



España, Grecia, Portugal e Italia: los cuatro países se enfrentan a una etapa económica difícil y potencialmente desestabilizadora para la euro área.

Sin embargo, sus economías presentan diferencias importantes tanto en la situación actual como en la evolución reciente que podrían determinar las respectivas posibilidades de recuperación.

SITUACIÓN ECONÓMICA						
		España	Portugal	Italia	Grecia	Euro área
PIB	2004-08	3,1	1,1	1,0	3,6	2,1
Tasa anual	2009	-3,6	-2,9	-4,7	-1,1	-4,0
Deuda pública	2009	52,0	74,9	114,8	111,5	78,7
%PIB						
Déficit público	2004-08	0,1	-3,7	-3,1	-5,4	-1,9
%PIB	2009	-11,4	-9,3	-5,3	-13,0	-6,3
Déficit cuenta corriente	2004-08	-8,3	-9,7	-2,2	-10,7	-0,1
% PIB	2009	-5,3	-9,7	-2,7	-11,1	-0,6
IPI	2004-08	0,3	-1,7	0,3	-0,4	1,9
Tasa anual	2009	-15,8	-8,5	-17,6	-9,2	-14,9
IPC	2009	-0,3	-0,9	0,8	1,3	0,3
Tasa anual						

INDICADORES DE COMPETITIVIDAD						
		España	Portugal	Italia	Grecia	Euro área
Educación	2008					
Abandono escolar ¹		31,9	35,4	19,7	14,8	16,5
Educación secundaria ²		51,0	28,2	53,3	61,1	67,1
Educación universitaria ³		29,0	14,0	14,0	23,0	24,0
Coste laboral unitario	2004-08	2,9	3,3	2,2	3,2	1,6
Tasa anual	2009	0,3	5,2	4,3	6,3p	3,5
Índice de coste laboral por hora	2009	4,8	3,8	3,0	6,1	3,3
Tasa anual						
Gasto por cápita en I+D+i	2008	324,7	236,7	311,8	0,0	541,7

El mercado de la vivienda en España. El difícil retorno a la normalidad.

Por Julio Rodríguez López

Pág. 73

El mercado de vivienda ha registrado en España una fluctuación cíclica acentuada entre 1997 y 2009. Dicha evolución ha afectado de forma sensible al comportamiento global de la economía española. En el primer apartado de este trabajo se analiza lo sucedido en la etapa cíclica de expansión, correspondiente al periodo 1997-2007, junto a los factores causales de la misma. En el segundo apartado se describe la intensa recesión sufrida por el mercado de vivienda entre 2007 y 2009, fase que no parece haber "tocado fondo" del todo en los meses iniciales de 2010, a pesar de las evidencias parciales de una mayor actividad en dicho mercado.

El efecto de la crisis sobre la volatilidad y el riesgo del IBEX35

Esther Ruiz y María Rosa Nieto

Pág. 79

En este artículo analizamos la evolución de la volatilidad y el riesgo asociados a los rendimientos diarios del IBEX35 desde 2007 hasta 2009. Tanto la volatilidad como el riesgo han experimentado grandes aumentos coincidiendo con la crisis por lo que podrían considerarse como indicadores de la misma. Además, analizamos la robustez de los modelos econométricos utilizados para la estimación de la volatilidad y el riesgo frente a la crisis y observamos que dichos modelos no han sufrido grandes modificaciones durante el periodo de tiempo analizado.

¹ Porcentaje de población entre 18-24 años sin educación secundaria

² Porcentaje de población entre 25-64 años que ha completado al menos la educación secundaria

³ Porcentaje de población entre 25-64 años que ha completado al menos la educación universitaria

EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA. EL DIFÍCIL RETORNO A LA NORMALIDAD

Julio Rodríguez López¹

Introducción

El mercado de vivienda ha registrado en España una fluctuación cíclica acentuada entre 1997 y 2009. Dicha evolución ha afectado de forma sensible al comportamiento global de la economía española. En el primer apartado de este trabajo se analiza lo sucedido en la etapa cíclica de expansión, correspondiente al periodo 1997-2007, junto a los factores causales de la misma. En el segundo apartado se describe la intensa recesión sufrida por el mercado de vivienda entre 2007 y 2009, fase que no parece haber "tocado fondo" del todo en los meses iniciales de 2010, a pesar de las evidencias parciales de una mayor actividad en dicho mercado.

