

# ■ EL SISTEMA YA NO FINANCIA BURBUJAS: ESCASEZ DE VIVIENDA Y CAÍDA DEL CRÉDITO.

UN ANÁLISIS DEL PERIODO 1998-2023 QUE  
CUESTIONA EL MODELO RESIDENCIAL ESPAÑOL

---

Ignacio Ezquiaga







ESTUDIOS  
DE LA FUNDACION

SERIE ECONOMÍA Y SOCIEDAD





# ■ EL SISTEMA YA NO FINANCIA BURBUJAS: ESCASEZ DE VIVIENDA Y CAÍDA DEL CRÉDITO

**UN ANÁLISIS DEL PERIODO 1998-2023 QUE  
CUESTIONA EL MODELO RESIDENCIAL ESPAÑOL**

---

Ignacio Ezquiaga

Funcas

**PATRONATO**

ISIDRO FAINÉ CASAS  
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN  
FERNANDO CONLLEDO LANTERO  
ANTÓN JOSEBA ARRIOLA BONETA  
MANUEL AZUAGA MORENO  
CARLOS EGEA KRAUEL  
MIGUEL ÁNGEL ESCOTET ÁLVAREZ  
AMADO FRANCO LAHOZ  
PEDRO ANTONIO MERINO GARCÍA  
ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ  
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

**DIRECTOR GENERAL**

CARLOS OCAÑA PÉREZ DE TUDELA

Impreso en España

Edita: Funcas

Caballero de Gracia, 28, 28013 - Madrid

© Funcas

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

ISBN: 978-84-17609-72-69

Depósito legal: M-5614-2024

Maquetación: Funcas

Imprime: Cecabank

Para Montse  
Para Miguel y Pedro



“While we live in what we conventionally call a monetary economy, what actually matters for most of the purposes at issue here is actually not money, but credit(...) The fact that most credit is advanced by financial institutions of one kind or other, rather than by individual economic agents acting as direct lenders, matters importantly too.

(...) The role of institutions and irrationality in a credit-based economy is an important part of why, from time to time, we have such things [crisis financieras sistémicas], and the unevenness of their consequences and the way frictions limit our adaptability to them are important reasons that they are so bad to have when we do”.

BENJAMIN M. FRIEDMAN, “Reconstructing economics in light of the 2007–? financial crisis”.

“In my broad conception of the credit creation process I include most of the value-added of the financial industry, including the information-gathering, screening, evaluating projects and monitoring activities required to make sound loans and or investments, al well as much of the risk-sharing, maturity transformation, and liquidity provision services that attract savers and thus support the basic lending and investment functions.

(...) Fluctuations in the quality of credit creation have implications for aggregate variables such as output, employment and investment”.

BEN S. BERNANKE, “Credit in the Macroeconomy”.





## **AGRADECIMIENTOS**



Este libro es, en gran medida, tributario de mi propia experiencia, para bien o para mal e incluyendo sus sesgos y errores. No obstante, he tenido la fortuna de contar, durante su escritura, con el apoyo y el contraste de muchos de mis colegas y amigos.

He de citar en primer término a Carlos Egea, que me alentó desde el principio, aportó ideas –que, con frecuencia, he tomado prestadas– y muchos recuerdos, a lo largo de un buen número de buenas conversaciones.

A Carlos Ocaña y Santiago Carbó, así como a todo el equipo de Funcas, agradezco su apoyo, confianza y sugestivas sugerencias. A Daniel Manzano, Joaquín Cánovas y Máximo Jaime, la lectura de diversas fases del borrador de este libro, sus útiles comentarios y referencias. A Pedro Saura, Antonio Carrascosa, José María Ezquiaga y Yolanda Fernández su interesantes apreciaciones y discusiones de temas clave del libro.

A Francisco García su labor de ayuda con la elaboración de la información estadística. A mis hijos Miguel y Pedro, su refuerzo positivo y su ayuda con los originales, la edición y los gráficos y cuadros. A mi hermano Juan Antonio, la tranquilidad de saber que está ahí, leyendo pacientemente todos los borradores. A Esteban Sánchez, Marta Alberni y María Rodríguez, de Afi, compartir su base de datos micro y su disposición para preguntas y dudas.



<b>CAPÍTULO I.</b>	<b>INTRODUCCIÓN: CRÉDITO Y VIVIENDA</b>	<b>31</b>
	1. EL MODELO TRIANGULAR Y SU CRISIS	33
	2. CONTEXTO LITERARIO	35
	3. ESTRUCTURA DE LA OBRA	36
<b>CAPÍTULO II.</b>	<b>MARCO ANALÍTICO</b>	<b>39</b>
<b>CAPÍTULO III.</b>	<b>LOS CICLOS DE TIPOS DE INTERÉS Y EL PAPEL DEL BCE EN EL CRÉDITO DE ÚLTIMO RECURSO</b>	<b>51</b>
	1. LOS CICLOS DE TIPOS DE INTERÉS (1980-2022)	53
	1.1. De la peseta al euro: el impacto expansivo del nacimiento del euro	53
	1.2. De los inicios de la zona del euro y la Gran Moderación a la crisis financiera global de 2008	55
	1.3. De 2008 a 2021: la digestión de la crisis bancaria global y la deflación como peligro inmediato	56
	1.4. El despertar de la inflación de 2021 a 2023	60
	2. EL BALANCE DEL BCE, EL CRÉDITO DE ÚLTIMO RECURSO Y LA INTERVENCIÓN DE LA CURVA DE TIPOS DE INTERÉS	63
<b>CAPÍTULO IV.</b>	<b>VIVIENDAS Y HOGARES</b>	<b>67</b>
	1. DE LA BURBUJA A LA CRISIS DEL MODELO RESIDENCIAL	69
	1.1. Actividad y precios	71
	1.1.1. La construcción de viviendas	71
	1.1.2. La escalada de los precios de la vivienda	76
	1.2. Asequibilidad	81
	1.2.1. Esfuerzo teórico	83

1.2.2. Ratio precio sobre renta	85
1.2.3. Una visión territorial	87
1.3. La pandemia y el reciente ascenso de precios	88
1.4. La frágil emergencia del alquiler residencial	92
1.5. La vivienda como fuente de nuevas desigualdades	100
1.6. ¿Crisis del modelo residencial?	106
2. EL MARCO DE LA CREACIÓN DE SUELO EDIFICABLE Y DE VIVIENDA	107
2.1. Leyes de suelo	108
2.1.1. La reforma de 1998: recalificación masiva y valoraciones por expectativas	109
2.1.2. La reforma de 2007: el espacio estatal para un giro hacia el desarrollo sostenible	113
2.2. Urbanismo, suelo y vivienda	116
2.2.1. Crisis de ejecución del planeamiento urbano	116
2.2.2. El exceso de suelo urbanizable: el caso del municipio de Murcia	118
2.2.3. El desafío de la oferta de suelos para vivienda protegida y el patrimonio municipal de suelo	120
2.2.4. ¿Qué hacer con tanto suelo disponible?	124
3. LAS POLÍTICAS DE VIVIENDA, LA VPO Y LA LEY DE VIVIENDA	126
3.1. Planes de vivienda y políticas de vivienda	126
3.1.1. Franquismo y transición democrática	128

3.1.2. De 1981 a 2007: auge y declive de la VPO	129
3.1.3. De 2007 a nuestros días	135
3.2. La ley de vivienda de 2023: ¿un cambio de política?	136
3.3. Retos para las políticas públicas	138
<b>CAPÍTULO V. CRÉDITO</b>	141
1. ANATOMÍA DE LA CREACIÓN DE CRÉDITO: DESDE LA BURBUJA AL LARGO DESAPALANCAMIENTO	143
1.1. La financiación a los hogares para la adquisición de vivienda	143
1.1.1. Evolución del crédito hipotecario: saldo vs. número	146
1.1.2. Estándar de concesión de préstamos y demanda de financiación para la adquisición de la vivienda	152
1.2. Financiación de promociones y constructores	155
1.2.1. El peso del préstamo promotor en el crédito, origen de la crisis bancaria	156
1.2.2. La industria inmobiliaria y su reconversión poscrisis	160
1.2.3. Tasaciones con expectativas y el equity value	162
1.2.4. Valoraciones contables	164
1.2.5. Hipotecas sobre suelos	165
1.3. La financiación del sistema bancario	167
1.3.1. Financiación minorista	167
1.3.2. Financiación mayorista	172
1.3.2.1. Bonos garantizados	174

1.3.2.2. Titulaciones y vehículos	177
1.3.2.3. La posición de España en el BCE	180
1.4. La morosidad crediticia	183
1.5. Las provisiones por crédito y participadas	189
1.5.1. Ejecuciones hipotecarias	194
1.5.2. Participadas	195
1.6. Análisis micro de las exposiciones crediticias en 2011: reflexiones sobre los factores diferenciales	196
1.6.1. Riesgo inmobiliario	198
1.6.2. Crédito de vivienda a los hogares	201
1.6.3. Algunas consideraciones finales	204
2. LAS RECAPITULACIONES, EL APOYO PÚBLICO Y LA REFORMA FINANCIERA	205
2.1. De la crisis de liquidez a la reforma de 2010	206
2.1.1. Creación del FROB en 2009	209
2.1.1.1. Capital y potencia de fuego	209
2.1.1.2. Los poderes del FROB	210
2.1.1.3. FROB I	212
2.1.2. Reforma de las cajas de ahorros de 2010	213
2.1.2.1. La revisión de la circular contable en 2010	215
2.1.2.2. Reforzamiento del requerimiento de capital en 2011	216
2.1.2.3. FROB I y II: conclusiones 2008-2011	218
2.2. El programa europeo de asistencia financiera	221

2.2.1. Objetivos y bases del programa	225
2.2.2. Reforzamiento del marco jurídico en la gestión de las crisis bancarias	228
2.2.3. Grupos y planes de resolución reestructuración	229
2.2.4. El reparto de la carga: gestión de híbridos	231
2.2.5. Creación de la Sareb	233
2.2.5.1. Valoraciones y resultados del traspaso de los activos	235
2.2.5.2. La deuda avalada y el margen de las entidades	238
2.2.5.3. Gobernanza corporativa	239
2.3. FROB III: la recapitalización final de 2012	240
2.3.1. Valoraciones	242
2.3.2. Recapitalizaciones privadas y públicas: impacto en los mercados de acciones	243
2.3.3. Seguimiento y terminación de la crisis bancaria	245
2.4. El nacimiento de la Unión Bancaria	250
2.4.1. El MUS	251
2.4.2. El MUR	252
2.4.3. MREL, TLAC y planes de resolución	254
2.5. Avances en transparencia y protección de clientes	255
2.6. La gestión del legado inmobiliario: nuevos actores	258
2.6.1. Sareb	259
2.6.2. Fondos de capital riesgo	261

2.6.3.	SOCIMI	263
2.6.4.	<i>Servicers</i>	264
3.	ONCE AÑOS DESPUÉS: LA DIFÍCIL BÚSQUEDA DE LA RENTABILIDAD DEL SECTOR BANCARIO	265
3.1.	Cuenta de resultados y capital	266
3.2.	Un tortuoso y largo proceso de normalización del sistema bancario	273
3.2.1.	El legado de los activos fiscales	273
3.2.2.	La caída del Banco Popular en 2017	275
3.2.3.	Los casos de las crisis bancarias de SVB y Credit Suisse en 2023	276
3.3.	Del exceso de crédito a la larga atonía	277
3.3.1.	Efectos de reasignación del crédito	280
3.3.2.	Efectos de desbancarización	282
3.3.3.	Consideraciones finales sobre la financiación de hogares y sociedades no financieras	284
<b>CAPÍTULO VI.</b>	<b>EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL CRÉDITO. CAMBIO ESTRUCTURAL Y REEQUILIBRIO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>	<b>287</b>
1.	IMPACTO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: UN CRECIMIENTO MÁS EQUILIBRADO PERO MÁS LIMITADO	289
1.1.	Impactos en el empleo y la inversión	294
1.2.	La devaluación interna de salarios inicial y la recuperación	298
1.3.	El saldo exterior y la deuda externa: la gran corrección	298
1.4.	Impacto en la posición financiera de las administraciones públicas	300

<b>CAPÍTULO VII. CONCLUSIONES</b>	305
1. LA BURBUJA INMOBILIARIA Y SU LEGADO EN LOS BALANCES BANCARIOS	307
2. CRISIS Y REFORMA BANCARIA	310
3. MEJORA DE LOS DESEQUILIBRIOS Y AUMENTO DEL DÉFICIT DE VIVIENDA: PERSPECTIVAS	313
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>317</b>

**ÍNDICE DE CUADROS**

Cuadro 1. Población, hogares y viviendas según los censos de 2001, 2011 y 2021	70
Cuadro 2. La foto de 2007: índices de precios reales de la vivienda en Europa y EE. UU.	81
Cuadro 3. Saldos vivos de títulos con garantía hipotecaria 2006-2023	177
Cuadro 4. Tasas de crédito dudoso de los distintos sectores 2000-2022	188
Cuadro 5. Créditos dudosos por sectores	188
Cuadro 6. Ejecuciones hipotecarias de viviendas habituales 2021-2015	194
Cuadro 7. Exposición inmobiliaria sobre crédito vivo	197
Cuadro 8. Estructura de los activos adjudicados en 2011	197
Cuadro 9. Las integraciones de 2010: el apoyo del FROB I y el rescate del FROB II	221
Cuadro 10. Precios del traspaso de activos inmobiliarios a la Sareb	236
Cuadro 11. Recapitulaciones de los bancos en los programas de asistencia financiera (FROB II)	241
Cuadro 12. Valoraciones de las entidades y participación del FROB	243
Cuadro 13. Coste de la crisis para el Estado	248
Cuadro 14. Coste de la crisis para FGD	249
Cuadro 15. Saldo neto de la ayuda a instituciones financieras con efectos en el déficit público	250
Cuadro 16. Compras y ventas de activos y préstamos inmobiliarios 2015-2022	262
Cuadro 17. Cuenta escalar de resultados de las entidades de depósito	272
Cuadro 18. Crédito a las actividades productivas	282
Cuadro 19. Empleo en construcción y act. inmobiliaria: estructura y variación	297

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.	Evolución de los tipos de interés interbancarios a un año antes y después de la creación del euro (1981-2023)	55
Gráfico 2.	Saldos de financiación a largo plazo y programas de compra de activo en el balance del BCE	58
Gráfico 3.	Evolución de los tipos de interés de referencia del BCE 1999-2023	59
Gráfico 4.	Desplazamientos de la curva de tipos de interés IRS del mercado del euro 2012-2023	61
Gráfico 5.	Evolución del tipo IRS a 10 años del euro (2012-2023)	62
Gráfico 6.	Las reservas bancarias y el resto del balance del BCE 1999-2023	64
Gráfico 7.	Saldo de inyección de liquidez <i>MRO</i> y <i>LTRO</i> 1999-2023	65
Gráfico 8.	Población y crecimiento de la población en los censos de 2001, 2011 y 2021	69
Gráfico 9.	Producción de viviendas 1981-2022	72
Gráfico 10.	Viviendas iniciadas y terminadas 1991-2022	72
Gráfico 11.	<i>Stock</i> de viviendas sin vender	75
Gráfico 12.	Evolución histórica 1959-2022 del precio de la vivienda	78
Gráfico 13.	Nuevo parque creado y precio de mercado de la vivienda 1981-2022	79
Gráfico 14.	Evolución 2008-2023 del nivel de precios de la vivienda nueva y usada	80
Gráfico 15.	Peso del gasto en vivienda y suministros de los hogares	82
Gráfico 16.	Dos indicadores de asequibilidad de la vivienda 1987-2023	83
Gráfico 17.	Tipo de interés efectivo de los nuevos préstamos para vivienda (1990-2023)	84
Gráfico 18.	Evolución de la renta bruta media 2008-2022	86

Gráfico 19. Evolución de los precios de la vivienda en España y algunas ciudades 1998-2023	87
Gráfico 20. Precio por m <sup>2</sup> de la vivienda y renta media en 2008 y 2022 por comunidades autónomas	88
Gráfico 21. Número de transacciones de compraventa de vivienda 2005-2023	90
Gráfico 22. Variación acumulada de los precios de la vivienda según distintas fuentes, 2006-2023	90
Gráfico 23. Rentabilidad bruta de alquilar y de la deuda pública (1993-2023)	93
Gráfico 24. Creación de hogares y viviendas terminadas	94
Gráfico 25. Creación de viviendas y proyección de creación de hogares	95
Gráfico 26. Peso del <i>stock</i> de viviendas sin vender sobre el parque total de cada comunidad autónoma	96
Gráfico 27. Viviendas no principales en el total de viviendas en España y dos provincias seleccionadas	96
Gráfico 28. Estructura de los hogares según tenencia 2013-2020	97
Gráfico 29. Evolución del precio del alquiler y de la propiedad	98
Gráfico 30. Evolución del precio del alquiler en distintas tipologías	99
Gráfico 31. Evolución de la mediana de riqueza neta y del valor medio de la vivienda principal 2002-2020	101
Gráfico 32. Concentración en el <i>top</i> del 1 % de la riqueza neta y la renta	101
Gráfico 33. Perfil de la riqueza neta media de cada tramo de edad en 2002, 2008 y 2020	102
Gráfico 34. Estructura por edades de la riqueza neta en 2002, 2008 y 2020	103
Gráfico 35. Perfil de la renta mediana de cada tramo de edad en 2002, 2008 y 2020	104
Gráfico 36. Estructura por edades de la renta en 2002, 2008 y 2020	104

Gráfico 37. Ratio deuda/renta según tramos de percentiles de renta	105
Gráfico 38. Evolución de la producción de VPO 1981-2022	121
Gráfico 39. Evolución de la recaudación municipal de impuestos relacionados con el suelo y la vivienda 1995-2022	122
Gráfico 40. Producción de VPO y de vivienda libre 1981-2022	123
Gráfico 41. Precios por m <sup>2</sup> del suelo urbano y de la vivienda en el periodo disponible 2004-2022	125
Gráfico 42. Peso de la producción de viviendas protegidas 1981-2022	130
Gráfico 43. Producción de viviendas terminadas libres y protegidas 1981-2022	131
Gráfico 44. Evolución de precios por m <sup>2</sup> de vivienda libre y VPO	133
Gráfico 45. Evolución de los tipos de interés del crédito nuevo a hogares y euríbor a un año 2003-2023	144
Gráfico 46. Evolución 1998-2022 del saldo del crédito bancario a los hogares, total y vivienda	145
Gráfico 47. Riqueza bruta y pasivo de los hogares	146
Gráfico 48. Evolución del saldo vivo de préstamos hipotecarios a los hogares	147
Gráfico 49. Concesión y amortización del crédito vivienda a los hogares (2004-2023)	148
Gráfico 50. Evolución 2003-2023 del número de hipotecas para vivienda	149
Gráfico 51. Evolución 2003-2023: hipoteca media para vivienda	149
Gráfico 52. Tasas de variación interanual de la concesión de hipotecas	150
Gráfico 53. Condiciones de <i>LTV</i> y plazo de las nuevas hipotecas	151
Gráfico 54. Cambios en los criterios de concesión de préstamos a los hogares para vivienda 2002-2023	152
Gráfico 55. Modificación de términos y concesiones de los préstamos a los hogares para vivienda 2015-2023	153
Gráfico 56. Cambios en la proporción rechazada de préstamos a los hogares para vivienda 2015-2023	154

Gráfico 57. Cambios en la demanda de préstamos a los hogares para vivienda 2003-2023	155
Gráfico 58. Peso del crédito a servicios inmobiliarios sobre el crédito total a actividades productivas	157
Gráfico 59. Comparación del crédito vivo a empresas, según distintas actividades	158
Gráfico 60. Evolución del número de hipotecas sobre solares 2003-2023	166
Gráfico 61. Evolución de la hipoteca media sobre solares 2003-2023	167
Gráfico 62. Peso de los depósitos sobre el pasivo de las entidades de crédito	168
Gráfico 63. Tipos de interés de referencia de nuevos depósitos a hogares y euríbor a un año (2003-2023)	169
Gráfico 64. Evolución de los saldos de crédito y depósitos	169
Gráfico 65. Evolución de los saldos vivos de crédito y depósitos	170
Gráfico 66. Evolución de la ratio <i>loan to deposits</i> , 1998-2023	170
Gráfico 67. Saldos de otros instrumentos de financiación del sistema crediticio	171
Gráfico 68. Saldo vivo de valores emitidos por las entidades de crédito, distintos de acciones y participaciones	172
Gráfico 69. Emisión neta anual de valores por instituciones financieras	173
Gráfico 70. Evolución de los saldos vivos de emisiones de fondos de titulización	179
Gráfico 71. Evolución de los saldos vivos de titulizaciones sobre el PIB	180
Gráfico 72. Precios de <i>CDS</i> de bancos españoles 2001-2023	181
Gráfico 73. Posición pasiva intrasistema de España en el sistema <i>TARGET</i>	183
Gráfico 74. Evolución de la tasa de dudosos sobre el total del crédito	184
Gráfico 75. Evolución del peso de los sectores inmobiliario-construcción y de los hogares en el crédito dudoso total	185

Gráfico 76. Tasas de dudosidad del crédito a los hogares para viviendas y comparación con las de consume	186
Gráfico 77. Tasas de dudosidad del crédito a actividades productivas y detalle de servicios inmobiliarios	187
Gráfico 78. Pesos de los saldos de crédito a servicios inmobiliarios y construcción sobre el total a empresas	187
Gráfico 79. Evolución del saldo vivo de crédito y las provisiones por deterioro	190
Gráfico 80. Evolución de los saldos de crédito vivo y de activos no corrientes en venta	191
Gráfico 81. Provisiones por deterioro del crédito a los hogares	192
Gráfico 82. Provisiones por deterioro del crédito a actividades productivas	192
Gráfico 83. Pesos del crédito inmobiliario y a vivienda sobre el total	193
Gráfico 84. Ejecuciones hipotecarias de vivienda y de personas jurídicas 2014-2023	195
Gráfico 85. Provisiones: correcciones de valor por deterioro de participadas	196
Gráfico 86. Activo consolidado total y crédito del negocio en España	198
Gráfico 87. Ratio de exposición inmobiliaria (eje X) según tamaño del crédito vivo total	199
Gráfico 88. Peso del suelo (eje X) según ratio de exposición inmobiliaria total	200
Gráfico 89. Riesgo en edificios terminados (eje Y) y resto del riesgo inmobiliario	201
Gráfico 90. Peso del crédito a vivienda de hogares (eje X) según tamaño del crédito vivo total	202
Gráfico 91. Peso del crédito con $LTV > 80$ % según tamaño del saldo de crédito a vivienda de hogares	203
Gráfico 92. Tasas de mora del crédito a la compra de vivienda por hogares: total y crédito con $LTV > 80$ %	203

Gráfico 93. Evolución de la prima de riesgo de España 1999-2023	223
Gráfico 94. Emisiones netas de acciones de instituciones financieras 1998-2023	244
Gráfico 95. Evolución de las cotizaciones de los principales bancos españoles 2011-2023	244
Gráfico 96. Beneficio neto y pérdidas por deterioros 1998-2022	266
Gráfico 97. Patrimonio neto de las entidades de crédito	267
Gráfico 98. Diferencia euríbor-tipo medio de nuevos depósitos de hogares 2003-2024	269
Gráfico 99. Cuenta de resultados de las entidades de depósito	270
Gráfico 100. Rentabilidad sobre recursos propios ( <i>ROE</i> ) de las entidades de depósito 1998-2023	270
Gráfico 101. Evolución del precio sobre valor en libros ( <i>PBV</i> ) de bancos europeos seleccionados 1999-2023	271
Gráfico 102. Evolución de empleados y oficinas en España de las entidades de depósito 1999-2023	272
Gráfico 103. Evolución de los activos fiscales totales	274
Gráfico 104. Crecimiento interanual del crédito privado en España y la UME (1998-2023)	278
Gráfico 105. Saldos vivos del crédito relacionado con modelo residencial 1998-2022	279
Gráfico 106. Proporción sobre el total del crédito relacionado con el mercado inmobiliario 1998-2022	281
Gráfico 107. Evolución de la financiación bancaria y no bancaria a sociedades no financieras 1998-2023	283
Gráfico 108. Peso de la financiación con valores de deuda de sociedades 1998-2023	283
Gráfico 109. Crecimiento de la financiación total a hogares y sociedades	284
Gráfico 110. Activos y pasivos de los hogares en España y en la zona del euro 2002-2022	285

Gráfico 111. Tipos de interés y bolsa de acciones 1985-2023	290
Gráfico 112. PIB trimestral 1995-2023	292
Gráfico 113. Ingresos anuales de España por fondos europeos	293
Gráfico 114. Evolución de la construcción y los servicios inmobiliarios y su peso conjunto en el PIB	294
Gráfico 115. Peso de la inversión en vivienda sobre la inversión total	295
Gráfico 116. Evolución de la FBCF y su desglose de inversión en vivienda	296
Gráfico 117. Evolución de la tasa de paro y tasa de ocupación 2002-2023	296
Gráfico 118. Evolución de la remuneración media bruta anual por asalariado 2003-2022	298
Gráfico 119. Saldo corriente y capacidad/necesidad de financiación de la economía española 1998-2022	299
Gráfico 120. Evolución de la deuda externa de España 1998-2022	299
Gráfico 121. Evolución de la ratio de déficit público sobre el PIB en la zona del euro y España	301
Gráfico 122. Evolución de la ratio de la deuda pública sobre el PIB en la zona del euro y España	301





# **INTRODUCCIÓN: CRÉDITO Y VIVIENDA**



El periodo 1998-2023 ha transformado profundamente la realidad económica, política y social española. Han sido 25 años en los que se han desarrollado de forma encadenada o superpuesta, abrupta o gradual, procesos tan relevantes como la gestación de la burbuja inmobiliaria, la crisis bancaria o la economía de emergencia de la pandemia de COVID-19. Sus protagonistas han sido la creación de crédito y la producción de viviendas. Durante los casi diez años de la burbuja se gestó la concentración del riesgo inmobiliario en los balances de los bancos que conduciría a la crisis bancaria de 2008. Después, las severas restricciones al crédito nuevo se extendieron durante casi otros diez años, provocando una devastadora recesión económica y un aumento de la tasa de desempleo, y mantuvieron la economía en un crecimiento bajo.

¿Y en los años recientes? El sistema bancario ha recuperado la normalidad, reformado y reestructurado, al alto coste de la crisis y de las inyecciones de capital sin retornos. La economía española ha recuperado competitividad, los salarios han vuelto a crecer y el saldo exterior positivo ha permitido una importante reducción de la deuda externa. Sin embargo, algo falla. La escasez de vivienda y su elevado precio impiden que los jóvenes y otros amplios grupos sociales puedan acceder a ella, ni en régimen de propiedad ni en alquiler. Aflora la desigualdad intergeneracional, mientras la producción de viviendas sigue en mínimos y no cubre la formación potencial de hogares. El modelo residencial español está en crisis.

Esta obra nace de la necesidad de entender lo sucedido en el último cuarto de siglo, es decir, desde que España forma parte de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Para ello dedicamos este estudio a las que entendemos son las dos variables clave: el crédito bancario y la vivienda, estudiándolas bajo el mismo prisma del modelo residencial español. Ambas han condicionado el periodo y siguen protagonizando las interpretaciones de los problemas a los que hoy seguimos enfrentándonos.

## ■ 1. EL MODELO TRIANGULAR Y SU CRISIS

El modelo residencial español<sup>1</sup> hunde sus raíces en los años ochenta, pero es en los noventa, pasada una década de fuerte producción de vivienda que contó con

<sup>1</sup> El término ha sido acuñado por sociólogos y urbanistas y nos parece de gran utilidad para nuestros propósitos de establecer la relación vivienda-proceso de crédito. Ver Leal-Maldonado y Martínez del Olmo (2021).

una oferta de VPO relevante, cuando se establecen las características que serían prevalentes en las siguientes décadas:

- Un acceso a la vivienda casi exclusivamente en propiedad.
- Viviendas financiadas mediante crédito hipotecario al comprador, a través de dos instrumentos encadenados: el préstamo al promotor, a corto plazo, que financia la compra de suelo y la construcción; y el préstamo final a los hogares, a largo plazo.
- Adquisición por los hogares de las viviendas, fundamentalmente, en el mercado libre. La política de vivienda es raquítica, subvenciona la demanda, pero no contribuye con una oferta protegida a precios inferiores.

Sistema bancario, promotores residenciales y hogares compradores de vivienda estructuran así un modelo funcional de relaciones triangulares, sobre el que han girado las sucesivas etapas en el que se estructura nuestro estudio: la especulación del suelo, la burbuja y su explosión, la crisis bancaria, la caída de la producción de vivienda y del crédito o la exclusión de los jóvenes, que no pueden acceder a los precios de mercado.

En el seno de este modelo residencial se generaron las dinámicas entre crédito, promotores y compradores finales que alimentaron la burbuja y agudizaron su crisis. Nuestra tesis es que las consecuencias de un contexto macro excepcional, el marcado por la incorporación de España a la Unión Económica Y Monetaria (UEM), con el consiguiente cambio de tipos de interés de la peseta al euro y la explosión demográfica, se vieron multiplicadas por el modelo residencial dominante y sus características en cuanto a la producción de crédito bancario, la calificación y desarrollo de suelos y la comercialización de las viviendas. Aquí nos detendremos en profundizar en las dinámicas que convirtieron en una gran crisis lo que hubiera podido ser, en otro modelo, un proceso de *boom* sin las consecuencias de una burbuja.

Ello nos conducirá a reflexionar sobre la situación actual. En contraste con la burbuja, ya no hay financiación para viviendas nuevas mientras éstas resultan caras, es decir, no son asequibles para sus compradores potenciales o inquilinos. La reforma bancaria ha hecho imposible financiar burbujas. Como vemos en los últimos dos años en España, la producción de vivienda está en mínimos y no cubre la demanda potencial por creación de hogares, lo que muestra que el modelo de vivienda histórico está en crisis y debe evolucionar.

El sistema bancario, saneado, capitalizado y reformado tras la crisis, supervisado desde el nivel europeo del Banco Central Europeo (BCE), está en proceso de superación de las dificultades para mejorar su rentabilidad. Entre estas dificultades destaca el estancamiento de los balances en España. Los bancos españoles ya no financian promociones que no muestren viabilidad mediante ventas efectivas firmes sobre plano.

En este nuevo contexto el mercado de la vivienda es incapaz de dar solución a la demanda potencial ofreciendo vivienda asequible en volúmenes coherentes con el potencial de formación de hogares. Esta situación es especialmente llamativa, toda vez que existe evidencia de una abundancia de suelos urbanizables sin desarrollar, creada tras la reforma de la ley del suelo de 1998 y visible en solares y campos abandonados a medio urbanizar en nuestras ciudades. Este es el puzle del problema de la vivienda.

La crisis bancaria fue gestada en la euforia de una burbuja inmobiliaria caracterizada por la recalificación masiva de terrenos; producción masiva de viviendas y ascenso exponencial de precios. Desde la perspectiva actual, podemos contemplar la crisis de 2008 como una crisis de asequibilidad de vivienda. Las señales actuales apuntan a la reproducción del problema de la asequibilidad, ahora sin el papel crucial que el crédito tuvo en el pasado en su alimentación, sin producción masiva de viviendas y sin desarrollo de suelos.

Las consecuencias están perseverando en el tiempo y provocan cambios estructurales. Esta magnitud de los hechos obliga a valorar con un sentido integral muchos factores sociales, políticos, económicos o financieros. También resulta significativa la escasa presencia de la vivienda observable en el debate público y académico.

## ■ 2. CONTEXTO LITERARIO

Es abundante la literatura no académica sobre el periodo objeto de esta monografía. El tema de la burbuja inmobiliaria española y sus efectos se repite en muchos e interesantes libros, lo que da cuenta de su papel en el imaginario colectivo y del reconocimiento de su papel en la España contemporánea. El punto de vista político es aportado en memorias como las escritas por sus protagonistas: Rodríguez Zapatero (2013), crónica personal del presidente de gobierno entre 2004 y 2011; De Guindos (2016), una descripción del mandato del ministro de economía, su papel en la crisis bancaria —el llamado “rescate”— y en las políticas de austeridad posteriores; o el más reciente Rato (2023), que abunda en la crónica dramatizada del que fuera presidente de Bankia.

Entre lo político y lo académico destaca la monografía de Sebastián (2015), que contiene una amplia descripción analítica de quien, además de su sesgo académico y profesional, ha vivido en primera línea la burbuja durante su presencia como ministro en el gobierno socialista. Con una visión desde fuera, periodística, Pellicer (2014) se detiene especialmente en las vicisitudes del sector de la promoción y la construcción; Menéndez (2015) se adentra, recogiendo la visión del reportero, en el caso de la intervención de Bankia; y, finalmente, García Montalvo (2008), pionero en la crónica de la crisis, se adentra en los entresijos del poder inmobiliario y en la perplejidad ante la burbuja de representantes políticos y autoridades.

En los márgenes de la historiografía oficial, con una perspectiva social o militante y también con un *background* académico, García-Lamarca (2023), aborda el estigma del prestatario fallido. Una visión urbanística y de la arquitectura de la “España fea” es la aportada por Rubio (2022). Sobre el modelo urbanístico posterior a la recalificación masiva de suelos iniciada en 1998, destacan Dioni (2021) y sobre los cambios políticos derivados de la crisis, como el nacimiento del movimiento social conocido como 15M, surgido en 2012, es interesante Rodríguez (2016).

Desde un punto de vista técnico, destacan dos documentos de gran rigor en los que nos hemos apoyado permanentemente en este trabajo: Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB, 2019), rigurosa y completa crónica ilustrada de los años de la posburbuja y Banco de España (2017), detallado relato de la crisis bancaria desde el punto de vista supervisor. Lástima que no se hayan publicado las conclusiones de la Comisión de Investigación del Congreso sobre la crisis financiera, que se constituyó en diciembre de 2017 y cuyas comparecencias destacan por su interés documental. Las conclusiones publicadas por los parlamentos de otros países han generado documentos de gran interés que aquí no podemos dejar de echar de menos.

Muchas veces se ha mencionado la unión monetaria y el crecimiento demográfico como las principales causas de la burbuja. Sin embargo, es necesario profundizar en los canales comerciales y crediticios que la hicieron extraordinaria y que prolongaron sus consecuencias hasta nuestros días. Solo con una visión más profunda podremos definir políticas públicas que contribuyan a aligerar su carga, ayudando a situar la vivienda otra vez en el centro del debate sobre su futuro.

### ■ 3. ESTRUCTURA DE LA OBRA

Dos reflexiones previas condicionan la estructura del trabajo. De un lado, la crisis global de 2008 coincide temporalmente con la española, pero aquí nos centraremos en esta última, como no podía ser de otra forma: el alto apalancamiento español en los mercados internacionales conecta una crisis con la otra, pero los orígenes y consecuencias muestran que se trata de hechos diferentes. Por otra parte, el funcionamiento del aparato crediticio, es decir, del proceso de creación del crédito, concentrado casi exclusivamente en las entidades bancarias, se adapta de manera homogénea al modelo residencial y por ello, la crisis muestra impactos similares, proporcionales al peso del riesgo inmobiliario en los balances, con independencia de formatos jurídicos o ubicaciones territoriales del negocio en España.

Comenzamos este estudio con una descripción del marco analítico en EL que basamos nuestro enfoque de la cuestión, en el que se combinan reflexiones institucionales, multidisciplinarias, con otras de tipo financiero y bancario. El trabajo tiene como núcleo dos grandes bloques. El primero se adentra en la vivienda y los hogares. Se detiene en los rasgos del modelo residencial español que lo hicieron susceptible de albergar los fenómenos que describimos: la burbuja de volúmenes

y precios, la creación de suelo urbanizable y su escaso desarrollo urbanístico y el papel marginal de la política de vivienda, casi ausente.

El segundo está dedicado al proceso de creación del crédito bancario: la financiación a las familias y los préstamos a promotor, con una reflexión de detalle sobre el papel de la financiación de terrenos, el acceso de la banca a los mercados mayoristas, la morosidad de promotores frente a la de las familias y las pérdidas por los créditos fallidos correspondientes y su legado de viviendas sin vender, edificios sin terminar y suelos sin desarrollar. Revisamos las holguras crediticias del modelo residencial español y en la crisis bancaria derivada de ellas analizamos con detalle la reestructuración y reforma del sistema bancario DE 2008-2012, que condicionaron los diez años siguientes y restauraron el funcionamiento del canal crediticio. También nos detenemos en el papel de los nuevos agentes que han aflorado en la gestión del legado de la crisis.

Estos dos bloques nucleares están precedidos por un capítulo dedicado al marco de los tipos de interés y el papel del balance del BCE durante estos años, con el fin de contextualizar la crisis española en su marco financiero, marcado por los efectos de la crisis internacional, en la que no pretendemos detenernos, pero sí destacamos la demanda de reservas bancarias por parte del sistema como un efecto de la elevada incertidumbre que las sucesivas crisis –la financiera, la del euro o la pandemia– han generado en el sistema bancario. Además, otro capítulo casi esquemático los sigue, dedicado a los efectos del comportamiento del crédito sobre el empleo, los desequilibrios y el crecimiento del PIB, en el que nos preguntamos qué cambios estructurales han seguido al convulso periodo analizado.

Finalmente, esbozamos en las conclusiones algunas reflexiones sobre la política de vivienda en el contexto del posible cambio estructural de la economía española que está teniendo lugar. El descenso del endeudamiento privado y el comportamiento divergente del endeudamiento público siguieron a la crisis de 2008 y se prolongaron hasta el final de la pandemia, y han dado paso a cambios estructurales en los que el saldo positivo de la balanza corriente exterior y la caída de la deuda externa son esperanzadores indicadores.

El trabajo se apoya en la evidencia proporcionada por series largas de las variables sectoriales, financieras o demográficas relevantes, lo que permite visualizar los 25 años objeto de análisis de manera multidisciplinar y con una metodología gráfica relativamente homogénea.





## **MARCO ANALÍTICO**



El crédito es el hilo argumental de este trabajo, que analiza el periodo que abarca los convulsos 25 primeros años de pertenencia de España a la UEM, los años de la burbuja inmobiliaria, de la crisis y la reforma del sistema bancario, de la atonía crediticia y del aletargamiento de la creación de vivienda, ¿por qué el crédito? Crédito y vivienda son los dos protagonistas del periodo y están directamente relacionados dentro del modelo residencial español. Sin el primero no puede entenderse el segundo. Además, aquí analizamos el crédito como el producto final de la maquinaria de las entidades bancarias. Esta es una forma de descender a los factores micro que están detrás del comportamiento macroeconómico. Esto es aún más importante en una jurisdicción regional, como es España, que forma parte de una área monetaria más amplia, con reglas y tradiciones financieras idiosincráticas.

Sabemos desde los trabajos de J. M. Keynes, Hyman Minsky o Robert Shiller que la *mano invisible* o la *multitud inteligente* que rige los mercados es susceptible de fallos. El precio de mercado, compendio de toda la información relevante, según las finanzas tradicionales, y referencia de las decisiones de los agentes de la economía, de la contabilidad y los modernos estados financieros no es ajeno a sesgos que generan información fallida o asimétrica y pueden estar detrás de crisis y recesiones con un alto coste social. Es más, en la economía de mercado lo *normal* es la sucesión de crisis y fallos de mercado y no la estabilidad (ver Wray, 2016).

En este trabajo nos ocupamos del crédito y la vivienda en España. Como se señala en Bernanke (2018), el rol de lo que denomina el *proceso de creación de crédito* es esencial para entender el origen de las crisis financieras, cuando el crédito se interrumpe o se hace escaso y el pánico sustituye a la euforia anterior, convirtiéndose en un factor clave que conduce a decisiones de balance con un alto coste, como la vivida en el mundo industrializado en 2008. Cada nuevo episodio de crisis financiera no previsto no debería ya conducir a un cuestionamiento general o profundo de la teoría macroeconómica –proceso que se realizó en los ochenta con la economía de la información imperfecta–, sino a mejorar lo que Bernanke llama la *ingeniería económica*, es decir, los sistemas de regulación y de gestión de los riesgos de unos mercados financieros integrados, globalmente, opacos y complejos que siempre serán susceptibles de adentrarse en periodos de crisis.

Cuenta Benjamin M. Friedman (2012) que en junio de 1772 en medio de la peor crisis bancaria y económica que había sufrido Escocia en dos generaciones, David Hume escribió desde Edimburgo a su amigo Adam Smith, que vivía entonces

en Londres, describiendo las bancarrotas, cierres de bancos, aumento del desempleo que se derivaron de las crisis bancarias. Hume preguntó a su amigo: “do these events any-wise affect to your Theory?”. ¡Por supuesto que afectaron!, se contesta Benjamin Friedman. Su libro *La riqueza de las naciones*, que Smith estaba escribiendo en ese momento, está repleto de las lecciones que el gran clásico adquirió de la crisis bancaria de 1772, incluido, prosigue Friedman, un “llamamiento a endurecer las restricciones al funcionamiento de la banca inimaginables en nuestros días”.

El proceso de creación de crédito consiste esencialmente en tareas de *recogida y transmisión de información*. Esto es clave para entender el recurrente surgimiento de crisis financieras, así como su impacto en la economía y el empleo. Las entidades de depósito son, en gran parte, las responsables del proceso de creación del crédito. Pueden acceder en régimen de exclusividad a los préstamos de última instancia del banco central precisamente por ello. Su canal crediticio está configurado por una serie de actividades que conforman su valor añadido como industria: la recogida de información sobre los demandantes efectivos o potenciales de crédito; la vigilancia y monitorización de los modelos de concesión diseñados para minimizar la morosidad y la severidad de los créditos; el seguimiento del crédito concedido, con sus alertas tempranas y los mecanismos jurídicos para hacer plenamente efectivas las garantías y colaterales que puedan incluir los préstamos. También son clave la rendición de cuentas, auditorías y contabilidad de las empresas clientes, así como su gobierno corporativo o los cambios en su estructura de capital.

Se trata de tareas que cristalizan en el conjunto de *balance bancario*, donde la conservación de los depósitos captados de los clientes, para los que las entidades bancarias garantizan su liquidez y que sustentan la actividad crediticia masiva, o la transformación de los plazos de aquéllos en los de ésta, son elementos esenciales. Activo y pasivo son pues parte del proceso de creación del crédito.

Por supuesto, el mundo de los mercados de valores es también parte del proceso del crédito. Las agencias de *rating*, los folletos de emisión, los procesos de colocación, o el análisis de los inversores institucionales complementan, en mayor o menor grado –según la bancarización de cada jurisdicción–, la actividad principal de las entidades de depósito en el canal del crédito.

Pero la maquinaria de la creación de crédito está lejos de tener siempre un funcionamiento perfecto. La calidad del proceso de creación de crédito tiene fluctuaciones en el tiempo. Incluso el proceso mismo puede llegar a interrumpirse o romperse. Estos fallos terminan por impactar en la economía, el empleo o la inversión, como nos ayuda a entender la teoría económica de la información imperfecta.

Frente a los modelos teóricos tradicionales en finanzas –como Fama (1980) o Modigliani y Miller (1958) –, que consideran implícitamente que la información es completa y perfecta y para los que el proceso de creación de crédito o las diferentes estructuras financieras del público son irrelevantes, la primera *literatura sobre la*

intermediación –los trabajos iniciáticos de Bernanke y Blinder (1988), Diamond y Dyving (1983) y Diamond (1984)<sup>2</sup> o el de Allen (1990)–, basada en los enfoques de la información imperfecta, señala que el caso del crédito es diferente y singular. La función de transformación de depósitos en créditos que realizan los bancos y otras instituciones permite que el ahorro llegue a la inversión con determinados niveles de calidad, cuya variación, a mejor o a peor, incide en el propio curso del ciclo económico y, en definitiva, en la economía y el empleo. Así, si existen instituciones que juegan un papel central en los mercados crediticios –como los bancos– es porque su experiencia y conocimiento de los procedimientos permiten conducir el ahorro que captan de los particulares u otras instituciones hacia usos que son intensivos en información y particularmente complejos de analizar, creando crédito.

La pregunta relevante es cuáles son los mecanismos que permiten al mercado crediticio desarrollar su función a pesar de que la materia prima con la que trabajan, la información, es asimétrica e imperfecta. La investigación de los años ochenta y noventa indica que la respuesta está entorno a dos mecanismos clave:

- La naturaleza especial de bancos y otros intermediarios, gracias a economías de especialización, de escala y de foco en los servicios financieros. Fuentes de reducción o de corte en el flujo del crédito pueden ser por ello tan variadas como: salidas de depositantes y pánicos, controles gubernamentales del crédito, incremento de los costes regulatorios, caídas de la base de capital o de la base de depósitos de los bancos, cambios de los tipos de interés de política monetaria...
- La documentación legal y los contratos financieros de los instrumentos que determinan la estructura de los pasivos y activos recíprocos, con su jerarquía de prelación. Esto hace importantes los cambios provocados por la acción de los distintos agentes. Por ejemplo, cuando una empresa aumenta la financiación interna frente a la externa, al ser la primera más cara que la segunda, incide en la economía. Su preferencia por la liquidez afecta a su deseo de realizar gasto en inversión.

