj/es/Poder_Judicial

Datosmacro: <http://www.datosmacro.com/>

Eurostat: <http://ec.europa.eu/eurostat>

Instituto Nacional de Estadística: <http://www.ine.es/>

Ministerio de Fomento: www.fomento.gob.es

S&P Dow Jones Indices (Estados Unidos): <http://us.spindices.com/>