1.1997-2007. Una expansión excepcional

En los últimos 50 años los ciclos más acusados de la actividad productiva en España se han derivado de las fluctuaciones del mercado de vivienda. El gráfico de los proyectos de viviendas visados por los Colegios de Arquitectos (Gráfico 1), señala la presencia de tres etapas de clara expansión del mercado de vivienda, posteriores a 1950, que corresponden a los periodos 1960-1974, 1985-1990 y 1997-2007.

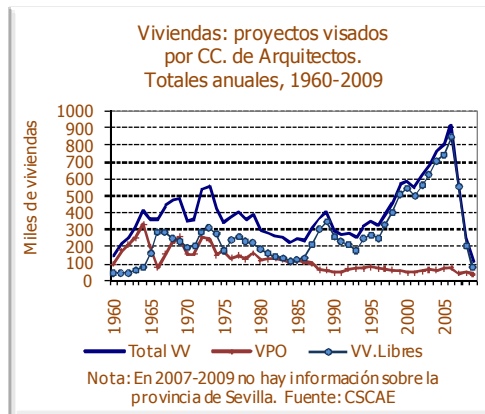
La primera de las etapas de expansión del mercado de vivienda correspondió a la fase expansiva posterior al Plan de Estabilización de 1959. En dicha fase se alcanzó un nivel máximo de 553.400 proyectos de viviendas visados en 1973, que no fue superado hasta 26 años después. El profundo cambio flexibilizador experimentado por la financiación hipotecaria en la

mitad de la década de los años ochenta estuvo en el origen de la segunda etapa mencionada, 1985-1990. La mayor integración de los mercados hipotecarios en el conjunto de los sistemas financieros nacionales produjo una auténtica "banalización" de los préstamos hipotecarios.

La fase expansiva del mercado de vivienda registrada entre 1997 y 2007 ha destacado, en principio, por su prolongada duración y por su presencia simultánea en un amplio conjunto de países desarrollados. En este último auge del mercado de vivienda se alcanzó el nivel histórico máximo de la serie estadística de proyectos visados, correspondiente a los 920.000 de 2006.

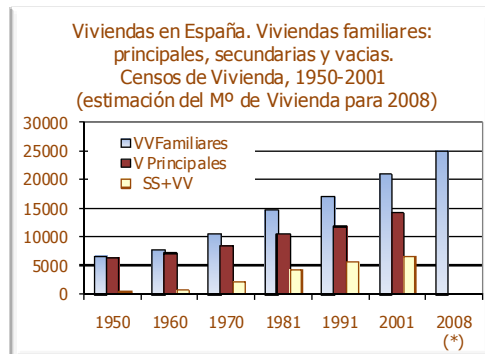
La intensa construcción de nuevas viviendas en España ha dado lugar a la presencia de un elevado stock de viviendas y a una elevada cuota de la construcción residencial dentro de la actividad productiva de la economía española. El último Censo de Viviendas, de 1º de noviembre de 2001, señaló la existencia en España de unos 21 millones de

Gráfico 1



En los últimos 50 años los ciclos más acusados de la actividad productiva en España se han derivado de las fluctuaciones del mercado de vivienda.

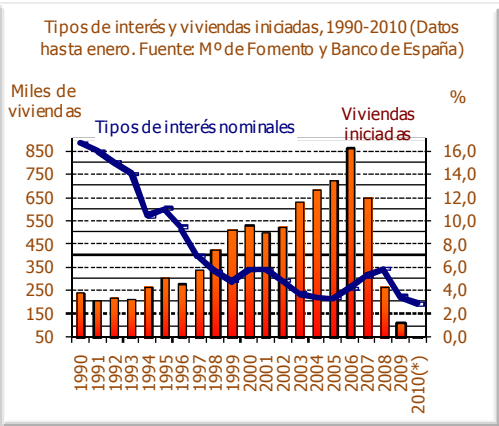
Gráfico 2



1. Economista. Ex presidente del BHE y de Caja Granada. Profesor de Economía Urbana en el Master de Urbanismo de la UC3M



Gráfico 3



viviendas familiares. Dentro de dicho total 14,2 millones (el 67,7%) eran viviendas principales, destinadas a residencia habitual de la familias, y el resto, unos 6,5 millones (el 30,9% del total), eran viviendas no principales, integradas por viviendas secundarias o de temporada y viviendas vacías (Gráfico 2). En las Comunidades Autónomas el peso de las viviendas no principales oscilaba en 2001 entre el 38,6% de la Comunidad Valenciana y el 15,1% del País Vasco.