La introducción de la perspectiva de la creación del crédito también cambia la forma de ver la política monetaria. En los modelos IS-LM tradicionales solo existe una alternativa para la riqueza financiera del público: bonos –activo no monetario– o dinero –activo monetario–. Según la *visión desde el dinero*, cuando un banco central quiere desacelerar la demanda agregada, interviene vendiendo activos en el mercado para drenar reservas bancarias y desacelerar la oferta monetaria y con ella, la demanda agregada. Los problemas prácticos que surgieron en los años ochenta para definir el perímetro del dinero nacía de la evidente inestabilidad de la demanda de dinero, en definitiva, del carácter impredecible de la velocidad de circulación (*v*) de los modelos monetarios, debido a los desplazamientos de activos que la inno-

<sup>2</sup> Bernanke, Diamond y Dyving, laureados precisamente con el Nobel de Economía en 2023.

vacación financiera provocaba en la cartera del público<sup>3</sup>. Los cambios de estructura dentro de lo que se define como activos no monetarios –no importa si son bonos o acciones, deuda subordinada o preferente, bonos garantizados o senior, por ejemplo– son irrelevantes en este esquema. Sin embargo, visto desde el crédito, esto no parece razonable.

Las empresas toman decisiones sobre la estructura de sus pasivos, y ello no es irrelevante. En realidad, la elección entre financiación interna y externa es su decisión más importante a efectos de la economía. Bernanke y Blinder (1998), introducen por primera vez en el modelo IS-LM el préstamo bancario como tercer activo, enfrentándose a la tradición dominante, e inaugurando la *visión desde el crédito*. La política monetaria afecta a la demanda agregada a través del crédito. Cuando un banco central sitúa los tipos de interés a corto plazo en niveles altos o bajos, afecta negativa o positivamente a la oferta –y a la demanda, recíprocamente– de nuevo crédito, a su disponibilidad o a su coste. *Ceteris paribus*, habría que añadir, porque la producción de crédito es un proceso complejo y los tipos de interés no son la única variable que la afecta. La posición financiera de los bancos, por ejemplo, su suficiencia de capital, es decisiva.

La producción de crédito es una dimensión más importante pues que la cantidad de dinero, como simple cifra monetaria, tanto por sus efectos en la economía, como por su papel como canal de transmisión de la política monetaria. El canal crediticio existe porque los créditos bancario y otras instrumentos de crédito son sustitutos imperfectos. Cuando los bancos endurecen sus condiciones de crédito o lo racionan o lo interrumpen o hacen todo esto a la vez, los prestatarios no encuentran una alternativa en otros instrumentos, sea por coste o por disponibilidad.

Otro conjunto de elementos clave a la hora de analizar el canal crediticio y el proceso de creación de crédito, que complementan el anterior, se refiere al tratamiento masivo de la información y su papel en la macroeconomía. Así, apuntaremos algunos de los más recurrentes en la literatura:

- **Pánicos bancarios y salidas masivas de depósitos:** además de sus efectos monetarios, dañan la economía, interrumpiendo el flujo normal del crédito bancario. Ello provoca consecuencias adversas sobre oferta y demanda agregadas.
- **Credit crunch,** provocado por la desintermediación en contra de los depósitos bancarios derivada de cambios en los niveles de tipos regulados<sup>4</sup>, la persuasión moral o los controles directos del Gobierno.

<sup>3</sup> Una discusión sobre estos aspectos cuantitativos del control monetario puede encontrarse en puede encontrarse Patel y Meaning (2022). Para el caso español ver Escrivá y Malo de Molina (1991).

<sup>4</sup> El ejemplo clásico es la elevación en 1966 y 1969 de los tipos de los *Treasury bills* por encima del límite a la retribución de los depósitos bancarios (Regulación Q) que existía en EE. UU. (Bernanke, 1993).

- *Capital crunch*: la adecuación del capital es un factor decisivo en la determinación de la habilidad de los bancos para prestar fondos que financien la economía. El capital es el colchón con el que los bancos cubren las *pérdidas inesperadas* que puede llegar a provocar su actividad cuando se agotan las provisiones específicas de los préstamos, las *pérdidas esperadas*.

Enfatizamos el papel de la solvencia bancaria, que se identifica con la *ratio de capital*. Por una parte, está sometida a una regulación que fija una *ratio mínima* a cumplir y que define tanto los elementos computables del numerador como la definición o cálculo de los activos ponderados por riesgo (APR), según la probabilidad y la severidad de los eventos de riesgo posibles, que constituyen el denominador de la *ratio* mencionada. Por otra, la gestión bancaria, orientada a la maximización de la rentabilidad sobre el capital, trata tanto de aumentar los resultados relacionados con el balance de la entidad en sus activos y pasivos sensibles a los tipos de interés, determinantes de su margen de interés, como de minimizar el *stock* de capital del banco. La tensión entre ambas aspiraciones y la necesidad de mantener la seguridad de una solvencia suficiente están en juego en la actividad cotidiana de los bancos. La creación de crédito, es una fuente potencial de rentabilidad pero también de riesgo —el riesgo de crédito—, hasta el punto de llegar a comprometer la suficiencia del capital, su reposición y la valoración e incluso la continuidad histórica de la entidad.

El papel del endeudamiento es particularmente interesante como objeto de análisis y reflexión desde el punto de vista del crédito. Así, algunos fenómenos clave que han sido profusamente estudiados en la literatura tradicional, cobran otra importancia cuando se interpone el prisma de la información imperfecta:

El primero a señalar es la *deflación de deuda*: cuando los precios de los activos caen brusca y fuertemente, como consecuencia, por ejemplo, de la terminación de una fase de sobrevaloración, los propietarios en estrés que habían apalancado sus compras tienden a venderlos a precios por debajo de los razonables en circunstancias normales, iniciando un círculo vicioso a la baja. Este no es un juego de suma cero, como tiende a calificarlo la literatura tradicional, sino que genera efectos recesivos en la economía. Este papel de los balances en las crisis financieras ha sido enfatizado en Bernanke y Gertler (1990). En situaciones de deflación de deuda se produce además una redistribución de riqueza desde los agentes más endeudados hacia los que son capaces de invertir o prestar fondos, mientras aumenta la necesidad de financiación de aquéllos, precisamente cuando su calidad crediticia como prestatarios ha empeorado. Por si fuera poco, los agentes especializados que cuentan con el conocimiento y la información de nuevos proyectos de inversión que consideran atractivos pasan a sufrir el consiguiente bloqueo al acceso a nueva financiación, lo que vuelve a impactar negativamente en la demanda agregada al desperdiciarse oportunidades de inversión.

El *exceso de deuda* es un segundo fenómeno cuya relevancia hay que destacar. La evidencia muestra que los periodos en que empresas o particulares acumulan niveles extraordinariamente altos —en términos históricos— de deuda son

también de fuerte optimismo respecto a la evolución futura de la economía, de los precios de los activos y de los beneficios futuros. Por eso, suelen estar acompañados de comportamientos positivos de las bolsas de acciones y de mayores niveles de endeudamiento de los hogares. Es en esos periodos de optimismo global cuando el mercado permite a las empresas financiarse con más deuda y menos capital.

Cuando el optimismo se evapora, la estructura del pasivo de las empresas sobreendeudadas se hace insostenible. El enfoque de la creación de crédito muestra que las recesiones derivadas de las crisis financieras son peores y las recuperaciones más lentas por causa de un apalancamiento demasiado alto (Reinhart y Rogoff, 2009). Así, la relación entre balance y dinámica cíclica ha sido objeto de análisis en la literatura, más allá de los casos en que se ha observado una relación clara entre apalancamiento y dinámica cíclica. La existencia de un efecto acelerador financiero en el que las condiciones de balance provocan shocks no financieros (Bernanke y Gertler, 1989) o el procíclico endurecimiento de las condiciones de financiación de las empresas durante la crisis –ascensos de los *spreads* crediticios–, mientras la economía se desacelera o incluso bajan los tipos de interés de referencia (Hardouvelis y Wizman, 1992).

No es pues raro que sea el crédito la variable de la economía clave para explicar la intensidad de las fluctuaciones cíclicas, particularmente las resultantes de dinámicas euforia-pánico, sobre todo las que derivan en crisis bancarias, tanto por su papel en la creación de burbujas como por su efecto amplificador en su explosión. El crédito es también la correa de transmisión de las dificultades derivadas de la posición de los bancos y demás instituciones crediticias hacia la economía real. Por eso, las crisis bancarias suelen estar precedidas por la destrucción de capital en los bancos, debido fundamentalmente a la afloración contable de las pérdidas generadas por los préstamos fallidos.

En esos casos, proteger a los depositantes e impedir el corte del proceso de creación de crédito, con el consiguiente contagio de la recesión, la caída de la inversión y del empleo al conjunto de la economía nacional o internacional, implica restaurar la solvencia de los bancos, forzando incluso desde la política pública su capitalización en el mercado o a través de ayuda pública. Mientras, la política monetaria y el resto de las políticas económicas ejercen paralelamente sus responsabilidades respecto a la estabilidad de los mercados, en relación con la provisión de liquidez. La reestructuración y la resolución de bancos aparece así como una función de la política pública necesaria y diferenciada institucionalmente.

La visión desde el crédito tuvo un campo de pruebas formidable durante la burbuja financiera de los años ochenta y el *credit crunch* 1990-1992 que la siguió en EE. UU. El coloquio organizado por la Reserva Federal de Nueva York el 12 de febrero de 1993, con la participación de Bernanke, Benjamin Friedman y otros académicos, financieros y funcionarios públicos, constituyó toda una referencia alternativa a las aproximaciones más tradicionales<sup>5</sup>. Su respuesta desde la visión crediticia

<sup>5</sup> Publicado en *Quarterly Review* de la Reserva Federal de Nueva York en 2023.

a las preguntas relevantes abría puertas a explicaciones más ajustadas a la realidad empírica y más apropiadas para la construcción de políticas y regulaciones que ayudaran a gestionar la crisis y evitar su reproducción en el futuro. Por supuesto no se han evitado nuevos episodios de crisis financieras pero el arsenal analítico y regulatorio ha sido cada vez más potente. El mundo se ha hecho más complejo y global, pero el enfoque del crédito, que nos recuerda que cuanto sucede en las finanzas tiene o es un reflejo de la economía y el empleo, sigue siendo inspirador.

En 2012 un nuevo simposio organizado por la Reserva Federal de Nueva York actualizó el análisis bancario, una vez más, tras las experiencias de la gestión de la crisis financiera global. Las aportaciones de Cetorelli, Mandel y Molineaux (2012) y Pozsar *et al.* (2012) son muy interesantes como ejemplos de un arsenal analítico enriquecido. La crisis global de 2008 tuvo un factor histórico diferencial en la extensión de la *banca en la sombra* y otras figuras de desintermediación masiva. Esta transformación de la estructura de la intermediación del sistema bancario en EE. UU. y otros países propició que los bancos pudieran dar un paso más allá en la asunción de riesgos en la época de euforia y exceso de liquidez previa a 2008. Los autores citados concluyen que las titulizaciones, que en EE. UU. seguían el modelo de *originar para distribuir*, los vehículos con propósito especial o los fondos de titulación separados del balance del banco de sus cedentes o la *banca en la sombra*, a la postre, descansaban en su mayor parte en lazos accionariales y financieros con la banca tradicional, por lo que su fallo afectó de forma concatenada a los mismo bancos tradicionales. La última gran crisis bancaria y financiera global, la que provocó la llamada Gran Recesión, abrió el camino a una profunda transformación de la regulación bancaria en EE. UU. y muchos otros países, en definitiva, para hacer visibles estos lazos antes ocultos al supervisor.

La reforma estructural de la regulación de los bancos a que condujo la reflexión sobre las causas de la crisis de 2008 tuvo, a escala global, matices diferentes en EE. UU., Reino Unido o la Unión Monetaria (Ver Vickers, 2014). En los dos primeros se ha tratado de regresar a la separación entre la banca minorista y la banca mayorista, en función de sus riesgos. Así, destaca el retorno en EE. UU. a la prohibición de la ley Glass-Steagall, que estuvo vigente desde 1933 a 1999, aunque en los noventa ya había comenzado a diluirse su efectividad con la liberalización bancaria. En 2010 se aprobó la ley Dodd-Frank. La regla Volcker retornó a la prohibición de conexión entre los negocios de captación de depósitos y los de mercados. Después se ha regresado a un estándar liberalizador. En el Reino Unido se siguió la estrategia de la separación –el *ring-fencing*–, de consecuencias similares a las de EE. UU.

En Europa, los vientos de reforma estructural vinieron de la mano en 2012 del informe de un grupo de expertos presidido por Erkki Liikanen. Sus recomendaciones<sup>6</sup> se alimentaban de las experiencias de la crisis bancaria global y de la diversidad de sistemas de las diferentes jurisdicciones nacionales y no hizo tanto hincapié

<sup>6</sup> Publicadas en octubre de 2012. Ver *Final report of the high level expert group on reforming the structure of the banking sector*: [https://finance.ec.europa.eu/publications/liikanen-report\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/liikanen-report_en)

en la separación radical como en los requerimientos de capital, la estructuración de pasivos y activos en aras de facilitar las eventuales resoluciones y la absorción de pérdidas mediante el *bail-in*. Estos aspectos serán parte de nuestro análisis.

El proceso de producción de crédito es un marco interesante para el análisis de un periodo como el constituido por los últimos 25 años en España. Para ello, adoptamos en nuestro estudio una visión integradora del ciclo de la vivienda, resultado de la cadena planeamiento-urbanización-edificación-venta, con el crédito y el sistema bancario, que en un país muy bancarizado como es España, es casi el exclusivo proveedor de financiación a la economía en el seno del modelo residencial dominante.

Como es sabido, el mercado de la vivienda es muy diferente en su naturaleza a otros mercados de bienes y servicios. La vivienda está destinada en última instancia a la habitación de las personas, al ser el marco en que se desarrolla la intimidad de los hogares, pero también es una mercancía para el intercambio e incluso para la acumulación, como inversión especulativa cuando se queda vacía como estrategia de su propietario.

Recordemos tres características diferenciales de las viviendas respecto a cualquier bien comercializable. En primer lugar, el *stock* de viviendas existentes en un determinado momento es rígido a corto plazo, porque la vivienda nueva, que lo incrementa, está sujeta a una restricción financiera relevante, si el promotor no se autofinancia, que es lo normal, y la consecución de un periodo dilatado de gestión. Desde que se toma la decisión de promover la construcción de una vivienda nueva en suelo urbanizable hasta que ésta se termina y puede comercializarse en el mercado transcurre un período relativamente largo y con frecuencia de extensión incierta.

Así, el período de la necesaria gestión del planeamiento y urbanización del suelo en el que edificar puede dilatarse a menudo varios años y depende de procesos administrativos, de la voluntad de los gobiernos locales y de la posición de los propietarios afectados. Adicionalmente, desde que se dispone del visado de obra nueva para un bloque de viviendas hasta que se finaliza su construcción transcurre habitualmente un periodo de tiempo significativo, no menos de dos años, lo que marca profundamente las decisiones de producción, que además son irreversibles. En contraste, la demanda de viviendas está determinada por la movilidad y el potencial demográfico de la formación de nuevos hogares, así como por la asequibilidad y, en el caso de la vivienda en propiedad, la capacidad de financiación del comprador final.

En segundo lugar, el *stock* de vivienda presenta una elevada heterogeneidad de tipologías, que hace que la demanda de unos inmuebles u otros dependa de los cambios en las preferencias de los hogares por un tipo de viviendas frente a otras, en cuanto a tamaño, ubicación y comunicación, singularidad, calidades constructivas, complementos edificatorios, equipamientos o servicios locales.

En tercer lugar, la vivienda se caracteriza por su condición de bien inmueble, por lo que está inseparablemente unida, física y jurídicamente al suelo sobre el que se edificó, calificado previamente en el planeamiento municipal, la institución que define en exclusiva los derechos jurídicos de la propiedad. Ello hace que los mercados inmobiliarios residenciales tengan una escala geográfica local insoslayable y descansen su definición concreta en la política de suelo y el urbanismo –con sus dos componentes, planeamiento y gestión urbanística–.

Finalmente, el *stock* de vivienda se estructura en un gradiente de precios en función de sus localizaciones, sus calidades constructivas, su eficiencia medio ambiental o su acceso a las comunicaciones y el transporte. De hecho, el mercado tiende a segmentarse según estas características de la vivienda, a las que corresponden pautas de formación de precios diferenciadas. Por eso las políticas de suelo y de infraestructuras son también determinantes en la definición de la estructura de precios residenciales.





## **LOS CICLOS DE TIPOS DE INTERÉS Y EL PAPEL DEL BCE EN EL CRÉDITO DE ÚLTIMO RECURSO**



No es extraño que el nacimiento del euro sea el origen de la historia que contamos aquí, ni que España sea un ejemplo de las consecuencias agrídulces de sus dos principales efectos sobre los países pequeños o “nuevos” en la tradición de la estabilidad financiera: 1) el *shock* expansivo generado por el cambio estructural de los niveles de tipos; y 2) la percepción de protección que tenían agentes y autoridades en el seno de la recién creada área monetaria.

Ya en la etapa del euro, iniciado el periodo en que se centra nuestro estudio, los tipos de interés del euro desarrollaron tres ciclos largos, sobre los que también realizaremos algunos comentarios, por constituir una guía del contexto financiero global. Los ciclos de los tipos de interés del euro y el papel del Banco Central Europeo (BCE) como prestamista de última instancia nos servirán de guía para una visión más amplia.

La política monetaria del euro ha tenido que hacer compatible su objetivo anti-inflacionista con el cuidado de la estabilidad financiera. Por eso, el papel del BCE como prestamista de última instancia merece también una reflexión adicional en este análisis.

## ■ 1. LOS CICLOS DE TIPOS DE INTERÉS (1980-2022)

Este trabajo se centra en el proceso de creación del crédito bancario como protagonista de la economía española en el periodo 1999-2023, pero antes de adentrarnos en su análisis en España, un caso diferenciado que coincide con la crisis global pero con orígenes distintos, dedicamos este capítulo a una perspectiva del crédito global. Comenzaremos con el impacto de la transición de la peseta al euro para adentrarnos después en los tres ciclos sucesivos de los tipos de interés de la zona del euro.

### ■ 1.1. De la peseta al euro: el impacto expansivo del nacimiento del euro

Cuando en 1999 España se incorporó al grupo de los doce países que formaron la zona del euro –hoy son ya 20– pasó a ser, desde un punto de vista macroeconómico, lo que en los manuales se denomina una “región” de la nueva área monetaria, es decir una jurisdicción políticamente soberana que, sin embargo, forma parte de una zona monetaria más amplia. España abandonaba la que había sido su moneda

hasta entonces –la peseta–. Como el resto de las divisas incorporadas a la Unión Económica y Monetaria (UEM), la peseta fija su cambio al euro de manera irrevocable el primer día de 1999<sup>7</sup>, para dos años después, en 2001, cambiar billetes y monedas a euros.

El papel del banco central como prestamista de última instancia pasaba del Banco de España al BCE, siendo aquél ejecutor de las políticas de éste. La política monetaria debía responder a las condiciones económicas del conjunto de la UEM, y no a las de cada Estado individual.

El cambio de régimen monetario marca profundamente el período de los últimos 25 años, también la evolución del crédito y de la vivienda. En primer lugar, España recibía en el momento de la adhesión al euro un *shock externo expansivo* muy significativo, pues se incorporaba a un área monetaria heredera de una tradición histórica, con Alemania a la cabeza, de bancos centrales independientes y antiinflacionistas, caracterizados por su elevada reputación y por la estabilidad financiera y cambiaria alcanzadas. Tras la convergencia previa, nuevos niveles de referencia de tipos de interés a corto, medio y largo plazo de los mercados españoles pasaban con la transición a ser muy inferiores a los históricos de la peseta o a los que teóricamente hubiera mostrado de no haberse creado la UEM.

Los tipos de interés efectivos de los mercados españoles pasaban a tener referencias sin riesgo mucho menores que las históricas de la peseta. Las rentabilidades de la deuda pública cotizaban implícitamente *primas de riesgo*, de la misma manera que los bonos o pagarés de emisores privados.

En segundo lugar, se atribuía a la pertenencia al euro un efecto “paraguas” –como en el pasado había ocurrido con la pertenencia a la OTAN o la entrada en el entonces CEE (1986)–, protector frente a los vaivenes de los ciclos globales o frente a la inestabilidad doméstica. Pertenecer a la unión monetaria generaba una reputación importada que con frecuencia implicaba una falsa autorrepresentación y un cierto grado de relajación de responsabilidades a escala nacional, una suerte de moral hazard institucional.

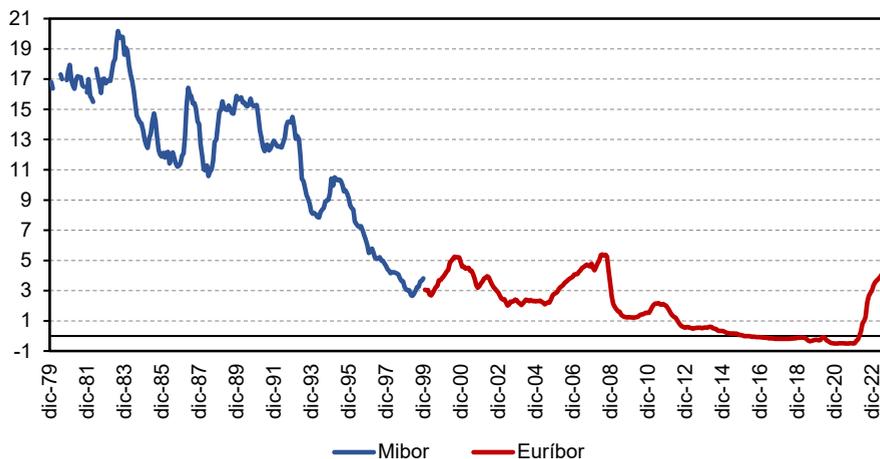
Aunque las políticas fiscales estaban sometidas en el Tratado de la Unión a la disciplina de unas reglas severas (en no *bail-out* de los Estados nacionales y el protocolo de déficit excesivo) la moneda común desempeñaba, en el imaginario colectivo, una especie de paraíso aislado del mundo real. Por ello, la pérdida de la soberanía monetaria y cambiaria, la ausencia de una política fiscal común o de una unión bancaria, eran temas considerados de remota relevancia.

El descenso de los tipos de interés que supuso el fin de la peseta y el comienzo del euro fue radical en su magnitud y estructural por su carácter permanente. Su

<sup>7</sup> Previamente, con la aprobación en 1989 del *Informe Delors* en la cumbre de Madrid, poco después de la entrada de España en la UE, aparece en el horizonte la posibilidad de una unión monetaria en Europa.

Gráfico 1

## EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIOS A UN AÑO ANTES Y DESPUÉS DE LA CREACIÓN DEL EURO (1981-2023)



*Nota:* Datos hasta octubre 2023.

*Fuente:* Banco de España.

relación con la burbuja inmobiliaria posterior no fue resultado de la interacción normal entre niveles de tipos y demanda de vivienda. El euro era un cambio histórico que hacía que la convergencia con los niveles de tipos de interés europeos alimentara dinámicas expansivas acumulativas en todos los ámbitos de la economía. Un clima de euforia basado en realidades, pero también en fantasías. En el mercado de la vivienda, el inicio del euro suele considerarse como el punto de salida de la burbuja inmobiliaria: el nuevo contexto propiciaba un aumento de la oferta – construcción de vivienda-- en la confianza general (optimista) de que la demanda le seguiría.

### 1.2. De los inicios de la zona del euro y la Gran Moderación a la crisis financiera global de 2008

El periodo conocido como la Gran Moderación, iniciado a finales de los años ochenta y que se prolonga hasta la crisis de 2008, era el marco en que se inscribían las condiciones macro desde el nacimiento del euro. Fue un ciclo muy largo, global, expansivo y que permitió a las economías desarrolladas una inflación descendente y baja y un crecimiento económico sin pausas relevantes. Es decir, fue un largo periodo de prosperidad.

Diversos factores explican el origen de la Gran Moderación, pero podemos estar de acuerdo en los tres siguientes:

1. La aplicación masiva a los procesos, a las organizaciones y a las “cosas” de la **tecnología** de la información y las comunicaciones que nace en los ochenta;
2. La **globalización**, entendida no solo como incremento del comercio mundial, sino también como relocalización masiva de actividades, cambio de patrones de especialización de países emergentes y extensión de la construcción de cadenas de valor globales;
3. La **caída tendencial del poder de negociación de los trabajadores a escala global**, que explica la reducción del peso de los salarios en la tarta de la renta (Schnabel, 2022a).

La moderación salarial del periodo, tanto en EE. UU. como en la UME, explica la baja inflación de precios de consumo, así como la tecnología aplicada masivamente está detrás de los aumentos muy fuertes de la productividad en muchas actividades mientras otras se quedaban por detrás. La Gran Moderación supuso además la generación de un **ciclo largo** de excedentes de liquidez, inversión productiva relacionada con la tecnología y crecimiento de los beneficios empresariales. Los aumentos de los beneficios por acción se han traducido en una revalorización sin precedentes de las sociedades cotizadas en las bolsas.

La política monetaria del euro mantuvo durante esta etapa niveles de tipos de intervención relativamente cambiantes, aunque dentro de un rango estrecho: entre el último trimestre de 2001 y marzo de 2006, desde el entorno del 3-4 % hasta una fase larga en el 2,5 %. Después, el giro restrictivo al 4,25 % entre junio de 2006 y junio de 2008, no pudo ser más inoportuno. La política había sido quizá demasiado laxa durante años, pero su endurecimiento llegó demasiado tarde, cuando ya el mercado global había comenzado a registrar señales de la explosión de la burbuja inmobiliaria y de crédito de consumo americana en 2007 y 2008.

### ■ 1.3. De 2008 a 2021: la digestión de la crisis bancaria global y la deflación como peligro inmediato

El ciclo largo de la Gran Moderación terminó de forma abrupta con la crisis de 2008, mostrando con claridad cómo las etapas de baja volatilidad suelen ser el terreno en el que la asunción de riesgos desproporcionados puede resultar fatal. La estabilidad condujo en el mercado global, con EE. UU. y Reino Unido y sus respectivas plazas financieras internacionales, a la cabeza, a un grado de exposición al riesgo de crédito sin precedentes: *spreads* crediticios estrechos que habían conducido a un aumento de los niveles de apalancamiento a través de todo el sistema global. Una parte de la potencia de apalancamiento estaba oculta a reguladores y supervisores en la denominada *banca en la sombra* —a la que ya nos hemos referido—, a su vez conectada con el sistema bancario tradicional por lazos de financiación y corporativos. El *boom* financiero global había creado instrumentos basados

en la titulización de activos para empaquetar, estructurar por tramos de calidad crediticia homogénea y distribuir el crédito originado en el mercado hipotecario o en el de crédito al consumo, fundamentalmente en EE. UU. y Reino Unido. Su difusión tuvo una escala internacional, gracias a la demanda de los países entonces excedentarios de liquidez (como Alemania).

En Geithner, 2008, el presidente de la Reserva Federal de Nueva York explicaba cómo podía haber llegado el sistema financiero americano a ser tan frágil. Los mercados monetarios y de financiación se habían expandido con asunción de riesgos apalancados. A inicios de 2007 el conjunto de vehículos inversores en programas continuos de pagarés garantizados por activos, en inversiones estructuradas mediante derivados, en bonos de tipos ajustables con opciones implícitas, los activos de los *hedge funds* o los bonos con financiación a un día sumaban una cantidad de activos que alcanzaba 4 billones de dólares. Mientras, los activos de los cinco principales bancos de EE. UU. sumaban 6 billones y el total del sistema bancario 10 billones.

La crisis de 2008 dio paso a trece años de deflación contenida, intervenciones más allá de la ortodoxia y tipos cero o negativos. Tras el estallido de la crisis, el BCE interrumpió los ascensos de tipos que había llevado a cabo en 2006 y 2007 y comenzó a reducirlos durante algo más de tres años: a partir de octubre de 2008, desde el 4,25 % al 1 % al final de 2011.

Tras distintos episodios de tensión por la liquidez, el BCE pasó, a partir de octubre de 2008, de un mecanismo del repo semanal –el *MRO*– mediante subastas, en las que no toda la liquidez demandada era proporcionada a los bancos, a *inyecciones también semanales pero a tipo fijo*, que proporcionaban la liquidez solicitada por el sistema, sin restricciones. Como consecuencia del efecto de las reglas de las subastas semanales en un contexto de alarma creciente por la liquidez y el crédito –los bancos pujaban al alza por temor a “quedarse fuera”–, desde finales de 2006 transcurrió un año y medio de fuertes tensiones y momentos de pánico hasta que el 9 de julio de 2008 cuando tuvo lugar la última subasta semanal de la facilidad principal de financiación, que marcó un tipo marginal del 4,25 % –entre el 3,25 y el 5,25 % de las facilidades de drenaje e inyección diarias–, que contrastaba con el 3 % de agosto de 2006. Dos semanas después, el 15 de octubre de 2008, el BCE aplicó por primera vez el método del tipo fijo con inyección plena de todas las cantidades solicitadas por el mercado, manteniendo la cadencia semanal.

Este cambio fue crucial en el desarrollo de la función del BCE como prestamista de última instancia y garante de la estabilidad financiera, al menos, en dos sentidos:

- Evitaba espirales alcistas en las subastas por efecto del pánico ante un eventual déficit de reservas bancarias.
- Cambiaba de hecho la jerarquía de los tipos de referencia en la formación del tipo a un día. El tipo de drenaje –DFR– pasaba a ser el que marcaría

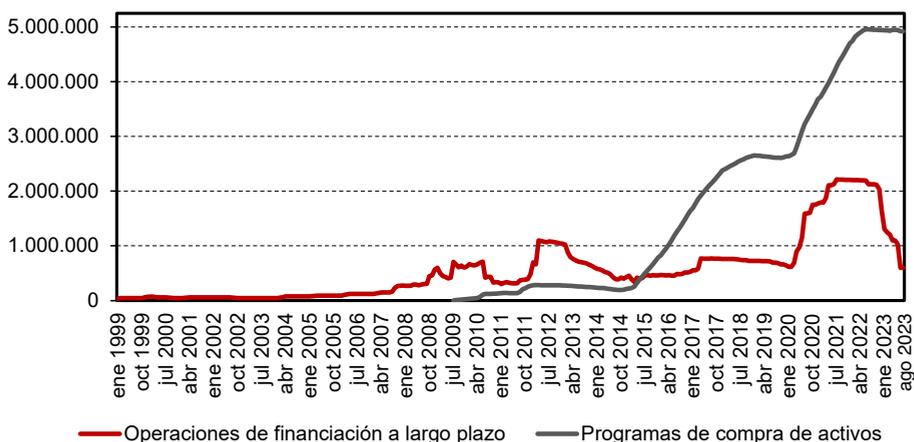
los niveles, pues cada día terminaba con un excedente de reservas que las entidades llevaban a la facilidad de depósito para evitar la remuneración cero del excedente de caja.

Salvando el aumento de junio de 2011 –que se produjo de forma aislada y quizá fallida, por el espejismo de una recuperación de las economías–, en pocos meses el BCE volvía a bajar los tipos de interés de sus instrumentos, hasta alcanzar el 13 de noviembre de 2013 el final del recorrido ortodoxo, la consecución del nivel de tipos denominado en la literatura monetaria *effective lower bound (ELB)*, a partir del cual ya no es eficaz seguir bajando: un corredor del 0 % para DFR y el 0,75 % de la facilidad de crédito, con el *MRO* en el 0,25 %. Mientras el *MRO* apuraba el umbral imposible del cero, el DFR se hizo todavía negativo en el 0,1 % en junio de 2014 para llegar al -0,50 % en septiembre de 2019, un nivel que se prolongaría casi tres años más, hasta julio de 2022.

El Eurosistema diseñó a partir de entonces nuevos instrumentos que escapaban de la definición tradicional. otras operaciones con un vencimiento superior a tres meses, conocidas como operaciones no regulares. La necesidad de reducir la incertidumbre respecto a la liquidez cuando estalló la crisis financiera hizo preciso utilizar esta facilidad. En los años de políticas necesariamente muy acomodaticias, este tipo de operaciones han tenido vencimientos de hasta 48 meses, caso de las

Gráfico 2

### SALDOS DE FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO Y PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVO EN EL BALANCE DEL BCE (Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

*TLTRO*. Dos han sido las facilidades usadas por el BCE en estos años pasados: las orientadas a la crisis financiera y las surgidas con la pandemia.

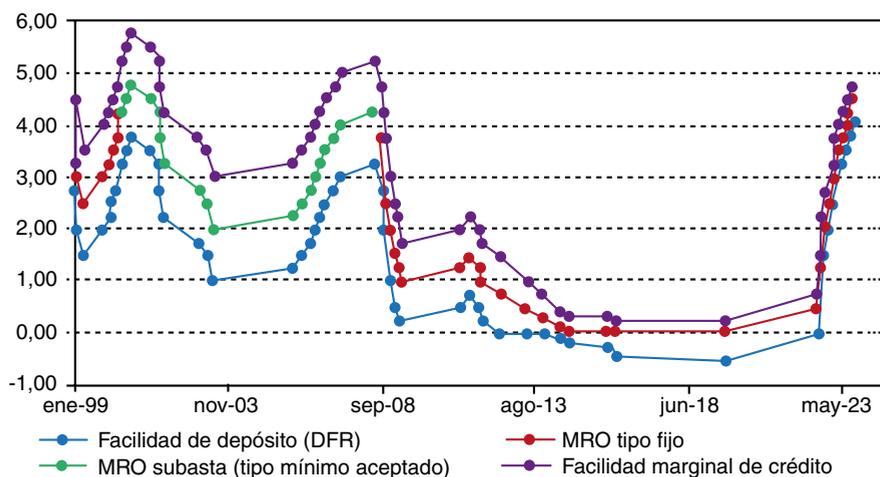
Las más importantes en volúmenes fueron las *Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO)*. Se trataba de facilitar las condiciones crediticias del sector privado y estimular los préstamos bancarios a la economía real (de ahí el calificativo *targeted*). En *TLTRO III*, al igual que en *TLTRO II*, la tasa de interés a aplicar estaba vinculada a los patrones de préstamo de los bancos participantes.

El 30 de abril de 2020 el BCE anunció una nueva serie de siete operaciones adicionales de refinanciación a largo plazo (*PELTRO*, por sus siglas en inglés) para proporcionar liquidez al sistema financiero de la zona del euro y garantizar condiciones fluidas en el mercado monetario durante la pandemia. El 10 de diciembre de 2020 decidió ofrecer una serie de cuatro *PELTRO* adicionales para en 2021 servir como respaldo de liquidez y para preservar el buen funcionamiento del mercado monetario.

A partir del 10 de mayo de 2010, los bancos centrales del Eurosistema comenzaron a comprar valores en el marco del *Securities Markets Program (SMP)*, con el fin de hacer frente a las tensiones y disfunciones en los segmentos del mercado —asimetrías y fragmentaciones por países—, que estaban obstaculizando el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estábamos ante el precedente de lo

Gráfico 3

### EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BCE 1999-2023



Fuente: Banco Central Europeo.

que después serían los *APP*. Después del *whatever it takes* del decisivo discurso de Mario Draghi el 6 de septiembre de 2012, el BCE iniciaba su *quantitative easing* (*QE*), las compras directas no esterilizadas.

Las compras de activos (ver gráfico 2), que habían sido importantes solo simbólicamente en los años anteriores, comenzaron a aumentar fuertemente, con el fin de influir en la curva de tipos de interés y asegurar un nivel alto de reservas bancarias. Los tipos de interés a largo plazo estaban marcados por unas expectativas de inflación rayanas en el cero, por lo que, para evitar tipos de interés reales –los que descuentan de los tipos nominales la inflación esperada– situados por encima de los de equilibrio a largo plazo, las compras de activos eran la solución, como lo habían sido en Japón, en EE. UU. o en el Reino Unido. Con el BCE comprando a través de sucesivos programas a lo largo de la curva de tipos se conseguía situar los tipos a largo en niveles que no era posible conseguir usando solo los tipos a corto, limitados por la ELB. Como las compras eran fundamentalmente de deuda pública se seguía el principio de neutralidad para evitar beneficiar a una u otra jurisdicción.

#### ■ 1.4. El despertar de la inflación de 2021 a 2023

Entre finales de 2021 y julio de 2022 se abrió el periodo de normalización gradual de la política monetaria, que terminó dando paso a la escalada hacia tipos restrictivos en 2023 cuando la inflación se disparó, inicialmente por efecto de la energía y los alimentos, con la invasión de Ucrania como telón de fondo.

De alguna forma, al inicio de 2022 se constataba que el ciclo anterior había sido un éxito, pues había permitido la recuperación y dejaba atrás las tensiones deflacionistas. No obstante, la economía europea estaba todavía muy por debajo de su potencial y ni siquiera había superado los niveles anteriores a la pandemia, lo que exigía cautela. Esta situación era consecuencia de un gap estructural, relacionado con la menor flexibilidad de la economía europea y con el hecho de que las respuestas de política fiscal son más rápidas en EE. UU. que en Europa, dadas las diferencias institucionales.

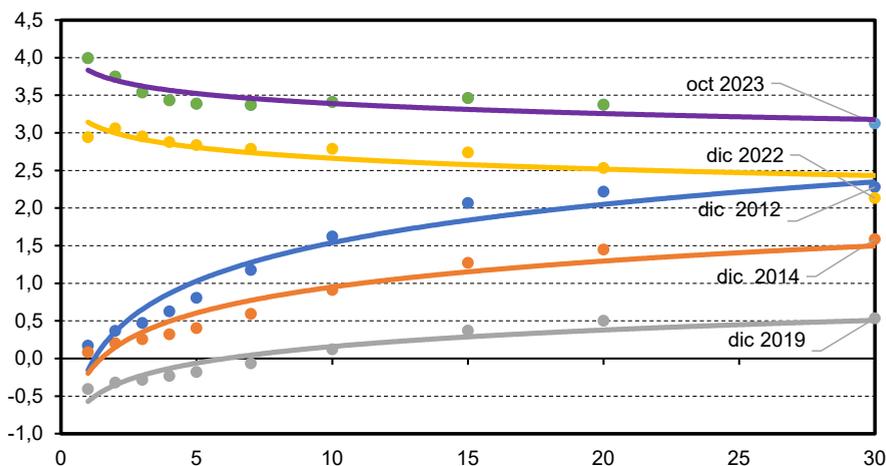
Por una parte, ya estaba claro que la invasión rusa de Ucrania iniciada en febrero de 2022 y, en menor medida, las restricciones de oferta internacional, que generaban la política de covid cero de China o los famosos *cuellos de botella* de las cadenas de valor globales en parte colapsadas por el retorno masivo a la movilidad internacional, eran inflacionistas. El BCE debía dar señales de prudencia y gradualismo a la economía, pero también alertar a los agentes ante la inflación, que escalaba peligrosamente.

El BCE anunciaba en marzo de 2022 un nuevo discurso y los primeros cambios en la instrumentación, como el final de las compras de activos a partir de junio, desarrollaba su estrategia en un esquema “reunión a reunión”, sin *forward guidance* (Lane, 2023), en el que los nuevos datos marcarían los pasos con que cubrir la

amplia distancia existente desde el cero del *MRO* hasta alcanzar el tipo de interés de llegada (*terminal rate*). Mientras, las curvas de rentabilidades de la deuda AAA de la zona del euro se desplazaban hacia arriba, aplanándose en el entorno del 2-2,5 %, con un dólar fortaleciéndose frente al euro, anticipándose al nuevo entorno, hasta ser ya negativas, anticipadoras de futuros descensos de tipos, en octubre de 2023.

Gráfico 4

### DESPLAZAMIENTOS DE LA CURVA DE TIPOS DE INTERÉS IRS DEL MERCADO DEL EURO 2012-2023



Fuente: Banco de España.

En solo dos años, la política monetaria pasó del discurso de la normalización a posiciones mucho más beligerantes. El año 2022 fue el escenario del vertiginoso cambio de tono del BCE:

- En mayo de 2022 ya se mantenía un discurso en términos de que el proceso de normalización de la política monetaria debía discurrir aun “en unos tiempos nada normales” (Panetta, 2022): el *shock* externo de los precios energéticos, vinculado a la guerra en Ucrania, estaba elevando la tasa de inflación más allá de lo previsto, alcanzando niveles cercanos al 10 % en casi todos los países. Era claro que hacía falta un análisis más profundo para definir una estrategia eficaz en un entorno que se deterioraba rápidamente.
- El término *globalización de la inflación* surge también en mayo de 2022 (Schnabel, 2022a). El resurgir de la inflación subyacente se derivaba de unas condiciones globales en las que las grandes firmas podían trasladar

el aumento del coste de sus *inputs* —energía, transporte, materias primas— a los precios de venta final, fortaleciendo sus beneficios en el camino. Era el comienzo del fin de la aproximación gradualista.

- Poco después, en agosto, el BCE señalaba el riesgo de que estuviera en ciernes una nueva etapa, acuñada como la *Gran Volatilidad* (Schnabel, 2022b), un periodo convulso de marcha atrás en la globalización que durante la Gran Moderación había sido clave en la contención de la inflación. Ante la incertidumbre, la acción monetaria debía ser más resuelta que prudente, más clara que gradual.
- A finales de septiembre, el BCE aportaba un término adicional, la *crisis de coste de la vida* (Schnabel, 2022c), destacando que, en un contexto de “caída tendencia del poder de negociación de los trabajadores” —otro de los factores que estaba detrás de la Gran Moderación—, la inflación podría traducirse peligrosamente en una caída del consumo privado. La caída de los salarios reales ni abriría la puerta a segundas rondas de recuperación del poder adquisitivo que pudieran acelerar la inflación, ni conduciría a una moderación de la inflación subyacente, determinada globalmente por el poder de control de márgenes de las grandes firmas, y ya no tanto por la demanda interna.

Como siempre, lo relevante en términos de eficacia contra la inflación a batir no es cada uno de los incrementos de tipos, sino el nivel de llegada, que se trasmite,

Gráfico 5

### EVOLUCIÓN DEL TIPO IRS A 10 AÑOS DEL EURO (2012-2023)



Nota: Datos hasta octubre de 2023.

Fuente: Banco de España.

vía expectativas, a toda la curva de tipos de interés cotizada por el mercado e incide sobre el largo plazo (ver gráfico 5).

La subida del DFR desde el cero de julio de 2022 hasta el 4 % de septiembre de 2023 ha supuesto alcanzar niveles “de llegada” que el propio BCE califica de restrictivos y para los que la curva es de pendiente negativa en todos sus plazos. Ha sido el proceso más agudo y rápido de la historia. El punto de partida del inicio de normalización era tan bajo –el entorno del cero– que se precisaban subidas rápidas e intensas. Además, desde la llegada de los tipos al cero en el ciclo anterior ha tenido los programas de compra de activos como telón de fondo.

## ■ 2. EL BALANCE DEL BCE, EL CRÉDITO DE ÚLTIMO RECURSO Y LA INTERVENCIÓN DE LA CURVA DE TIPOS DE INTERÉS

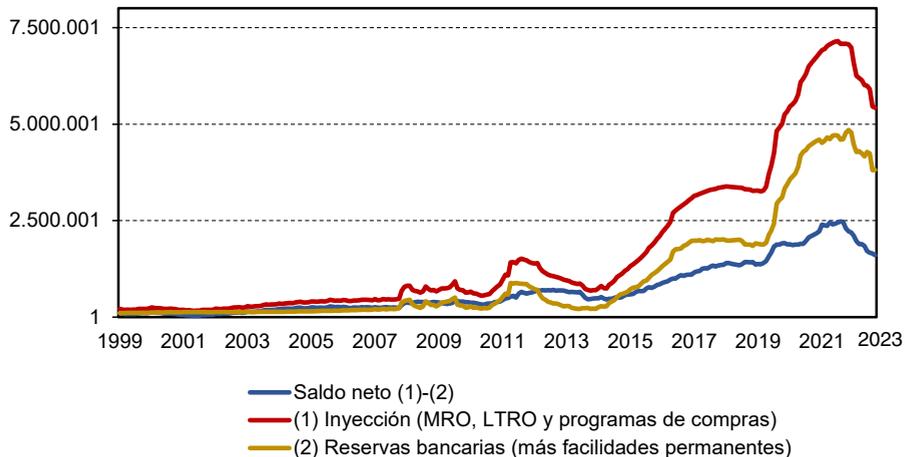
Una de las conclusiones de la revisión a la que el BCE sometió a su propia estrategia de política monetaria en 2021 fue realzar la importancia de la estabilidad financiera como precondition para la estabilidad de precios y viceversa (ver Gutiérrez de Rozas, 2023). No es extraño. Desde 2008, las sorpresas y los *shocks* externos que han amenazado la zona del euro, han ampliado la caja de herramientas de la política monetaria y, al tiempo, reforzado el papel del banco central como proveedor de crédito de última instancia. A pesar de ello, la fuerte demanda de liquidez de los bancos ha sido una constante.

El cierre funcional del mercado monetario de reservas bancarias –el interbancario– fue el primer gran *shock* crediticio derivado de la crisis financiera que se inició a mediados de 2007 con la crisis de las hipotecas *subprime* en EE. UU. y se extendió y agudizó a partir de 2008 con la crisis bancaria en EE. UU., que obligaría a la intervención de varias entidades en EE. UU. y el Reino Unido. En septiembre de 2008 se producía la quiebra sin intervención ni resolución ordenada del banco de inversión Lehman Brothers. La desconfianza de unas entidades respecto a las otras alcanzó con esta sorpresa una dimensión global y se agudizó en el contexto del euro, bloqueando el interbancario y generando gran incertidumbre sobre la provisión transfronteriza de liquidez, el germen de los que más adelante sería la crisis de la deuda soberana y del propio euro.

En el contexto de urgencia y excepcionalidad abierto por la crisis financiera de 2008, con los canales normales de transmisión bloqueados, la política monetaria hubo de innovar en su instrumentación, sobre todo por dos razones: en primer lugar, porque al dejar de realizar el mercado interbancario su función –los bancos ya no se fiaban unos de otros–, debía sustituirlo en aras de la estabilidad; en segundo lugar, porque con los mercados monetarios y de deuda en estado de *shock* o disfuncionales se debía intervenir en la formación no solo del tipo a un día, sino también en los tipos de plazos más largos y cuando éstos llegaron al cero, en toda la curva.

Gráfico 6

### LAS RESERVAS BANCARIAS Y EL RESTO DEL BALANCE DEL BCE 1999-2023 (Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

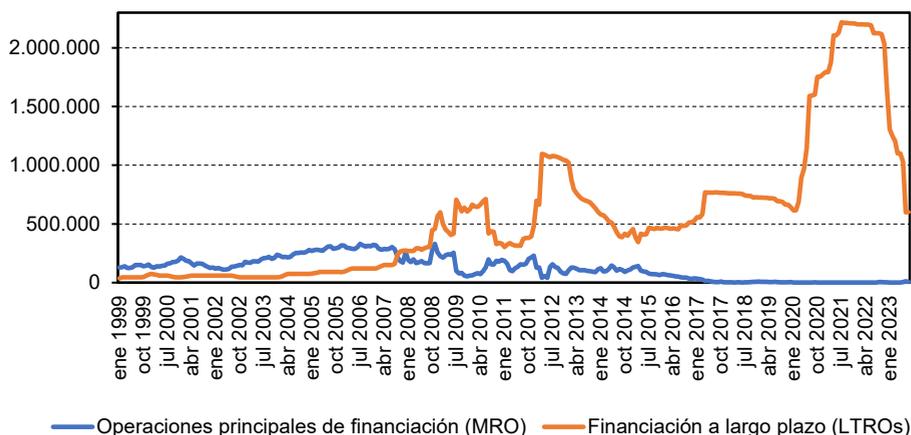
Mientras desarrollaba su política monetaria, el BCE asumía pues una función adicional, que podríamos denominar de intermediario, sustituyendo a los oferentes y demandantes de liquidez que habían desaparecido de un mercado interbancario bloqueado por la crisis bancaria. A los primeros, tomando sus fondos ya que éstos no prestaban en el mercado por no fiarse de sus contrapartidas. A los segundos, porque ya nadie les prestaba con normalidad en el mercado. Pronto esta situación derivaba en una gran asimetría territorial en el target y en un exceso de liquidez que BCE ha venido drenando diariamente para evitar que tipos a un día se situaran por debajo de los niveles que en cada momento había marcado como referencia.

Tras las crisis bancarias a un lado y a otro lado del Atlántico, la deflación pasó pronto a ser la prioridad para la política monetaria, pero el crédito —o la liquidez, según sea la perspectiva— no dejó de ser nunca su preocupación permanente. La mitigación y combate de las presiones deflacionistas en realidad no era otra cosa que la lucha por la estabilidad financiera. El BCE precisó de trece años de políticas monetarias muy expansivas en todo el mundo y de un paralelo proceso de recapitalización —privada y con ayudas públicas— y de reforma del sector bancario. Fueron años complejos para la economía: primero, una muy dura recesión; después, crecimiento lento.

La economía global estaba lastrada por el racionamiento del crédito de los bancos, heridos por la necesidad de absorber pérdidas, reconstruir su estabilidad y diluir y transformar riesgos en los balances. En ese contexto, la inflación se man-

Gráfico 7

### SALDO DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ MRO Y LTRO 1999-2023 (Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

tuvo muy baja, los salarios estaban estancados y perdían peso en la tarta de renta. Cuando ya parecía haberse superado lo peor, el Gran Confinamiento bloqueó la movilidad de las personas entre 2020 y 2021, agudizando los vientos deflacionistas. Las crisis de balance son largas y precisan de actuaciones perseverantes durante muchos años para superarse.

La instrumentación de la política monetaria a lo largo de la existencia del euro ilustra la relevancia del proceso de creación de crédito en las entidades de depósito, base de la generación de liquidez y crédito de toda la economía. El BCE ha mostrado una particular preocupación por el crédito a los bancos, ejerciendo de múltiples maneras su función de prestamista de última instancia y estabilizador financiero. Ha proporcionado a los bancos toda la financiación que demandaban –bajo el respeto de la regla de oro: solo a entidades viables y con colaterales suficientes–, actuando como un mediador benevolente a través de su balance. Como señala recientemente Lane (2023), la demanda de reservas bancarias lleva quince años siendo mucho mayor que en el pasado previo a 2008, a consecuencia de los importantes eventos de liquidez encadenados –la crisis financiera global, la crisis del euro o la pandemia–, sufridos por las entidades de depósitos y por toda la economía, que han agudizado la necesidad por parte del BCE de gestionar el riesgo de liquidez con gran cautela.

Para los bancos las reservas bancarias constituyen su colchón de liquidez de última instancia. Está depositado a la vista en sus cuentas corrientes respectivas

en el sistema formado por el BCE y sus bancos nacionales. Las reservas son realmente el activo sin riesgo único, ni de valoración, ni de contrapartida, ni operacional. En contraste, para las entidades financieras que no tiene el estatuto de bancos –y, por tanto, no gozan del acceso a las cuentas corrientes en el sistema del BCE ni a sus instrumentos de intervención en el mercado— o para el resto de las sociedades y agentes de la economía, las opciones de liquidez disponibles dependen de las condiciones de liquidez del sistema bancario.

La fortaleza de la demanda de reservas bancarias, que ha llegado a superar los 5 billones de euros, hoy todavía está en niveles muy elevados. Sin duda el largo periodo de tipos a nivel cero ha influido en la forma en que el sistema ha estructurado su liquidez, pero sobre todo muestra la incertidumbre existente en el sistema y la escasa capacidad del crédito a la economía para absorber un excedente de liquidez, que el BCE tiene que terminar drenando en la facilidad permanente de depósito para evitar el desplome de los tipos de interés a un día. Por eso, quizá no haya que esperar un retorno de la demanda de reservas de los bancos a los niveles previos a la crisis de 2008 en mucho tiempo. Estamos pues ante un claro ejemplo de cómo el canal crediticio tarda en recuperarse completamente de sus heridas.



**IV**

## **VIVIENDAS Y HOGARES**



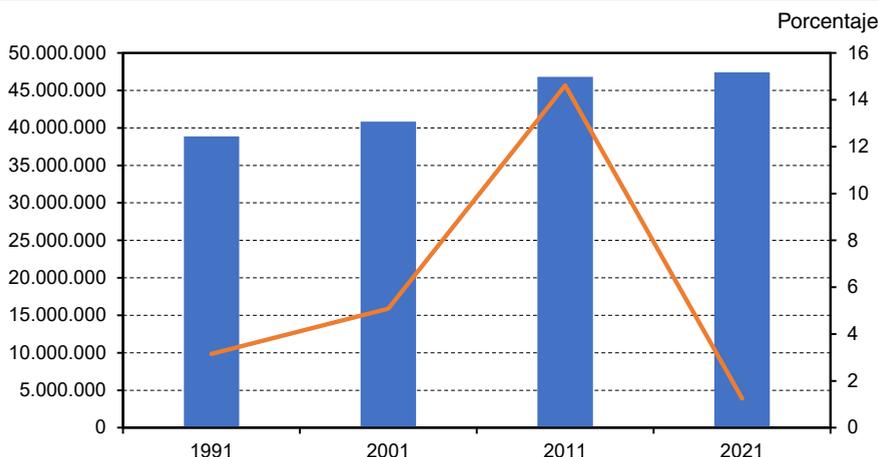
## 1. DE LA BURBUJA A LA CRISIS DEL MODELO RESIDENCIAL

En este capítulo nos adentramos en el análisis de la vivienda y la formación de hogares en los últimos veinticinco años, un periodo en el que la formación de una burbuja inmobiliaria, su explosión y la prolongada crisis actual del modelo residencial español constituye apasionantes aspectos a considerar. Nos ocuparemos aquí de la vivienda, dejando para el siguiente bloque de este trabajo el crédito, es decir, el papel del sistema bancario en la financiación. Allí veremos nuevamente aspectos muy relacionados con la producción de viviendas, como los préstamos a la compra de suelo, a la promoción de vivienda y los hogares, así como la crisis bancaria y la crisis nacional, sin precedentes, que siguió al *boom* inmobiliario.

Con el fin de enmarcar la discusión posterior, comentaremos aquí la cuestión demográfica, por ser esencial en la comprensión de la demanda de vivienda y la

Gráfico 8

**POBLACIÓN Y CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN EN LOS CENSOS DE 2001, 2011 Y 2021**  
(En personas y porcentaje de crecimiento en la década censal)



Fuente: Censos de población y vivienda (INE).

formación de hogares. En los diez años transcurridos entre los censos de población de 2001 y 2011 la población alcanzó seis millones de habitantes, un 14,6 %. Se trataba de un crecimiento muy importante, contrastaba con el ascenso del 5,1 % de la década anterior y del 1,3 % de la siguiente (gráfico 8).

Otro dato de interés es el representado por la estructura del parque de viviendas principales según el número de personas que habitan cada vivienda, que es cada vez menor, siendo el número de hogares formados por una sola persona el 27 % en 2021 frente al 20 % de 2001.

Si la dinámica demográfica se ralentizó en la década de 2011, el crecimiento ha vuelto a caracterizarla en los dos últimos años. De octubre de 2021 al mismo mes de 2023 la población española ha crecido un 2,2 %, de la mano de un flujo migratorio que el notable crecimiento económico reciente parece haber despertado.

Después de diez años de estancamiento demográfico, el reciente cambio de tendencia observado en 2022 y 2023 es un factor relevante a seguir. De consoli-

Cuadro 1

### POBLACIÓN, HOGARES Y VIVIENDAS SEGÚN LOS CENSOS DE 2001, 2011 Y 2021 (Personas y porcentajes)

	2001	2011	2021
<b>Población (personas)</b>	<b>40.847.371</b>	<b>46.815.916</b>	<b>47.400.798</b>
Crecimiento en la década (%)	5,08	14,61	1,25
<b>Hogares</b>	<b>14.187.169</b>	<b>18.083.692</b>	<b>18.539.223</b>
1 persona	2.876.572	4.193.319	5.001.166
2 personas	3.582.177	5.441.840	5.203.749
3 personas	3.004.375	3.916.574	3.837.982
4 personas	3.048.274	3.353.076	3.123.216
5 o más personas	1.675.771	1.178.883	1.373.110
<b>Viviendas</b>	<b>20.958.000</b>	<b>21.765.257</b>	<b>26.626.315</b>
Principales (hogares)	14.187.169	18.083.692	18.539.223
No principales	6.770.831	7.124.930	8.087.092
Vacías	3.106.422	3.443.365	3.837.328
Resto	3.664.409	3.681.565	4.249.764
<i>Estructura de los hogares</i>			
1 persona	20,3	23,2	27,0
2 personas	25,2	30,1	28,1
3 personas	21,2	21,7	20,7
4 personas	21,5	18,5	16,8
5 o más personas	11,8	6,5	7,4
Total	100,0	100,0	100,0

Fuente: Censos de población vivienda (INE).

darse, el mercado de la vivienda sufrirá otra vez las presiones poblacionales, agudizando las contradicciones de un modelo residencial que está ya en crisis y no conseguirá sobrevivir tal y como lo conocemos.

## ■ 1.1. Actividad y precios

Coincidiendo con la incorporación de la peseta al euro en 1999, el descenso de los tipos de interés que la anticipaba y que efectivamente la siguió, la demanda embalsada durante la crisis anterior y los fuertes flujos de capitales y de inmigración, que condujeron a un crecimiento poblacional sin precedentes en la España contemporánea, comenzaba un periodo expansivo para la producción de vivienda, y en general, para la economía, que derivó en la *burbuja inmobiliaria*, tanto de volúmenes como de precios.

En estas páginas iremos repasando los factores que explican la profundidad de la crisis española, en el contexto de lo que llamaremos el *modelo residencial español*, en el que vivienda y crédito están vinculados. La calificación masiva de suelos iniciada al calor de la reforma de la ley del suelo de 1998, que impactó sobre la monetización y valoración de suelos que antes eran no urbanizables; las facilidades de acceso de las entidades de crédito a los mercados mayoristas de financiación internacional; o la aguda competencia por el tamaño en el sector bancario regional, contribuyeron entre otros factores a exacerbar las consecuencias de un *boom* iniciado con la entrada de España en la UEM y la adopción del euro.

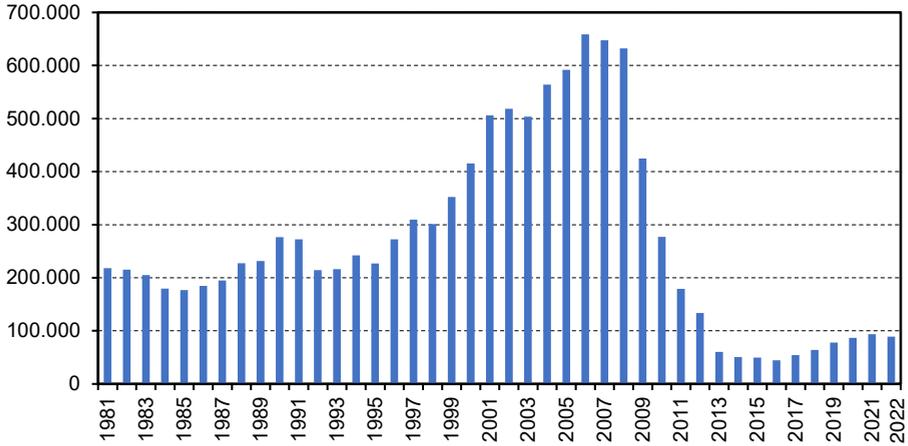
### ■ 1.1.1. La construcción de viviendas

La construcción de viviendas muestra tres etapas desde 1981, como puede observarse en la visión amplia del gráfico 9: en primer lugar, entre 1981 y 1988, con la creación de unas 200.000 viviendas anuales; en segundo lugar, lo que denominaremos aquí la burbuja financiero-inmobiliaria, entre 1989, entrada de España en la UEM, y 2008, cuando explota para desmoronarse durante cinco años hasta 2013; la tercera etapa, comienza en los mínimos de producción de vivienda de 2014, se caracteriza por una ralentización de la construcción, que no llega a superar las 100.000 viviendas, y se prolonga hasta nuestros días.

El precedente del episodio de burbuja inmobiliaria con que se inicia el periodo que estudiamos aquí arrancaba con un *boom* especulativo que puede circunscribirse entre los años 1985 y 1991 y que terminó en una crisis (1992-1995), en el contexto de la crisis de la peseta, la devaluación y la recesión posterior. El número de viviendas producidas se recuperaba en la segunda mitad de los años noventa, hasta alcanzar unas 200.000-300.000 anuales, un nivel notable de actividad inmobiliaria.

Gráfico 9

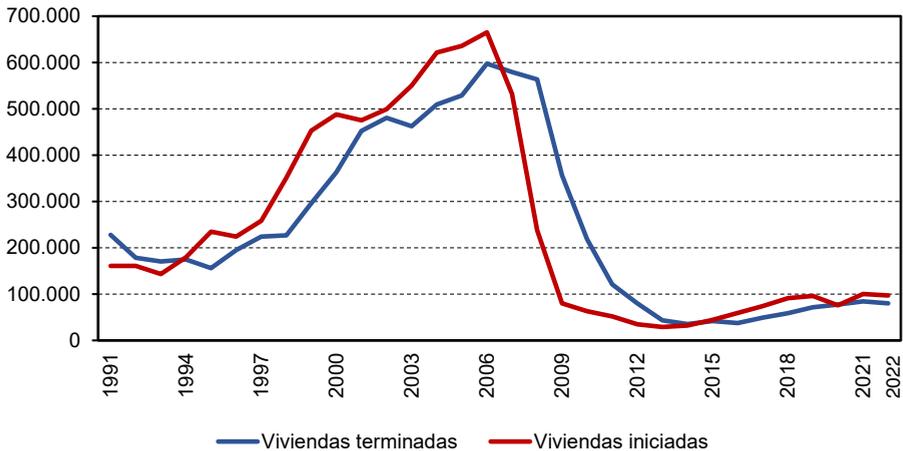
**PRODUCCIÓN DE VIVIENDAS 1981-2022**  
(Número de viviendas anuales)



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

Gráfico 10

**VIVIENDAS INICIADAS Y TERMINADAS 1991-2022**  
(Número de viviendas anuales)



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

La actividad constructiva residencial comenzó a dar síntomas de aceleración después de superar el declive de 1992-1995, que había seguido al *boom* de 1985-1991<sup>8</sup>. Así, las viviendas iniciadas aumentaron fuertemente, alcanzando las 350.000 en 1998, 453.000 en 1999 y llegando a 487.000 en 2000. Tras otros seis años de escalada y aceleración sobre esta base, las viviendas iniciadas culminaron su máximo anual en 2006, con la extraordinaria cifra de 664.000 unidades solamente en ese año. A su vez, con el retardo constructivo correspondiente, las viviendas terminadas saltaban ya a las 450.000 unidades en 2001 y las 480.000 en 2002, iniciando una carrera hasta las 600.000 viviendas en 2006, el máximo anual en un periodo cuyas características eran ya las de una burbuja inmobiliaria.

En el conjunto de los diecisiete años que arrancan desde 1996 a 2011 se terminaron 6.175.880 viviendas, una media de 363.287 viviendas anuales. Fue un largo periodo de sobreconstrucción de vivienda si lo comparamos con la referencia del INE de potencial creación de hogares, situada en unos 200.000 anuales. Este largo periodo expansivo concentró su mayor crecimiento en seis años (2001-2007). Los años expansivos previos –de 1996 a 2000– fueron de transición, mientras los posteriores –2008-2011– lo fueron de inercia constructiva relacionada con los compromisos correspondientes a los años anteriores.

Fuera en una definición más estricta (2000-2007) o en la más amplia (1996-2008) fue un fenómeno constructivo sin precedentes. No obstante, su relevancia no puede entenderse sin la explosión de precios que la acompañó. Este ascenso de precios fue del 176 % en este periodo amplio, como veremos más adelante. La consecuencia fue la crisis de asequibilidad que la promesa de una financiación holgada parecía ocultar hasta que en 2007 la crisis financiera internacional asomó en el horizonte, disparando las alarmas en el sistema financiero.

Si el periodo descrito merece reflexión, el que se abrió en 2008, cuando explota la burbuja y se pasa de la euforia al pánico, reclama también un análisis. Entre 2012 –pasados los cuatro años de inercia constructiva y financiera– y 2022, las viviendas terminadas fueron 657.056, siendo también un largo periodo de once años en los que se producen solamente 59.9114 unidades por año. En el gráfico 10 puede contemplarse la estabilidad durante estos años de las cifras anuales en torno a la media. Una cifra media que hay que contrastar con el precedente de declive inmobiliario del periodo 1992-1995, en el que las viviendas terminadas anuales fluctuaron entre los 178.501 unidades de 1992 y las 155.902 de 1995, unos números de viviendas que serían hoy envidia de los promotores.

La burbuja explotaba en 2007. Quizá ya algo antes. A partir de 2006 las viviendas iniciadas se desplomaban, para reducirse a unas 50.000 entre 2013 y 2017. No se recuperarían hasta años después, en 2021 y 2022, con unas 100.000 viviendas

<sup>8</sup> Ver Naredo (1996), para un completo análisis de las fuerzas de oferta y demanda de estos dos subperiodos.

iniciadas y 80.000 terminadas, cifras no obstante muy por debajo de las estimadas por el INE para la creación real de hogares como veremos.

La burbuja generó un legado de *stock* de viviendas sin vender por las promotoras residenciales<sup>9</sup>, que alcanzó las 650.000 viviendas –el equivalente al año completo de mayor producción durante la burbuja–, muchas resultantes de la anulación de preventas realizadas en años anteriores, cuando las promotoras vendían las viviendas *sobre plano*, a cambio de un depósito.

A estas viviendas sin vender hay que añadir las resultantes de procesos de desahucio de viviendas de particulares que, a lo largo de los años posteriores a la explosión de la burbuja, fueron ejecutadas por impago de sus hipotecas.

El *stock* sin vender fue acumulándose gradualmente, conforme desaparecían los compradores finales e iban terminándose las viviendas iniciadas previamente en una inercia inexorable de consecuencias financieras dramáticas: desde las 200.000 de 2005, que podrían considerarse un *stock* todavía técnico, hasta las 270.000 de 2006 o las 413.000 de 2007, para dispararse después a las 650.000 de 2009, el máximo mencionado.

A partir de ese nivel se produce ya una gradual evacuación neta de las viviendas. El mercado ha ido absorbiendo a duras penas este *stock*, pero lo ha hecho solo parcialmente. El Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana estima que en 2022 el *stock* sin vender era todavía de unas 444.546 viviendas, lo que significa que se han vendido solo unas 200.000 viviendas de ese legado en catorce años.

El *stock* de viviendas pendientes de vender oculta tras de sí el dramático proceso de desmoronamiento de las empresas promotoras, el aumento de su morosidad ante los bancos que las financiaron para llevar a cabo desde la compra de suelo hasta la entrega de llaves, esperando la subrogación de los clientes compradores

<sup>9</sup> Su estimación se publica anualmente por el Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana, considerado los métodos indirectos basados en la información que proporcionan las fuentes: certificados de fin de obra del Colegio de Arquitectos Técnicos corregidos de autopromociones, cooperativas y comunidad de propietarios, como estimadores de las viviendas terminadas. Como estimador de las ventas de vivienda de nueva construcción se consideran las compraventas de viviendas de la *Estadística de transacciones inmobiliarias* del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

Para el cálculo del *stock* se aplica a los datos la fórmula iterativa que se presenta a continuación:

$$\text{Stock } t = \text{Stock } t-1 + VT \ t, \ t-1 - VTNSC \ t, \ t-1 - VNV \ t, \ t-1$$

Siendo:

*Stock* *t-1* = *Stock* de viviendas nuevas sin vender en *t-1*

*VT* *t, t-1* = Número de viviendas terminadas entre *t, t-1* (Certificados de fin de obra)

*VTNSC* *t, t-1* = Número de viviendas terminadas entre *t, t+1...* que no son susceptibles de ser vendidas en el mercado (viviendas promocionadas por personas físicas, en régimen de cooperativas, en comunidades de propietarios, ...)

*VNV* *t, t-1* = Número de viviendas "nuevas" vendidas entre *t-1* y *t*.

finales. Finalmente, su quiebra y la dación en pago o el desahucio de miles de las viviendas que promovían, incluso muchas sin terminar. Sobre ello nos detendremos en el siguiente capítulo de este trabajo, dedicado al crédito.

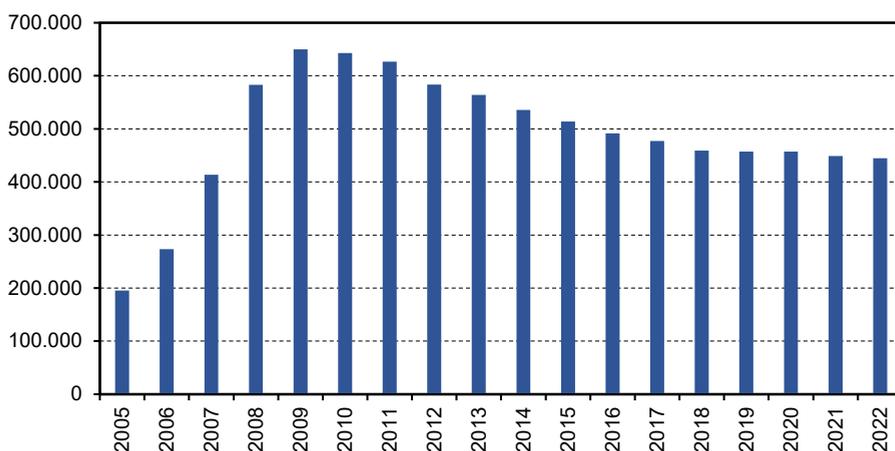
El esfuerzo para vender las viviendas ha sido parte de los procesos de recuperación de su inversión fallida de las entidades acreedoras de los promotores y cuando muchas de éstas también quebraron en la crisis bancaria que comenzó en 2010 y se hizo sistémica en 2012, ha transformado la estructura de los jugadores del mercado inmobiliario, tradicionalmente formada por caseros individuales. Con la entrada en juego de la Sareb, las socimis o los fondos de capital riesgo —que analizaremos en un capítulo posterior— el *stock* no se ha reducido significativamente, pero sí se ha alimentado una oferta de alquiler sin precedentes.

Seguramente, la salida hacia el alquiler de muchas viviendas ha limitado la corrección de los precios de la vivienda tras explotar la burbuja, pero en contrapartida ha restringido las ventas del *stock* y consiguientemente la producción de nueva vivienda a cifras extraordinariamente bajas. Incluso después de la pandemia y, a pesar del entorno favorable de tipos de interés reales y de crecimiento económico, la producción sigue muy por debajo del potencial de creación de hogares.

Según datos de la web del Colegio de Registradores de la Propiedad, el 81,1 % de las *compraventas* realizadas en el segundo trimestre de 2023 han sido de

Gráfico 11

### STOCK DE VIVIENDAS SIN VENDER (Unidades)



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

vivienda usada, correspondiendo a vivienda nueva solo un 18,9 %, desagregándose estas últimas en un 17,7 % de vivienda nueva libre y un anecdótico 1,2 % de vivienda nueva protegida. Desde 2016 la estructura es relativamente estable, con pesos en vivienda usada normalmente por encima del 80 %, quedando la vivienda nueva relegada. Esta situación es la coherente con unos volúmenes de producción de vivienda en la zona de mínimos.

El 18,6 % de las compraventas de vivienda del segundo trimestre de 2023 han sido viviendas unifamiliares, con un descenso de -0,8pp con respecto al trimestre precedente (-1,1pp en 1T23). Por segundo trimestre consecutivo la vivienda unifamiliar mantenía niveles por debajo del 20 %. En consecuencia, la vivienda colectiva ha ganado peso relativo (0,8pp), situándose nuevamente por encima del 80 %, con un peso en el último trimestre del 81,4 %. Los máximos históricos del peso de vivienda unifamiliar se registraron a finales de 2020 con el 22,5 %, con los confinamientos más severos aún muy recientes.

Es interesante la progresiva pérdida del peso en las compraventas de vivienda de los pisos con mayor superficie media, mientras mejora el de los pisos con superficie intermedia o pequeña<sup>10</sup>. Excepcionalmente, los trimestres posteriores al confinamiento de la pandemia dieron lugar a los niveles máximos de peso en compraventas de pisos con mayor superficie media, en un contexto de menores volúmenes totales.

### ■ 1.1.2. La escalada de los precios de la vivienda

Unos de los mitos que alimentaron la burbuja se refería a una supuesta tendencia histórica al alza que caracterizaba a los precios de la vivienda en España. Es interesante señalar que la percepción de que el precio de la vivienda “no puede bajar” era bastante generalizada al inicio de la burbuja<sup>11</sup>. Tal era la consecuencia de un mito alimentado por las dificultades de contraste de la evidencia y comparación con otras jurisdicciones, ya que no existían series históricas de precios con los que académicos, entidades, políticos o medios pudieran estar familiarizados. Como veremos, la inexistencia de información empírica suficiente sobre el mercado inmobiliario y las transacciones de vivienda, en cuanto a volúmenes y sobre todo precios, fue particularmente relevante para las entidades bancarias a la hora de aplicar sus estándares de concesión o para las entidades de tasación, como contexto de sus valoraciones inmobiliarias. Este vacío tiene sin duda relación con la asunción

<sup>10</sup> En los últimos doce meses el 50,6 % de las compraventas de pisos han correspondido a la modalidad con mayor superficie (más de 80 m<sup>2</sup>), con un descenso interanual de -1,5 pp. Los pisos con superficie entre 60 y 80 m<sup>2</sup> han alcanzado el 28,5 %, con un ascenso de 0,5 pp, mientras los de superficie entre 40 y 60 m<sup>2</sup> han representado el 17,2 %, con un incremento de 0,7 pp. Los pisos con superficie inferior a 40 m<sup>2</sup> han representado el 3,63 %, con un aumento de 0,2 pp.

<sup>11</sup> Muchos son los autores que lo destacan cuando analizan la pasada burbuja en España: por ejemplo, Sebastián (2015) y Pellicer (2014). En cualquier caso este tipo de fabulaciones a escala de la cultura popular es una de las características clásicas de los procesos de euforia financiera.

de riesgos propia de la euforia de la época, que en gran medida se asumieron casi ciegamente, si aplicamos las exigencias actuales para valorarlos.

En la actualidad, son dos las fuentes estadísticas oficiales para los precios de la vivienda<sup>12</sup>. Ambas son de periodicidad trimestral.

- En primer lugar, la serie del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana, que es la más larga, nace en 1987 e incorpora un desglose autonómico desde 1991. Promedia los precios de tasación de las viviendas tasadas por las compañías autorizadas a efectos del mercado hipotecario, expresándolos en términos de euros por m<sup>2</sup>.
- En segundo lugar, más recientemente, desde 2007 —al final de la burbuja—, el Instituto Nacional de Estadística (INE) publica el índice de precio de la vivienda construido siguiendo la metodología oficial de Eurostat. Utiliza como fuente los precios de las transacciones de compraventa realizadas (Registro de la Propiedad), ajustándolos por las características de la vivienda y generando un índice controlado por calidad. Es sensible a los cambios en la estructura de las transacciones, según las características del parque de vivienda afectado por éstas.

Junto a estas dos fuentes, que sufren la limitación de una periodicidad trimestral, al menos dos grandes plataformas inmobiliarias privadas, Idealista y Fotocasa, publican series mensuales propias, confeccionadas a partir de los datos de su actividad, pero sus señales son poco comparables.

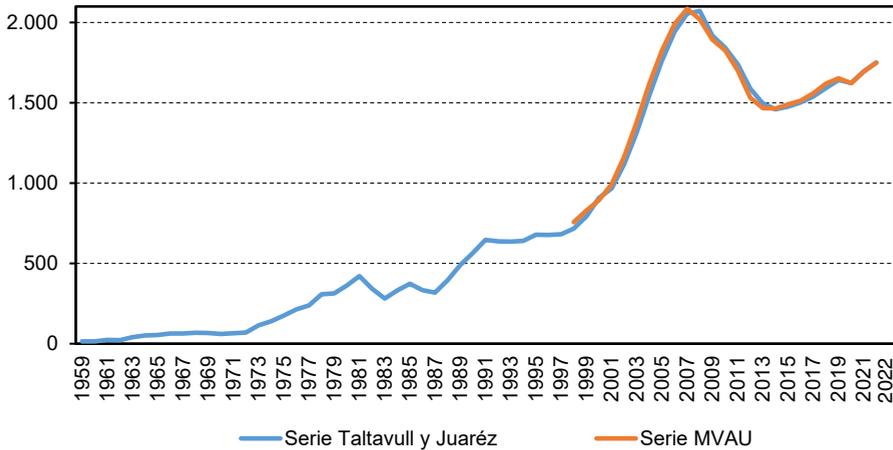
Taltavull y Juárez (2015) construyen, a partir de la fuente indirecta de las hipotecas concedidas<sup>13</sup> entre 1959 y la actualidad, una serie histórica que permite tener una visión de largo plazo. Para contrastar la percepción del mercado, en el gráfico 12 se muestra la serie histórica del valor unitario de las hipotecas, utilizada como *proxi* de los precios de vivienda por m<sup>2</sup>, elaborada en esta fuente, superpuesta y prolongada a partir de 1987 con la serie oficial del Ministerio, con la que coincide muy cercanamente. El gráfico desmiente la leyenda del ascenso continuo y mues-

<sup>12</sup> Sobre las fuentes estadísticas del mercado de la vivienda y sus limitaciones de alcance temporal puede consultarse Taltavull y Juárez (2015) y Vergés (2012). Es sorprendente que no pudiera disponerse de series largas de precios, oficiales y armonizadas con Eurostat, hasta que en 2007 el INE comenzara a publicar la suya. Sobre las vicisitudes de las estadísticas de precios es interesante el relato que realiza García Montalvo (2008). Hay que destacar la labor realizada por la empresa inmobiliaria Tecnigrana, que confeccionó una serie desde 1971 a 1987, enlazable con la del Ministerio, sobre los datos generados en su propia actividad.

<sup>13</sup> Las autoras confeccionan su serie del importe unitario de hipoteca residencial a partir de la *Estadística de Hipotecas* del INE, publicada desde mediados de los años cincuenta, dividiendo los capitales prestados mediante préstamos hipotecarios entre el número de préstamos año a año. Implícitamente, la serie así construida se aproximará a los precios de la vivienda en el momento de tasar y conceder el préstamo hipotecario, si el *loan to value (LTV)*, es decir, la razón entre el importe del préstamo y la tasación del inmueble que financia, es estable, próximo a su máximo regulatorio a efectos de consumo de recursos propios. Los préstamos destinados a bienes inmuebles urbanos se consideran una *proxi* de los residenciales. Esta serie forma parte de la base de datos internacional de la Dallas Federal Reserve.

Gráfico 12

### EVOLUCIÓN HISTÓRICA 1959-2022 DEL PRECIO DE LA VIVIENDA (Precio por m<sup>2</sup> en euros)



Fuentes: Taltavull y Juárez (2015) y MVAU.

tra un hecho incontestable: tanto la burbuja como los años de su lenta corrección, fueron periodos excepcionales por la magnitud de las variaciones, pero no fueron únicos.

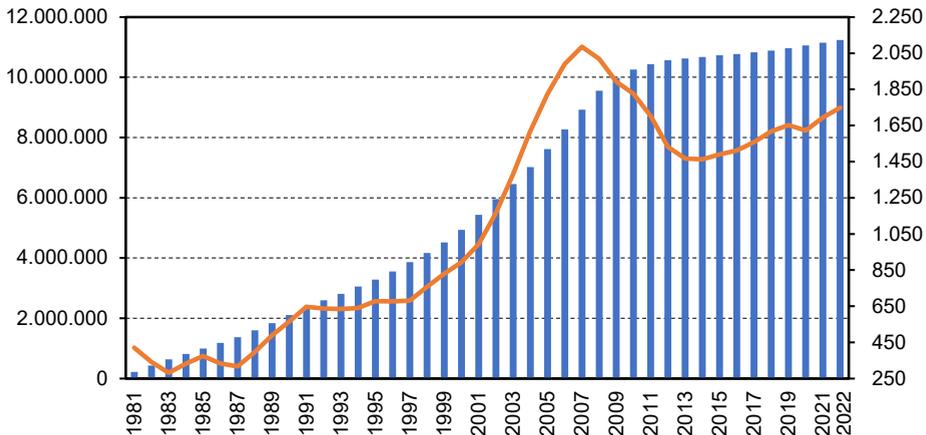
La volatilidad macroeconómica de los años setenta y ochenta, especialmente aguda en España, dejó su impronta en los precios de la vivienda. La elevada inflación interna que acompañó la transición democrática y que se prolongó con las crisis mundiales del petróleo provocaron entonces grandes alteraciones de precios, aproximadamente hasta mediados de los ochenta con la entrada de España a la entonces CEE en 1986.

En el gráfico 13, ponemos el foco en la evolución de los precios desde 1981, representándolos junto al parque de viviendas creado desde entonces, que alcanza los 11,2 millones de unidades. Dos notas caben extraer. En primer lugar, lo realmente extraordinario fue el hecho de que la larga escalada de precios del periodo 1981-2022 estuviera acompañada de una producción sin precedentes de viviendas, acelerada con la burbuja y corregida y aletargada tras su explosión. En segundo lugar, el comportamiento señalado de precios y cantidades tiene un efecto muy relevante en la riqueza no financiera de los propietarios de vivienda, toda vez que la corrección de precios supone una ralentización de la producción pero no una reversión del ascenso histórico. Sobre estos último volveremos más adelante.

Gráfico 13

## NUEVO PARQUE CREADO Y PRECIO DE MERCADO DE LA VIVIENDA 1981-2022

(Número de viviendas, a la izquierda, y precio por m<sup>2</sup> en euros)



Fuentes: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana, serie completada para 1981-1987 con la estimación de Taltavull y Juárez (2015).

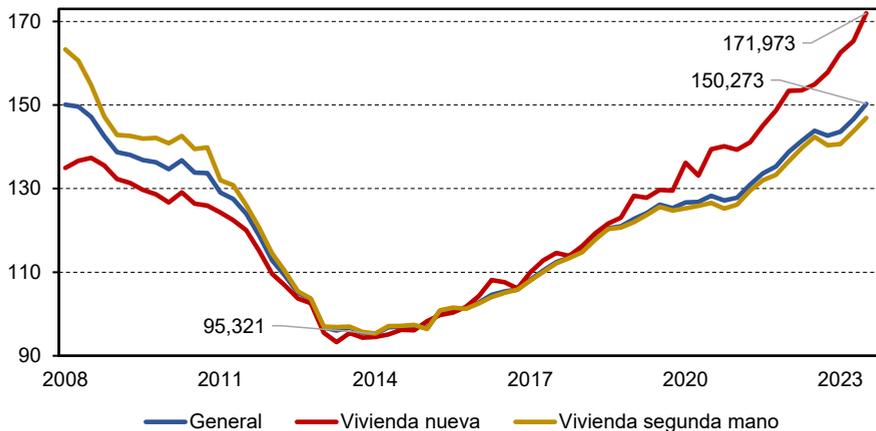
Es interesante señalar que el mínimo alcanzado en la corrección de precios que siguió a la explosión de la burbuja es aproximadamente el nivel del primer trimestre de 2004, a mitad de la burbuja. En los diez años recorridos en un contexto de precios inmobiliarios por encima de los de 2004 el número de viviendas iniciadas fue de 3,6 millones, mientras el de las terminadas no llegó a tres millones.

En paralelo a la escalada en volúmenes de producción, los precios del mercado de la vivienda terminaban la década de los noventa en el entorno de los 750 euros por m<sup>2</sup> y ascendían interrumidamente para llegar a los 2.100 euros por m<sup>2</sup> al inicio de 2008, un ascenso del 176 %. Después, la burbuja explotaba y los precios corregían un 30 %, hasta los mínimos del tercer trimestre de 2014, con 1.460 euros por m<sup>2</sup>, todavía el doble que en 1998. Sobre estos mínimos ha tenido lugar en los años posteriores una notable y sorprendente recuperación del precio, del 20 %. Al final de 2022 el precio medio era de 1.740 euros por m<sup>2</sup>.

La divergencia de precios entre vivienda nueva y vivienda de segunda mano merece también un comentario. Según las series del INE, esta divergencia se ha agudizado en la fase actual de repunte de precios, después de los mínimos de 2023. En el gráfico 14 mostramos esta evolución, desde el inicio de 2008 hasta el tercer trimestre de 2023. El nivel de precios general ha vuelto a subir con fuerza desde los mínimos de 2013, de tal forma que diez años después (tercer trimestre de 2023) está ya en el de 2008. Esta evolución es todavía más aguda en la vivienda de

Gráfico 14

### EVOLUCIÓN 2008-2023 DEL NIVEL DE PRECIOS DE LA VIVIENDA NUEVA Y USADA (Base 100 en 2015)



Nota: Último dato correspondiente al tercer trimestre de 2023.

Fuente: Índice de precios de la vivienda (INE).

segunda mano, que está muy por encima del nivel de 2008, como se puede observar en el gráfico 14.

Todas las métricas expuestas hasta aquí ponen de manifiesto la importancia de la dimensión de la burbuja, que simultáneamente afectó a precios y cantidades. Por ello, su legado, tras la explosión de 2008, fue de una dimensión sin precedentes y constituyó un lastre inasumible para el sistema bancario, la economía y, en última instancia, toda la sociedad. Ello no ha impedido, sin embargo, una recuperación de los precios, que superan los máximos de 2008. La escasez de volúmenes de vivienda nueva, la insuficiencia del alquiler y la desvinculación entre precios y salarios está en el origen

El *stock* de viviendas terminadas sin vender se acumuló rápidamente y pasó desde las promotoras a manos del sistema bancario, primero, y de la Sareb y los fondos de capital riesgo, después. También el de viviendas sin terminar, sobre las que no se dispone de datos oficiales, esas grandes y desnudas estructuras de hormigón o aquellas promociones de casas individuales en esqueleto, abandonadas en las zonas cercanas a las costas de todo el país. A ello hay que unir los descampados y solares a medio urbanizar, abandonados y desperdigados en los ensanches de las ciudades. Son los fantasmas de la crisis inmobiliaria que todavía hoy podemos contemplar a nuestro alrededor.

## ■ 1.2. Asequibilidad

La foto de 2007 que presentamos en el cuadro 2, sobre datos de Bank for International Settlements, 2008, muestra a España, al final de su burbuja, como un país de vivienda cara, medido históricamente por la desviación de los precios de entonces respecto a la media de precios 1970-2007 en una serie de países. España estaba ante un nivel de precios que multiplicaba por 2,1 veces esa media. Era una situación comparable a países como Irlanda o Reino Unido, pero lejana de otros como Alemania o Austria. Incluso EE. UU. había multiplicado por 1,65 veces la media, de forma sustancialmente menor que España.

Cuadro 2

### LA FOTO DE 2007: ÍNDICES DE PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA EN EUROPA Y EE. UU.

	2007	Media 1970-2007	Desviación media 1970-2007 (%)
<i>Fuerte ascenso</i>	329	156	2,11
<b>España</b>	395	182	2,17
<b>Irlanda</b>	361	155	2,33
<b>Bélgica</b>	360	163	2,21
<b>Holanda</b>	328	173	1,90
<b>RU</b>	302	137	2,20
<b>Francia</b>	229	126	1,82
<i>Ascenso medio</i>	184	118	1,56
<b>Suecia</b>	209	130	1,61
<b>Noruega</b>	207	108	1,92
<b>Dinamarca</b>	197	105	1,88
<b>Italia</b>	180	124	1,45
<b>Finlandia</b>	159	106	1,50
<b>Grecia</b>	154	135	1,14
<i>Lentos o en caída</i>	93	98	0,95
<b>Portugal</b>	106	107	0,99
<b>Suiza</b>	98	98	1,00
<b>Alemania</b>	85	102	0,83
<b>Austria</b>	83	87	0,95
<b>EE. UU.</b>	175	112	1,56

Fuente: Bank for International Settlements (2008).