Un hecho destacable en el mercado de vivienda en España es el reducido peso de las viviendas de alquiler dentro de las viviendas principales, el 11,4% según el Censo de Viviendas de 2001, que es la menor proporción de dicho tipo de viviendas en la OCDE. Dicha situación no fue siempre así en el pasado. En 1950, según

el Censo de Viviendas de dicho año, el peso del alquiler en las viviendas principales era del 51,4% en España, en línea con los países europeos continentales. Los sucesivos censos de viviendas posteriores al de 1950 recogieron el

fuerte avance de la vivienda en propiedad, consecuencia de la política de vivienda del régimen político entonces vigente y por la política fiscal posterior, muy favorable a la vivienda en propiedad.

España tenía en 2003 un stock de viviendas de 1,48 viviendas por hogar, frente a las 1,17 de la Eurozona. El que las ventas de viviendas ascendiesen en España al 3,85% del parque de viviendas existente en 2003, frente a las 2,17% de la Eurozona en el mismo año, implica asimismo que la actividad constructora residencial ha llegado a suponer en España unos niveles relativamente mas elevados que en el resto de dicha área económica.

Volviendo a la fase expansiva del mercado de vivienda comprendida entre 1997 y 2007, la sustitución de la peseta por el euro, aportó una momentánea seguridad al conjunto de la economía española. Dicha situación fue decisiva para explicar el comportamiento de la economía española a partir de la segunda parte de la década de los años noventa. En esta etapa llegaron a parecer como innecesarios los ajustes precisos para retornar a una posición exterior más equilibrada.

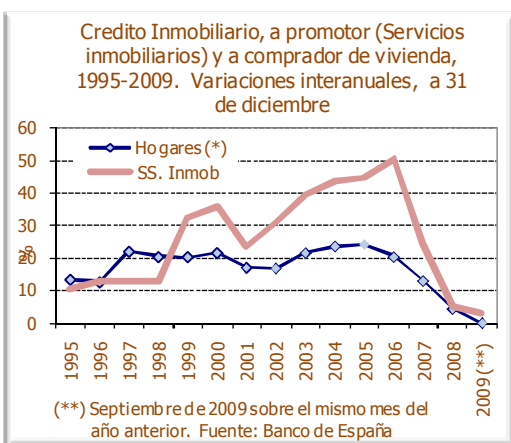
El auge inmobiliario citado se desarrolló durante un prolongado periodo de tiempo, y se apoyó en unas excepcionales condiciones de financiación, destacando la evolución bajista de los tipos de interés (Gráfico 3). Fueron espectaculares los aumentos de los saldos de crédito canalizados hacia el subsector inmobiliario residencial. Destacó sobre todo la creciente presencia del crédito a promotor dentro de los destinatarios del crédito relacionado con el mercado de vivienda. (Gráfico 4). El dinamismo demográfico, visible en la intensa inmigración, y el fuerte aumento del endeudamiento de las familias contribuyeron también al aumento de la demanda de viviendas.

La ausencia de actuaciones correctoras del déficit exterior permitió que el proceso de auge del mercado de vivienda se prolongase durante una década. Destacó asimismo la presencia de una proporción importante de adquirentes de vivienda con fines de inversión, estimulados por el prolongado periodo de intensas elevaciones de los precios de venta.

El comportamiento expansivo del crédito bancario ca-

Un hecho destacable en el mercado de vivienda en España es el reducido peso de las viviendas de alquiler dentro de las viviendas principales.

Gráfico 4



nalizado hacia el subsector inmobiliario, favorecido por el carácter permisivo de la política monetaria desarrollada por los bancos centrales, obligó a buscar financiación a las entidades de crédito en el resto del mundo. El ahorro interno de España no bastó para financiar una expansión crediticia tan potente como la ocasionada al comienzo de la primera década del nuevo siglo. Una financiación abundante, procedente de fuera de España, con unos tipos de interés reducidos y unos plazos sustancialmente aumentados y una mayor relación préstamo/valor que en el pasado, dio lugar al auge inmobiliario más potente y prolongado de los últimos 50 años en España.