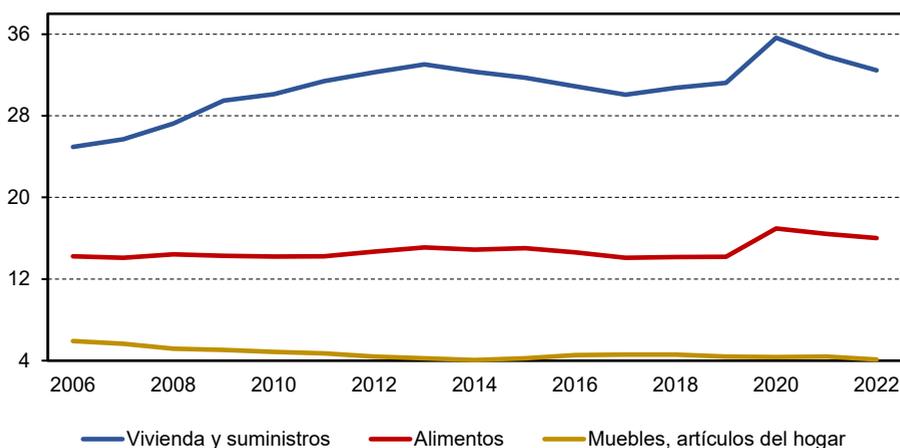
El precio es la variable más importante del mercado inmobiliario, ya que se deriva del gradiente de las localizaciones y segmenta la demanda por asequibilidad, determinando la demanda agregada de vivienda así como, a la postre, la oferta que trata de cubrirla. La asequibilidad es el esfuerzo económico y financiero que han de hacer los hogares para hacer frente al precio y acceder así a la vivienda en la

que van a vivir, ya sea en propiedad o en alquiler<sup>14</sup>, es la variable fundamental de todo análisis de sostenibilidad del mercado. La asequibilidad es clave pues para la demanda y también para la oferta, ya que determina la viabilidad de todo proyecto inmobiliario residencial. Para la financiación también es clave la asequibilidad. De hecho, la burbuja y su explosión no fue otra cosa que una crisis de asequibilidad.

La vivienda representa el mayor de los gastos a los que debe hacer frente un hogar. Desde 2006 a 2022 se ha situado en España entre el 28 % y el 35 % del gasto total, incluyendo suministros. En el gráfico 15 puede contemplarse el contraste con otros gastos, como alimentación muebles y artículos del hogar. Todo ello da cuenta de la sensibilidad de los hogares a los precios de la vivienda y las condiciones de financiación, no solo en la determinación del potencial acceso a la vivienda como también en la capacidad de gasto para otros fines.

Gráfico 15

### PESO DEL GASTO EN VIVIENDA Y SUMINISTROS DE LOS HOGARES (Porcentajes)



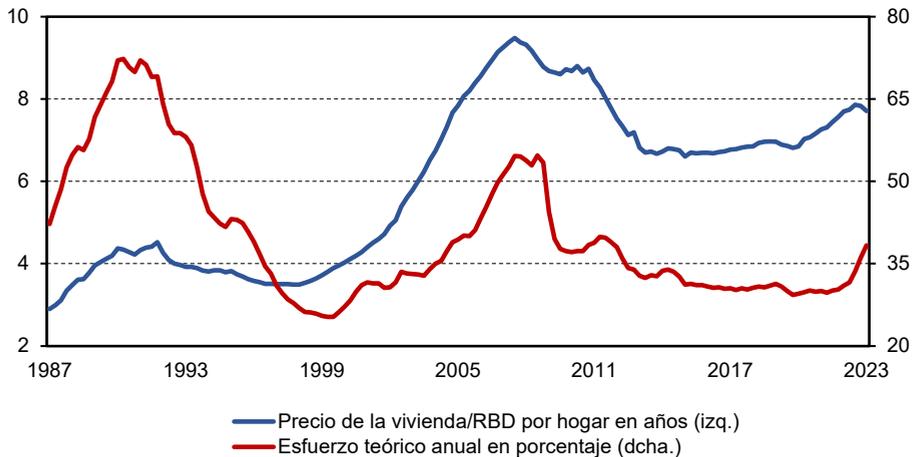
Fuente: Encuesta de Gasto (INE).

En el gráfico 16 analizamos los dos indicadores más usados para medir convencionalmente la asequibilidad. De una parte el esfuerzo y de otra la ratio de precio sobre renta. La evolución que muestra este gráfico para las dos variables mencionadas, desde la incorporación a la CEE hasta nuestros días, destaca por la relevancia

<sup>14</sup> Entre el precio de compraventa y el de alquiler (la renta) existe una relación teórica de equivalencia financiera. El precio es el valor presente de la corriente de la renta futura de un mismo inmueble, aunque obviamente también inciden factores fiscales e idiosincráticos.

Gráfico 16

## DOS INDICADORES DE ASEQUIBILIDAD DE LA VIVIENDA 1987-2023



Fuente: Banco de España.

de dos acontecimiento externos clave: la entrada en la entonces CEE en 1986 y el inicio del euro como moneda común en 1999.

Toda crisis de vivienda es una crisis de asequibilidad. En el caso que nos ocupa, además, con consecuencias aún más dramáticas sobre la posición financiera de los bancos, que financiaron la burbuja, sus precios y el largo proceso de sobreacumulación de la producción. Pero, más allá, también estamos ante una crisis de modelo que veremos que alcanza hasta nuestros días y que precisa de respuestas públicas y privadas al desafío de satisfacer la demanda de vivienda en condiciones de estabilidad financiera. El ascenso de precios (y volúmenes) de la burbuja muestra una singularidad profunda.

### 1.2.1. Esfuerzo teórico

Comencemos con el **esfuerzo teórico**. Si la compra de vivienda por parte de un hogar es financiada mediante un préstamo bancario, el peso de la cuota de intereses y principal sobre la renta bruta de la familia es un buen indicador del **esfuerzo** que el hogar realiza para hacer frente a sus obligaciones como deudor. Se trata de un cálculo teórico que publica el Banco de España y que está determinado por la renta bruta disponible (RBD), el precio de la vivienda y el tipo de interés efectivo del préstamo.

En primer lugar, es importante destacar el elevado esfuerzo teórico observado entre finales de los ochenta y los primeros años noventa, es decir antes de la creación del euro y la desaparición de la peseta como moneda nacional.

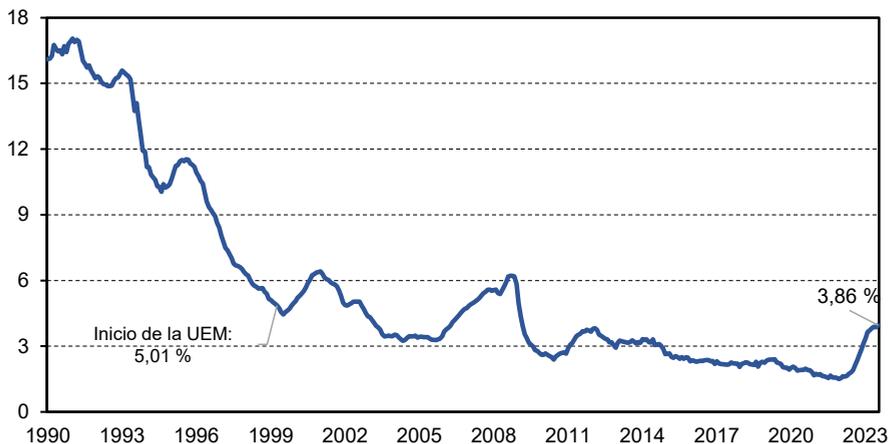
Dos son los factores que lo explican:

- 1 El ascenso de los precios de la vivienda que siguió a la entrada en la entonces Comunidad Económica Europea (CEE, hoy UE) y abrió un periodo expansivo (1986-1991), que el mercado corrigió en 1992-1995. Se trata del precedente inmediato de la gran burbuja de 1998-2007.
- 2 El tipo de interés efectivo de los préstamos hipotecarios, que recoge el gráfico 17, con sus etapas previas al euro, con tipos denominados en pesetas del 17 %, descendentes hasta el 10 %, previo de la incorporación a la CEE, y el entorno del 6 % antes de la UME.

En 1999 las condiciones objetivas parecían las más favorables para que el precio de la vivienda ascendiera. Incluso para iniciar, como sucedió, una burbuja. El esfuerzo teórico de los hogares estaba en mínimos, al haber recogido el descenso de tipos de interés derivado del inicio del euro. El tipo efectivo de los préstamos para vivienda pasaba de los niveles del 18 % previos al euro al entorno del 5 % en la década de los noventa y al 3 % durante y después de la burbuja (ver gráfico).

Gráfico 17

### TIPO DE INTERÉS EFECTIVO DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS PARA VIVIENDA (1990-2023)



Fuente: Banco de España.

De hecho, el esfuerzo llegó a un nivel superior al 65 % en 1990 para descender a niveles del 25 % en 1999, los mínimos de la serie histórica a lo largo de la corrección de precios y más allá de ésta, gracias al descenso de los tipos de interés que acompañaron la convergencia previa a la incorporación de la peseta al euro mediante cambio irrevocablemente fijo en 1999, última fase de la UEM antes de la creación del euro como moneda de curso legal.

Esos niveles mínimos fueron el arranque de la gran burbuja de 2000-2007. El ascenso del precio de la vivienda y el pequeño repunte de los tipos de interés hicieron que el esfuerzo volviera a escalar a niveles superiores al 50 %. Después, el descenso de precios y de los tipos de interés durante la Gran Recesión permitió una corrección hasta el 30 %, para volver a registrar el llamativo ascenso en 2022, conforme el alza de los precios de la vivienda y de los tipos de interés en la zona del euro conducían el esfuerzo teórico a situarse por encima del 35 %.

El ascenso del euríbor iniciado en 2022 ha sido muy significativo pero la estructura de las hipotecas, con un mayor peso de las de tipo fijo respecto a los estándares históricos ha hecho que su impacto sea menor en las familias que contrajeron sus préstamos antes de 2022. En las nuevas hipotecas el impacto sí es significativo, sean a tipo fijo o a variable, por lo que su incidencia en la demanda puede considerarse relevante.

### ■ 1.2.2. *Ratio precio sobre renta*

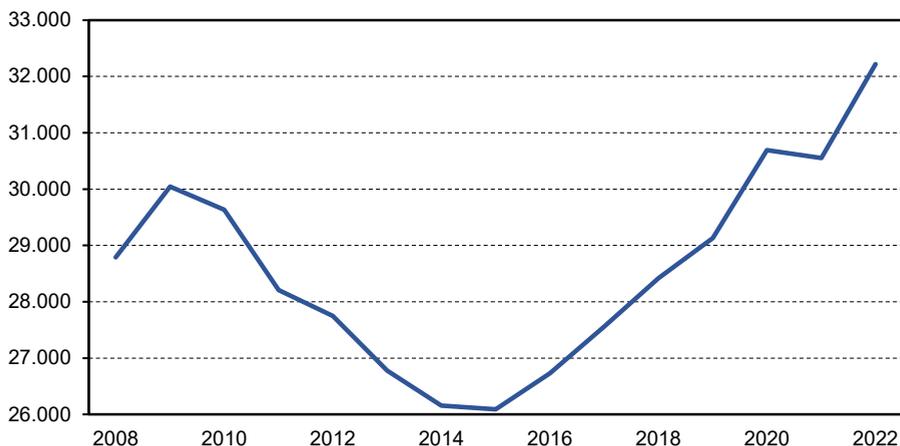
Detengámonos ahora en el segundo de los indicadores de asequibilidad que recoge el gráfico 18: la ratio del precio de la vivienda sobre la renta bruta disponible (RBD) de un año. Se trata de un indicador que puede interpretarse como los años necesarios para pagar el precio de una vivienda si el comprador dedicara toda la renta a hacer frente al pago. Al ser independiente del tipo de interés es más simple y sencillo, aunque también más limitado. El periodo previo al euro implicó una ratio relativamente baja y la burbuja de 1999 destaca en toda su magnitud, como lo hace la corrección posterior, muy limitada. El ascenso reciente de la ratio no está mostrando sino un estrés de la asequibilidad derivado de unos precios de la vivienda que ascienden a mayor velocidad que la renta media.

En cuanto a la renta neta, como puede verse en el gráfico 18, que hace *zoom* sobre el periodo 2008-2022, con la explosión de la burbuja se produjo la devaluación interna que afectó muy especialmente a los salarios. Su recuperación hubo de esperar hasta 2016. Desde entonces la renta media ha aumentado de manera significativa, pero en menor medida que la subida de precios de la vivienda o el ascenso de los tipos, por lo que su incidencia en las ratios de asequibilidad no ha sido evidente.

Pasado lo más agudo de la crisis, por tanto, a partir de 2014, los precios de la vivienda han vuelto a subir, a pesar del *stock* de viviendas vacías y de sue-

Gráfico 18

### EVOLUCIÓN DE LA RENTA BRUTA MEDIA 2008-2022 (Euros por año)



*Nota:* Renta del año anterior al de la encuesta. Periodo disponible.

*Fuente:* Encuesta de Condiciones de Vida (INE).

los pendientes de planeamiento o de urbanización que se acumulan a lo largo del país. El aspecto más llamativo de la nueva etapa del mercado es la **baja actividad constructora y promotora** y la **atonía hipotecaria**. Solo las rentas altas consiguen acceder a viviendas nuevas o cambiar a mejor (filtrarse hacia arriba) en el mercado de segunda mano. La corrección de precios de la explosión de la burbuja no ha supuesto un cambio sustancial en la asequibilidad –al no ampliar a clases medias o bajas las oportunidades residenciales–, si comparamos con la etapa de su formación, en tanto que el sistema bancario ya no financia compras si no está asegurada la asequibilidad por parte del comprador no apoya promociones de bloques de viviendas si no muestra un nivel de ventas ciertas suficientemente significativo.

El mercado de la vivienda (y su financiación) ha seguido manteniendo en lo esencial el mismo modelo residencial, pero éste está lejos de solucionar las necesidades de la demanda de creación de hogares. Sorprenden los ascensos de precios de propiedad y alquiler en un contexto en que, cada vez más, vemos rasgos de crisis de asequibilidad, con consecuencias directas en los volúmenes de producción e inversión en vivienda. La gran diferencia respecto a la burbuja es que ahora el sistema bancario –más regulado y supervisado y en una escala europea– tiene estándares de concesión crediticia mucho más estrictos, derivado en gran parte de la acumulación de experiencia crediticia. Por eso ahora la crisis de asequibilidad no genera una burbuja de volúmenes –al contrario– ni se financia, lo que está condu-

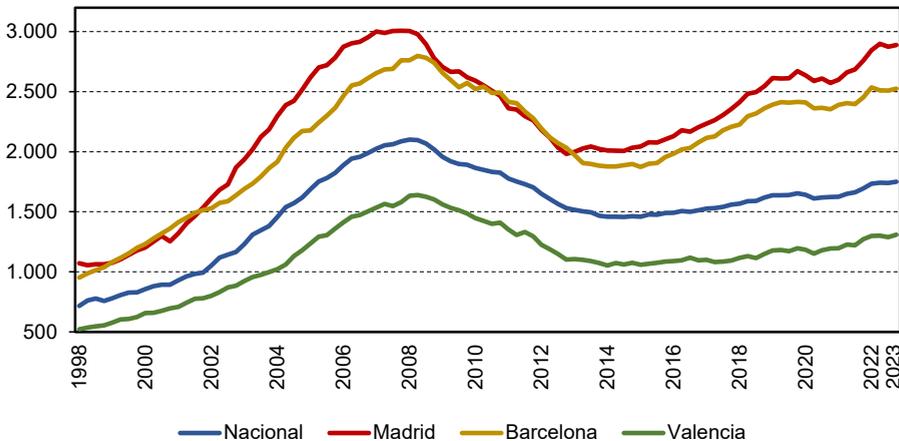
ciendo a que la construcción residencial contribuya en proporciones históricamente muy bajas al crecimiento del PIB y a la formación bruta de capital fijo. Volveremos sobre ello más adelante.

### 1.2.3. Una visión territorial

El comportamiento de los precios tuvo una intensidad desigual por territorios o ciudades. En el siguiente gráfico comparamos, para el mismo periodo, la serie del Ministerio de la media nacional del m<sup>2</sup> tasado con las de Madrid y Barcelona, siempre muy por encima de la media estatal, y Valencia, por detrás de ésta. Parece pues claro que el *boom* y la burbuja de precios han sido más agudos en las grandes zonas metropolitanas. Madrid región está ahora un 65 % por encima de la media de España, una distancia superior al 43 % de 2008 o el 38 % de 2014, lo que muestra un comportamiento diferencial en precio. Mientras, Barcelona provincia lo está de forma más consistente en un 35 %. La provincia de Valencia está un 25 % por debajo y muestra un comportamiento relativamente estable.

Gráfico 19

#### EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA Y ALGUNAS CIUDADES 1998-2023 (Euros por m<sup>2</sup>)



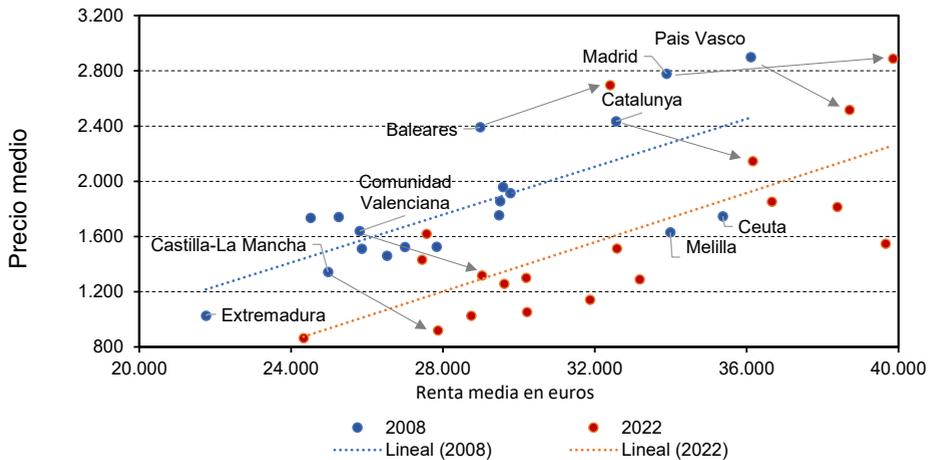
Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

Es interesante pues distinguir entre territorios, también al analizar la evolución de la asequibilidad a los precios. Lo hacemos aquí comparando 2008 y 2022. En el gráfico 20 se muestran los pares de precio del m<sup>2</sup> y de renta bruta media de cada comunidad autónoma, antes de iniciarse la burbuja, en 1998, y en 2022. Global-

mente, la relación positiva entre ambas variables se desplazó hacia la derecha a lo largo del periodo, mejorando la asequibilidad. Salvo las excepciones de Madrid y Baleares, los niveles de precios han descendido al tiempo que mejora la renta bruta.

Gráfico 20

### PRECIO POR M<sup>2</sup> DE LA VIVIENDA Y RENTA MEDIA EN 2008 Y 2022 POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS



Fuentes: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana e INE.

El caso de Madrid es especialmente interesante. En Rodríguez-Suárez *et al.*, (2023) se muestra las complejidades del concepto de asequibilidad cuando descendemos a niveles de detalle en la estructura urbana, diferenciado entre áreas de acuerdo con sus distintos niveles de renta y de precios de propiedad o de alquiler. De alguna forma, la asequibilidad es un concepto de dimensiones múltiples que está muy relacionado con el gradiente de precios condicionado por la localización y la segregación en las ciudades.

El efecto de exclusión que las dificultades de asequibilidad provocan ha de ser medido a una escala micro y local, pues puede ocurrir que en la misma ciudad los precios de las distintas áreas segmentadas resulten no asequibles para los grupos sociales mayoritarios en el área. La movilidad entre áreas en favor de los grupos con asequibilidad suficiente –tal es el caso de la *gentrificación*, por ejemplo– es una de las fuentes principales de la inestabilidad social.

### ■ 1.3. La pandemia y el reciente ascenso de precios

Uno de los hechos más sorprendentes en relación con el mercado de la vivienda es por tanto la subida de precios que ha tenido lugar desde 2014. En San

Juan, 2023 se realiza un interesante análisis 2016-2023 en el que el **desajuste de oferta y demanda** de propiedad explica el aumento de precios más agudo, el que ha tenido lugar después de la pandemia. El modelo seguido tiene las siguientes características:

- Define la oferta de vivienda disponible como la suma de las viviendas nuevas terminadas y las viviendas usadas puestas a la venta por sus propietarios. El autor destaca la rigidez a corto plazo de la oferta. Para aproximar la oferta de vivienda de segunda mano utiliza la información del número de viviendas anunciadas para venta en el portal inmobiliario *Idealista* desde finales de 2020<sup>15</sup>. La oferta de vivienda nueva se aproxima con las certificaciones de fin de obra.
- La **demand**a de vivienda habitual está directamente relacionada con la evolución del número de hogares y depende de la evolución del precio de estos activos, de la renta disponible de los hogares y, si se adquiere mediante crédito, de los tipos de interés y del resto de las condiciones de financiación. La demanda se estima con el número de compraventas.
- Desde la recuperación del mercado inmobiliario después de la crisis financiera, la relación entre la oferta y la demanda así definidas muestra una relación elevada con el incremento de los precios observado tras la pandemia, el **desajuste** entre ambas se ha agudizado y tiende a ser más acusado en las áreas geográficas más pobladas y ha derivado en un aumento de los precios, con el ascenso en 2022 más importante desde 2007.

Se trata de un análisis de gran interés. Comentaremos a continuación alguno de sus aspectos más relevantes así como su interpretación alternativa.

El repunte de las **compraventas** observado a lo largo de 2021 y 2022 (gráfico 21) se apoyó en la recuperación de la actividad y de la confianza de los agentes, conforme se superaban las limitaciones de los confinamientos, y en la utilización del **ahorro acumulado** durante la pandemia. Además, la prolongación de tipos de interés históricamente muy bajos jugaba en ese mismo sentido. El componente nacional de la demanda impulsó las transacciones, aunque, más tarde, el de extranjeros también se reactivaba. Las limitaciones a la movilidad internacional fueron las últimas en caer, a lo largo de 2022, lo que en un país orientado al turismo como España es muy relevante, también para el **turismo residencial**, tan importante en las costas mediterráneas. Desde el verano de 2021 el peso creciente de la **vivienda turística** en el parque total de viviendas se ha acelerado y se ha convertido en un desafío para la convivencia cuando no está suficientemente regulada.

Las características de la demanda nacional, de acuerdo con las encuestas a los consumidores llevadas a cabo por la Comisión Europea, muestran un sesgo claro hacia los compradores nacionales, que tendieron a ser **hogares de renta ele-**

<sup>15</sup> San Juan (2023) señala que, a escala nacional, su discrepancia con la estadística de Tinsa es muy reducida, del 3 % en el promedio del período común disponible.

Gráfico 21

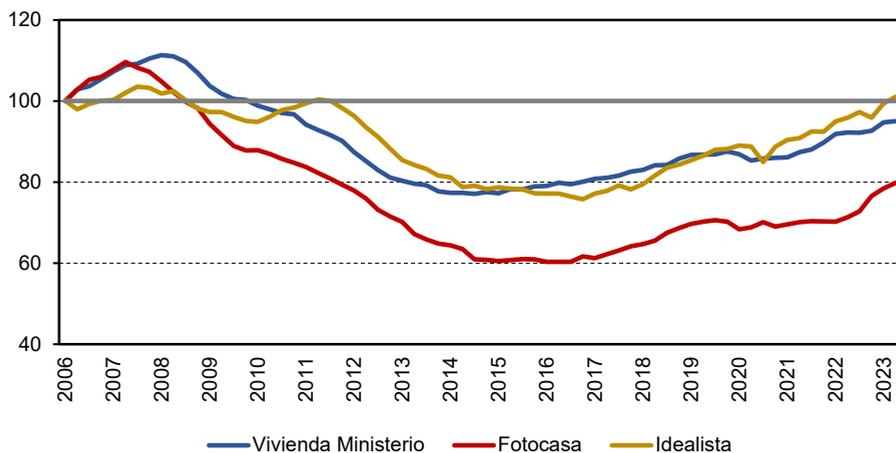
NÚMERO DE TRANSACCIONES DE COMPRAVENTA DE VIVIENDA 2005-2023  
(Medias móviles trimestrales)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 22

VARIACIÓN ACUMULADA DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA SEGÚN  
DISTINTAS FUENTES 2006-2023  
(Base IT2006=100)



Nota: Datos hasta junio de 2023.

Fuente: Banco de España.

vada, mediana edad (entre 30 y 49 años) y niveles superiores de estudios. Esto hace que se mantenga una cierta resistencia de las compraventas a caer más pronunciadamente, a pesar de que el ascenso de tipos de interés y de la inflación han ido añadiendo complejidad a la situación inmobiliaria. Si los compradores actuales son, en general, “hogares de rentas medias y altas, de mediana edad, con un patrimonio preexistente de cierta entidad (inmobiliario y financiero), por lo que no financian con crédito una proporción muy elevada del coste de la compra de vivienda” (San Juan, 2023), sus decisiones son poco sensibles a los nuevos niveles de los tipos de interés.

Para analizar el efecto de un incremento de los tipos de interés sobre el mercado inmobiliario, San Juan (2023) realiza un ejercicio en el que concluye que, transcurridos ocho trimestres, el impacto mediano sobre la oferta –los visados de obra nueva– y la demanda –las compraventas de vivienda– sería, respectivamente, de casi el 11 % y algo más del 3 %. El efecto es aún menor sobre los precios de la vivienda (algo menos del 2 % al cabo de dos años). Adicionalmente, estos hogares no se encuentran entre aquellos cuyo poder adquisitivo se ha visto más afectado por el aumento de la inflación.

En cuanto a los adquirentes extranjeros, la recuperación coincidió con el fin de las restricciones a la movilidad internacional, que permitió la vuelta de las adquisiciones vinculadas a los retiros a zonas residenciales a la vez que vacacionales, que prácticamente habían desaparecido durante la pandemia. A ello se ha sumado una cierta demanda emergente de teletrabajadores procedentes de otros países. Como resultado, en 2022 las compraventas extranjeras superaron un 40 % su cifra de 2019 (último año previo a la pandemia).

La escasez relativa de la oferta de obra nueva ha provocado el desplazamiento de la demanda hacia la modalidad de segunda mano, lo que ha ejercido una presión sobre sus precios. Por su parte, la oferta de viviendas usadas se vio impulsada durante la pandemia por el aumento de las entradas en el mercado de las viviendas heredadas, acumulada por los retrasos que en ese contexto sufrían los procesos de testamentaría, mayores de lo normal como consecuencia del COVID-19, pero su impacto en la oferta es relativamente marginal.

En San Juan (2023) no se incluye entre los componentes de la oferta el *stock* de viviendas sin vender, al considerar que su estabilización desde 2018 es indicativa de la escasa adecuación de su estructura tipológica, poco atractiva para una demanda que define ahora nuevos gustos, como las viviendas unifamiliares (que han aumentado su peso en las compraventas totales en 6-7 puntos porcentuales). Ya hemos visto que la composición geográfica del *stock* muestra un sesgo hacia las zonas interiores de expansión de las costas mediterráneas. No obstante, ello nos lleva a la cuestión de si este *stock* tiene un papel relevante en la oferta de viviendas en alquiler, tanto vía Sareb como vía fondos de capital riesgo. El autor señala los flujos inmigratorios como origen, en la última fase del proceso, de la absorción parcial del *stock* de vivienda sin vender “que reunía las características necesarias

(principalmente, en términos de ubicación) para ser demandado”. Sobre este tema volveremos más adelante en nuestro estudio.

El trabajo de San Juan no incluye entre los componentes de la demanda el potencial de creación de hogares. Al limitarse a las compraventas como indicador de la demanda, deja fuera del análisis la masiva demanda insatisfecha de quienes se ven excluidos por los precios actuales, dados su niveles de renta. Así, en ASPRIMA (2023), se destaca: “en los últimos siete años hemos presionado a la oferta de segunda mano [y alquiler] con 250.000 familias que requerían una vivienda que no se ha construido, lo que lógicamente ha tenido su traslación en términos de precios y por tanto de accesibilidad”. Y añade la patronal de los constructores madrileños que la escasez de producción está detrás del retraso en el edad de emancipación. En España el 46 % de los jóvenes con edades comprendidas entre 25 y 34 años vivían con sus padres en 2021 según datos de Eurostat.

La ralentización de la producción residencial es la principal consecuencia de la falta de asequibilidad de las capas de jóvenes. Precios y salarios siguen desparejados años después de 2008 y ello hace que la construcción de vivienda nueva se sitúe por debajo de la formación potencial de hogares. La escasez de oferta presiona los precios residenciales pero la oferta no se extiende mientras no sea previsible su comercialización, que precisa que los pisos sean asequibles para la población que constituye la demanda potencia. Mientras durante la burbuja se producían viviendas que no eran asequibles, al calor de la euforia, ahora, el reformado y reestructurado sistema bancario mantiene un estándar de concesión más exigente. Por ejemplo, ya no financia promociones de vivienda si las ventas finales no están suficientemente garantizadas. En definitiva, ya no financia burbujas.

La consecuencia es que la demanda potencial natural, la de los jóvenes, se embalsa, retrasando una vez más la edad de emancipación –o se desvía hacia un alquiler insatisfactorio, provisional–, como en la burbuja se acumulaba la producción de viviendas que no llevarían a venderse, también por ser su precio demasiado alto, es decir, inasequible.

#### ■ 1.4. La frágil emergencia del alquiler residencial

El fuerte *stock* de viviendas vacías que había generado la crisis provocó un cambio masivo de propiedad del *stock* marginal, sin comparación posible –por la quiebra de promotores originales o de sus entidades bancarias prestamistas–, hacia nuevas figuras, como los fondos de inversión o la Sareb. Las dificultades de evacuación natural de las viviendas en *stock* por su venta (y paralelo acceso a la propiedad de los hogares) reflejan la falta de adecuación de los precios a los niveles de asequibilidad de los distintos segmentos del mercado. Ello ha incentivado y transformado la oferta de alquiler.

Al mismo tiempo, la demanda de alquiler de los nuevos hogares, que ya no podían acceder a la propiedad por sus precios (poco asequibles) y por la falta de

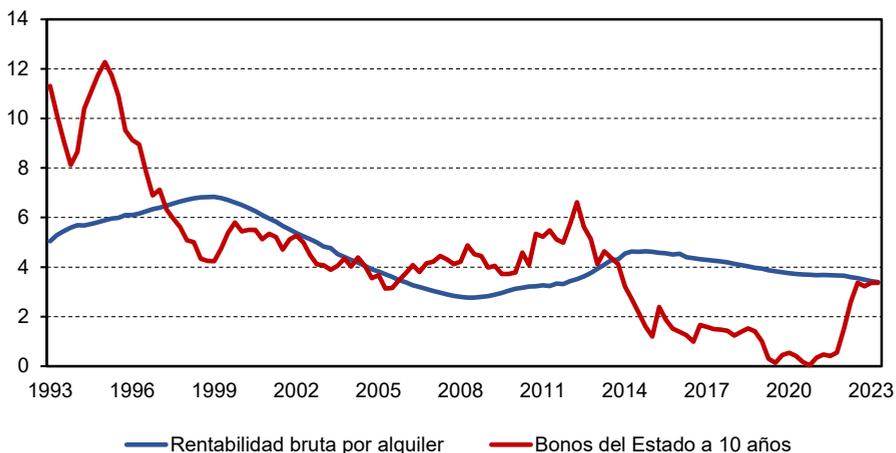
financiación hipotecaria (derivada de esta situación), encuentran en el alquiler un mercado igualmente caro pero más flexible y susceptible de soluciones adaptativas: pisos más pequeños y/o compartibles con otros hogares. Se ha consolidado así una nueva desigualdad intergeneracional, que marcará la crisis del modelo residencial y del mercado de la vivienda en adelante, entre los propietarios históricos de las cohortes previas a la burbuja y los no propietarios –muchos, inquilinos precarios– de las posteriores. Además, como era de esperar los precios de alquiler, presionados por el exceso de demanda, han terminado subiendo exponencialmente, particularmente en Madrid y Barcelona, así como en áreas turísticas como las Baleares.

Oferta y demanda de alquiler han introducido ya, *de facto*, un cambio en el modelo residencial, antes casi exclusivamente fundamentado en la propiedad. Sin embargo, muchos son los factores que muestran la fragilidad de estos cambios:

- Los problemas de asequibilidad de amplias capas de la población, particularmente los jóvenes, limitan la demanda potencial, no solo de propiedad sino también de alquiler.
- Los actores más relevantes del mercado en renta –las socimi, sociedades inmobiliarias, muchas cotizadas en las bolsas de acciones– se centran en una oferta profesional para rentas altas, quedando la industrialización del alquiler masivo y asequible sin un desarrollo, ni privado ni público.

Gráfico 23

### RENTABILIDAD BRUTA DE ALQUILAR Y DE LA DEUDA PÚBLICA (1993-2023)



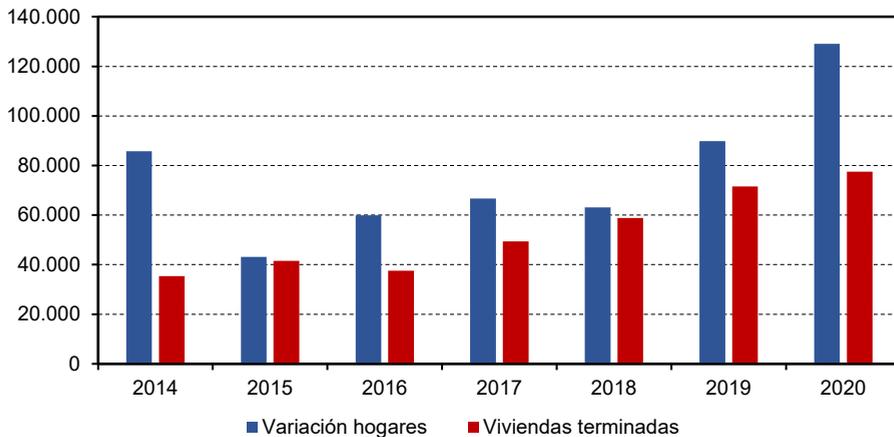
Fuente: Banco de España.

- Finalmente, como muestra el gráfico 23, el periodo de bajos o negativos niveles de tipos de interés a partir de 2012 ha dado paso en 2022-2023 a tipos más elevados y la rentabilidad bruta del alquiler de vivienda es menos competitiva para los propietarios. Ello afectará a la oferta, restándola impulso.

El alquiler ha sido desde la explosión de la burbuja el nuevo y necesario destino para las viviendas sin vender y para muchas de las viviendas desahuciadas por falta de pago de préstamos de adquirentes particulares. Hemos visto que al inicio de la crisis aquéllas se elevaban a 650.000 viviendas, reduciéndose en solo unas 200.000 desde entonces. La existencia de 450.000 viviendas sin vender, muchas ya orientadas a un circunstancial alquiler, otras de destinos inciertos por su localización o sus condiciones, está detrás de que los precios no hayan corregido más intensamente. La consecuencia es que la producción de viviendas se ha quedado por debajo de la formación de hogares. De hecho, en el periodo 2014-2020, los hogares creados han superado en 165.000 a la viviendas terminadas.

Gráfico 24

## CREACIÓN DE HOGARES Y VIVIENDAS TERMINADAS



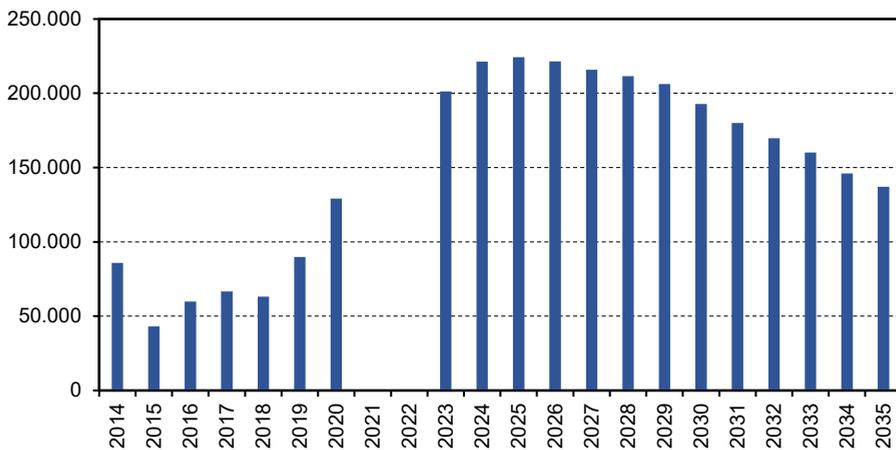
Fuentes: Encuesta Continua de Hogares (INE) y Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

Los hogares potenciales para los próximos siete años están estimados por el INE en más de 200.000 anuales, para descender gradualmente en los siguientes. Este comportamiento tiene relación con la evidencia del retraso en la edad de emancipación de los jóvenes en España, en relación con otros países de nuestro entorno. Este retraso ha acumulado un déficit de formación de hogares respecto al potencial. Por eso, el INE lo estima como recuperable más adelante, a pesar de lo

que se entendería como la consecuencia lógica de una pirámide de población cada vez más avejentada.

Gráfico 25

## CREACIÓN DE VIVIENDAS Y PROYECCIÓN DE CREACIÓN DE HOGARES



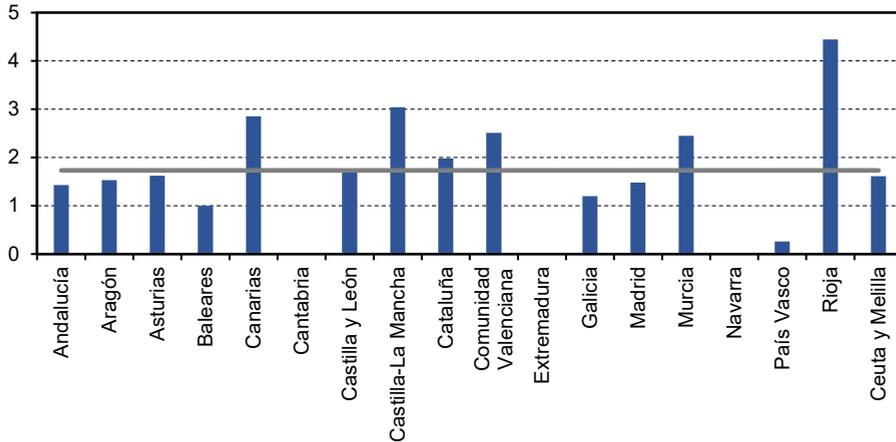
Fuentes: Encuesta Continua de Hogares (INE) y Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

La reorientación hacia el alquiler de las viviendas del *stock* sin vender, muchas, alejadas de las áreas metropolitanas más demandantes –como puede verse en el gráfico 26– han hecho pensar que existe ya una cierta escasez de viviendas disponibles en España, en tanto que por sus precios poco asequibles para la mayoría, impiden la preventa y construcción de nuevas viviendas, sean para venta en propiedad o sean para alquiler (*Built to Rent*, o *BTR*).

Anticipando el análisis urbanístico en el que nos detendremos más adelante, podríamos añadir que el mercado adolece hoy de dos rasgos aparentemente contradictorios: pocas viviendas disponibles y muchos suelos urbanizables abandonados. Un buen indicador para ilustrar el primero de estos rasgos es el de las viviendas no principales, es decir, fundamentalmente, las vacacionales o vacías. En el gráfico 27 destacamos la proporción de viviendas secundarias en el total, en España, Madrid y Alicante, ejemplos éstos dos últimos de áreas con abundancia de viviendas secundarias (ver Leal-Maldonado y Martínez del Olmo, 2021). En el caso de Madrid es evidente que un 10 % es una baja proporción que muestra una ausencia, ya entre 2015 y 2021, último dato disponible, de viviendas vacías, más allá del peso normal de las vacacionales. El descenso del peso de las viviendas no principales a nivel nacional estaría indicando la misma tendencia.

Gráfico 26

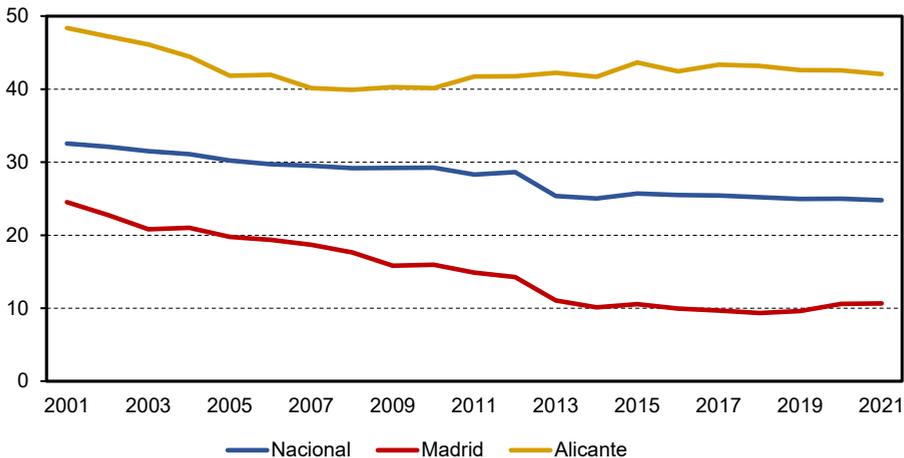
### PESO DEL STOCK DE VIVIENDAS SIN VENDER SOBRE EL PARQUE TOTAL DE CADA COMUNIDAD AUTÓNOMA



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

Gráfico 27

### VIVIENDAS NO PRINCIPALES EN EL TOTAL DE VIVIENDAS EN ESPAÑA Y DOS PROVINCIAS SELECCIONADAS (Porcentaje)

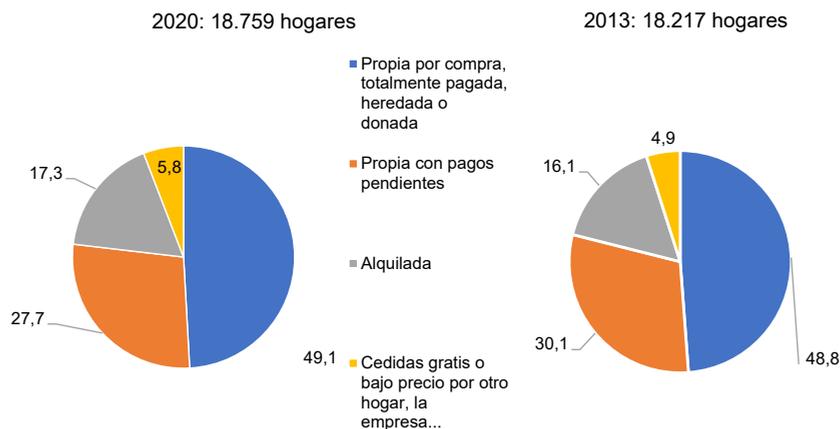


Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

Entre 2013 y 2020, la *Encuesta Continua de Hogares* del INE muestra que los hogares que viven en una vivienda en régimen de alquiler han pasado de 2,9 (un 16,1 %) a 3,2 millones (un 17,3 %). Se trata de un fuerte incremento y es probable que cuando el INE publique fechas más recientes veamos que esta tendencia ha continuado. A ello ha de añadirse el creciente peso de los hogares endeudados para acceder a su vivienda en propiedad han pasado de 8,9 a 9,2 millones. Finalmente, los hogares con una vivienda en propiedad que ya han terminado de pagar su vivienda representan una proporción cada vez mayor de las viviendas cedidas gratis por otros hogares. Esta forma de tenencia está reflejando la relevancia de las familias como ámbito de la resolución de las dificultades de acceso a la vivienda de los jóvenes: ha pasado del 4,9 al 5,8 %. El hecho de que casi la mitad de los hogares correspondan a propiedades totalmente pagadas, heredadas o donadas, facilita este tipo de dinámica.

Gráfico 28

### ESTRUCTURA DE LOS HOGARES SEGÚN TENENCIA, 2013-2020 (Porcentaje)



Fuente: *Encuesta Continua de Hogares* (INE).

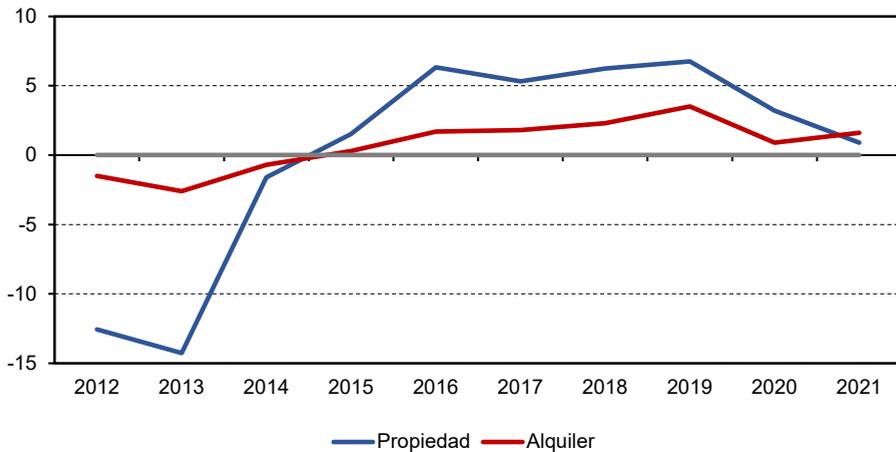
Los precios en propiedad han expulsado a las rentas medias y bajas del mercado desde finales de los años noventa. Durante la euforia de la burbuja el mercado paliaba la cada vez peor asequibilidad con la facilidad de acceso al crédito. Los bancos afortunadamente ya no prestan al promotor de vivienda si éste no garantiza ventas firmes con precios suficientemente asequibles. Por eso, la producción se ha bloqueado desde la reforma del sistema bancario.

En este contexto, hemos visto cómo el alquiler ha sido una solución al impacto en términos de precio que hubiera supuesto forzar la oferta con una porción adicio-

nal de las viviendas sin vender (aunque se vendieron unas 200.00, como hemos mencionado). Como la mitad de las viviendas principales son propiedades libres de deudas, el problema de la vivienda se circunscribe, cada vez más, a las capas de la población que desde la burbuja han quedado excluidas, principalmente los jóvenes. Veremos más adelante este fenómeno en mayor detalle.

Gráfico 29

### EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL ALQUILER Y DE LA PROPIEDAD (Tasas interanuales)



Fuente: INE.

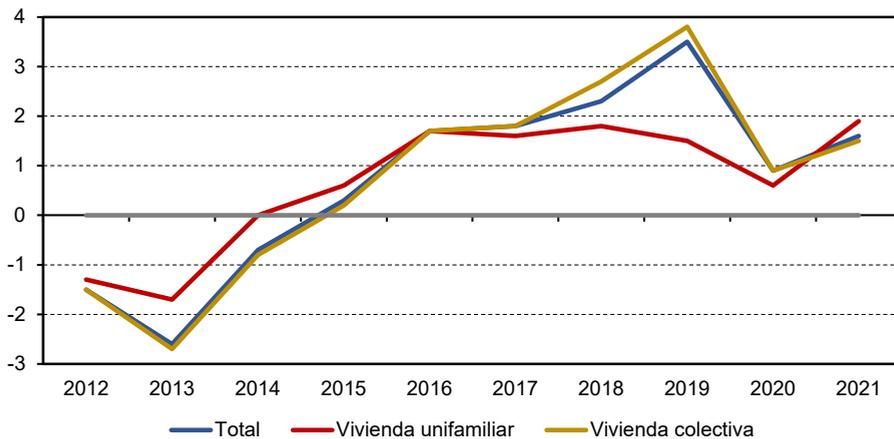
El alquiler permite a los potenciales inquilinos ajustar sus preferencias a nuevas formas de vivienda y hogar que permitan compartir costes. El alquiler surge así como modelo de mayor *flexibilidad* para ajustar la asequibilidad, tanto a iniciativa de los arrendadores como directamente de los arrendatarios. Según la agencia inmobiliaria *Idealista*, “en todos los casos, se busca una relación entre lo privado y lo común, con la idea genérica de compartir servicios”.

Así podemos distinguir entre tres modelos:

- **Cohousing.** Aquel edificio que ofrece un espacio privado en cada vivienda, que se complementa con otros comunes como patios, terrazas, salones multiusos, lavandería, taller, etc. Se trata de promociones en modelo cooperativo (“autopromoción”) concebidas como vivienda estable, si bien, la propiedad siempre es de la cooperativa.
- **Coliving.** Normalmente impulsado por fondos de inversión u otras fórmulas promotoras, ofrece una vivienda en alquiler, por lo general de reducidas

Gráfico 30

## EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL ALQUILER EN DISTINTAS TIPOLOGÍAS (Tasas interanuales)



Fuente: INE.

dimensiones, que completa con un amplio rango de espacios comunes y servicios. Se dirige a un público más joven, sobre todo profesionales en transición a una solución de vivienda más estable. Por su novedad, resulta complejo cifrar la oferta actual. Urban-campus, una de las promotoras más activas en coliving, contabiliza 23.150 plazas en Europa, de las que poco más de un millar se ubicarían en España, según su [Coliving report 2022](#).

- **Covivienda.** El tercer concepto está liderado por empresas promotoras que ofrecen este nuevo modelo de vivienda con espacios privados y compartidos como vivienda-compartida<sup>16</sup>.

“Hacer de la necesidad virtud” es pues una de las **estrategias adaptativas** surgidas del contexto difícil de unos precios de la vivienda en propiedad y en alquiler no asequibles para la población joven y otras capas sociales.

La iniciativa de los potenciales arrendatarios es clave en la definición de alternativas. Es el caso del auge de los **pisos compartidos**. Más de la mitad de los inquilinos (56 %) que comparte piso lo hace porque económicamente no puede permitirse alquilar un piso completo. Aunque en menor medida, otros motivos importantes para ellos son que esta opción residencial se adapta mejor a sus necesidades (20 %) o

<sup>16</sup> Ver *Una solución estable de vivienda en propiedad*, <https://s36216.pcdn.co/wp-content/uploads/2020/09/NdP>

que están ahorrando para adquirir otra vivienda en el futuro (14 %). En tan sólo un año, la media de edad de los españoles que comparten o están buscando vivienda para compartir ha pasado de 29 años en 2018 a 34 años en 2019.

Según las principales conclusiones del informe *Perfil de las personas que comparten vivienda*<sup>17</sup>, elaborado por el portal inmobiliario *Fotocasa* entre las personas que han alquilado o han buscado una habitación en pisos compartidos en el último año, “el perfil de las personas que buscaba alquilar una habitación en un piso compartido antes de la pandemia es predominantemente femenino (68 %). Además, se trata de un perfil joven: el 73 % tiene entre 18 y 34 años. Pese a esto, sí que se percibe, en los dos últimos años, un incremento del peso de los adultos de 45 a 54 años que demanda una habitación (8 %). Por lo general, son personas con un nivel socioeconómico medio alto (83 %). La edad media es de 31 años.

### ■ 1.5. La vivienda como fuente de nuevas desigualdades

Una de las consecuencias de la evolución alcista de los precios de la vivienda y la crisis del modelo residencial son las desigualdades entre generaciones. El análisis de la Encuesta Financiera a las Familias del Banco de España<sup>18</sup> muestra la evolución de la riqueza, la deuda y la renta de los hogares entre 2002 y 2020 —último año publicado—. Permite profundizar en los efectos que el mercado residencial, sus precios y la accesibilidad a la vivienda han tenido sobre las diferentes generaciones.

La evolución para el total de hogares puede contemplarse en el gráfico 31, que muestra el valor mediano de la riqueza neta de cada hogar y el medio de la vivienda principal. La evolución de la riqueza está marcada por el valor de la vivienda principal. Nótese que el periodo disponible no permite mostrar la evolución histórica previa a la burbuja inmobiliaria, que como sabemos es también, a lo largo de los años ochenta y noventa, fuertemente alcista.

Del análisis de esta fuente estadística destacamos tres aspectos. En primer lugar, hay que señalar el aumento de la desigualdad social en el periodo, con mayor concentración de la riqueza neta<sup>19</sup> que de la renta<sup>20</sup>. Los percentiles más altos han

<sup>17</sup> Ver <https://s36216.pcdn.co/wp-content/uploads/2020/09/NdP-vivienda-compartida.pdf>

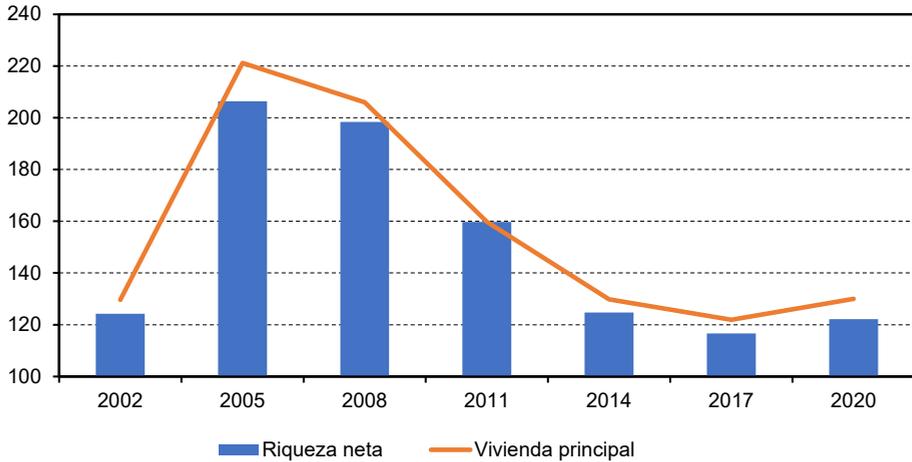
<sup>18</sup> Los bloques que incorpora esta encuesta son: riqueza, deuda, renta, gasto y carga la deuda, referida a los hogares españoles cada tres años desde 2002. La *riqueza neta* es la suma del valor de mercado de toda la riqueza inmobiliaria, financiera automóviles y otros bienes duraderos neta de deuda.

<sup>19</sup> Se define “riqueza neta” como la diferencia entre la riqueza bruta y el total de deudas (riqueza bruta - deuda total = riqueza neta). El valor medio (a precios de mercado) está expresado en términos reales (año base 2020).

<sup>20</sup> El INE define la variable “renta total” como la suma de todas las rentas recibidas por todos los miembros del hogar en el año natural anterior al de la encuesta (2001 para la EFF2002, 2004 para la EFF2005...). Se incluyen rentas laborales, rentas de capital y rentas por ayudas o prestaciones públicas u otros. El valor medio está expresado en términos reales (año base 2020).

Gráfico 31

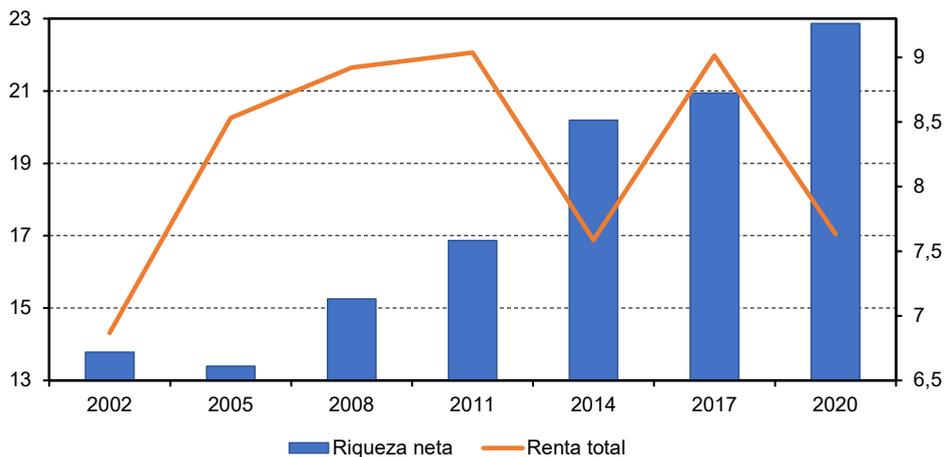
**EVOLUCIÓN DE LA MEDIANA DE RIQUEZA NETA Y DEL VALOR MEDIO DE LA VIVIENDA PRINCIPAL, 2002-2020**  
(Total de hogares en miles de euros)



Fuente: Encuesta Financiera a las Familias (Banco de España).

Gráfico 32

**CONCENTRACIÓN EN EL TOP DEL 1 % DE LA RIQUEZA NETA Y LA RENTA**  
(Porcentaje sobre totales)



Fuente: Encuesta Financiera a las Familias (Banco de España).

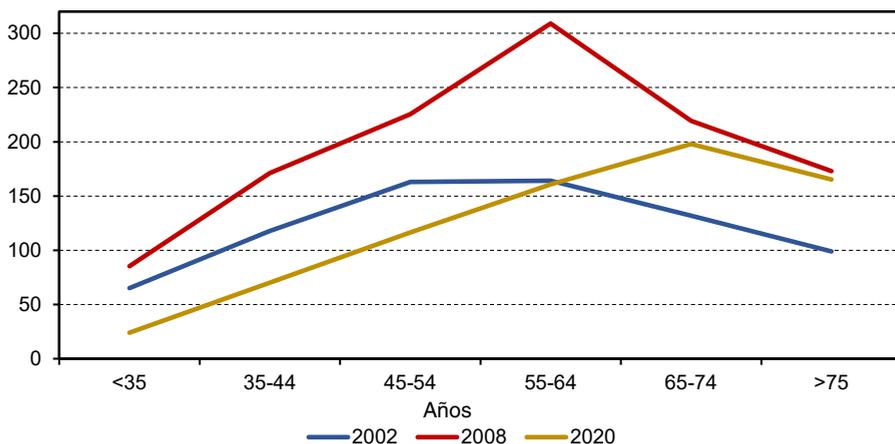
aumentado su proporción de la riqueza, tanto en contextos alcistas del precio de la vivienda como en los bajistas. Sin embargo, en renta no ha sucedido lo mismo.

En segundo lugar, la desigualdad entre distintas generaciones ha aumentado significativamente, con un sesgo creciente hacia la concentración en los hogares con cabezas de familia de mayor edad. Esta evidencia se explica por dos razones. Una, histórica y casi aleatoria: las generaciones son hoy más ricas cuanto más temprano, en el gran ciclo alcista que arranca desde los años ochenta, pudieron comprar sus viviendas. En un proceso alcista de precios haber podido adquirir la vivienda primaria a mucho menor precio diferencia hoy a padres, hijos, o hermanos. La diferencia es tanto en plusvalías latentes, como en condiciones de vida, capacidad de ahorro y acumulación de riqueza.

La otra razón es que, en la medida en que el acceso a la propiedad de los hogares más jóvenes ha estado muy limitado desde la 2008, el perfil de la riqueza neta según edades no se ha modificado con la recuperación de los precios de la vivienda desde 2014, por lo que se ha desplazado en favor de los mayores de 65 años. Este último es, en 2020, el tramo de edad propietario de la mitad de toda la riqueza neta, registrando una fuerte variación positiva desde 2008, en detrimento del resto de los tramos de edad. Este fenómeno puede contemplarse en los dos gráficos siguientes, en euros y en estructura porcentual, según tramos de edad homogéneos.

Gráfico 33

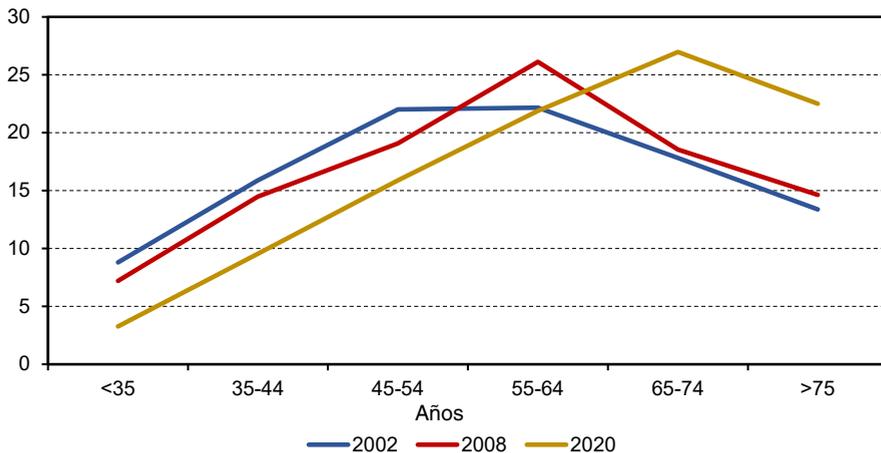
### PERFIL DE LA RIQUEZA NETA MEDIA DE CADA TRAMO DE EDAD EN 2002, 2008 Y 2020 (Miles de euros, deflactados)



Fuente: Encuesta Financiera a las Familias (Banco de España).

Gráfico 34

### ESTRUCTURA POR EDADES DE LA RIQUEZA NETA EN 2002, 2008 Y 2020 (Porcentajes sobre el total)



Fuente: Encuesta Financiera a las Familias (Banco de España).

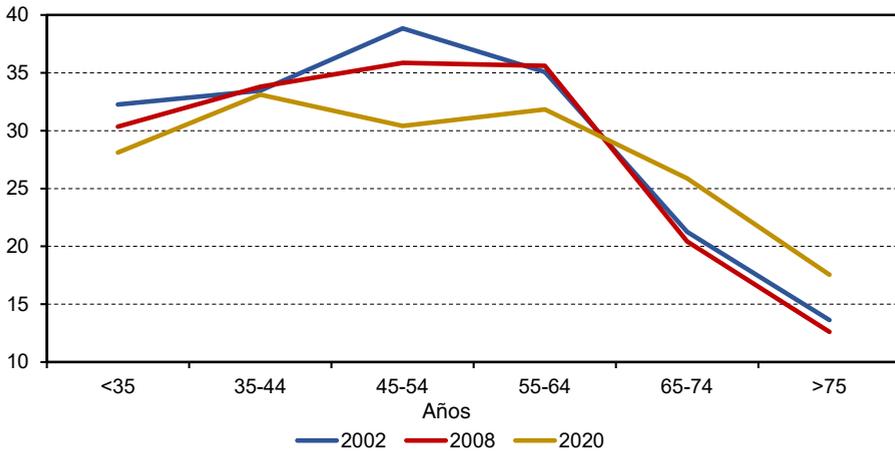
Dos datos adicionales. Si en 2011 un 70 % de los jóvenes con menos de 35 años poseían una vivienda, en 2020 este porcentaje descendía hasta el 36 %. Ilustrativo es también el caso de los hogares con estudios universitarios. Si en 2011 el 85 % de los hogares con una cabeza con estudios universitarios tenían su vivienda en propiedad, en 2020 se reducía drásticamente esta proporción, hasta el 76 %, precisamente al incorporarse los jóvenes licenciados a este grupo poblacional.

Contrastan estos resultados con los observados en la renta según los mismos tramos de edad en el mismo periodo. En los dos gráficos siguientes podemos observar que la estructura por tramos de edad de la renta no se ha visto modificada tan profundamente como la riqueza en el mismo periodo.

En tercer lugar, el esfuerzo de endeudamiento para adquirir vivienda en función de la renta. Medimos este esfuerzo por la ratio deuda/renta, que puede interpretarse como el número de años en que la renta anual puede amortizar la hipoteca de la vivienda. Destaca en relación con esta ratio el hecho de que muestre, a lo largo de todo el periodo, una relación inversa con la renta. Mientras el 10 % con mayor renta se sitúa en ratios de diez años, el siguiente 70 % del *ranking* de renta está entre diez y veinte años, quedando el 20 % de renta más baja fuera de este grueso, como hemos comentado.

Gráfico 35

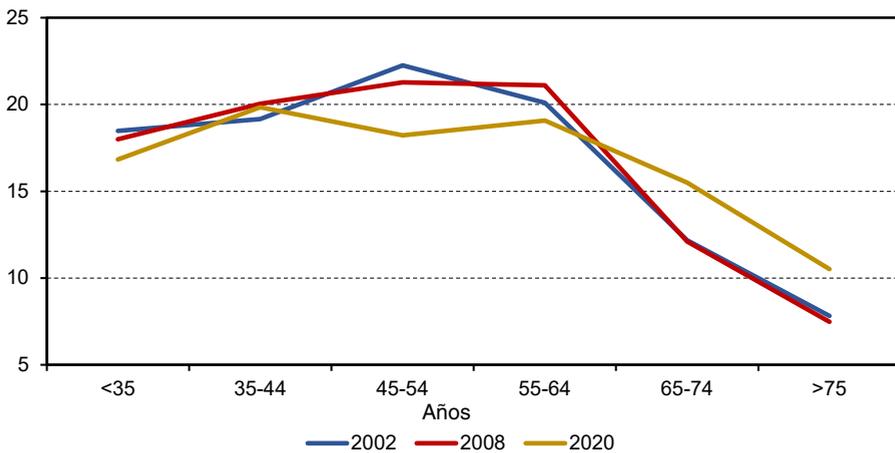
PERFIL DE LA RENTA MEDIANA DE CADA TRAMO DE EDAD EN 2002, 2008 Y 2020  
(Miles de euros, deflactados)



Fuente: Encuesta Financiera a las Familias (Banco de España).

Gráfico 36

ESTRUCTURA POR EDADES DE LA RENTA EN 2002, 2008 Y 2020  
(Porcentajes sobre el total)

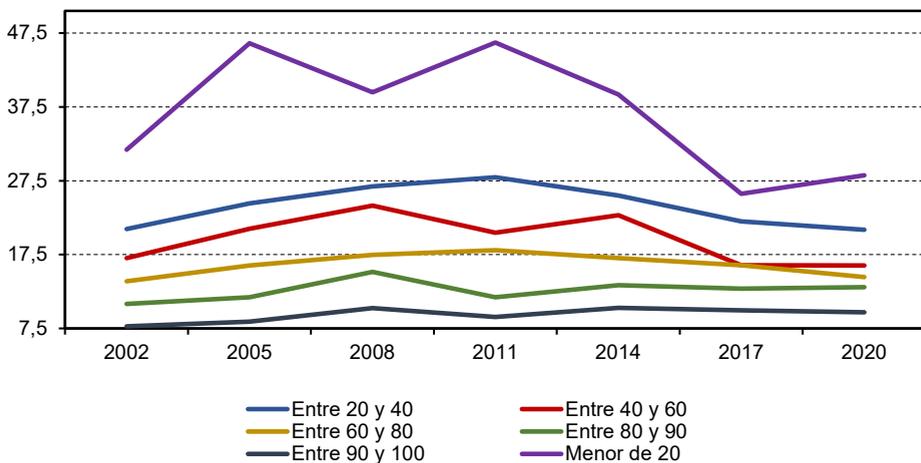


Fuente: Encuesta Financiera a las Familias (Banco de España).

Después de 2008 los niveles de esfuerzo de endeudamiento asumidos por los diferentes tramos de edad de los cabazas de hogar han convergido desde los niveles más altos previos a ese años. El mapa según percentiles de renta es ilustrativo. Como vemos en el gráfico 37, el percentil 20 % de menor renta mostraba ratios de endeudamiento muy elevados –entre el 40 y 50 %– durante la burbuja, pero los había reducido fuertemente, hasta niveles por debajo del 30 % en 2017 y 2020. Todos los demás percentiles, con ratios muy inferiores, han tenido un comportamiento suavemente a la baja.

Gráfico 37

### RATIO DEUDA/RENTA SEGÚN TRAMOS DE PERCENTILES DE RENTA (Hogares endeudados)



Fuente: Encuesta Financiera a las Familias (Banco de España).

La desigualdad entre generaciones se ha instalado en España desde la explosión de la burbuja en 2008. Muestra que el problema de asequibilidad de la vivienda se concentra en los jóvenes. Al cortarse el acceso a la propiedad desde entonces, los jóvenes han quedado descolgados durante 10 años de la evolución positiva de los valores de la vivienda en el mercado. Mientras, sus padre y abuelos han seguido acumulando plusvalías y han devuelto sus deudas. No es extraño, en este contexto el surgimiento de algunas propuestas políticas<sup>21</sup>, como la de crear una “herencia

<sup>21</sup> Presentada por el grupo Sumar en el marco de su programa para las Elecciones Generales de 2023: es un pago por el Estado de 20.000 euros al que los ciudadanos tendrían derecho al cumplir los 18 años, cobrado de una sola vez a los 23, finalista y que supondría un coste anual de unos 10.000 millones de euros, según la formación política. La medida, que sería muy costosa para el Estado –por tener un orden de magnitud, la recaudación total por IBI en España es de unos 13.000 millones–, ni siquiera tuviera un impacto suficientemente significativo en esos jóvenes de 23 años.

universal”, por mencionar un ejemplo que ha tenido la virtud de poner el foco mediático –y electoral– en la desigualdad intergeneracional, un fenómeno esencial para entender la dinámica social en España y, en general, en Europa. Pero mejor sería emplear el tiempo de las campañas electorales en hablar de vivienda inasequible y salarios bajos.

Por desigualdad intergeneracional se entiende la distribución de renta y de riqueza entre grupos poblacionales de edad cuando ésta distorsiona la pauta normal del ciclo vital de las personas. El círculo vicioso de salarios bajos, precariedad o desempleo, que lleva concentrándose en los jóvenes españoles más de cuatro décadas, es paralelo a un ascenso continuo del coste de la vivienda y a la concentración del problema de la asequibilidad en las cohortes de jóvenes.

### ■ 1.6. ¿Crisis del modelo residencial?

El periodo que abarca de 1998 a 2023 es el escenario dramático y complejo de la interrelación entre crédito y vivienda, los dos elementos básicos de lo que denominamos el *modelo residencial español*, el que ha dominado durante más de 40 años, determinando la manera en los españoles han venido accediendo a la vivienda, un derecho garantizado constitucionalmente, pero también un mercado en el que valor de uso y valor de inversión confluyen. Este modelo se ha basado, fundamentalmente, en el triángulo entre entidades bancarias, promotores privados y compradores finales en propiedad.

La hegemonía del acceso a la vivienda vía *propiedad* ha hecho que la financiación de la vivienda descansara en última instancia en el hogar comprador final. La asequibilidad es, en este contexto, un elemento esencial de las decisiones de compra y de financiación de la compra. El *sector bancario* juega un papel esencial en la canalización de la financiación para la compra, para lo que desarrolló un esquema comercial en el que financiaba primero al promotor residencial para después conseguir que los compradores finales, los hogares, se subrogaran en los préstamos promotor originales en un porcentaje significativo.

Por su parte, el papel del *mercado libre*, convertido por el modelo residencial en el ámbito casi exclusivo del acceso a la vivienda, al ser marginal la vivienda pública. La producción y distribución de suelo ha sido una actividad privada, desarrollada en el ámbito regulado del planeamiento, el urbanismo y el control administrativo local. La necesaria interacción entre propietarios de suelos y promotores privados con los gobiernos locales, en los que descansa la autoridad del planeamiento –responsables del diseño de las ciudades y en la ordenación del territorio–, hace de la producción de vivienda un proceso complejo y largo.

La crisis del modelo estalló en 2008. Después de la burbuja iniciada en los primeros 2000, que pronto hace inalcanzables los precios de la vivienda para amplias capas sociales, las ventas comienzan a pararse y los promotores residenciales,

altamente endeudados para financiar sus compras de suelos –realizadas en un clima de efímera euforia–, se ven incapaces de hacer frente a sus obligaciones y arrastran a sus bancos financiadores en la deriva hacia el pánico.

Desde entonces, la nueva construcción ha estado parada. El mercado de la vivienda se ha centrado en la segunda mano, redistribuyendo en *stock*, y en el alquiler, foco de la demanda más joven gracias a su flexibilidad para compartir costes. El ajuste de precios de la crisis ha sido anulado por una subida de precios desde 2014. Sin embargo, los factores de reactivación señalados en 2022 y 2023 no dejan de ser, en gran parte, reversión de la demanda embalsada solvente durante la pandemia. Creemos que la evidencia reciente no rompe pues la tendencia que veníamos observando después de la crisis financiera:

- Evolución ralentizada de las transacciones, muy inferiores a las históricas.
- Bajo nivel de producción de la vivienda, concentrándose las transacciones en la usada.
- Acumulación de una ingente demanda insatisfecha, desviada hacia el alquiler ante la escasez de una oferta en propiedad asequible.

La atonía de la producción y de las compraventas y su concentración en la rentas acomodadas y los niveles profesionales hacen que del mercado de alquiler el centro de las tensiones a las que se deriva el problema de la vivienda hoy: escasez de oferta, encarecimiento y respuesta social adaptativa en forma de pisos compartidos y otras alternativas.

El mercado de vivienda es incapaz de proporcionar viviendas a precios asequibles para amplios tramos de población, en concreto, para los jóvenes, cuyas rentas –si existen– son insuficientes, sea cual sea su nivel de formación formal. Esto ha dejado fuera del acceso a la propiedad a los jóvenes que no pueden disfrutar de riqueza heredada o donada familiarmente e incluso hace difícil el acceso al alquiler privado.

En definitiva, estamos, nuevamente, ante una crisis de asequibilidad ¿Qué políticas de vivienda son posibles?; ¿qué consecuencias tiene la situación actual sobre el equilibrio entre generaciones? Sobre todo ello nos adentramos a continuación.

## ■ 2. EL MARCO DE LA CREACIÓN DE SUELO EDIFICABLE Y DE VIVIENDA

La vivienda no puede analizarse de manera aislada del ciclo al que pertenece, resultado de la cadena planeamiento-urbanización-edificación de nuestras ciudades. Por eso, estudiar las condiciones generales en que se desarrolla el suelo es esencial. La constitución española establece en su artículo 47 que “todos los ciudadanos tienen derecho a disfrutar de una vivienda digna y adecuada” y atribuye a los

poderes públicos la obligación de promover las condiciones necesarias y establecer las normas pertinentes para hacer efectivo ese derecho, “regulando la utilización del suelo de acuerdo con el interés general para impedir la especulación”. Además, establece que “la comunidad participará en las plusvalías que genere la acción urbanística de los entes públicos”.

Entre los principios rectores de la política social y económica establece, por otra parte, el derecho a disfrutar y el deber de conservar el medio ambiente (art. 45.1 y 2) y el patrimonio histórico, cultural y artístico (art.46). El artículo 33 reconoce el derecho a la propiedad privada y a la herencia, mientras el 33.2 delimita estos derechos a su función social de acuerdo con las leyes. El artículo 148, por su parte, incluye “Ordenación del territorio, urbanismo y vivienda” como materia de la lista de competencias de todas las Comunidades Autónomas.

Aunque realmente no se había aprobado en 45 años una ley de vivienda que desarrollara este mandato –hasta la reciente Ley 12/2023, de 24 de mayo–, sí se habían sucedido los planes de vivienda estatales y autonómicos, así como tres leyes del suelo estatales, objeto de intensas controversias políticas y competencias, que analizamos a continuación por su relevancia en la definición del marco del mercado de la vivienda.

## ■ 2.1. Leyes de suelo

Las leyes del suelo estatales regulan los siguientes ámbitos:

- El marco estatal en el que el planeamiento municipal define los derechos y obligaciones de los propietarios de terrenos –en tanto que edificables o no–.
- Las normas de valoración de los terrenos a efectos de indemnización, referencia o tasación.

Las normas estatales de suelo han estado sometidas, desde la promulgación de la Constitución, a debate y han sido cuestionadas por su impacto competencial por el Tribunal Constitucional (TC). La línea de las competencias estatales, en una materia expresamente autonómica en la Constitución Española, es muy delgada y han sido necesarias varias sentencias del TC hasta aclarar su alcance.

A efectos del objetivo de este trabajo, nos detendremos en la regulación estatal sobre suelo del periodo correspondiente a este estudio, que abarca dos leyes estatales. Estas son relevantes para el análisis por dos razones. Primero, por marcar los **criterios urbanísticos** generales (respecto a la clasificación de suelos), que se han aplicado en los largos periodos en que ha tardado en publicarse una Sentencia del Tribunal Constitucional que eliminaba determinados artículos por invadir competencias y capacidad legislativa autonómica. Segundo, por establecer **criterios de valoración** para las operaciones urbanísticas que han inspirado toda la casuística de valoraciones, en tasaciones u operaciones corporativas inmobiliarias.

### ■ 2.1.1. La reforma de 1998: recalificación masiva y valoraciones por expectativas

La Ley de Suelo 8/1990, de 25 de julio, promulgada al inicio del segundo mandato del presidente Felipe González, fue la primera norma sobre suelo plenamente constitucional. Chocó siete años después con la Sentencia 61/1997 del Tribunal Constitucional (TC), de 20 de marzo, que la derogó en su casi totalidad, casi un año después de terminado anticipadamente el cuarto mandato del periodo socialista. El Tribunal entendió que la ley dejaba sin margen en el desarrollo de sus competencias a las comunidades autónomas y estrechó el marco de las competencias estatales.

A iniciativa del Gobierno del presidente Aznar se aprobaba, un año después de esa sentencia, la Ley 7/1997, de 14 de abril, de medidas liberalizadoras en materia de suelo y colegios profesionales, anticipo de la Ley 6/1998, de 13 de abril sobre régimen de suelos y valoraciones, que vería la luz un año después y que estaría en vigor –con algunas modificaciones menores y una nueva Sentencia del TC, la 164/2001, que nuevamente reforzaba las competencias autonómicas y locales– entre 1998 y 2007, es decir, a lo largo de toda la fase de generación de la burbuja inmobiliaria.

El preámbulo de la Ley 6/1998 era sumamente explícito respecto a su posicionamiento como giro estructural cuya finalidad era aumentar la oferta de suelo inmobiliario:

“Las sucesivas reformas de nuestra legislación urbanística han ido incrementando la complejidad de este sector del ordenamiento jurídico al multiplicar, a veces innecesariamente, las intervenciones administrativas en las distintas fases de los procesos de desarrollo urbano, lo que, unido a la limitación de la oferta de suelo, ha contribuido decisivamente a demorar hasta extremos irrazonables la conclusión de las operaciones de urbanización y ulterior edificación, haciendo imprevisible su coste y dificultando una adecuada programación de las correspondientes actividades empresariales, con el consiguiente encarecimiento del producto final”.

Se planteaba así una crítica radical de la ley anterior: la última de dichas reformas, llevada a cabo por la Ley 8/1990, de 25 de julio:

“llevó esta línea de tendencia a sus últimas consecuencias y su fracaso, que hoy es imposible ignorar, reclama una enérgica rectificación cuyo norte no puede ser otro que la búsqueda de una mayor flexibilidad que, de un lado, elimine los factores de rigidez que se han ido acumulando y, de otro, asegure a las Administraciones públicas responsables de la política urbanística una mayor capacidad de adaptación a una coyuntura económica cambiante, en la que los ciclos de expansión y recesión se suceden con extraordinaria rapidez”.

Las reformas estructurales que pretendía la ley pueden resumirse en las tres siguientes. En primer lugar, como objetivo central, la ley pretende facilitar el aumento de la oferta de suelo, haciendo posible que “todo el suelo que todavía no ha sido

incorporado al proceso urbano, en el que no concurren razones para su preservación, pueda considerarse como susceptible de ser urbanizado”. Redefinía las clases de suelo: suelo urbano, suelo no urbanizable y resto, todo el suelo urbanizable:

“En ese amplio suelo urbanizable que, siguiendo este criterio, delimiten los planes, podrán, por lo tanto, promoverse actuaciones urbanísticas en los términos que precise la legislación urbanística en cada caso aplicable, y siempre, naturalmente, de conformidad con las previsiones de la ordenación urbanística y de los planes y proyectos sectoriales, asegurándose por su promotor la ejecución, a su costa, de las infraestructuras de conexión con los sistemas generales que la naturaleza e intensidad de dichas actuaciones demande en cada caso e, incluso, el reforzamiento y mejora de dichos sistemas generales cuando ello resulte necesario, exigencias mínimas éstas que por su carácter de tales contribuyen a delimitar las condiciones básicas del ejercicio del derecho de propiedad”<sup>22</sup>.

En segundo lugar, establecía que el derecho de los propietarios de suelos urbanizables a promover sus suelos, desarrollando la *iniciativa urbanística*, al estilo de los que unos años antes había hecho la ley urbanística de la Comunidad Valenciana (ley 6/1994, de 15 de noviembre) con la figura del agente urbanizador (que no estaba necesariamente vinculado a la propiedad).

En sus artículos 15 y 16, la ley establecía las reglas básicas para el ejercicio del derecho de los propietarios de suelo urbanizable (el no protegido) a su transformación, instando a la administración local correspondiente a la aprobación del correspondiente planeamiento de desarrollo. Así:

1. El derecho a promover la transformación del suelo urbanizable, mediante la presentación ante el Ayuntamiento del correspondiente planeamiento de desarrollo para su tramitación y aprobación, se podrá ejercer desde el momento en que el planeamiento general delimite sus ámbitos o se hayan establecido las condiciones para su desarrollo.
2. En otro caso, las comunidades autónomas, a través de la legislación urbanística, regularán la tramitación, determinaciones y contenido de la documentación necesaria para proceder a esa transformación. Asimismo, esta legislación regulará los efectos derivados del derecho de consulta a las administraciones competentes sobre los criterios y previsiones de la ordenación urbanística, de los planes y proyectos sectoriales, y de las obras que habrán de realizar a su costa para asegurar la conexión con los sistemas

<sup>22</sup> El preámbulo sigue así: “El régimen urbanístico del suelo prescinde así de imponer a los propietarios un sistema de actuaciones programadas por la Administración, sin datos ni garantías efectivas que aseguren su ejecución, que ésta sólo está en condiciones de ofrecer en relación a sus propias actuaciones. Ello no implica, en ningún caso, una renuncia a la función directiva y orientadora que es consustancial a la idea de plan. Muy al contrario, la Ley parte del efectivo ejercicio de esa función por el planeamiento general, que puede y debe fijar en todo caso la estructura general del territorio, esto es, la imagen de la ciudad que la comunidad que lo aprueba considera deseable, ya que ésta es una referencia de la que, en ningún caso, puede prescindirse”.

generales exteriores a la actuación de conformidad con lo dispuesto en el punto 3 del artículo 18 de esta Ley. Dicha legislación fijará, igualmente, los plazos de contestación a la referida consulta.

En tercer lugar, en lo que concierne a los criterios de valoración del suelo, la ley optaba por establecer un sistema que trata de reflejar el valor *real* que el mercado asigna a cada tipo de suelo, renunciando así formalmente a toda clase de fórmulas que contradecían esa *realidad* y constituían fuente de conflictos, proyectando una sombra de *injusticia* que “resta credibilidad a la Administración y contribuye a deslegitimar su actuación” (preámbulo de la ley).

Se eliminaba así la llamada dualidad de valores, inicial y urbanístico, a la que habían quedado ya reducidos los cuatro valores diferentes que estableció en su día la versión primera de la Ley del Suelo, de forma que, a partir de ahora, no habrá ya sino un solo valor, el valor que el bien tenga realmente en el mercado del suelo, único valor que puede reclamar para sí el calificativo de justo que exige inexcusablemente toda operación expropiatoria. A partir de este principio básico, la ley se limita a establecer el método aplicable<sup>23</sup> para la determinación de ese valor, en función de la clase de suelo y, en consecuencia, del régimen jurídico aplicable, así como de sus características concretas.

Por su contraste con las normas garantistas de las leyes del suelo anteriores, el cambio de la regulación del suelo que tuvo lugar en 1998 es uno de los aspectos más frecuentemente citados entre los factores que originaron las condiciones en que se desarrolló la burbuja inmobiliaria. También es de los más polémicos. Con frecuencia se la ha criticado “...más que permitir una genuina liberalización del suelo introdujo una cierta desregulación del suelos, con el peligro de exacerbar los fallos y externalidades negativas de los mercados del suelo” (Parejo y Roger, 2007).

<sup>23</sup> Este método es, tanto en el suelo no urbanizable como en el urbanizable aún no incluido en un ámbito de su desarrollo, el de comparación con los valores comprobados de otras fincas análogas, habida cuenta de su régimen urbanístico, situación, tamaño y naturaleza, así como de los usos y aprovechamientos permitidos por el planeamiento. Para los casos en que esa comparación no sea posible, en los citados suelos —sin desarrollo previsible a corto plazo— el método alternativo será el de capitalización de las rentas reales o potenciales del suelo de acuerdo con su estado y naturaleza (método tradicional).

En el suelo urbano y en el urbanizable incluido en ámbitos delimitados por el propio planeamiento general o con posterioridad al mismo, para los que se hayan establecido las condiciones de desarrollo, el método de cálculo consistirá en la aplicación al aprovechamiento correspondiente del valor básico de repercusión recogido en las ponencias catastrales para el terreno de que se trate, valor que de conformidad con lo dispuesto en la Ley 39/1988, reguladora de las Haciendas Locales, refleja los valores de mercado, puesto que las valoraciones catastrales se fijan a partir de un estudio previo de dichos valores. Finalmente y para el caso de que no existan o no sean aplicables los valores de las ponencias catastrales por haber perdido vigencia o haberse modificado el planeamiento, el valor básico de repercusión se calculará por el método residual, comúnmente utilizado en el ámbito inmobiliario, en sus distintas modalidades, tanto por el sector público como por el privado.

En cualquier caso, aunque la ley fue anulada por el Tribunal Constitucional (TC) a los nueve años de su publicación, su impacto fue bastante relevante, a través de su influencia en dos canales:

- Los desarrollos autonómicos de normas de suelo posteriores.
- Las revisiones del planeamiento realizadas por los ayuntamientos a la sombra de la ley estatal o de las nuevas normas autonómicas.

Cuando aún no se había pronunciado el TC respecto a las competencias autonómicas, tras el giro copernicano de la ley de 1998 se sucedieron varias *normas autonómicas* relevantes para remarcar la nueva tendencia. Se trataba de las leyes de suelo de Castilla y León en 1998 y 1999; de la Región de Murcia en 1992; de Madrid en 2002<sup>24</sup>; y de Andalucía en 2002 y 2005.

Según Vaquer (2007), entre 1998 y 2006 se llegaron a aprobar o a revisar los planes de ordenación urbana de 2.224 municipios, de los que 71 correspondían a capitales de provincia o municipios de más de 500.000 habitantes. La incidencia del planeamiento fue pues bastante significativa.

Aunque el espíritu de la Ley –aireado lógicamente por los responsables y los medios como la solución a todos los problemas– era frenar y estabilizar el precio de la vivienda, introduciendo masivamente nuevos suelos en el mercado, lo que realmente marcó muchas decisiones y contribuyó a alimentar la burbuja especulativa fue la expectativa de grandes ganancias por la recalificación masiva de terrenos rústicos en suelos urbanizables que la nueva ley ponía en bandeja a los ayuntamientos. Se generaba así el efecto contrario al perseguido: lejos de generar un descenso o una mayor estabilidad de precios, contribuyó a la mayor burbuja inmobiliaria de Europa.

Hasta entonces la forma más primaria de *especulación inmobiliaria* –comprar suelo no urbanizable esperando su revalorización cuando fuera recalificado–, implicaba un juego de equilibrios de riesgos o de comportamientos ilegales por el eventual uso de información privilegiada o interesada, según los casos, complejo y en todo caso nunca masivo. Al declarar todo suelo no explícitamente protegido como potencial y jurídicamente urbanizable, introduciendo incluso la iniciativa privada y hasta la no propietaria en el proceso de puesta en carga y en valor del terreno, la especulación se hacía masiva. Era la monetización masiva de suelos.

Sin embargo, ha de tenerse en cuenta que el proceso de recalificación, plan a plan, caso a caso, seguía siendo complejo y gradual, garantista hasta cierto punto. La ley contemplaba los suelos en negativo, pero ello *no hacía automáticos los procesos urbanísticos*. Todos los terrenos no protegidos eran desde 1998 susceptibles de ser objeto de una iniciativa pública o privada para su urbanización y edificación, pero había que cumplir los procedimientos autonómicos y municipales estableci-

<sup>24</sup> La Ley de Suelo 9/2001, de 17 de junio.

dos en las correspondientes figuras del planeamiento municipal. Intervénían otras administraciones con sus informes preceptivos, desde las responsables de medio ambiente y agua hasta las de infraestructuras y viarios.

La consecuencia fue doble:

1. La configuración de un puzzle de difícil gestión. Se había abierto una casuística infinita que los posteriores desarrollos normativos autonómicos y del planeamiento hicieron aún más compleja.
2. La extensión de la especulación que podríamos denominar blanca: la toma de decisiones basada en expectativas de urbanización en situaciones que implicaban diferentes pasos legales y que estaban sujetas a los más diversos, difíciles e inciertos resultados.

En definitiva, la ley de 1998 abrió un periodo de muchos años –precisamente, los de creación de la burbuja– de alta incertidumbre sobre el destino final de los suelos no protegidos –incluso de estos, toda vez que fuera posible levantar su protección– y de muy difícil evaluación por los agentes participantes en el mercado residencial: promotores privados, entidades bancarias, propietarios y administraciones con competencias. Esta incertidumbre alimentó la especulación más allá de los fundamentos, tanto en precios como en volúmenes, desencadenando los clásicos patrones de comportamiento irracional de los agentes en una burbuja y en su consecuente explosión.