La innovación financiera contribuyó a impulsar la demanda de vivienda. En este contexto, la titulización de los préstamos-vivienda llegó a convertirse en un instrumento potente de captación de recursos fuera de España por parte de bancos y cajas de ahorros. El que las autoridades españolas no permitiesen que las entidades titulares de los préstamos titulizados quedasen libres de riesgos, en los procesos de venta de las carteras de préstamos, frenó el alcance de dicho mecanismo de refinanciación bancaria en España.

La expansión de la demanda de vivienda estuvo acompañada por unos importantes aumentos de los precios de las viviendas (Gráfico 5) y por una reacción espectacular de la oferta de nuevas viviendas. Los precios de las viviendas aumentaron en un 196,7% entre el 4º trimestre de 1997 y el mismo periodo de 2007, casi un 11,4% medio anual en términos nominales y un 8,1% en términos reales. Los mayores aumentos de precios tuvieron lugar en las autonomías del "arco mediterráneo", especialmente Baleares (270,2%), Murcia (258,9%) y Andalucía (240,7%).

La mayor oferta de nuevas viviendas no encontró problemas serios de disponibilidad de suelo. Puede decirse que se calificó como de urbanizable residencial todo el suelo necesario y bastante más. Por otra parte, la inmigración aportó la mano de obra precisa para mantener un ritmo tan intenso de construcción de nuevas viviendas.

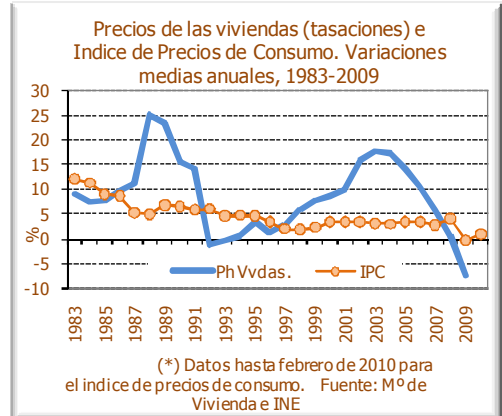
El intenso proceso urbanizador, dinamizado por los ayuntamientos y las autonomías, provocó que con frecuencia se expulsasen actividades productivas sostenibles, sustituidas por nuevas promociones inmobiliarias de venta dudosa. El proceso en cuestión ha reducido el producto potencial de España, a la vez que ha ocupado importantes extensiones de territorio con viviendas que difícilmente se habitarán alguna vez.

Durante la fase cíclica expansiva comprendida entre 1997 y 2007, debió de venderse una media anual de 850.000 viviendas (Gráfico 6), de las que alrededor del 55% fueron viviendas usadas y el 45% restante fueron de nueva construcción. Se inició una media anual de 607.000 viviendas y se terminaron unas 507.000 cada año. La inversión en vivienda (obra construida) creció a un ritmo medio anual del 7,8% a precios constantes. Ello implicó una aportación directa media anual de 0,5 puntos porcentuales al crecimiento de la economía (Cuadro 1).

La inversión en vivienda suponía el 4,7% del PIB en 1997 y ascendió al 9,3% en 2007. El peso de la vivienda en la construcción residencial ascendió desde el 40,9 % en 1997 hasta el 52,3%. La cuota del sector de la construcción creció hasta una proporción próxima al 18% en 2006-2007, muy superior a la del resto de países de la eurozona y de la Unión Europea.

A pesar de la realidad de un parque de viviendas de más de 25 millones en 2008, y de una proporción de viviendas por mil habitantes y por hogar muy por encima de los niveles de la Unión Europea, el esfuerzo de acceso a la vivienda se endureció de forma sustancial en España durante la fase de auge analizada. En 1997 el precio de

Gráfico 5



La expansión de la demanda de vivienda estuvo acompañada por unos importantes aumentos de los precios de las viviendas y por una reacción espectacular de la oferta de nuevas viviendas.

El intenso proceso urbanizador, dinamizado por los ayuntamientos y las autonomías, provocó que con frecuencia se expulsasen actividades productivas sostenibles, sustituidas por nuevas promociones inmobiliarias de venta dudosa.

El proceso en cuestión ha reducido el producto potencial de España, a la vez que ha ocupado importantes extensiones de territorio con viviendas que difícilmente se habitarán alguna vez.



una vivienda de 90 metros cuadrados a precios de mercado equivalía a 4,3 salarios anuales, mientras que en 2007 dicha proporción había llegado a ser de 9,16 salarios. Ello implicó, a pesar de los bajos niveles de tipos de interés vigentes, un serio esfuerzo de acceso a la vivienda por los nuevos hogares, que llegó a superar ampliamente el 50% de los ingresos familiares.