### ■ 2.1.2. La reforma de 2007: el espacio estatal para un giro hacia el desarrollo sostenible

Hasta tres años después del cambio de gobierno derivado de las elecciones del 17 de abril de 2004 (presidencia de Rodríguez Zapatero), no se publica una nueva reforma de la regulación estatal del suelo: la Ley 8/2007 del Suelo, de 28 de mayo<sup>25</sup>. La ley de 1998 derogada entonces había estado vigente pues todo el periodo de creación de la burbuja: una primera parte en el mandato del PP (seis años, hasta mayo de 2004) y una segunda en el del PSOE (los mencionados tres años). Su nueva ley del suelo no es promulgada por el nuevo Gobierno hasta la última parte de su mandato y no se ejecuta hasta 2007, cuando ya comenzaba a derrumbarse el proceso especulativo de la burbuja inmobiliaria<sup>26</sup>. Después, esta ley se fundiría en 2015 con la Ley 8/2013, de 26 de junio, de rehabilitación, regeneración y renovación urbanas conformándose el Real Decreto Legislativo 7/2015, de 30 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Suelo y Rehabilitación Urbana.

<sup>25</sup> El 26/06/08 se publicó en el *BOE* el texto refundido de la Ley del Suelo: Real Decreto Legislativo 2/2008, de 20 de junio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Suelo de 2008.

<sup>26</sup> Mucho se ha escrito y debatido sobre por qué el PSOE, que tenía en su programa electoral la derogación de la ley de 1998, fue tan lento ejecutar una decisión, mientras se acumulaban las tensiones financieras y bloqueaba el acceso a la vivienda para la mayoría. Interesante ver al respecto Sebastián (2015).

Después de las sentencias del TC, la nueva ley se limitaba a las áreas de exclusiva competencia estatal. Según destaca su preámbulo:

“...para ello, se prescinde por primera vez de regular técnicas específicamente urbanísticas, tales como los tipos de planes o las clases de suelo, y se evita el uso de los tecnicismos propios de ellas para no prefigurar, siquiera sea indirectamente, un concreto modelo urbanístico y para facilitar a los ciudadanos la comprensión de este marco común. No es ésta una Ley urbanística, sino una Ley referida al régimen del suelo y la igualdad en el ejercicio de los derechos constitucionales a él asociados en lo que atañe a los intereses cuya gestión está constitucionalmente encomendada al Estado. Una Ley, por tanto, concebida a partir del *deslinde competencial*<sup>27</sup> establecido en estas materias por el bloque de la constitucionalidad y que podrá y deberá aplicarse respetando las competencias exclusivas atribuidas a las Comunidades Autónomas en materia de ordenación del territorio, urbanismo y vivienda y, en particular, sobre patrimonios públicos de suelo”.

Frente a la ley anterior, la nueva reivindica el *desarrollo sostenible*. Así el preámbulo señala que:

“La del urbanismo español contemporáneo es una historia desarrollista, volcada sobre todo en la creación de nueva ciudad. Sin duda, el crecimiento urbano sigue siendo necesario, pero hoy parece asimismo claro que el urbanismo debe responder a los requerimientos de un desarrollo sostenible, minimizando el impacto de aquel crecimiento y apostando por la regeneración de la ciudad existente<sup>28</sup>”.

El artículo 20 del Real Decreto Legislativo 7/2015, de 30 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Suelo y Rehabilitación Urbana, establece los criterios de cesión de aprovechamientos que hacen posible una política pública de vivienda. Así las administraciones públicas competentes en materia de ordenación territorial y urbanística, deberán:

- a) Atribuir en la ordenación territorial y urbanística un destino que comporte o posibilite el paso de la situación de suelo rural a la de suelo urbanizado, mediante la urbanización, al suelo preciso para satisfacer las necesidades que lo justifiquen, impedir la especulación con él y preservar de la urbanización al resto del suelo rural.

<sup>27</sup> “Una Ley, por tanto, concebida a partir del *deslinde competencial* establecido en estas materias por el bloque de la constitucionalidad y que podrá y deberá aplicarse respetando las competencias exclusivas atribuidas a las Comunidades Autónomas en materia de ordenación del territorio, urbanismo y vivienda y, en particular, sobre patrimonios públicos de suelo”. Preámbulo de la ley.

<sup>28</sup> Aunque la UE no tiene competencias en ordenación del territorio ha mantenido históricamente el hilo conductor sobre cohesión: *Estrategia Territorial Europea (ETE)* <https://www.mapa.gob.es/es/desarrollo-rural/planes-y-estrategias/desarrollo-territorial/el-desarrollo-territorial-en-el-ambito-europeo/union-europea/>, o ya en 2006 la *Comunicación* de la Comisión al Consejo y al Parlamento sobre una *Estrategia Temática para el Medio Ambiente Urbano*. La UE propone un *modelo de ciudad compacta* y advierte de los graves inconvenientes de la *urbanización dispersa o desordenada*: impacto ambiental, segregación social e ineficiencia económica por los elevados costes energéticos, de construcción y mantenimiento de infraestructuras y de prestación de los servicios públicos.

- b) Destinar suelo adecuado y suficiente para usos productivos y para uso residencial, con reserva en todo caso de una parte proporcionada a vivienda sujeta a un régimen de protección pública que, al menos, permita establecer su precio máximo en venta, alquiler u otras formas de acceso a la vivienda, como el derecho de superficie o la concesión administrativa.
- c) Esta reserva ha de suponer, como mínimo, los terrenos necesarios para realizar el 40 % de la edificabilidad residencial (porcentaje modificado por la ley de vivienda de 2023 desde el 30 % anterior) prevista por la ordenación urbanística en el suelo rural que vaya a ser incluido en actuaciones de nueva urbanización y el 20 % en el suelo urbanizado que deba someterse a actuaciones de reforma o renovación de la urbanización (elevado desde el 10 % por la ley de vivienda de 2023).

No obstante, dicha legislación podrá también fijar o permitir excepcionalmente una reserva inferior o eximirlos para determinados municipios o actuaciones, siempre que se trate de actuaciones de nueva urbanización, se garantice en el instrumento de ordenación el cumplimiento íntegro de la reserva dentro de su ámbito territorial de aplicación y una distribución de su localización respetuosa con el principio de cohesión social.

Respecto a las valoraciones, el preámbulo de la ley destaca que la reforma de 1998 tenía un denominador común, el de valorar el suelo a partir de cuál fuera su clasificación y categorización urbanísticas, esto es, partiendo de cuál fuera su destino y no su situación real.

“Se llegaba así a la paradoja de pretender que el valor real no consistía en tasar la realidad, sino también las meras expectativas generadas por la acción de los poderes públicos. Y aun en las ocasiones en que con los criterios mencionados se pretendía contener los justiprecios, se contribuyó más bien a todo lo contrario y, lo que es más importante, a enterrar el viejo principio de justicia y de sentido común contenido en el artículo 36 de la vieja pero todavía vigente Ley de Expropiación Forzosa: que las tasaciones expropiatorias no han de tener en cuenta las plusvalías que sean consecuencia directa del plano o proyecto de obras que dan lugar a la expropiación ni las previsibles para el futuro”.

Así, la nueva ley reestablece los criterios de valoración, desvinculando clasificación y valoración y volviendo a los preponderantes antes de 1998:

“Debe valorarse lo que hay, no lo que el plan dice que puede llegar a haber en un futuro incierto. En consecuencia, y con independencia de las clases y categorías urbanísticas de suelo, se parte en la Ley de las dos situaciones básicas ya mencionadas: hay un suelo rural, esto es, aquél que no está funcionalmente integrado en la trama urbana, y otro urbanizado, entendiéndose por tal el que ha sido efectiva y adecuadamente transformado por la urbanización. Ambos se valoran conforme a su naturaleza, siendo así que sólo en el segundo dicha naturaleza integra su destino urbanístico, porque dicho destino ya se ha hecho realidad”.

La ley del suelo de 2007 está vigente aun después de sucederse gobiernos de diferente signo. Como hemos señalado, pasó a refundirse con la Ley 8/2013, dando paso al Real Decreto Legislativo 7/2015, de 30 de octubre<sup>29</sup>, durante el mandato de Mariano Rajoy (PP), que se abriera entre 2011 y 2018. Después, en el de Pedro Sánchez (desde 2018) el texto refundido ha continuado su vigencia.

## ■ 2.2. Urbanismo, suelo y vivienda

Una conclusión clara que cabe extraer de nuestro análisis de las normas nacionales de suelo es que la legislación, con ser importante, no basta para obtener una interpretación del ciclo plan-urbanización-edificación. En la medida en que los terrenos han de ser transformados jurídicamente para que sean edificables, tanto el planeamiento como la gestión urbanística, definidores legales de derechos, resultan esenciales para entender el ciclo de la vivienda y el impacto real de las normas estatales o autonómicas de suelo.

Los últimos 25 años han sido, también para el urbanismo, escenario de grandes cambios. No solo por la sucesión de leyes y sentencias del TC respecto a las normas estatales de suelo que hemos descrito, sino sobre todo, por el giro respecto a los contenidos del planeamiento municipal: el difícil encaje de las preocupaciones sobre la conservación del medio ambiente, los desequilibrios territoriales o las necesidades sociales desbordan el planeamiento tradicional (Ezquiaga, 2023). Además, el planeamiento se enfrenta hoy a una crisis de instrumentos, consecuencia del incremento de la litigiosidad y de las sentencias anulatorias de figuras completas. En total, actualmente hay 94 municipios, que representan un 7,8 % de la población nacional, han sufrido sentencias de nulidad. Por otra parte, no puede soslayarse que existe una crisis de confianza, resultado de la difícil gestión de la contradicción esencial entre las dos grandes funciones del planeamiento: su responsabilidad como garantía de valor para los propietarios y plasmación de la visión del territorio como ámbito de desarrollo del bienestar, la cohesión social y la calidad ambiental. La irrupción de instrumentos ajenos al planeamiento y sin su impacto jurídico, como los planes estratégicos territoriales, es un indicador del desbordamiento mencionado.

### ■ 2.2.1. Crisis de ejecución del planeamiento urbano

Aquí nos detendremos en lo que podríamos llamar la *crisis de ejecución* en que, veinticinco años después de la burbuja inmobiliario-financiera, está hoy inmerso el

<sup>29</sup> Un texto refundido en el que se integran, debidamente regularizadas, aclaradas y armonizadas, la Ley de Suelo, aprobada por el Real Decreto Legislativo 2/2008, de 20 de junio, y los artículos 1 a 19, las disposiciones adicionales primera a cuarta, las disposiciones transitorias primera y segunda y las disposiciones finales duodécima y decimoctava; así como las disposiciones finales decimonovena y vigésima y la disposición derogatoria, de la Ley 8/2013, de 26 de junio, de rehabilitación, regeneración y renovación urbanas.

urbanismo. El planeamiento urbanístico es una competencia municipal necesaria –y obligatoria en toda España– para dibujar jurídicamente y gestionar técnicamente el proceso de creación efectiva del suelo edificable, en el contexto de los equipamientos, las infraestructuras, el patrimonio protegido o el medio ambiente. Su complejidad reside tanto en las restricciones democráticas a que están sometidas sus decisiones políticas como por las regulaciones que debe cumplir. Por eso precisa de ingentes capacidades de gestión para su desarrollo y ejecución.

Sintéticamente, en la evolución de un suelo desde su calificación urbanística hasta la ejecución de una edificación, podríamos distinguir cinco fases comunes a todos los ayuntamientos, que se han de ejecutar consecutiva y formalmente:

- 1) Aprobación del **planeamiento**, sea el plan general (PG), la más completa y ambiciosa, u otra figura, como las normas subsidiarias (NNSS) o la más simple de los proyectos de delimitación de suelo urbano (PDSU). El planeamiento califica los suelos, establece las restricciones y distribuciones de uso, planifica los servicios generales y la estructura viaria, entre otros contenidos, en un proceso recursivo complejo y bajo el control democrático –el pleno municipal y a partir de cierto tamaño la aprobación de la comunidad autónoma– y transparente –plazos de exposición al público, plazos para alegaciones, etc.–.
- 2) **Planeamiento de desarrollo**.
- 3) **Gestión: proyecto de reparcelación** en el que tras constituir la Junta de Compensación se negocia entre los distintos propietarios la distribución de equipamientos, infraestructuras, zonas verdes, etc.
- 4) **Urbanización: proyecto de urbanización**.
- 5) **Ejecución: edificación y consolidación** en la ciudad existente.

El análisis de la situación actual del planeamiento en España realizado en De Santiago (2023) es muy clarificador en relación con la cuestión de sus grados de ejecución. Desde la transición democrática, todos los ayuntamientos deben disponer de planeamiento aprobado, pero en 2023 un 17 % no disponía de ninguna de las figuras en que éste se puede materializar. Este porcentaje parece elevado, aunque implica una mejora espectacular si se compara con el 36 % de 1992 o el 73 % de 1976. En todo caso, en términos de población la cobertura del planeamiento alcanza al 98,6 % de los habitantes.

Las cifras de cobertura del planeamiento son pues aparentemente altas, pero es a costa de un bajo grado de actualización y renovación, lo que implica un alto riesgo de irrelevancia, en un contexto marcado por las transformaciones políticas, sociales y territoriales y por los cambios absolutos y relativos de los precios de la vivienda. Según datos del Ministerio de Vivienda y Agenda Local (MVAL), solo el 25 % de los municipios y de la población española cuentan con un planeamiento redactado con posterioridad a la ley del suelo de 2007, la vigente en la actualidad.

El número de municipios que tienen hoy planeamiento aprobado durante la burbuja inmobiliaria, con la ley de 1998 como marco estatal, es de 1.925, lo que afecta a 15,6 millones de habitantes.

La edad media del planeamiento en España es de 22 años. El grueso de los municipios se concentra entre los 20 y los 25 años. Gipuzkoa es el territorio con una media menor, 14 años, y Almería es la provincia de más antigüedad, 32 años. Madrid tiene una media de 28 años y Valencia de 25 años, mientras Barcelona se acerca a los 20 años.

El planeamiento se ha extendido a lo largo del periodo democrático, pero no ha ido adaptándose al ritmo deseable a los cambios regulatorios ni a los ciclos. Las exuberancias expansionistas del planeamiento de la etapa de la euforia de la burbuja, alimentada por la inspiración en la ley del suelo estatal de 1998, están presentes en el plazo de la calificación de terrenos en muchas ciudades. La realidad es que estamos ante un excedente de suelos calificados como residenciales –los incluidos en el planeamiento pero que están todavía vacantes– de 228 millones de m<sup>2</sup>, el equivalente a 1,4 millones de viviendas o a 20 años de demanda, según el cálculo de CBR<sup>30</sup>, citado en De Santiago (2023). No es extraño pues contemplar esos solares y terrenos vacíos, abandonados durante dos décadas, que abundan en nuestras ciudades y sus suburbios, que constituyen el paisaje desolado, el legado de la burbuja inmobiliario-financiera. Ésta no fue solo constructiva o inflacionaria, como hemos visto, sino sobre todo, creadora de cantidades masivas de suelo residencial de imposible gestión ni por sus propietarios ni por los ayuntamientos, y que han tenido una escasa absorción por el mercado quince años después.

Una cuestión clave es que la recalificación masiva durante la burbuja, llevada a cabo por la mayor parte de los municipios, ha supuesto la realización irreversible de las plusvalías latentes que tenían previamente los suelos rústicos, por su opción a ser recalificados en el contexto eventual de un plan. Peor aún. Estas plusvalías realizadas en la ejecución de la recalificación masiva de terrenos durante la burbuja se han dilapidado con la paralización de sus desarrollos potenciales –en una crisis de ejecución sin precedentes– y ha limitado la caja de herramientas necesaria para la instrumentación de la intervención directa en las ciudades de que disponían los ayuntamientos hasta 1998.

### ■ 2.2.2. *El exceso de suelo urbanizable: el caso del municipio de Murcia*

Para mostrar la ejecución real del planeamiento aprobado durante la burbuja de 1998-2007 es necesario descender al análisis micro. Un caso concreto en el que ello es posible, es el de Murcia, de interés además por ser, seguramente, repre-

<sup>30</sup> <https://www.cbr.es/insights#informes-de-mercado>

sentativo de la situación de ejecución del planeamiento de muchos ayuntamientos. El municipio de Murcia es objeto de un exhaustivo análisis de la evidencia sobre el grado de ejecución de las sucesivas fases de su planeamiento en García *et al.* (2022). El plan de la ciudad fue aprobado en 2001, tras la ley del suelo de 1998, en pleno inicio de la burbuja financiero-inmobiliaria, pero su alta actividad planificadora no tuvo la misma intensidad en las fases posteriores de gestión y urbanización a la luz del estado de tramitación en que se encuentran las actuaciones previstas en el plan.

El plan cuenta en la actualidad con 1.041 ámbitos de actuación (transformación urbanística), que afectan a 139 km<sup>2</sup>. El 72,3 % de esta superficie tiene ya aprobación definitiva de su planeamiento de desarrollo. Sin embargo, si analizamos el grado de ejecución de las actuaciones en el siguiente hito de la ejecución, el de los proyectos de urbanización, baja al 22,1 % de la superficie afectada.

El desglose del grado de ejecución de los proyectos de urbanización en los distintos tipos de suelo es interesante:

- Suelos urbanos: solo 84 actuaciones con estudios de detalle o unidades de actuación, representativas de un 16,8 % de las superficies previstas, cuenta con aprobación definitiva. En cuanto a las 222 actuaciones a desarrollar mediante planes especiales, la aprobación definitiva alcanza al 48,8 %.
- Suelos urbanizables sectorizados: de los 183 sectores delimitados por el plan general, 91 alcanzaron la aprobación definitiva de su plan parcial, pero solo 43 unidades de actuación han contado hasta ahora con aprobación de su proyecto de urbanización, un 11,2 % de la superficie correspondiente.
- Suelos urbanizables no sectorizados: 36 ámbitos de actuación iniciados a demanda, de los que 33 ya tienen aprobado su plan parcial. A pesar de ello, apenas el 31 % de la superficie ha alcanzado el hito del proyecto de urbanización.

Estos datos muestran un bajo grado de desarrollo del planeamiento aprobado, lo que cuestiona las previsiones expansionistas de 2001, sobre todo teniendo en cuenta que el periodo de vigencia incluye siete años de burbuja inmobiliaria y expectativas muy positivas en vivienda. Según los autores, la actividad de aprobación de planes de desarrollo se concentró en los años previos a 2010, para después ralentizarse, dejando “enormes cantidades de suelo ordenadas en su mayor parte antes de 2010, que condicionarán el desarrollo futuro de la ciudad” (García *et al.*, 2022).

Para analizar el grado de ejecución o consolidación urbana de los proyectos de urbanización aprobados definitivamente, los autores realizan además un análisis empírico por comparación con las ortofotografías de 2001 y 2016 con el fin de determinar el grado de consolidación alcanzado, estableciendo tres niveles:

- Alto: un 21,5 % de la superficie total.
- Bajo: un 37,1 % de la superficie total.
- Sin consolidación: 41,4 % de la superficie total.

Por tanto, un 78,5 % de la superficie planificada no había llegado a ejecutarse completamente. Los suelos urbanizables no sectorizados, y sobre todo, los sectorizados, son los de menor grado de consolidación, mientras los suelos urbanos muestran una ejecución algo mayor. Esto representa un indicador de la artificiosidad de muchas de las actuaciones planificadas al calor del desarrollismo del plan estatal de 1998 y del ambiente de la burbuja inmobiliaria que afectaba a toda España.

### ■ 2.2.3. *El desafío de la oferta de suelos para vivienda protegida y el patrimonio municipal de suelo*

Durante la burbuja, los ayuntamientos fueron acusados de un sesgo recaudatorio en el diseño de sus políticas de intervención directa en la ciudad. El *boom* de la construcción de vivienda tenía un efecto positivo sobre los ingresos tributarios municipales contemporáneos —a través de las licencias y el impuesto sobre la construcción—, pero también sobre los ingresos futuros, por el aumento esperado del catastro del parque de vivienda, base tributaria del impuesto de bienes inmuebles (IBI)<sup>31</sup>, y de una mayor población empadronada, que redundaría en la recepción de mayores transferencias corrientes por participación en los ingresos del Estado (PIE).

Menos conocido es el impacto presupuestario de la gestión de suelos por parte de los ayuntamientos, específicamente, la gestión del patrimonio municipal de suelo (PMS). Los ayuntamientos están obligados a constituir un PMS separado de sus bienes patrimoniales, para regular el mercado de terrenos, obtener reservas de suelo para actuaciones de iniciativa pública —la construcción de viviendas sujetas a algún régimen de protección pública (como la denominada vivienda de protección oficial (VPO)— o facilitar la ejecución del planeamiento. El origen de estos patrimonios es la obligación de cesión al ayuntamiento de un porcentaje del *aprovechamiento* del sector o ámbito correspondiente en el planeamiento de suelo urbanizable, al que nos hemos referida ya. Este porcentaje es regulado como un máximo por las leyes de suelo estatales y autonómicas (hoy se eleva al 40 %), pero su materialización depende en buena medida en la actividad de desarrollo urbanístico del municipio.

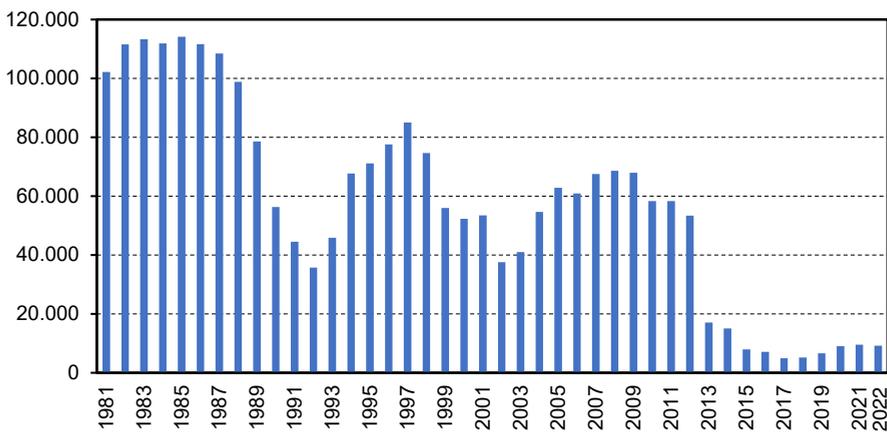
En el gráfico 38 puede contemplarse la producción de VPO desde 1981. La época dorada de la VPO fueron los años ochenta, con más de 100.000 viviendas anuales. Después, cae fuertemente y no se recupera hasta la segunda mitad de la década de los noventa. Tanto en ese periodo como después, durante la burbuja la reactivación fue limitada y no volvió a los niveles de los ochenta. Llama la atención el

<sup>31</sup> Para una discusión sobre el IBI véase Ezquiaga (2000).

desplome observado a partir de 2012, hasta nuestros días, con cifras de producción marginales precisamente en años de fuerte necesidad de vivienda. A pesar de la abundancia de suelos urbanizables, de los tipos de interés cercanos a cero y de la acumulación de demanda potencial, la VPO no fue capaz de volver a despegar. Queda pendiente un debate amplio sobre si la causa de ello ha estado en las limitaciones financieras y presupuestarias de los gobiernos locales después de 2008<sup>32</sup>; en la falta de consenso y legitimidad para implementar políticas de VPO al estilo de las de los ochenta, aun cuando se aplicaran correcciones al modelo; o en las restricciones al crédito bancario que dominaron, a pesar de los bajos tipos de interés, todo el periodo posterior a la crisis.

Gráfico 38

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE VPO 1981-2022  
(Número anual de viviendas)



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

Después de haber sido grandes productores de vivienda pública en los años ochenta y los noventa, gracias a los planes de vivienda estatales y sus subvenciones a los intereses de su financiación, los gobiernos locales comenzaron a percibir en los 2000 el suelo como fuente de ingresos extraordinarios. Con el ascenso de precios del suelo que tuvo lugar desde entonces, las oportunidades para reforzar sus finanzas con la de realización de plusvalías era tentadora, poniendo en el mercado parte de sus reservas de suelo, finalistas o no.

<sup>32</sup> Sobre la crisis financieras de los ayuntamientos después de 2008 puede consultarse Bellod (2014).

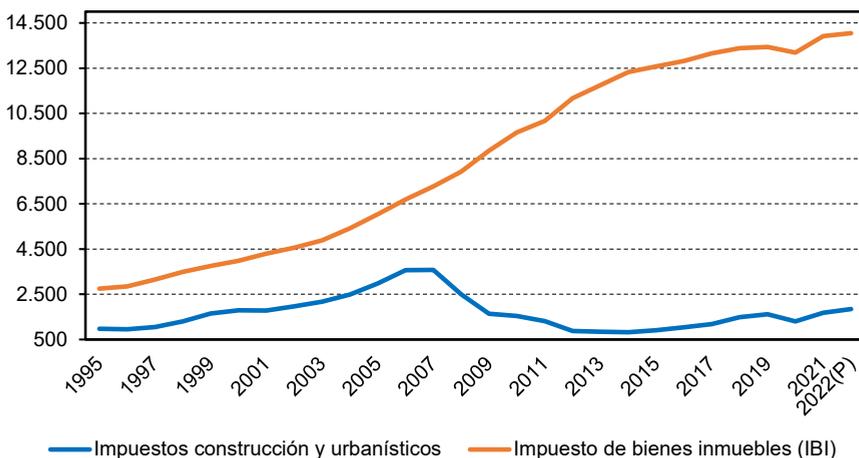
Los ingresos impositivos locales sobre la construcción, las cuotas de aprovechamiento y de urbanización y las licencias de obra dispararon su recaudación durante la burbuja y representaban un peso relevante en relación con el principal impuesto municipal, el impuesto de bienes inmuebles (IBI). En el gráfico 39 se aporta evidencia sobre estos ingresos con datos de la ejecución presupuestaria de la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), que alcanzaron los 4.000 millones de euros anuales entre 2005 y 2007, pero después de 2012 han sido mucho más limitados, mientras aumentaba la recaudación del impuesto de bienes inmuebles (IBI), favorecida por la expansión del parque de viviendas. Por su parte, los ingresos por **enajenación de activos terrenos** mostraron un gran dinamismo en los años de mayor producción de VPO para después caer hasta hacerse marginales. Así en 2006 y 2007 estaban por encima de los 4.600 millones de euros anuales, mientras en 2021 y 2022 apenas superaban los 500 millones de euros.

Conforme se generaba una amplia oferta de promociones privadas de vivienda libre, los ayuntamientos fueron abandonando la producción directa de vivienda pública y vendiendo a las promotoras privadas suelos de propiedad municipal –del patrimonio municipal de suelo– para la edificación de VPO o también del resto de suelos de libre disposición, para vivienda libre.

Muchos ayuntamientos realizaban **subastas competitivas** de sus suelos finalistas, en las que las pujas de precio estaban sesgadas al alza, lo que contribuía a

Gráfico 39

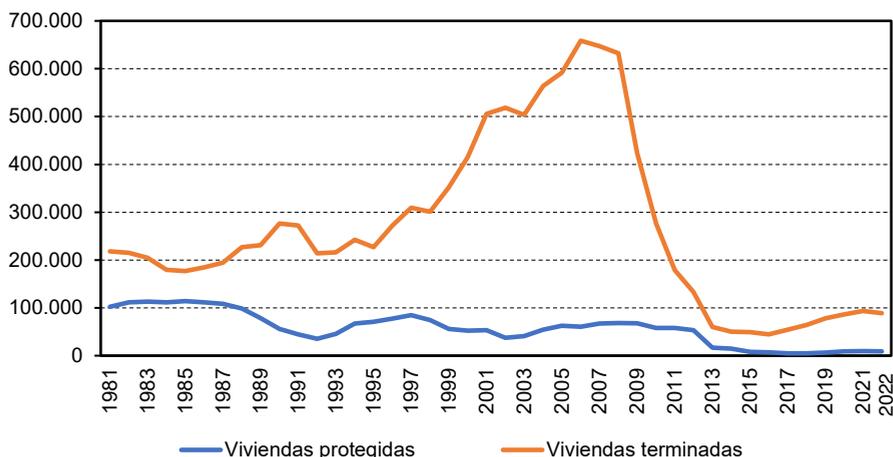
### EVOLUCIÓN DE LA RECAUDACIÓN MUNICIPAL DE IMPUESTOS RELACIONADOS CON EL SUELO Y LA VIVIENDA 1995-2022 (Millones de euros)



Fuente: IGAE.

Gráfico 40

## PRODUCCIÓN DE VPO Y DE VIVIENDA LIBRE 1981-2022 (Número anual de viviendas)



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

las arcas municipales –ingresos extraordinarios por enajenación de activos–. Ello alimentaba la burbuja de precios, en el caso de la vivienda libre, pero en el caso de la VPO, de precio sujeto a un límite máximo, el efecto de las subastas era encarecer el coste de producción de las viviendas, por vía del coste de repercusión del suelo, alentando su abandono por los promotores. Como sus precios de venta al público eran y son limitados, la promoción de VPO dejó de ser rentable y comenzó a reducir su oferta, a pesar de las previsiones de los planes de vivienda y de la financiación disponible.

En paralelo, los PMS comenzaron a estar presionados por otros factores, que fueron conduciendo a su escasez: la nueva ley del suelo de 1998 había reducido el porcentaje obligatorio de suelos desarrollados –fuente de los PMS en muchos casos– que debían destinarse a la promoción de vivienda protegida; y otros usos alternativos, como equipamientos e infraestructuras, introdujeron debates en muchos gobiernos locales sobre el uso exclusivo de los PMS para VPO<sup>33</sup>.

<sup>33</sup> Ya en el periodo postcrisis y abundando en la pérdida de la garantía de destino hacia VPO a que ha conducido la regulación y la práctica urbanística, a partir de la entrada en vigor de la ley 27/2013, de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local, el 31 de diciembre, podían destinar una parte de sus Patrimonios Públicos del Suelo a reducir su deuda comercial y financiera. No obstante, este nuevo destino tenía carácter excepcional, ya que la cantidad dispuesta debía reintegrarse a ese Patrimonio en el plazo máximo de diez años y con cargo a los ingresos corrientes del presupuesto municipal, previa autorización de la administración que ejerce la tutela.

El impacto de la burbuja en los precios explica, paradójicamente, la reducción de la oferta efectiva de vivienda pública o VPO. En los ochenta, la intervención de los gobiernos locales podía “inyectar” suelo a bajo coste para hacer viviendas asequibles, calificando o condicionando la calificación de suelos no urbanizables. Al cambiar la foto urbanística por otra en que los suelos no urbanizables habían pasado a ser excepcionales —al calor de la ley de 1998—, por haber sido calificados masivamente a urbanizables por el planeamiento, ya no cabía usar la capacidad discrecional de determinación urbanística para realizar una política de VPO que fuera masiva rentable para el promotor (público o privado), ni para influir, en general, en el precio de mercado. Además, la reducción de los desarrollos urbanísticos que ha conducido a la superabundancia de suelos sin desarrollar actual, también ha limitado los ingresos de los aprovechamiento y su potencial destino a VPO.

#### ■ 2.2.4. *¿Qué hacer con tanto suelo disponible?*

La sobreabundancia de suelo urbanizable es el saldo que ha arrojado la burbuja sobre el planeamiento, en aparente contradicción con la escasez de viviendas observable en muchas ciudades y las cifras de viviendas sin vender que aún se arrastran desde 2008 y que hemos analizado previamente. Existe un déficit de construcción de viviendas en relación con la demanda potencial, pero también una abundancia de suelo urbanizable sin desarrollar o sin ejecutar, quince años después de explotar la burbuja, y un stock de viviendas sin vender de difícil absorción en el mercado de la propiedad. La desviación hacia el alquiler de parte de este *stock* por las instituciones herederas de las carteras procedentes de las ejecuciones y las daciones en pago de las hipotecas de los promotores (y, en menor medida, de las familias), después de la crisis inmobiliaria y bancaria, ha sido unos de los factores que han permitido un aumento del peso de los alquileres, aunque pequeño.

Como hemos visto, durante la burbuja se calificaron masivamente suelos no urbanizables a urbanizables. Muchos están ahora en un elevado grado abandonados, por no haber sido desarrollados urbanísticamente ni absorbidos por el mercado, como se esperaba entonces. Con la calificación extensiva, de alguna manera, se realizaron, de una sola vez y al mismo tiempo, las *plusvalías latentes* derivadas de la opción de los suelos correspondientes a ser objeto de transición urbanística. Antes de 1998 los propietarios, públicos o privados, podían apropiarse de parte de esas plusvalías, en función del planeamiento aprobado, los equipamientos y según se tratara de edificar vivienda pública o privada. De hecho, la corrupción política y la especulación inmobiliaria tenían con frecuencia como instrumento eficaz “esperar” a la recalificación de un terreno cuya propiedad era adquirida previamente a su paso a una condición urbanizable (ver Bosch, 2022).

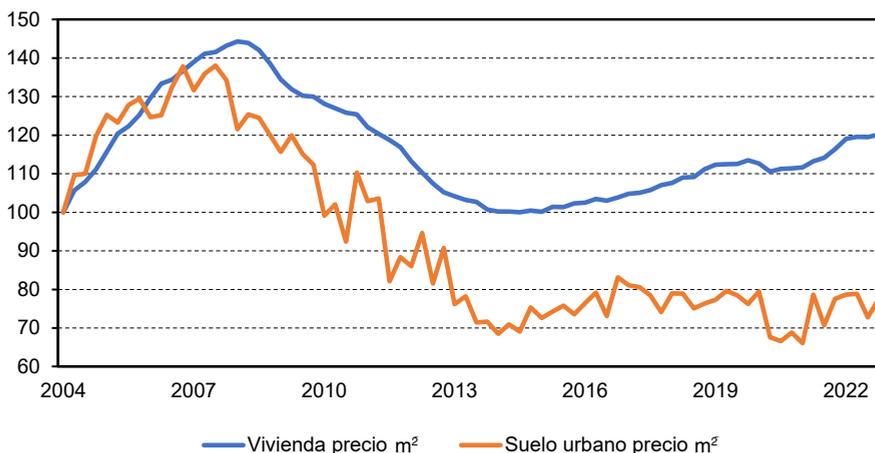
Con la extensión del suelo urbanizable, los instrumentos de intervención pública sobre el territorio o los precios residenciales a disposición de los ayuntamientos son menos eficaces. Por otra parte, el exceso de suelos urbanizables no

desarrollados ha aumentado la burocracia de los procesos municipales, al pasar los planes a ser, en cierta medida, *papel mojado* sobre el que tener que reescribir caso por caso modificaciones altamente costosas en términos procesales.

En el gráfico 41, podemos observar los índices de precios de la vivienda y el suelo urbano. Durante los años de la burbuja, que aquí contemplamos solo desde 2004 por la disponibilidad de la fuente, ambos ascendieron muy agresivamente pero en paralelo. La divergencia entre ambos comienza en 2008, con una caída más acusada en los suelos urbanos que en la vivienda, pero se hace más aguda cuando ésta invierte la tendencia, mientras el suelo urbano permanece en mínimos del periodo.

Gráfico 41

PRECIOS POR M<sup>2</sup> DEL SUELO URBANO Y DE LA VIVIENDA EN EL PERIODO DISPONIBLE 2004-2022  
(Base 100 en 1T2004)



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

La razón de este comportamiento está en que la subida de precios de la vivienda observable desde 2015 tiene su origen en la segunda mano y el alquiler. En contraste con lo sucedido en la burbuja, ahora la producción de vivienda es relativamente baja y el impulso al alza no procede de los suelos –aquí vemos solo el urbano–, quizá todavía caros a pesar de la corrección posterior a la burbuja e instalados en costes de repercusión sobre la vivienda inasequibles.

Aparentemente, la sobreabundancia poscrisis de suelos urbanizables y viviendas sin vender hubieran sido favorables a una mejora de la asequibilidad, por la vía de una corrección intensa de precios de la vivienda y, al menos desde 2018,

también por recuperación del empleo y los salarios nominales. Por el contrario, como hemos visto en el capítulo anterior, las subidas del precio de la vivienda en propiedad o en alquiler en las grandes ciudades y las poblaciones de alta exposición turística vuelven a mostrar una **crisis de asequibilidad** que comparten aunque en menor medida otras ciudades.

La búsqueda de las causas nos obliga a mirar al planeamiento. En definitiva, es necesario actualizar, dinamizar y revisar el planeamiento urbanístico existente para, más allá de la mera calificación de suelos urbanizables, aumentar la disponibilidad real de suelos que se ajusten a la demanda posible y sean financiables. Hay que reforzar la autoridad pública en los procesos de gestión micro de la ordenación del territorio y el planeamiento, en la relaciones público-privadas, donde lo normativo debe confluir con la colaboración. La burbuja inmobiliaria, con su recalificación masiva de terrenos hace que las autoridades urbanística no puedan ya disponer de los instrumentos de intervención en la ciudad con que pudieron ejercer sus competencias en los ochenta y parte de los noventa: la discrecionalidad de la recalificación condicionada a objetivos relacionados con el bien común, como la creación de condiciones de suelo para permitir una oferta asequible de vivienda, fuera pública o protegida ya no es posible.

Albergar a los hogares que actualmente no pueden acceder a la vivienda en condiciones asequibles, sea con vivienda privada o vivienda pública, en propiedad o en alquiler, requerirá un **esfuerzo de gestión** muy intenso y prolongado durante años, y precisará de un nuevo consenso entre todos los niveles administrativos. Esta es una de las claves del puzle de la vivienda en España sobre la que nos detenemos a continuación.

### ■ 3. LAS POLÍTICAS DE VIVIENDA, LA VPO Y LA LEY DE VIVIENDA

#### ■ 3.1. Planes de vivienda y políticas de vivienda

Aunque la primera ley estatal reguladora del derecho a la vivienda desde la aprobación de la Constitución es la de 2023, el Estado español ha canalizado sus políticas de vivienda a través de los planes de vivienda. Hasta 2008 en que explota la burbuja inmobiliaria española, se venía realizando una notable asignación de fondos públicos a la vivienda, a través de ayudas indirectas –beneficios fiscales en el IRPF del nuevo propietario que financia su compra– y de ayudas directas –la vivienda de protección oficial (VPO), fundamentalmente–. Estas ayudas han tenido una amplia repercusión sobre una población creciente a lo largo de las tres décadas que van de los años ochenta a los 2000.

Los planes de vivienda respondieron, tanto en su diseño como en su contenido, a la formulación de una política de vivienda basada en tres conceptos fundamentales:

- Fomento de la producción de un volumen creciente de viviendas.
- La ocupación de nuevos suelos, con el consiguiente crecimiento de las ciudades.
- Apuesta por la tenencia en propiedad como forma esencial de acceso a la vivienda de los hogares.

Los tres estaban vinculados a un objetivo común: el de dinamizar, a través del sector inmobiliario, el crecimiento económico. Buscaban pues favorecer la contribución de la construcción y de la inversión en vivienda al crecimiento del PIB. Por supuesto, la equidad –apoyo a grupos sociales desfavorecidos– o la eficiencia son otras dos importantes razones que justificarían la intervención en el mercado de la vivienda<sup>34</sup>.

Este enfoque contrastaba con lo que sucedía en otros países de Europa, aunque limitadamente. Es cierto que las políticas de vivienda se centraron tras la II Guerra Mundial en la creación de importantes parques de vivienda destinada al alquiler, de promoción pública y sobre suelos públicos. Su atención a los inquilinos, la gestión de cobros o la conservación física y el mantenimiento de han configurado en esos países como un servicio público a largo plazo, de provisión normalmente municipal y gestión público-privada. En contraste, la debilidad del Estado de bienestar, la fortaleza del sector inmobiliario privado y del sistema hipotecario y la relevancia de los apoyos intrafamiliares han sido siempre factores singulares que han marcado un rumbo distinto al de muchos países europeos.

La intervención en el mercado de la vivienda a través de instrumentos públicos se distingue, por una parte, entre ayudas directas o indirectas, y por otra, entre las orientadas a oferta o demanda. Otro de los instrumentos es el normativo. Entre las ayudas directas suelen incluirse las orientadas a la oferta, principalmente, las denominadas viviendas de protección oficial, tanto si se trata de subvenciones a la promoción privada de este tipo de viviendas, como por la propia promoción pública. Además, otras ayudas directas son las orientadas a la demanda, como las transferencias en especie. Entre las ayudas indirectas, los beneficios fiscales y las subvenciones a los tipos de interés de la hipoteca del comprador final son las principales. La regulación económica, con el control de los precios de los alquileres como principal instrumento, es otro de los instrumentos de política de vivienda.

<sup>34</sup> Pareja y Sánchez (2012) destacan otras razones que suelen señalarse para justificar la intervención directa o reguladora en el mercado de la vivienda: estabilidad y reducción de riesgos en el mercado; mejorar el funcionamiento del mercado mediante mayor transparencia y fiabilidad de la información; garantizar una intervención neutral respecto a la decisión de la demanda propiedad/alquiler; promover la innovación; contrarrestar shocks externos; coordinación horizontal con otras políticas, como el urbanismo, el medio ambiente o la renovación urbana; coordinación vertical entre distintos niveles de la administración.

La VPO ha sido el principal instrumento de la política pública de vivienda, sobre todos en los años ochenta y parte de los noventa. Del total de las viviendas construidas entre 1962 y 2020, el 31,5 % tuvieron calificación oficial de *protegidas* (VPO). Se trataba de unidades residenciales muy estandarizadas en calidades y dimensiones que eran objeto de un apoyo directo, a través de la asignación por los ayuntamientos de suelo exclusivo, con cargo a sus PMS. Además gozaban del apoyo público indirecto, vía los convenios de subvención de tipos de interés o vía régimen de desgravación fiscal en IRPF. En ese periodo, según el Ministerio de la Vivienda, las VPO acumularon 5,7 millones de viviendas terminadas, lo que significa que un 30 % del parque actual de viviendas principales fueron o son VPO. Puede decirse que las VPO fueron un instrumento clave para garantizar la satisfacción de la demanda de vivienda derivada del dinamismo de la creación de hogares.

La crítica más relevante que se ha realizado de este instrumento tiene relación con una cuestión de la legitimidad con que se asignaron mayoritariamente mediante la venta propiedad (con la hipoteca protegida correspondiente) y no en alquiler. Se promovieron al amparo de la marca VPO por aplicación de un régimen de protección pública determinado. En su mayoría y pese al importante esfuerzo público realizado en su apoyo financiero o fiscal, su promoción o, incluso en las de promoción pública, su construcción, han ido dejando de estar sujetas, en plazos relativamente cortos, a sus limitaciones iniciales a la venta o el alquiler. Esos 5,7 millones de viviendas que tenían originariamente la distinción VPO forman ya parte, en su inmensa mayoría, del parque de viviendas libres. De su origen no queda otra señal que la placa que, cada vez menos frecuentemente, se conserve aún en su portal exterior o descanse en el lejano recuerdo de sus compradores originarios.

Esto es importante si se tiene en cuenta la diferencia de precio entre el actual y el que tenían cuando se construyeron. La VPO puede criticarse, desde la perspectiva actual, por haber dilapidado sus posteriores plusvalías latentes a efectos de política pública, pero fue, en cualquier caso, una fuente de vivienda asequible en los ochenta y noventa muy relevante, por precio y por la subvención de su coste de financiación, antes del euro<sup>35</sup>. Si su oferta hubiera podido mantenerse competitiva durante la burbuja quizá todo hubiera sido diferente.

### ■ 3.1.1. Franquismo y transición democrática

La transición democrática fue bastante continuista respecto a los instrumentos de la política de vivienda del franquismo. Ésta estaba marcada por la figura de la vivienda de protección oficial (VPO), creada en 1967 y que constituye un claro ejemplo de ayuda directa orientada a la oferta, a la promoción –junto a otras figuras–, y los dos planes de vivienda plurianuales que se desplegaron: el Plan 1956-1960 y el Plan 1961-1976. Los planes estimulaban la actividad inmobiliaria, para lo que

<sup>35</sup> Para una discusión en detalle sobre la VPO véase Trilla y Bosch (2018).

ofrecían facilidades crediticias en apoyo del objetivo de conseguir viviendas para amplias capas sociales.

Debe recordarse que el periodo de la transición democrática está marcado por fuertes flujos de migración interna, desde las áreas rurales hacia Madrid y Barcelona, así como hacia las ciudades emergentes que desplegaban sus polígonos industriales apoyados por el propio Estado. Los asentamientos espontáneos de baja calidad fueron formado poblados y barriadas suburbanas, en medio de un caos urbanístico generalizado, mientras la especulación inmobiliaria era el motor del crecimiento urbano y de las decisiones de edificación.

La VPO estaba orientada a la consecución de la propiedad para las familias, típicamente mediante el equivalente a alquileres a largo plazo con opción de compra que el inquilino terminaba por ejercer. Durante el régimen, la VPO no fue nunca, sin embargo, un instrumento masivo de acceso a la vivienda y la vivienda protegida fue perdiendo peso en el conjunto de la creación de vivienda. Tampoco el alquiler dio soluciones a las necesidades de vivienda que el dinamismo demográfico y las intensas migraciones interiores exigían. Durante el franquismo las viviendas alquiladas pasaron de un 54 % del parque en los años cincuenta a solo un 23 % a principios de los años ochenta<sup>36</sup>. En paralelo, crecían los poblados de las denominadas *chabolas*, infraviviendas autoconstruidas por la inmigración interior en los márgenes y barriadas de las grandes ciudades generadoras de empleo, en condiciones de elevada precariedad, sin servicios ni equipamientos.

Tras la Constitución española, con los primeros gobiernos plenamente democráticos, la implantación del nuevo impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y el despliegue de las instituciones democráticas del nuevo Estado autonómico, las políticas de vivienda fueron revisadas, aunque mantuvieron su orientación al desarrollismo y la propiedad. En 1978 se unificaban en una sola categoría todas las modalidades de VPO que coexistían, pasándose a completar este instrumento de oferta con ayudas a la demanda.

### ■ 3.1.2. De 1981 a 2007: el auge y declive de la VPO

La oferta de vivienda protegida vivió un renacimiento en el inicio de los ochenta, de la mano de los gobiernos socialistas<sup>37</sup>. El ejercicio de la capacidad de los ayuntamientos de ofrecer suelos a precios asequibles coherentes con los precios límite de la VPO, mediante sus intervenciones vía patrimonio municipal de suelo, junto al éxito de las subvenciones a los tipos de interés en una etapa caracterizada por

<sup>36</sup> Datos citados por Pareja (2012).

<sup>37</sup> El caso paradigmático de vivienda protegida de promoción pública fue el de la Empresa Municipal de Vivienda y Suelo (EMVS), creada por Enrique Tierno Galván, el primer alcalde de la etapa democrática de Madrid, en 1981. Esta empresa pública promovía VPO para su venta a particulares.

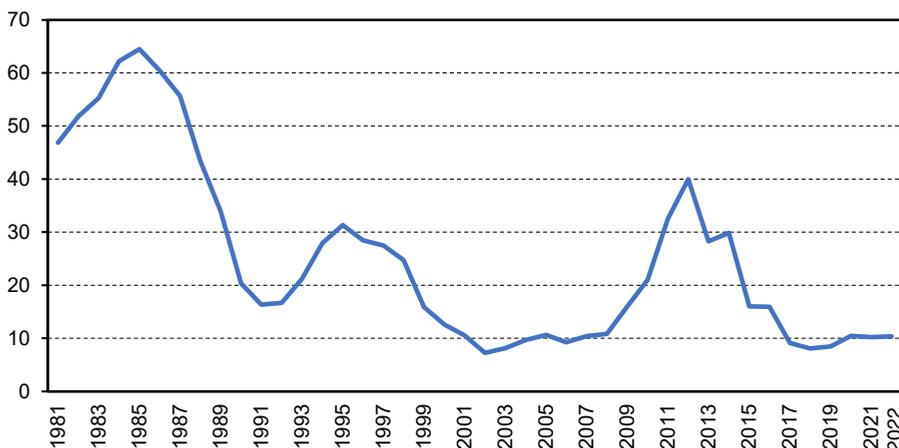
los muy altos tipos de interés de la peseta, garantizaron que la fuerte demanda de vivienda derivada del dinamismo demográfico y de las mejores perspectivas económicas que suponía la entrada de España en la entonces CEE, fuera cubierta de manera equilibrada entre VPO y mercado libre.

La importancia de VPO estuvo marcada por dos etapas claramente diferenciadas. En la primera, que abarcaría hasta la entrada la incorporación de España a la UEM de 1999, el mecanismo de subvención de los muy altos tipos de interés de la peseta era muy importante como apoyo a la demanda. Son los años de gran producción de vivienda protegida. En la segunda etapa, la sustitución de la peseta por el euro supuso un descenso de los tipos de interés de las hipotecas, mientras la brecha creciente entre precio tasado y libre en un contexto de recalificación masiva de suelos, fenómenos a los que ya nos hemos referido, originaron el declive relativo y absoluto de la VPO hasta 2007.

Un elemento a destacar en el periodo fue la difícil concurrencia de políticas de vivienda entre el Estado y las distintas comunidades autónomas. El TC clarificó el reparto de competencias en su Sentencia 152/1988, que dejaba al Estado la responsabilidad del diseño de las políticas –incluida la determinación del valor del módulo de la VPO– y la firma de los convenios con las entidades financieras y a las comunidades la ejecución y gestión, así como la posible firma de convenios complementarios.

Gráfico 42

### PESO DE LA PRODUCCIÓN DE VIVIENDAS PROTEGIDAS 1981-2022 (Porcentaje sobre el total de viviendas terminadas)



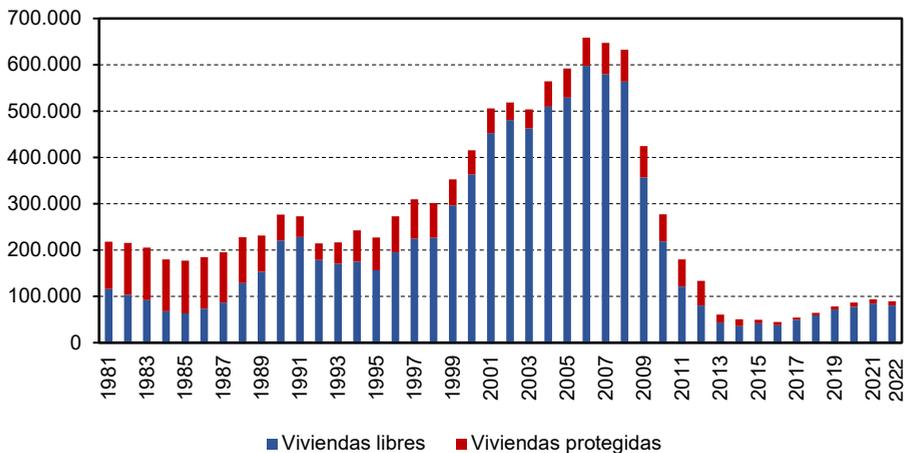
Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

Las VPO eran edificadas fundamentalmente por promoción privada, pasaban a ser propiedad de sus beneficiarios bajo distintas fórmulas y quedaban liberadas de las restricciones a su venta o alquiler, bien en la práctica, por ausencia de controles suficientes, o bien oficialmente después de un plazo determinado, en función del modelo –con frecuencia a los diez años–.

Entre 1981 y 1989 en España se terminaron más viviendas de protección oficial que viviendas libres: 950.000 frente a 882.000 unidades. Al inicio de los años noventa se terminaban unas 44.000 unidades anuales de VPO, cifra que iría subiendo hasta un máximo de 97.000 en 1997. Después, durante la burbuja del mercado de la vivienda, la construcción de VPO –todavía significativa en unidades– comenzó a representar un peso mucho menos representativo en la producción total y cae hasta unas 68.000 unidades en 2008. A partir de ese año se convierte en marginal, también en términos absolutos, con unas 9.000 viviendas desde 2015. La comparación con el total de viviendas terminadas en el mercado libre es ilustrativa.

Gráfico 43

### PRODUCCIÓN DE VIVIENDAS TERMINADAS LIBRES Y PROTEGIDAS 1981-2022 (Número de viviendas)



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

Los planes implicaban la firma de **convenios para VPO** entre entidades de depósito –que eran el centro del proceso– y las administraciones autonómicas, que fijaban, según les correspondía, los volúmenes destinados a financiar los planes de construcción de viviendas, con préstamos a tipo de interés subsidiado, tanto al promotor como al comprador final, por los presupuestos generales del Estado (PGE). La financiación privilegiada en los años de elevada inflación y de tipos de interés reales muy altos –los previos al nacimiento del euro en 1998– era relevante

como apoyo financiero y reforzaba así el triángulo entre entidades, promotores y compradores.

Este esquema se reproduciría finalmente en el mundo de la vivienda libre, conforme descendían los tipos de interés del mercado –los del euro, en contraste con los históricos de la peseta, que todavía eran parte de la memoria histórica reciente de las familias–, mejoraba la capacidad financiera de los hogares –sobre todo, a partir de la incorporación de España a la entonces CEE en 1986– y ganaban relevancia las deducciones fiscales de carácter universal en el IRPF y del IVA (desde 1987). En los años noventa el peso de las VPO se fue haciendo cada vez más marginal.

Cabe preguntarse por qué fracasó la política de VPO a partir de 1998: en el contexto de burbuja de precios, la producción de viviendas fue cubierta por la oferta de vivienda libre. En primer lugar, hay que señalar que la diferencia entre el precio de la vivienda libre y el de la VPO fue ensanchándose con el ascenso del precio de las primeras durante la burbuja inmobiliaria (ver gráfico 44).

Esto desencadenó procesos contraproducentes en oferta y demanda:

- En la oferta, los promotores encontraban cada vez menos atractiva la producción de VPO mientras ocurría lo contrario en la vivienda libre. Conforme los precios del mercado libre se distanciaban al alza de los precios tasados de la VPO, los precios del suelo reservado por el planeamiento para la vivienda protegida siguieron más a los primeros que a los segundos. Los ayuntamientos realizaban, como hemos mencionado ya, subastas competitivas de suelos en las que el contagio de la inflación de precios de la burbuja era cada vez más evidente, aun cuando el suelo fuera finalista (PMS). Tener que comprar suelos cada vez más caros, sin poder repercutirlos en las viviendas finales, por su precio máximo (modulo), hacía a los promotores más difícil producir rentablemente, por lo que terminaban por abandonar esta actividad.
- En la demanda, la euforia irracional de la burbuja, con su promesa de precios indefinidamente al alza, generaba unas expectativas sesgadas, que alcanzaron también a las familias. Las amplias capacidades de financiación que estaba otorgando el sistema bancario y el atractivo de las desgravaciones fiscales constituyeron también un señuelo para muchas familias, que se lanzaban a compras en el mercado libre aun cuando su esfuerzo en relación con su renta rebasara los límites razonables de la asequibilidad.

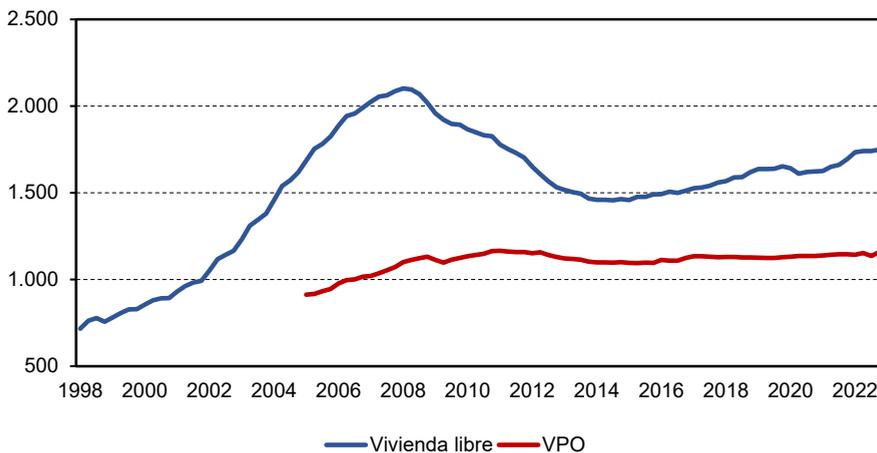
Estos procesos quizá estén detrás del doble salto de precio efectivo medio del acceso a la vivienda que se produce entre 1981 y 2023. En primer lugar, por el efecto de la menor proporción de VPO en las condiciones medias del acceso a la vivienda y por la propia elevación del precio de la vivienda libre. El precio medio de acceso para el total de la demanda de vivienda, que podríamos considerar como una media ponderada entre el precio tasado del que se beneficiaba la demanda

acogida a la VPO y el precio de mercado, ascendía conforme disminuía el peso de la oferta de VPO. El aumento exponencial del precio libre añadía un segundo escalón en el precio medio de acceso.

Solo unas condiciones en las que dominaba la euforia irracional pueden explicar que este doble salto no tuviera efectos visibles sobre la demanda de vivienda hasta que en 2008 cesara radicalmente la burbuja. En un contexto de superproducción privada, por mucho que los precios libres fueran en media inasequibles para la mayoría de los potenciales compradores o inquilinos, las políticas directas de VPO eran ya casi irrelevantes, mientras las indirectas, con las desgravaciones fiscales en el IRPF seguían alimentando la demanda.

Gráfico 44

### EVOLUCIÓN DE PRECIOS POR M<sup>2</sup> DE VIVIENDA LIBRE Y VPO (En euros)



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana, periodos disponibles.

En segundo lugar, durante la burbuja crecía un cuestionamiento de la VPO como instrumento de política económica o social. Por una parte, porque aparentemente el mercado libre estaba *resolviendo* solventemente las necesidades de la demanda potencial de vivienda, como parecerían mostrar las extraordinarias cifras de producción libre. Por otra, no parece que las VPO estuvieran respaldadas por controles administrativos suficientemente estrictos como para asegurar su *legitimidad* social y política. El modelo seguido no estaba enfocado al alquiler<sup>38</sup> de una propiedad pública sino que se materializaba casi exclusivamente a la venta al bene-

<sup>38</sup> En media de 2005 a 2019 la VPO de alquiler han sido el 19,2 % del total. Ver Observatorio de Vivienda y Suelo (2020).

ficiario elegible, con independencia de si éste seguía o no cumpliendo los requisitos como beneficiario con posterioridad. Ello permitía, pasado un plazo legal, su transmisión libre. Es evidente que faltó con frecuencia una voluntad de hacer las teóricas restricciones a la compraventa más efectivas o incluso más estrictas. No era raro, sobre todo en algunos territorios, que en la práctica sus precios finales convergieran con las viviendas del mercado libre.

Dado que sus precios oficiales eran sustancialmente menores que los del mercado libre, en ausencia de un control estricto después de la entrega de llaves, se generaban expectativas de arbitraje en los beneficiados. Algunos terminaban por pagar un plus al precio oficial al margen de la legalidad, justificándose a veces en términos de “mejoras” constructivas del piso acogido al plan correspondiente a VPO.

Aun cuando se beneficiaban de subvenciones al coste de los intereses de la financiación (pre euro), a través de los convenios mencionados, las VPO no podían escapar de la euforia que guiaba la formación de los precios del mercado libre, ya fueran promovidas por el sector privado –la mayoría— o por el público –vía empresas municipales de vivienda— que, a la postre, era lo más relevante en términos coste de oportunidad. Las VPO no podían mantener su función de generar una oferta en condiciones asequibles si, en paralelo, sus promotores no podían acceder a suelos para VPO a precios compatibles con los precios máximos determinados administrativamente en los convenios y los planes de vivienda.

En general, cabe destacar que las políticas de vivienda directas estuvieron muy lejos de poder frenar la escalada de la burbuja, poniendo de manifiesto su incapacidad para incentivar una oferta que cubriera la demanda potencial mientras las condiciones del mercado de suelo finalista destinado a viviendas protegidas no estuvieran alineadas. Esto parece poner de manifiesto que no era el conjunto de factores condicionantes de la producción lo que guiaba sus diseños, sino el apoyar la producción y el crecimiento, suponiendo que los mecanismo de formación de precios de suelos se ajustarían a los de la viviendas protegidas, incluso en una burbuja inmobiliaria. Cuando la oferta dejó de estar interesada en ello, simplemente desapareció, y ni siquiera se fue capaz de mantener la protección para las capas sociales más vulnerables.

Pareja (2012) estima que el gasto presupuestario directo e indirecto destinado a las políticas de vivienda pasó del 1,08 % del PIB en 1997 al 0,85 % en 2010, con un gasto directo cayendo del 0,46 % del PIB al 0,40 %, en tanto que el indirecto fiscal se mantenía en 0,63 % hasta 2006 para bajar al 0,45 % en 2010, con el mercado ya en crisis. Cifras todas que contrastan con los pesos cercanos al 2 % del PIB que implicaron las ayudas a la vivienda entre 1990 y 1997<sup>39</sup>.

<sup>39</sup> Estimación en García Montalvo y Más (2000).

### ■ 3.1.3. De 2007 a nuestros días

La crisis inmobiliaria de 2007 condujo gradualmente a un tímido giro de la orientación de la política de vivienda hacia la rehabilitación y el alquiler. Ya en 2006 se creaba la Sociedad Pública de Alquiler (SPA) para intermediar en un negocio que había sido poco desarrollado desde el sector privado, no solo desde las administraciones. Poco duraría esta iniciativa: en 2011 se suprimiría, al tiempo que se flexibilizaban los contratos de alquiler.

Así puede interpretarse también el Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación 2009-2012<sup>40</sup>, que obligaba a que el 40 % de las nuevas VPO fueran de alquiler, pero la VPO estaba ya marginalizada.

Los planes estatales apuntaron después a una confirmación de este cambio de diseño de los instrumentos de intervención pública en favor de la rehabilitación y el alquiler. Los planes de este periodo fueron los siguientes:

- El Plan Estatal de fomento del alquiler de viviendas, la rehabilitación edificatoria, y la regeneración y renovación urbanas 2013-2016<sup>41</sup>.
- El Plan Estatal de Vivienda 2018-2021<sup>42</sup>.
- El Plan Estatal para el acceso a la vivienda 2022-2025<sup>43</sup>.

Los desafíos no son pocos. Hay que señalar que tras la crisis de 2008 los instrumentos públicos, quizá cuando más necesarios eran, entraron en una tendencia hacia la insignificancia. El repunte de precios de la vivienda que ha tenido lugar, con virulencia desigual, pero con un patrón común seguido a lo largo de todo el país desde 2014 ha dejado fuera, como hemos señalado a los jóvenes. Además de la marginalidad de la nueva construcción de VPO, el apoyo a la rehabilitación ha sido residual. El parque de vivienda está envejeciendo al ritmo de la población. Las viviendas necesitan renovación por sus propietarios y las ayudas de rehabilitación, instalación de ascensores, etc. son importantes, más por señalar el camino, que por su importe en sí. El hecho de que los parques públicos de vivienda en alquiler fueran insuficientes para atender la necesidad de personas y hogares vulnerables o con más dificultades para acceder al mercado por su edad se convirtió en un lastre.

El Observatorio de Vivienda y Suelo (2020), cuantifica que el parque de vivienda social, considerando, exclusivamente, la vivienda en alquiler de titularidad pública de comunidades autónomas y sus entes dependientes estaba en 2019 en 239.405 viviendas registradas. De ellas, unas 180.000 eran de alquiler, 41.000 estaban destinadas a la venta y en 7.600 el alquiler tenía opción de compra para el

<sup>40</sup> Regulado por el Real Decreto 2066/2008, de 12 de diciembre.

<sup>41</sup> Regulado por el Real Decreto 233/2013, de 5 de abril.

<sup>42</sup> Regulado por Real Decreto 106/2018, de 9 de marzo.

<sup>43</sup> Regulado por Real Decreto 42/2022, de 18 de enero.

inquilino. Este parque apenas alcanza un 1,6 % de los 18,6 millones de hogares. El caso de Viena, por poner un ejemplo de políticas de vivienda activas en la UE, se sitúa precisamente en las antípodas de este perfil<sup>44</sup>.

Por otra parte, según el censo 2011 de Eurostat y *Housing Europe*, que considera un concepto de vivienda pública algo más amplio, lo que nos permite la comparación internacional, el parque público era de 452.040 viviendas, que representaban un 2,5 % del parque total de viviendas principales. Esta cifra es realmente pequeña, en contraste con los porcentajes sensiblemente superiores al 15 % registrados en algunos de los principales países de nuestro entorno, como Francia, Reino Unido, Suecia, Países Bajos, Austria o Dinamarca, considerando el total del parque de vivienda social. La media de la UE-28 era del 9,3 %. Nuevamente son los países más desarrollados –los que más peso del PIB dedican a políticas de vivienda– los que han desarrollado los parques como fórmula de intervención en el mercado de la vivienda.

Según Eurostat el gasto público en vivienda en el periodo 2007-2017 se elevó en España al 0,15 % del PIB, mientras que en los países más desarrollados, como Alemania, donde fue del 0,6 % o en el Reino Unido del 1,3 % ha sido significativamente mayor. En media de la zona del euro era del 0,43 %, siendo en peso en la UE-28 del 0,55 %. El gasto por habitante se elevó en el mismo periodo a 35,4 euros, mientras las medias de la zona del euro y la UE-28 representaban respectivamente 127,3 euros y 148,2 euros por año<sup>45</sup>. En ASPRIMA, 2023 se estima un ligero incremento del porcentaje dedicado a vivienda en los presupuestos de 2022 y sobre todo 2023, con un 0,2 %, sin incluir los fondos europeos.

### ■ 3.2. La ley de vivienda de 2023: ¿un cambio de política?

La primera ley de vivienda estatal, la Ley 12/2023, de 24 de mayo, obedece a un cumplimiento por parte del Estado de la obligación que, en el marco de sus competencias constitucionales, le incumbe en la protección del derecho a acceder a una vivienda digna y adecuada y a su disfrute<sup>46</sup>.

<sup>44</sup> Sobre la historia, situación actual e interacción con el mercado libre de la capital austriaca, ver Bloomberg: [https://www.bloomberg.com/news/features/2023-11-08/the-design-history-of-vienna-s-world-famous-social-housing?utm\\_source=website&utm\\_medium=share&utm\\_campaign=copy](https://www.bloomberg.com/news/features/2023-11-08/the-design-history-of-vienna-s-world-famous-social-housing?utm_source=website&utm_medium=share&utm_campaign=copy)

<sup>45</sup> Ver Observatorio de Vivienda en Suelo (2020), especial dedicado a la vivienda social.

<sup>46</sup> Asimismo, la aprobación de la ley cumplía con el hito establecido en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia de España, relativo a la reforma C02.R03 «Ley de Vivienda» recogido en el número 22 del anexo a la Propuesta de Decisión de Ejecución del Consejo, de 16 de junio de 2021, relativa a la entrada en vigor de una norma que incluye acciones de apoyo al aumento de la oferta de viviendas que cumplan los requisitos de los edificios de consumo de energía casi nulo, estrechamente vinculado a los objetivos que marca la propia definición de vivienda digna y adecuada a los que se orienta el conjunto de medidas adoptadas.

En el título II, se recogen los aspectos fundamentales de una nueva política de vivienda, que supone un giro importante de intenciones y se enumeran los principios vinculados a la ordenación territorial y urbanística.

Así, la ley articula las políticas públicas sobre dos ejes fundamentales: los controles de incremento de precios del alquiler, que recoge los límites establecidos durante la reciente etapa de inflación extraordinaria, sobre los que ya se había acumulado cierta experiencia en niveles autonómicos; y la vivienda protegida, con precios limitados administrativamente y, fundamentalmente, orientada al alquiler, en contraste con el modelo de VPO en propiedad del pasado.

Sobre el primero de estos ejes, los controles a los incrementos de renta de alquiler, no nos detendremos aquí. Interpretamos su diseño como coyuntural y presumiblemente poco eficaz<sup>47</sup>. Pretendemos más bien adentrarnos en el campo, seguramente más prometedor, aunque no exento de cautelas, de los niveles de precio y no tanto de sus incrementos.

El segundo eje de la ley, la vivienda protegida, constituye realmente un cambio de la política de vivienda, así como un reto. Establece dos categorías: en primer lugar, las viviendas sociales o dotacionales públicas, que ocupan suelos calificados urbanísticamente como dotacionales públicos, podrán gestionarse por las administraciones públicas, sus entidades dependientes o entidades sin ánimo de lucro con fines sociales vinculados a la vivienda y se orientan al acceso en situaciones de vulnerabilidad o en exclusión social. Su régimen es de alquiler y podrán estructurarse contractualmente como derecho de superficie u otras modalidades de tenencia temporal.

En segundo lugar, la vivienda de precio limitado está sujeta a limitaciones administrativas en los precios de venta y/o alquiler, por un plazo de tiempo determinado. La vivienda protegida de precio limitado estará destinada pues a diferentes regímenes de tenencia y su volumen y características en cuanto superficies y precios podrán a la demanda y necesidades de los hogares en su ámbito territorial.

También integrarán el parque público las viviendas sociales adquiridas por las administraciones públicas en ejercicio de los derechos de tanteo y retracto, en casos de ejecución hipotecaria o dación en pago de vivienda habitual de colectivos en situación de vulnerabilidad o en exclusión social o cualquier otra vivienda social adquirida por las administraciones públicas con competencias en materia de vivienda, o cedida a las mismas, que sea susceptible de destinarse a los fines del parque público de vivienda. La ley evita además enajenaciones del parque público de vivienda. Establece en definitiva un patrimonio separado en el que los ingresos

---

<sup>47</sup> Para una discusión crítica sobre los límites al precio de alquiler puede consultarse Arruñada (2022 y 2023).

obtenidos deberán destinarse siempre a la creación, ampliación, rehabilitación o mejora de los parques públicos de vivienda<sup>48</sup>.

Por otra parte, en la misma línea de reforzar las fuentes de la vivienda protegida, como hemos mencionado ya, la disposición final cuarta de la ley de Vivienda modifica el texto refundido de la Ley de Suelo y Rehabilitación Urbana (Real Decreto Legislativo 7/2015, de 30 de octubre), incrementando el porcentaje de reserva de suelo destinado a vivienda protegida del 30 % al 40 % de la edificabilidad residencial prevista por la ordenación urbanística en el suelo rural que vaya a ser incluido en actuaciones de nueva urbanización, y del 10 % al 20 % en el caso de suelo urbanizado que deba someterse a actuaciones de reforma o renovación de la urbanización.

### ■ 3.3. Retos para las políticas públicas

El mercado del alquiler surgió con fuerza tras 2012, con la oferta circunstancial alimentada por la acumulación de viviendas pendientes de vender o vacías después de la crisis de la burbuja. Este *stock* se ha reorientado al alquiler en estos últimos años, encontrando en los jóvenes una demanda que busca fórmulas de flexibilidad para compartir el coste. Aunque parte del excedente de vivienda ha ido destinándose al alquiler, el precio de éste ha reflejado las tensiones de la escasez de vivienda disponible, la competencia del turismo residencial y la ausencia de una industria de la vivienda para arrendar con capacidad para promover o comprar (*build to rent*). La tensión del precio del alquiler —mucho demanda y poca oferta— se ha transmitido al precio de mercado en propiedad. La continua caída del saldo vivo de crédito hipotecario desde 2008 muestra que el crédito nuevo —unas 110.000 nuevas hipotecas en 2022— es inferior a la amortización de los préstamos de las preexistentes. La vivienda es ahora un problema generacional: los jóvenes concentran las dificultades de asequibilidad, por los elevados precios en relación con su renta y acceden a duras penas a la vivienda por alquiler, ya no por propiedad, como hicieron mayoritariamente sus padres.

En definitiva, parece que el mercado se ha reactivado tras la pandemia, pero tiende a funcionar de manera imperfecta y muestra dificultades para guiarse por la asequibilidad de sus compradores potenciales. En este contexto, la política de vivienda es más necesaria que en otros periodos y debe profundizarse en su orientación con el fin de que pueda ser útil para resolver el problema del acceso a la vivienda de las capas sociales —con los jóvenes como grupo más afectado— que no pueden permitirse los precios actuales. El fortalecimiento de las ayudas a la demanda en el contexto actual de mayores tipos de interés, los incentivos a la gene-

<sup>48</sup> La ley establece que los ingresos procedentes de las sanciones que pudieran imponerse por el incumplimiento de la función social de la propiedad de la vivienda, así como los ingresos procedentes de la enajenación de los bienes patrimoniales del parque público de vivienda deberán tener como único destino el de sufragar las políticas públicas de vivienda.

ración de una mayor oferta de alquiler o la reconstrucción de una oferta de vivienda protegida, son elementos a discutir que sobrepasan los objetivos de este trabajo.

Parece claro que la principal novedad de la reciente ley de vivienda es el refuerzo y actualización de la vivienda protegida. Ya hemos señalado el papel jugado por la VPO en España en las décadas pasadas, roto a partir de la burbuja. Del total de las viviendas construidas entre 1962 y 2020, el 31,5 % fueron protegidas, es decir, objeto de un apoyo presupuestario directo o indirecto de las administraciones españolas. Alcanzaron unos 5,7 millones. El desafío de las políticas de vivienda es, en primer lugar, aumentar su peso presupuestario. En segundo lugar, añadir a las políticas de apoyo a la demanda de vivienda instrumentos de oferta, que completen el mercado mediante una intervención pública inteligente, en la que una VPO revisitada parece llamada a jugar un papel relevante.





## **CRÉDITO**



## ■ 1. ANATOMÍA DE LA CREACIÓN DE CRÉDITO: DESDE LA BURBUJA AL LARGO DESAPALANCAMIENTO

En el bloque anterior de este trabajo contemplábamos la evolución del mercado de la vivienda. Ahora completaremos nuestro análisis poniendo el foco en el crédito y en el sistema bancario.

El mercado de la vivienda español ha venido concentrando su actividad en la vivienda adquirida para su propiedad por los hogares, como parte de un modelo que nació en la transición y se desarrolló después durante tres décadas. El hecho de que la propiedad –frente al alquiler– haya sido la alternativa casi exclusiva de acceso a la vivienda por parte de las familias es determinante de la importancia del sistema bancario y de sus redes comerciales en su financiación. En un mundo residencial dominado por el alquiler, la propiedad se concentraría en pocos propietarios industriales –privados o públicos– y con ella la financiación. Con la concentración del acceso a la vivienda en propiedad, la financiación final del comprador necesariamente se atomiza y se hace necesario el papel del promotor como receptor de la financiación intermedia en la que se subrogan después los compradores finales.

En este contexto, vivienda y crédito han estado vinculados indisolublemente a través de las entidades de depósito, que desarrollaron un modelo comercial y financiero consistente en financiar todo el ciclo inmobiliario, desde el promotor hasta el comprador final, con el fin fundamental de vincular comercialmente a los compradores finales de las viviendas a través de la figura de su subrogación en los préstamos hipotecarios de los promotores.

### ■ 1.1. La financiación a los hogares para la adquisición de vivienda

Antes de adentrarnos en el análisis de la evolución de la financiación de la vivienda a particulares en los últimos veinticinco años, descaremos tres notas de carácter más estructural que nos ayudarán a comprender su naturaleza en España.

En primer lugar, el hecho de que el crédito hipotecario a los hogares para la compra de vivienda ha sido desde hace seis décadas el objetivo de balance básico de las entidades de depósito en España. Cada hipoteca concedida a un hogar genera a largo plazo un negocio inducido a la entidad, recurrente y no solo por los

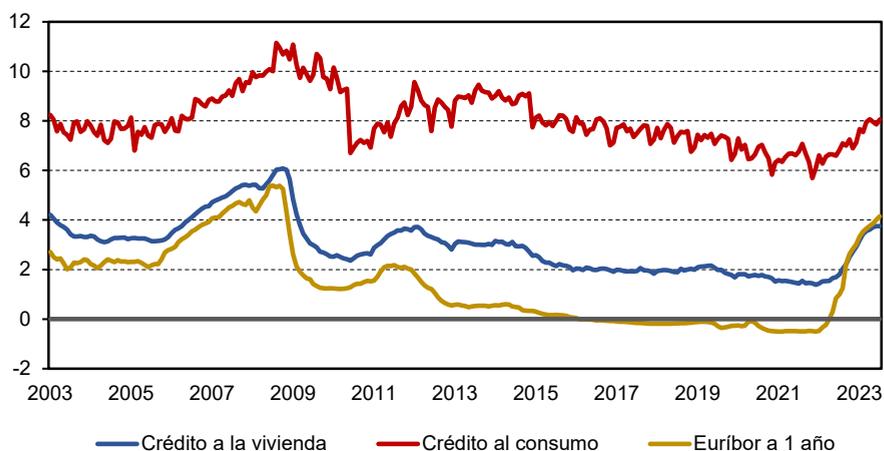
productos y servicios colaterales cuya contratación facilita –con frecuencia como condición para reducir su coste–, sino también por la fidelidad que a lo largo del ciclo de vida de sus miembros conlleva. Muchos son los estudios que han ilustrado este fenómeno<sup>49</sup> y han dado cuenta de su transformación en el tiempo.

En segundo lugar, hay que recordar que la financiación de la vivienda conforma un segmento privilegiado dentro de los mercados bancarios, gracias a la garantía que representan las viviendas objeto de la financiación a través del instrumento jurídico de la hipoteca. El carácter registral de las hipotecas las convierte a su vez, para las entidades bancarias, en objeto de garantía para sus emisiones de cédulas hipotecarias. Las calificaciones crediticias de estos instrumentos son mejores que las correspondientes a las corporativas del mismo emisor, dada su calidad superior. Esto tiene su reflejo en el coste de las hipotecas en términos de tipo de interés efectivo.

Así, en el gráfico 45 se muestran las series largas 2003-2023 de tipos de interés efectivos del crédito al consumo y a la vivienda de los hogares. El coste de éste es sustancialmente inferior al de aquél como consecuencia de la garantía

Gráfico 45

### EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO NUEVO A HOGARES Y EURÍBOR A UN AÑO 2003-2023



Fuente: Banco de España.

<sup>49</sup> El crédito hipotecario para la adquisición de vivienda ha sido el eje fundamental de la estrategia de las cajas de ahorros y después también de los bancos. En 1998 el crédito con garantía real era el 29,6 % del balance de las cajas y el 13,8 % de las cajas. Ver AFI (2003).

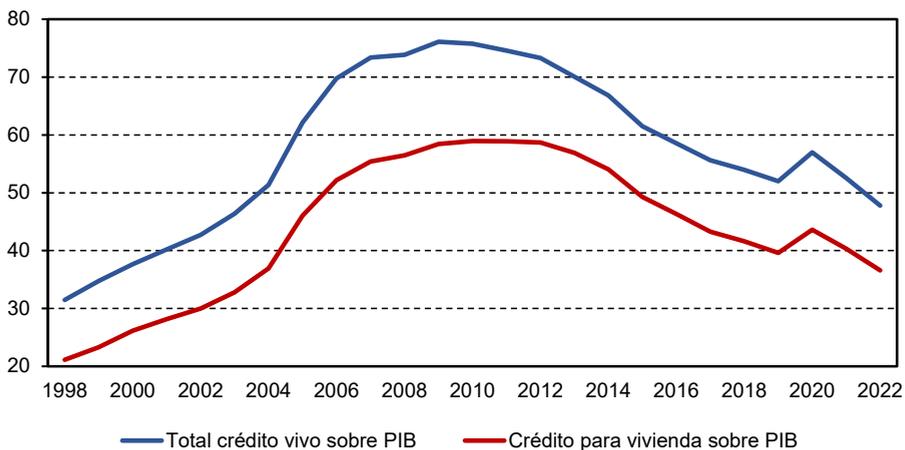
hipotecaria. La comparación con el euríbor pone de manifiesto que papel que la política monetaria juega en la formación de los precios.

En tercer lugar, la relevancia de la financiación de la vivienda en los balances bancarios, en el pasivo de los particulares o en el endeudamiento de los promotores de viviendas es consecuencia de un modelo residencial en el que el acceso en propiedad y la comercialización de mercado, como hemos visto en el capítulo anterior, han sido hegemónicos. Incluso la VPO, en los ochenta y noventa, se basaba en el mismo modelo de vivienda en propiedad para los hogares, su promoción era fundamentalmente privada y sus subvenciones se vehiculizaban en, gran parte, a través de la financiación bancaria, dentro de los convenios que se firmaban con las entidades.

El crédito destinado a la vivienda ha sido por ello un componente sustancial del crédito a los hogares. El total del crédito a los hogares llegó al entorno del 75 % del PIB en el punto álgido tras la burbuja. Cuando esta comenzaba ya a desinflarse en 2007 todavía el saldo total del crédito alcanzaría el entorno del 76 % del PIB en 2009, impulsado por el crédito a vivienda que llegaba al 60 % del PIB. Después el crédito total se ha reducido hasta el 50 % del PIB, con el crédito para vivienda que en 2022 había descendido hasta el 37,1 % del PIB. El crédito para vivienda ha mostrado pues un comportamiento que ha sido la consecuencia de la burbuja de cantidades y precios sufrida hasta 2007, y contando con una inercia de dos años, la recesión del mercado inmobiliario en los años siguientes.

Gráfico 46

### EVOLUCIÓN 1998-2022 DEL SALDO DEL CRÉDITO BANCARIO A LOS HOGARES, TOTAL Y VIVIENDA (Porcentajes sobre el PIB)

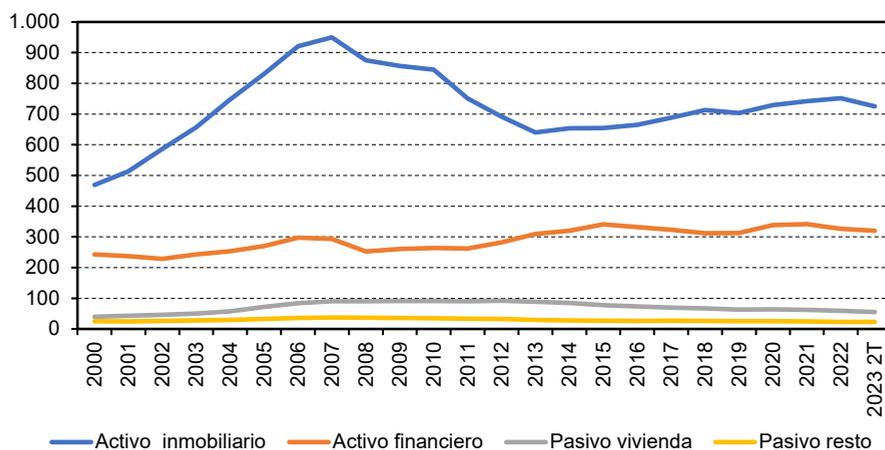


Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

También por la misma razón, la vivienda ha sido parte sustancial de la riqueza de los hogares españoles. En el gráfico 47 se muestran los ratios sobre la renta bruta disponible (RBD) de la riqueza bruta, en sus dos componentes –inmobiliario y financiero– y del pasivo. Destaquemos las siguientes hechas. Primero, quizá el más conocido: el fuerte ascenso de la riqueza inmobiliaria a lo largo del periodo. En el 2000 el activo inmobiliario era el 469,1 % de la RBD, ascendió al 949,4 % en 2007 y se situaba a mitad de 2023 en el 725,4 %. Esta evolución es consecuencia del efecto valoración de la vivienda y no es seguida pues por la riqueza financiera, que se mantiene en niveles inferiores a la mitad de la inmobiliaria todo el periodo.

Gráfico 47

### RIQUEZA BRUTA Y PASIVO DE LOS HOGARES (Porcentajes sobre RBD)



Fuente: Banco de España.

Segundo, los pasivos de los hogares han sido solo una pequeña parte de sus activos, particularmente en la vivienda. En 2007, el punto álgido de la burbuja inmobiliaria los préstamos para vivienda representaban el 100 % de la RBD, cifra que contrasta con el 949,4 % de la riqueza inmobiliaria o con el 293,5 % de la financiera. La ratio del pasivo descendió después a la mitad en el caso de la vivienda aumentando la diferencia relativa con el activo inmobiliario.

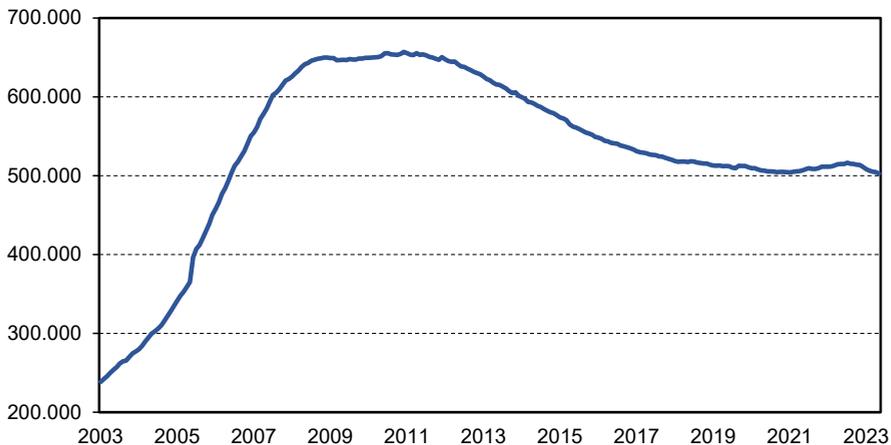
#### 1.1.1. Evolución del crédito hipotecario: saldo vs. número

El Banco de España publica desde 2004 las series de la **concesión de crédito hipotecario**, de manera que es posible estimar las amortizaciones que explican la

variación del saldo vivo en un periodo determinado. En nuestro análisis partimos del saldo vivo de crédito hipotecario a los hogares, que ascendía a unos 240.000 millones de euros cuando comienza la serie en 2003 y que alcanzó –en apenas seis años– más de 650.000 millones en la cumbre de la burbuja, para descender después de forma continua, durante catorce años, hasta ahora, para retornos a los 500.000 millones. Mostramos en el gráfico 48 esta evolución, para después descomponer la variación anual del saldo.

Gráfico 48

### EVOLUCIÓN DEL SALDO VIVO DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS A LOS HOGARES (Millones de euros)



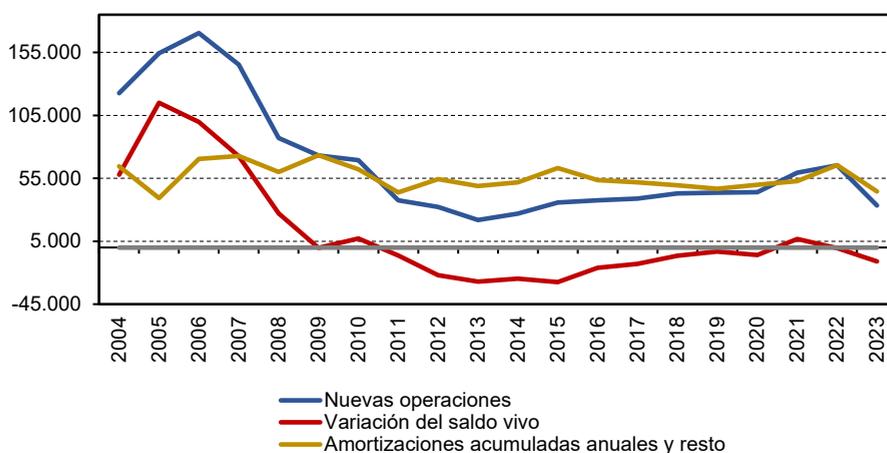
Fuente: Banco de España.

Así, a continuación se ilustra la **concesión neta** –la concesión bruta menos las amortizaciones–. Después de los fuertes volúmenes anuales de concesión neta del periodo de la burbuja, ésta comenzó a moderarse a partir de 2006 para llegar en 2011 a cifras que estaban ya por debajo de las amortizaciones, es decir, inferiores al nivel de reposición. Esto redujo el saldo vivo de crédito a la vivienda entre 2011 y la actualidad, cuando las caídas son ya menores pero todavía no se ha estabilizado. La concesión neta alcanzaba el entorno de los 150.000 millones de euros anuales hasta 2007, para llegar a los niveles de no reposición en 2011 y a mínimos absolutos en 2013. El comportamiento posterior es muy moderado y no alcanza a compensar las amortizaciones anuales, que se sitúan establemente en el entorno de los 55.000 millones anuales. La concesión neta es hoy menos de un tercio de las cifras de los años de la burbuja. Es tan baja que no alcanza a hacer crecer el crédito vivo de vivienda.

Este proceso tiene dos consecuencias significativas. De un lado, como hemos visto: 1) traducido a número de viviendas, hace que la concesión no satisfaga la demanda potencial por creación de hogares; y 2) limita la recuperación del balance de las entidades de depósito y su rentabilidad sobre activo, lo que dificulta la normalización a medio y largo plazo de la rentabilidad sobre recursos propios.

Gráfico 49

### CONCESIÓN Y AMORTIZACIÓN DEL CRÉDITO VIVIENDA A LOS HOGARES (2004-2023) (Millones de euros)



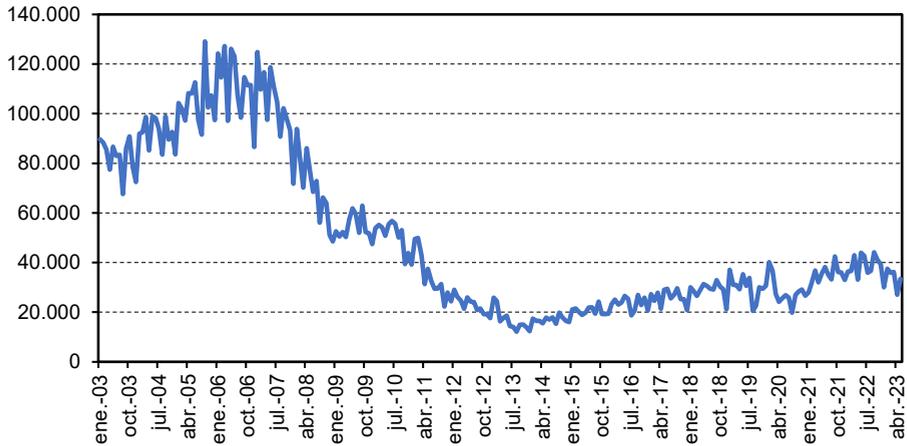
Fuente: Banco de España.