2. El duro ajuste tras el cambio de ciclo

La crisis del mercado de vivienda iniciada en 2007 provocó en breve plazo un fuerte descenso de la demanda de viviendas.

Entre 2005 y 2007 la elevación de los tipos de interés y la desaceleración del crecimiento del PIB y del empleo, contribuyeron a frenar de forma moderada la demanda en 2006 y primera mitad de 2007. Los precios de las viviendas redujeron el

crecimiento en 2006-07, y ello por el moderado endurecimiento de la política monetaria y también por la presencia de un stock importante de viviendas sin vender. Numerosos bancos centrales elevaron los tipos de interés con anterioridad al ya mencionado estallido de la crisis de las "subprime" en Estados Unidos en el verano de 2007.

Las turbulencias producidas en los mercados de capitales a partir de dicha fecha provocaron abundantes crisis de liquidez y de solvencia en las entidades de crédito. De aquí se pasó a un largo periodo de restricción o de racionamiento de crédito en los mercados de vivienda, situación que se ha prolongado hasta bien avanzado el ejercicio de 2009. El periodo de mayor

restricción correspondió al otoño de 2008, en especial tras las tensiones acaecidas en septiembre de dicho año, con motivo de la quiebra del banco de inversiones Lehman Brothers y de la intervención de la empresa aseguradora AIG.

La expresión "racionamiento de crédito" se emplea para designar el fallo de los tipos de interés para ajustarse de forma rápida para equilibrar los mercados financieros. La presencia del racionamiento de crédito implica inestabilidad en las fuentes de financiación de las entidades de crédito. En los inicios de las etapas de recesión del mercado de vivienda, como sucedió en España entre 2007 y 2008, el racionamiento de crédito es el responsable en una proporción muy elevada del efecto restrictivo inicial sobre la demanda, atenuándose su incidencia con el paso del tiempo.

Desde el inicio de 2009 los bancos centrales reaccionaron a la crisis reduciendo de forma intensa los tipos de interés y aportando fuertes cantidades de liquidez a los bancos ("quantitative easing"). La mayor liquidez en poder de dichas entidades no se ha traducido en el restablecimiento de flujos de financiación "normales" a lo largo de 2009. La velocidad de circulación del dinero ha retrocedido, aunque la mayor liquidez ha contribuido a mejorar de forma sustancial las cotizaciones de los activos de renta variable. El descenso de los precios de las viviendas y los menores tipos de interés redujeron en 2009 el esfuerzo de acceso preciso para acceder a una vivienda en España respecto de 2007. Pero todavía resultan necesarios mayores descensos de precios para conseguir un ajuste mayor en el mercado de vivienda.

En el mercado de vivienda en España todavía resulta elevado en el primer trimestre de 2010 el stock de viviendas terminadas y no vendidas. El total citado pudo superar las 900.000 viviendas al inicio de 2009, año durante el cual dicho stock ha debido crecer en unas 100.000 viviendas adicionales. Dentro del stock citado de 1.1.2009 destacaron los fuertes ni-

Gráfico 6



Las turbulencias producidas en los mercados de capitales a partir de dicha fecha provocaron abundantes crisis de liquidez y de solvencia en las entidades de crédito.



veles de viviendas no vendidas existentes en las comunidades de Valencia (228.500), Andalucía (126.300), Castilla-La Mancha (110.000) y Madrid (95.900) (Gráfico 6).

El fin de los aumentos de precios de las viviendas expulsó del mercado al comprador inversor, que había supuesto casi el 50% de las compras en la etapa de auge. Pero en 2010 los precios de las viviendas siguen siendo elevados respecto de los niveles de ingresos de los hogares españoles. El ajuste del mercado de vivienda será prolongado y el descenso de los precios continuará algún tiempo.

En los dos años de crisis inmobiliaria, 2008-2009, el nivel medio de compras de viviendas ha descendido en un 40% respecto de los niveles medios de la etapa de expansión, los precios de las viviendas han bajado alrededor de un 10%² y se han desacelerado de forma acusada los aumentos de los saldos vivos de las magnitudes representativas del crédito al subsector inmobiliario.

La nueva actividad constructora ha retrocedido abruptamente, situándose el volumen de viviendas iniciadas en el 70% de los niveles medios de la etapa de auge, un 80% por debajo de los niveles de construcción registrados en las fases más elevadas del ciclo (Cuadro 1). El abrupto descenso de la inversión en vivienda ha detraído más de punto y medio del crecimiento del PIB en 2008-09 y ha contribuido de forma relevante a la fuerte caída del empleo sufrida en España desde el inicio de la crisis. Dicho descenso ha sido equivalente a 1.800.000 puestos de trabajo, de los que casi el 60% ha procedido de los ajustes de la ocupación en el sector de la construcción.

La nueva actividad constructora ha retrocedido abruptamente, situándose el volumen de viviendas iniciadas en el 70% de los niveles medios de la etapa de auge, un 80% por debajo de los niveles de construcción registrados en las fases más elevadas del ciclo.

Los bajos tipos de interés de 2009 y la lenta recuperación de las nuevas concesiones de crédito conformaron una salida de año más animada respecto de los dos ejercicios precedentes, situación que se ha prolongado al inicio de 2010. El ajuste del mercado ha descansado sobre el intenso retroceso de la nueva oferta de vivienda.

En 2010 subirán las ventas y "tocarán fondo" las viviendas iniciadas. La reducción del amplio stock acumulado de viviendas nuevas sin vender continuará siendo la variable impulsora de la política de vivienda. La recuperación del mercado de vivienda podría ser más acusada de haber descendido más los precios de las viviendas. Lo anterior no impedirá que la inversión en vivienda vuelva a descender en más del 10% en 2010, con la consiguiente incidencia negativa sobre el nivel de empleo. La recesión del mercado de vivienda de 2007-2009 durará así más de tres años y la recuperación será lenta, sometida a los vaivenes de los tipos de interés y a lo que suceda con el nivel de empleo.

En 2010 subirán las ventas y "tocarán fondo" las viviendas iniciadas. La reducción del amplio stock acumulado de viviendas nuevas sin vender continuará siendo la variable impulsora de la política de vivienda. La recuperación del mercado de vivienda podría ser más acusada de haber descendido más los precios de las viviendas.

2. Entre "pico" y "valle", el índice de precios de viviendas del INE ha descendido en un -10,2% en la fase de recesión del mercado de vivienda, destacando el -16,1% de caída correspondiente al índice de precios de las viviendas usadas. El descenso de los precios medios de tasación publicado por el Ministerio de Vivienda ha sido más moderado, el -9,6%



Cuadro 1

Vivienda. Periodo de auge (1998-2007) y crisis (2008 y 2009)		
Resumen de Indicadores		
	1998-2007	2008-2009
	Media anual	Media anual
DEMANDA		
1. Hipotecas para compra de viviendas	847.500	497.700 (*)
2. Compraventas registradas de viviendas	902.400(**)	483.450
3. Empleo EPA. Variaciones anuales	540.400	-758.500
4. PIB, precios constantes (%) (variación	3,8	-1,5
5. Tipos de interés, créditos comprador (nominales, medias anuales) (%)	4,66	4,67
OFERTA		
6. Viviendas Iniciadas (Visados Aparej.)	607.780	185.800
7. Vivendas Terminadas (CFO)	506.460	504.300
Tasas medias de variación interanual 1997 a 2007		2007 a 2009
OFERTA, CONTABILIDAD NACIONAL		
8. Inversión vivienda, pr.constantes (%)	7,8	-17,7
PRECIOS		
9. Precios de las viviendas		
9.1 Tasaciones. (%) Datos 4º T	11,5	-4,7
9.2 Ind. Precios Vivienda. INE. Total		-5,0
9.3 Ind. Precios Vivienda. INE. 2ª mano		-8,3
9.4 Ind. Precios Vivienda. INE. Nuevas		-1,0
FINANCIACION		
10. Crédito Inmobiliario (**) (%)	22,5	1,3
11. Crédito a comprador de vivienda (%)	19,9	2,1
12. Crédito a promotor inmobiliario (%)	33,0	3,8
(*) Estimación para 2009		
(**) Media de 2004-2007		
(***) Promotor, comprador y constructor		
CFO: Certificados de Fin de Obras (Aparejadores)		
Fuente: Mº de Fomento, INE, Mº de Vivienda, Banco de España		