Otro punto de vista de interés para comprender la naturaleza de los años de la burbuja, su pinchazo y los años posteriores de recuperación limitada, es analizar no solo los importes de las concesiones, sino también el número de hipotecas de vivienda concedidas.

En el gráfico 50 se muestra esta variable en una serie de datos mensuales. Destaca el hecho de que el número de hipotecas del periodo de burbuja no se haya recuperado después en todo el período analizado. Frente a las 80.000 a 120.000 operaciones de concesión mensuales de entonces, hoy apenas alcanzan las 40.000. Han aumentado en estos años pero mucho menos de lo previsto y de los que el sesgo de las cifras nominales pudiera hacer creer. El contexto de ascenso de precios que desde 2014 caracteriza al mercado de la vivienda, se traduce en sesgos a la hora de valorar los indicadores. La realidad como veremos a continuación es que el mercado sigue una senda de ascenso muy moderado en número de viviendas financiadas, por mucho que los ascensos de precio transfieran a las cifras nominales un aspecto más vivo.

Gráfico 50

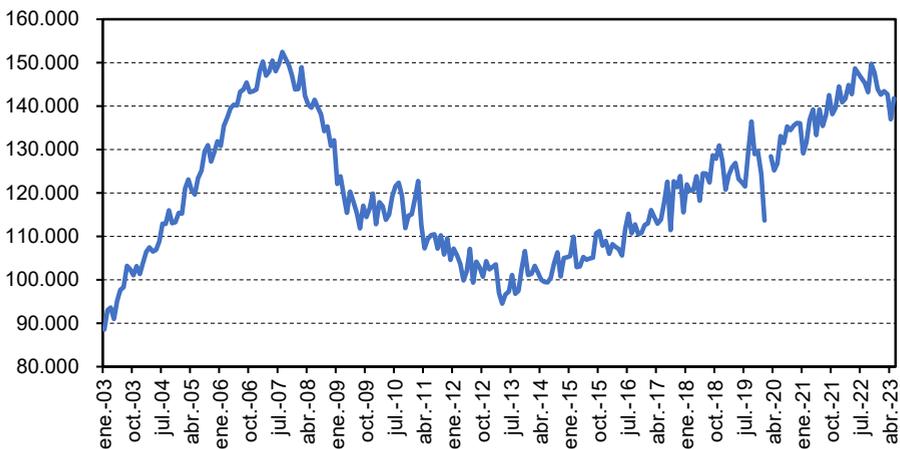
## EVOLUCIÓN 2003-2023 DEL NÚMERO DE HIPOTECAS PARA VIVIENDA



Fuente: INE.

Gráfico 51

## EVOLUCIÓN 2003-2023: HIPOTECA MEDIA PARA VIVIENDA (Euros)



Fuente: INE.

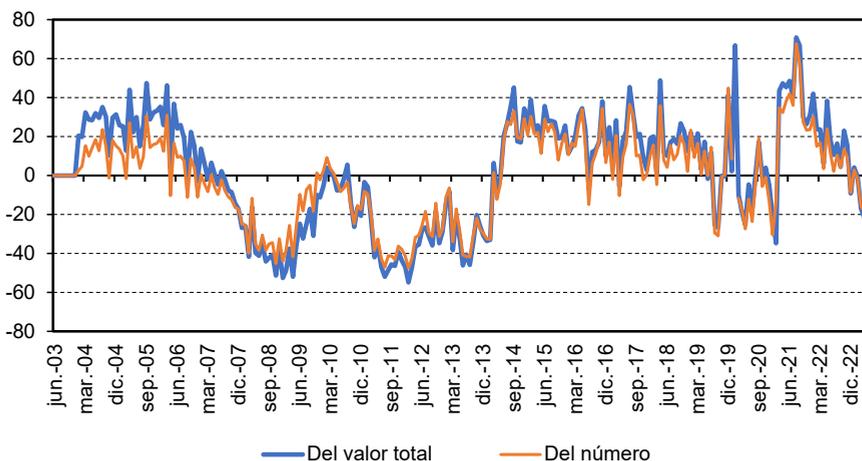
Veamos, en primer lugar, la evolución del importe de la hipoteca media concedida que muestra el gráfico adjunto: pasó de unos 90.000 euros en enero de 2003, primera cifra disponible, hasta los 150.000 euros, un 67 % en solo cuatro años. Una vez pinchaba la burbuja, la media bajaba hasta los 100.000 euros –el nivel que había tenido en 2004, aproximadamente– para volver a ascender hasta 2022. La hipoteca media volvía a los 150.000 euros el paso año, pero descendía después ligeramente en 2023, con el euríbor significativamente más alto.

Comparemos las variaciones interanuales del número de hipotecas concedidas cada mes con las del correspondiente valor nominal total concedido. La *velocidad de la subida del valor nominal de las concesiones durante los años de la burbuja era mayor que la del número de viviendas*: las tasas eran sustancialmente superiores en valor nominal que en número como resultado del vertiginoso ascenso de los precios de la vivienda. Es decir, el crecimiento en concesiones nominales era engañoso respecto al número real de hipotecas concedidas, en definitiva, al número de clientes o de viviendas. Después, han evolucionado de manera mucho más acompañada. Destaca la caída en 2023 del número de hipotecas que ha acompañado a la más reciente corrección de los precios y a la hipoteca media comentados.

Las condiciones de los préstamos nuevos en relación con su plazo medio y LTV (saldo sobre tasación) han tenido, por su parte, una evolución marcada por los dos grandes periodos que diferencia la crisis de 2007 (ver gráfico 53). Aunque es

Gráfico 52

## TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LA CONCESIÓN DE HIPOTECAS

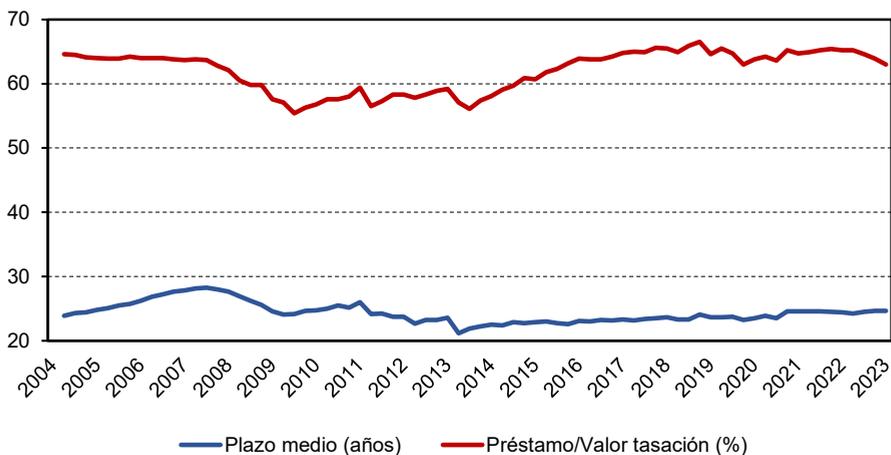


Fuente: INE.

cierto que las condiciones se endurecieron después de la burbuja en *LTV*, la evolución posterior, con los precios recuperándose en el contexto de atonía de oferta que hemos visto desde 2016, muestra un ascenso hacia los niveles previos. El plazo medio de concesión, sin embargo, corrigió sus niveles.

Gráfico 53

### CONDICIONES DE *LTV* Y PLAZO DE LAS NUEVAS HIPOTECAS (Porcentajes)



Fuente: Banco de España.

Si comparamos el número de hipotecas con el de compraventas se observa que el peso de las *transacciones apalancadas* es cada vez menor: con respecto al total de compraventas de los últimos doce meses del 68,4 %. A lo largo del último año el 31,58 % de las compraventas de vivienda se han realizado sin financiación hipotecaria. El número de hipotecas sobre vivienda ha descendido por cuarto trimestre consecutivo, alcanzando las 93.557 en el segundo trimestre de 2023, con un descenso de la actividad hipotecaria (-14,5 %) que ha sido mucho más intenso que el del número de compraventas de vivienda (-5,6 %).

En consecuencia, el *porcentaje de compraventas con financiación hipotecaria* también se ha reducido significativamente, concretamente en -6,4 pp durante el último trimestre, alcanzando una cobertura de compraventas con financiación hipotecaria del 61,6 %. Este índice de cobertura es el más bajo desde el primer trimestre de 2014, dando lugar a un elevado porcentaje de compraventas sin financiación hipotecaria.

La crisis de asequibilidad que los ascensos de precio de la vivienda, tanto de propiedad como de alquiler, como pudimos analizar en el capítulo anterior, están

generado una atonía crediticia, de la actividad de construcción residencial y de las transacciones de compraventa, al limitarse el mercado al segmento más acomodado —aquél para el que los precios son asequibles— o a la demanda de alquiler más flexible, la que puede compartir vivienda o ensayar nuevas fórmulas de convivencia.

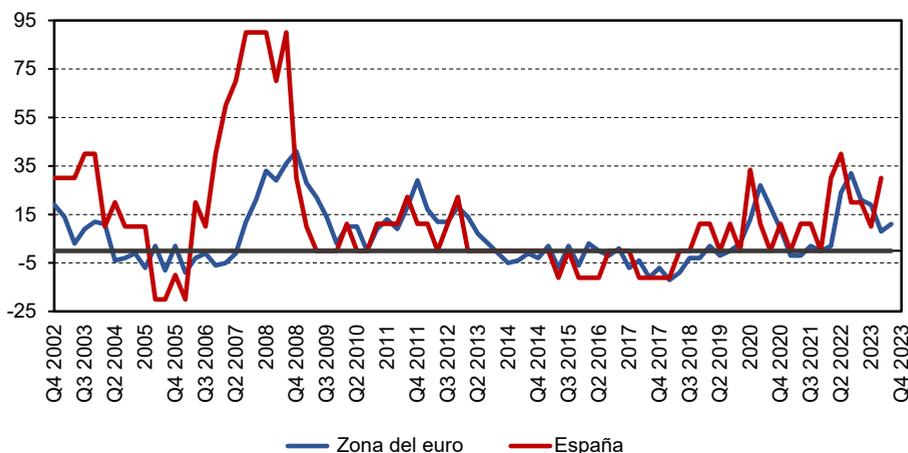
### ■ 1.1.2. Estándar de concesión de préstamos y demanda de financiación para la adquisición de vivienda

La encuesta trimestral del BCE sobre préstamos bancarios (*BLS*, por sus siglas en inglés) es una fuente muy interesante para evaluar, desde un punto de vista diferente, la situación de la financiación a la vivienda en España y su contraste con la zona del euro. La última que aquí recogemos es la publicada en octubre de 2023. Se refiere al tercer trimestre<sup>50</sup>.

Comencemos nuestro análisis con la concesión de préstamos a la compra de vivienda por hogares. La serie histórica de la *BLS* recoge los porcentajes netos

Gráfico 54

#### CAMBIOS EN LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS A LOS HOGARES PARA VIVIENDA 2002-2023 (Porcentajes netos que informan un endurecimiento)



Fuentes: Encuesta sobre Préstamos Bancarios (BCE).

<sup>50</sup> La *Bank Lending Survey* (*BLS*) recoge la percepción de los bancos encuestados en cada ciclo trimestral (157 en la última, durante la segunda mitad de septiembre, con un 100 % de respuestas), sobre ese trimestre que termina. Recoge preguntas sobre préstamos a empresas, préstamos a hogares para compra de vivienda y crédito al consumo y otros préstamos a hogares. Ver [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/ecb.blssurvey2023q3-b960111b2d.en.html#toc5](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2023q3-b960111b2d.en.html#toc5)

de endurecimiento versus alivio de las respuestas de los bancos sobre cómo están variando los estándares de concesión de los préstamos. Si el número de los bancos que informan de un endurecimiento es superior, el signo del porcentaje neto es positivo; si por el contrario prevalece el alivio, el signo es negativo.

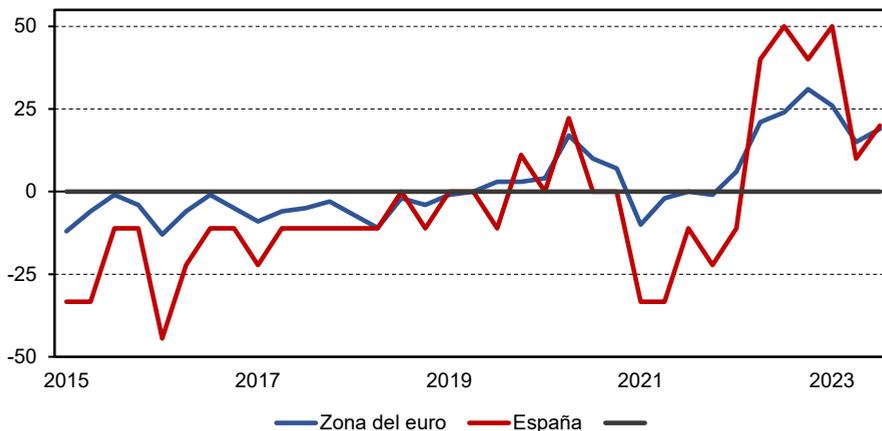
La serie de estándares de concesión de préstamos a los hogares para vivienda comenzó a publicarse para el cuarto trimestre de 2002, es decir, se ajusta al periodo que nos interesa interpretar. En el gráfico 54 puede contemplarse la evolución del porcentaje neto, con un endurecimiento extremo a partir de del tercer trimestre de 2006, anticipándose en un año al que tuvo lugar en la zona del euro.

Continuando con la *BLS*, analizamos ahora dos indicadores adicionales: el porcentaje neto que reporta endurecimiento, cuando es preguntado sobre cómo se han modificado los términos y condiciones de las concesiones, o aumento, si la pregunta es sobre la variación de la proporción de préstamos rechazados. En los gráficos 55 y 56 contemplamos su evolución desde 2015, primer año disponible.

El periodo de alivio neto posterior a 2013, algo más claro en España que en la zona del euro, se agudiza durante la pandemia, pero observa un cambio radical a partir de 2021, cuando el ascenso de los tipos de interés de referencia del BCE no solo provoca un cambio por endurecimiento en términos y condiciones.

Gráfico 55

### MODIFICACIÓN DE TÉRMINOS Y CONCESIONES DE LOS PRÉSTAMOS A LOS HOGARES PARA VIVIENDA 2015-2023 (Porcentajes netos de bancos que informan un endurecimiento)

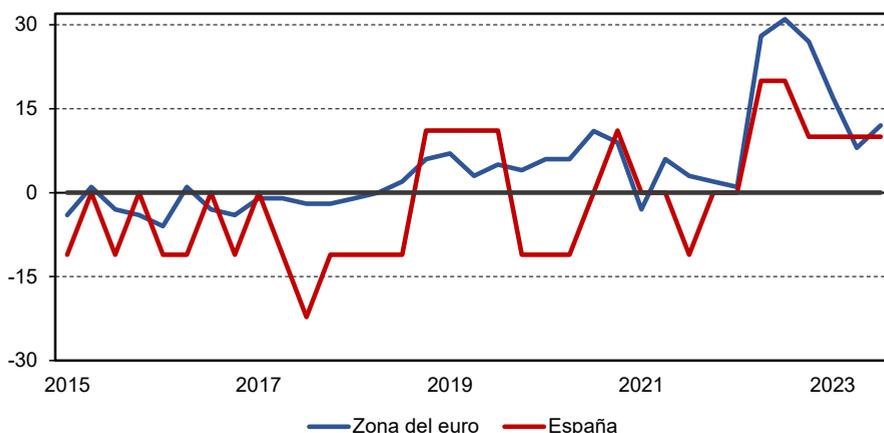


Fuentes: Encuesta sobre Préstamos Bancarios (BCE).

También la proporción de préstamos rechazados aumenta con el cambio de tendencia de los tipos de interés. Lo hace desde 2021 con el aumento de la demanda, pero continua en esa tónica cuando la demanda se hunde en 2022 y 2023.

Gráfico 56

### CAMBIOS EN LA PROPORCIÓN RECHAZADA DE PRÉSTAMOS A LOS HOGARES PARA VIVIENDA 2015-2023 (Porcentajes netos de bancos que informan un aumento)



Fuente: Encuesta sobre Préstamos Bancarios (BCE).

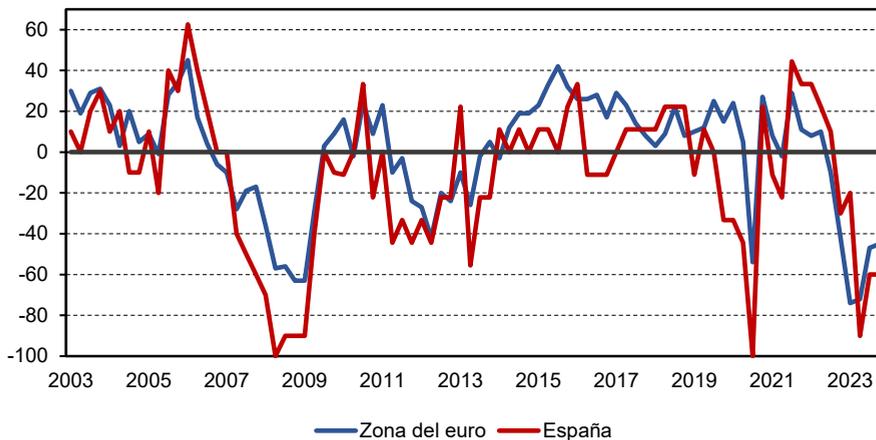
Otro aspecto de interés de la *BLS* es la percepción de los bancos respecto a la variación de la demanda de préstamos a los hogares para vivienda. Es interesante aquí destacar la caída reciente de la demanda, similar en magnitud a la caída por el estallido de la burbuja o la más puntual por los confinamientos de la pandemia.

La comparación de España con la zona del euro de estos cuatro indicadores extraídos de la *BLS* permite destacar tres etapas en los préstamos de vivienda para los hogares:

- Durante la burbuja los bancos reportaron una fuerte aunque volátil demanda, así como de una relajación del estándar crediticio. Sin embargo, ésta no fue para los hogares tan aguda como podría parecer. De hecho, la primera mitad de la burbuja se caracterizó por cierto endurecimiento. Esta conclusión sería pues coherente con nuestra interpretación de la tendencia del crédito a concentrarse en la fase de promoción, tanto en volúmenes como en condiciones, frente a cierta normalidad en la financiación de los hogares.

Gráfico 57

## CAMBIOS EN LA DEMANDA DE PRÉSTAMOS A LOS HOGARES PARA VIVIENDA 2003-2023 (Porcentajes netos de bancos que informan un aumento)



Fuente: Encuesta sobre Préstamos Bancarios (BCE).

- La ruptura de la burbuja produjo un agudo endurecimiento crediticio y una abrupta caída de la demanda.
- Desde 2014 se abrió un largo periodo de estabilización y atonía, roto en la pandemia de COVID-19 y, después, en los años 2022 y 2023, con una caída muy intensa de la demanda y un endurecimiento de los estándares de concesión, condiciones y aumento de los rechazos.

Estas conclusiones son coherentes con nuestros análisis sobre la crisis de asequibilidad que, tanto los indicadores de producción de viviendas como las tensiones en precio, explicadas por la insuficiencia de ésta para cubrir la creación potencial de hogares, están poniendo de manifiesto.

### ■ 1.2. Financiación de promociones y constructores

En el contexto triangular del modelo residencial español, no puede entenderse la financiación de vivienda a los hogares, que hemos analizado en el epígrafe anterior, sin detenernos en la financiación de la fase de promoción de esas viviendas. De hecho, la concentración del crédito concedido por el sistema bancario a la promoción está en el origen, tanto de la burbuja inmobiliaria, como de su explosión. Los balances bancarios soportaban proporciones muy elevadas de crédito a la promoción cuando en 2008 estalló la crisis. No solo eso. Registraban

fuertes volúmenes de crédito para compras de suelo, por ejemplo, donde el colateral era valorado por tasaciones que incluían las expectativas sobre el desarrollo urbanístico futuro.

Pronto pudo contemplarse el efecto de la concentración de riesgos: las pérdidas crediticias se multiplicaron por la corrección de precios de vivienda y de suelos, el parón radical de las ventas de pisos y el abandono de la construcción, que dejaba muchas promociones sin terminar. El riesgo inmobiliario suponía un peso sobre el capital de los bancos que terminó siendo insoportable, abriendo un círculo vicioso de desvalorización de los activos financiados. La crisis bancaria vino de la mano de las promociones y de los promotores y no tanto de la financiación de la adquisición de viviendas por los particulares.

### ■ 1.2.1. *El peso del préstamo promotor en el crédito, origen de la crisis bancaria*

Muchos de los préstamos concedidos para adquisición de vivienda tenían su origen en la subrogación por el comprador de la línea hipotecaria que financiaba la promoción correspondiente hasta su venta a los hogares: el préstamo promotor. Los compradores finales de vivienda podían elegir entre distintas alternativas, según su conveniencia, desde la compra sin deuda, gracias a su ahorro, hasta la financiación en una entidad distinta de las que financió al promotor, pasando por la propia subrogación. Terminada la edificación la competencia entre entidades se agudizaba para captar compradores que requieran financiar la compra.

Los contratos de crédito promotor se adecúan a la estructura temporal del proyecto financiado, por lo que en esto se parecen más a una línea de crédito bancario, con disposiciones certificadas, que a un préstamo a un plazo e importe determinado. Así, las disposiciones de crédito están condicionadas a las certificaciones de la obra, con lo que los saldos dispuestos aumentan acumulativamente y van agotando el disponible conforme se termina la edificación y se ejecutan las ventas de las viviendas. Con las ventas efectivas de cada unidad residencial promovida o bien se amortiza el préstamo promotor completamente o bien, si así lo desea el comprador, se transforma por la vía de la subrogación contemplada en el contrato, en un préstamo al comprador final de la unidad.

El peso del crédito a servicios inmobiliarios, subepígrafe que incluye a los promotores residenciales, llegó a concentrar el 20 % del crédito total a actividades productivas en 2006, para descender lentamente después, hasta que a partir de 2013 –impulsado por el programa de asistencia europea y la reestructuración bancaria– lo hizo más rápidamente.

El crédito concedido a los servicios inmobiliarios alcanzó un máximo de 323.000 millones de euros en 2009, un 30,2 % del PIB. La construcción total –de la

Gráfico 58

## PESO DEL CRÉDITO A SERVICIOS INMOBILIARIOS SOBRE EL CRÉDITO TOTAL A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (Porcentajes)



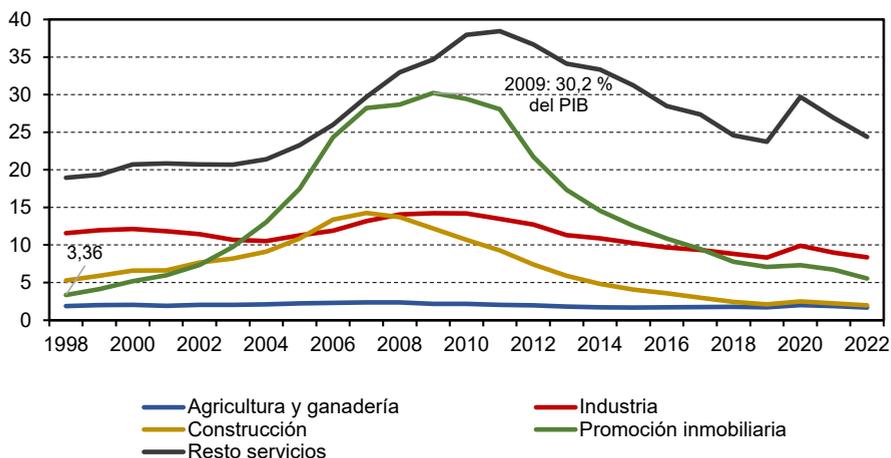
Fuente: Banco de España.

que la parte sustancial era la residencial— llegó a suponer el 15 %. En total, un 45 % del PIB en riesgo inmobiliario es una cifra muy significativa. De hecho, insostenible. Basta compararla con el saldo de crédito alcanzado entonces por la industria, que no llegaba al 15 %, o con el 38 % del resto de empresas de servicios. En el gráfico 59 puede contemplarse la reordenación drástica de la jerarquía de saldos sectoriales que ha tenido lugar después de explotar la burbuja, resultado de la reducción de saldo en construcción y servicios inmobiliarios.

La elevada e insostenible **concentración de riesgos** en el sector inmobiliario pasaba inadvertida en su dimensión real cuantitativa y respecto a la envergadura de sus riesgos latentes, tanto a las entidades —que contemplaban el mercado en su ámbito de actuación, pero no alcanzaban a dimensionar la exposición agregada—, como en los ámbitos de la regulación o la supervisión. La normativa sobre recursos propios vigente durante toda la burbuja contemplaba la imposición de límites a los riesgos asumidos por las entidades de crédito con acreditados individuales o con grupos económicos, pero **no existían límites a las concentraciones sectoriales**, que posteriormente se consideraron como elemento relevante dentro del Pilar 2 (Basilea III) para establecer requerimientos adicionales de capital. Las entidades vigilaban la exposición inmobiliaria de cada acreditado, pero no estaban obligadas a limitar el agregado sectorial. De hecho, la escasa y fragmentada información transversal sobre las exposiciones inmobiliarias de cada entidad o sobre las agregadas del sector era una consecuencia de este vacío en la regulación de la concentración de riesgos.

Gráfico 59

## COMPARACIÓN DEL CRÉDITO VIVO A EMPRESAS, SEGÚN DISTINTAS ACTIVIDADES (Porcentajes del PIB)



Fuente: Banco de España.

La información sobre el riesgo inmobiliario comenzó a someterse al escrutinio del mercado cuando el Banco de España incluyó su desglose en el *estadillo* interno mensual denominado “Distribución del Riesgo de Crédito” (DRC), bien entrado el periodo de crisis, en 2010, cuando se modificó —como veremos más adelante— la circular contable. Antes se publicaba información trimestral en el estado T13 (del balance confidencial). El *Informe de Estabilidad* del Banco de España incluye por primera vez un seguimiento del saldo de crédito problemático (dudosos-subestándar-adjudicados) en octubre de 2010: 180.800 millones de euros, un 41,2 % de la inversión. El gobernador (Fernández Ordoñez, 2011), por su parte, incluye desglose de la exposición inmobiliaria de las cajas de ahorros (únicamente) en su rueda de prensa sobre la reestructuración bancaria de 2011: el riesgo inmobiliario total era de 217.000 millones, un 22 % del crédito, de los que 44.000 millones correspondían a adjudicados (contabilizados por su valor bruto).

La normativa existente entonces tampoco preveía ningún tipo de límite al nivel de apalancamiento —capital mínimo sobre activos totales—, por lo que los grandes volúmenes que implicaba la financiación de promotores residenciales se traducían en necesidades de financiación mayorista sin verse restringidos por una limitación legal. No sería hasta 2013 que el Reglamento 575/2013 (CRR) recogiera cómo debía calcularse esta ratio y la información que se ha de rendir, pero aún no se ha definido ni un límite (el BIS consideraba que el mínimo debe ser del 3 %).

La vertiginosa velocidad de la burbuja española desde 2001, con su aceleración entre 2004 y 2007 y su inercia financiera hasta 2009, es clave para comprender el alcance de sus consecuencias sobre la salud del sistema bancario y el daño infligido al canal crediticio, a la economía y a la satisfacción de la necesidad de viviendas asequibles de la sociedad. El *stock* de viviendas que quedaron sin vender llegó a ser de unas 700.000 en 2008<sup>51</sup>. La absorción de éste dependía de la solución de varios tipos de problemas:

1. Cuando la burbuja se detuvo en 2007 las viviendas terminadas pero sin entregar –en las que el comprador potencial que no había cerrado la compra se retiraba aun perdiendo la entrada entregada–, las viviendas sin terminar y los suelos financiados alimentaron un *stock* que sus promotores no podían sostener, conduciéndolos en muchos casos a procesos concursales o a negociar daciones en pago masivas.
2. Los promotores supervivientes trataban de terminar obras en marcha y de ajustar precios finales para no perder compromisos de compradores, al tiempo que renegociaban los plazos de los convenios firmados con las administraciones urbanísticas; con sus constructores; o con sus entidades financieras, siempre con el límite de sus recursos propios y la paciencia de sus accionistas.
3. Cuando los promotores dejaban caer una promoción, por no poder hacer frente a las obligaciones derivadas de su financiación, los activos de ésta pasaban a ser adjudicados a la entidad financiadora, bien judicialmente mediante la ejecución de la hipoteca o bien negociadamente, por dación en pago. Las pérdidas del activo, como diferencia entre el valor en libros del préstamo y el valor de mercado actualizado del activo se resarcían por la promotora si existían avales u otras garantías adicionales, pero con frecuencia la entidad asumía el activo y debía dotarlas sus pérdidas contra sus propios resultados.

Este proceso generaba en ocasiones resultados sorprendentes. En la medida en que los activos estaban asociados a una promoción y ésta tenía una forma jurídica aislable financieramente de su matriz, no era raro que las pérdidas de los activos –suelos, edificaciones en curso o promociones terminadas sin vender– pasaran de la sociedad de la promoción a las entidades acreedoras sin dañar significativamente a la sociedad matriz promotora, que podía reaccionar a la crisis con cierta autonomía y con una agenda propia.

Hay que tener en cuenta que pasaron cuatro años de crisis entre 2008 y 2012. Años de incertidumbre sobre el ciclo económico y los precios de mercado de las viviendas y suelos. Las adjudicaciones masivas del periodo inicial estaban también

<sup>51</sup> A esta cifra hay que añadir las viviendas ya vendidas a particulares y que acabaron objeto de desahucio por falta de pago de sus hipotecas, que fue una cifra marginal. El precio es clave para entender lo sucedido u sus consecuencias financieras.

alimentadas por el convencimiento general de que lo que podía hacer más daño patrimonial era la paralización de los desarrollos urbanísticos, de las urbanizaciones de suelos, de las edificaciones o de las ventas. De alguna forma, con las adjudicaciones las entidades bancarias creían reducir el riesgo de la parálisis, mayor si los activos se empantanaban en sociedades promotoras en agonía.

### ■ 1.2.2. La industria inmobiliaria y su reconversión poscrisis

El universo de sociedades inmobiliarias estaba muy concentrado en algunas grandes empresas, entre ellas varias cotizadas en las bolsas de acciones, pero se caracterizaba por una elevada atomización de empresas locales o regionales en el resto. Las entidades de depósito fueron acumulando participaciones accionariales en muchas de ellas, llegando a acuerdos de capital y de créditos para iniciar proyectos inmobiliarios singulares a partir de determinados suelos. Según Huerta (2009), el 22 % del número de empresas inmobiliarias concentraban el 90 % de los ingresos totales del sector. Entre las empresas inmobiliarias, la crisis afectó directamente a las dedicadas a la promoción residencial, pero también a las empresas patrimonialistas, las que gestionaban un *stock* de inmuebles para alquilar, mucho menos relevantes cuantitativamente.

El boyante negocio de estas empresas durante los años de expansión inmobiliaria se alimentaba de actividad y ascenso de precios. La rotación de suelos era una línea de negocio relevante en el contexto de ascenso de precios del periodo 1998-2007, pues permitía realizar plusvalías sin llegar a edificar, reforzando dividendos y reservas. La especulación en suelos era parte sustancial del modelo promotor y del discurso justificativo de la propia burbuja. En 2007 el sector inmobiliario y sus financiadores comienzan a registrar los efectos del pinchazo de la burbuja. Es interesante recordar que las grandes operaciones corporativas marcaron los últimos años de la burbuja en un sector que estaba caracterizado por un alto nivel de apalancamiento, elevadas carteras de suelo y una frecuente integración vertical con empresas constructoras<sup>52</sup>.

Las grandes operaciones corporativas de 2006 y 2007 son un buen ejemplo para ilustrar el sesgo alcista que viciaba las expectativas dominantes de la época. Eran movimientos que tenían como objetivo el crecimiento, maximizar las carteras de suelo, reforzar capacidades de gestión y diluir concentración de riesgos. Se trataba en definitiva de dar continuidad a la expansión inmobiliaria reforzando sus posiciones competitivas. La realidad es que se estaba ante el comienzo del fin de una etapa.

<sup>52</sup> Eran varios los grandes grupos que integraban una división de construcción. Algunas de estas divisiones trabajaban para promociones propias y también ajenas, como Sacyr Vallehermoso (que incluía además a la patrimonialista Testa), Ferrovial, Acciona, Sando, Lopasan, y otros se concentraban en las promociones propias, como Fadesa, Prasa, Reyal, o Pryconsa. Ver Huerta (2009).

Seguiremos algunas de las operaciones destacadas en Huerta (2009). Comenzaremos con el año 2006: el 29 de septiembre el Grupo **Inmocaral** presenta una OPA sobre la Inmobiliaria Colonial por 3.513 millones de euros, lo que suponía una prima del 5 % sobre el valor de su cotización; el 15 de diciembre es **Reyal** la que adquiere **Urbis** (de **Banesto**) por 3.317 millones, con una prima del 4 %; unos días más tarde es la promotora **Habitat**, la que adquiere el negocio Inmobiliario de **Ferrovial** por 1.600 millones. En 2007 aumenta el número de operaciones, destacando la compra de **Fadesa** por **Martinsa** por 3.499 millones de euros el 12 de marzo, valor correspondiente aproximadamente a la cotización; **Sacresa** compra el 24 de octubre el 60,4 % de **Metrovacesa** por 3.555 millones por medio de acciones de **Gecina**. El 30 de julio 2007 la nueva **Colonial**, resultante de su fusión con **Inmocaral**, adquiría en 99 % de **Riofisa** por 1.993 millones de euros.

En el contexto de burbuja el sector de la construcción tenía también una importancia fundamental, tanto en VAB como en empleo, gracias a la edificación que se situaba en torno al 70-75 % de su producción total. La obra civil en cualquier caso también estaba relacionada indirectamente con el *boom* de viviendas a través de la explosión de infraestructuras que la acompañó.

La construcción y la promoción eran durante la burbuja inmobiliaria las locomotoras de la actividad económica del país. La construcción ha descendido del 10,8 % del PIB en 2006 hasta el 5 % entre 2013 y 2022. Los servicios inmobiliarios merecen un comentario más detallado pues incluyen la promoción tradicional, de una parte, y los servicios inmobiliarios, de otra. Mientras la primera era muy intensiva en crédito y generaba poco valor añadido y poco empleo –desviados a la construcción–, los segundos, por el contrario, se han desarrollado fuertemente.

La financiación de las operaciones corporativas y de proyectos singulares bajo *partenariado* aumentaron la exposición al sector. Tras la euforia de la burbuja vinieron las suspensiones de pagos, las quiebras y el pánico. Sus impactos en los balances bancarios constituyen el epicentro de la crisis del canal crediticio y del balance de las entidades de depósito que se abrirá en 2008 y no se podrá cerrar, en su fase más aguda, hasta 2017. Como veremos más adelante, las pérdidas masivas generadas por la exposición al sector inmobiliario fueron muy superiores a las generadas por los préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda de los hogares.

Baste decir aquí que, con ella, se abrió una espiral que se extendería a toda la economía, de forma que los particulares y los sectores ajenos a la burbuja sufrieron también el cierre del canal del crédito, por causa de la crisis de liquidez, pero, en última instancia, a causa del deterioro del capital de las entidades bancarias que supusieron las pérdidas inmobiliarias. El efecto en el PIB y el empleo fue catastrófico. El crédito a la industria o servicios ajenos al inmobiliario se redujo en términos de PIB a lo largo de los años posteriores, hasta nuestros días (con el paréntesis de la pandemia).

Veamos con algo más detalle la importancia de los criterios de valoración en las tasaciones hipotecarias y en las políticas contables en el sector inmobiliario.

### ■ 1.2.3. Tasaciones con expectativas y el equity value negativo

La Ley 27/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, supuso hace más de cuarenta años la modernización del mercado de financiación de la vivienda. Ha estado vigente hasta su sustitución reciente por el Real Decreto Ley 24/2021, que traspone la Directiva 2019/2162 de bonos garantizados, pero que no ha implicado grandes cambios estructurales.

Estas normas son clave para entender el papel del crédito en el mercado de la vivienda, ya que recogen dos de los aspectos que han sido esenciales en el desarrollo masivo del modelo residencial. En primer lugar, los principios y criterios de las reglas de tasación, que concreta la Orden ECO 805/2003; en segundo, los bonos o cédulas con garantía hipotecaria que pueden emitir las entidades que realizan préstamos hipotecarios o los fondos de titulización en que estas entidades son cedentes. Sobre la financiación mayorista de las entidades nos detendremos más adelante.

Teniendo en cuenta la relación estrecha entre los sectores inmobiliario y financiero, la tasación de los inmuebles es siempre un elemento fundamental para la estabilidad financiera. La adecuación y calidad de las tasaciones afecta directamente al riesgo bancario. En este sentido, el valor de una tasación<sup>53</sup> es fundamental desde dos puntos de vista. Primero, para determinar la cantidad del préstamo hipotecario que una entidad concede a un hogar o a un promotor, ya que normalmente el estándar de la política crediticia de una entidad se expresa, entre otros elementos, fijando una proporción máxima del valor de tasación del inmueble que constituye su garantía –el conocido en inglés como *loan to value (LTV)*–. Que un préstamo hipotecario para la adquisición de vivienda por un particular, entre otras limitaciones marcadas por la entidad concesionaria, no pueda exceder el 80 % de la tasación de la vivienda que financia significa que el 20 % restante de valoración en el momento de la concesión constituye una protección clave para la entidad ante posibles caídas posteriores del precio de mercado de la

<sup>53</sup> Una tasación hipotecaria es la valoración de un inmueble objeto de garantía en un préstamo hipotecario. A través de esta valoración el prestamista, normalmente una entidad financiera, sabe cuál es el valor del bien garantía del préstamo y cuál es el riesgo que asume con la operación hipotecaria. La tasación hipotecaria solamente tiene la finalidad de servir de garantía para el préstamo hipotecario, siendo totalmente independiente del importe por el cual se realiza la hipotética transacción económica de compraventa o el devengo de impuestos que la misma suponga.

Los factores que influyen en la valoración de un inmueble son: la ubicación; los servicios próximos: zonas verdes, lugares de ocio, servicios escolares, médicos, supermercados...; la superficie: m<sup>2</sup> y distribución, si tiene o no garaje o trastero; la calidad de los materiales de construcción; la situación del inmueble dentro del edificio: se valora más si es orientación sur y los pisos altos; y la antigüedad.

vivienda<sup>54</sup>. A precio constante, esta protección aumenta conforme el préstamo se amortiza, de acuerdo con su estructura contractual. En el caso de los préstamos promotor la limitación a efectos de la cartera hipotecaria es del 60 % y por ello la protección es superior.

Cuando el valor de la vivienda o inmueble financiado cae hasta ser inferior al saldo del préstamo, la probabilidad de que el prestatario deje de hacer honor a sus obligaciones aumenta. Si el *equity value* –el valor del activo neto del saldo del préstamo que resta por pagar– llega a ser negativo, el prestatario está tentado, racionalmente, a abandonarla a manos de su banco. Evidentemente este proceso no se desencadena con automatismo, ya que el valor de uso que aquél le concede puede ser superior y los costes de convertirse en dudoso o fallido pueden ser significativos<sup>55</sup>, pero sí tiene un peso relevante en la política de constitución de dotaciones contra resultados de la entidad.

En segundo lugar, la relación entre saldos prestados y las correspondientes tasaciones son relevantes en el contexto hipotecario porque determinan la reserva de capital de la institución financiera necesaria para cubrir las pérdidas inesperadas que pudiera generar éste. Por eso, para que los valores de tasación se realicen con independencia y la mayor objetividad, se deben considerar entre otros factores, el establecimiento de un marco legal y de criterios metodológicos adecuados<sup>56</sup>.

Un aspecto especialmente delicado de las tasaciones durante la burbuja inmobiliaria y su explosión ha sido la valoración de mercado de los suelos objeto de garantía hipotecaria en las financiaciones a promotores o a promociones.

Aunque los criterios de valoración de las leyes del suelo son de aplicación solo en las valoraciones urbanísticas, tuvieron una gran influencia en los de tasación ECO, aplicados por las sociedades de tasación a todas las hipotecas de préstamos promotor sobre suelos. Como hemos mencionado ya, con la Ley 6/1998, de 13 de abril muchos suelos antes no urbanizables pero que no estaban protegidos, fueron objeto de proyectos de desarrollo por parte de promotores que los adquirían mediante hipotecas. El criterio general de *LTV* máximo en la concesión de los prés-

<sup>54</sup> Y por eso el 80 % es también un umbral relevante a efectos del consumo de recursos propios del préstamo hipotecario: cuando es superior aumenta el consumo de capital del banco.

<sup>55</sup> En los mercados con participantes mayoritariamente institucionales, en los que domina el alquiler como vía de acceso a la vivienda por parte de los hogares, el *equity value* sí puede llegar a ser determinante, no solo de la morosidad, sino también de los cambios de propiedad, afecten o no a los inquilinos correspondientes.

<sup>56</sup> Dado que existe una diversidad de aspectos con los que pueden afectar a la independencia de los tasadores, la regulación objetiva los procedimientos, de manera que se refuerce dicha independencia. El modelo español de tasación inmobiliaria a efectos de garantía hipotecaria fue regulado por la Ley 2/1981, que apostó por un modelo societario –las sociedades de tasación, reguladas y supervisadas por el BdE– al objeto de reforzar el control de las tasaciones. Hasta 2013 estas sociedades podían estar controladas por entidades de crédito, pero tras la burbuja se detectaron conflictos de interés entre tasadoras y sus entidades de crédito y se decidió avanzar en su independencia societaria (ver Delgado, 2022).

tamos promotor era del 60 %, pero las tasaciones podían alcanzar importes muy superiores a las valoraciones estrictamente derivadas de la condición urbanística realmente existente para esos suelos —rústicos, por ejemplo—, al girar sobre tasaciones que incluían *expectativas* de planeamiento futuro todavía sujetas a incertidumbre. Esto hinchó las tasaciones, pero también los importes concedidos en los préstamos correspondientes y la protección del 40 % resultaría a la postre insignificante.

Al ascenso de los precios del suelo y al efecto multiplicativo de proyectos —que la Ley del suelo 6/1998 permitía abrir—, se unía la generalización de tasaciones que incluían *expectativas* sobre terrenos entonces puramente rústicos. El impacto nominal de los tres factores explica y contribuye en espiral especulativa a la brutalidad de la expansión de los préstamos promotor, de los que una parte correspondían a suelo. Unos préstamos que como veremos terminaron provocando una parte significativa de las pérdidas que desencadenaron las crisis bancarias.

Este criterio de valoraciones y tasaciones no se modificó —parcialmente— hasta la nueva Ley del suelo 8/2007, de 28 de mayo, cuando lo peor de la burbuja había pasado ya. Las valoraciones de los suelos del nuevo marco legal ya no podrían incluir *expectativas* urbanísticas sino únicamente el valor real en ese momento. La Orden EHA 564/2008, de 28 de febrero, modificó a continuación la Orden ECO 805/2003, aunque de forma muy limitada, introduciendo la disposición adicional séptima, que establecía un *principio de prudencia* en las tasaciones en el caso de existir sobre el terreno una posibilidad de expropiación. En esos casos la valoración debía ser la menor entre la resultante de aplicar los criterios de la anterior ley del suelos —con *expectativas*— y la nueva —sin *expectativas*—. Se trataba de una solución de compromiso: se mantenía el criterio general de valoración de suelos a efectos de las tasaciones, pero se corregía solo para determinados casos<sup>57</sup> en los que la evolución futura prevista del planeamiento podía ser cuestionada por mediar una expropiación.

#### ■ 1.2.4. Valoraciones contables

Además del impacto en las tasaciones hipotecarias, las valoraciones de suelo y los debates sobre cómo recoger el precio de mercado del suelo, tuvieron una importancia significativa en los balances de las empresas promotoras, vía contabilidad y ley de sociedades. Más en general, la publicación de resultados y las valoraciones de activos se convirtieron en procesos complejos, cuestionados en ocasiones por mercados y auditores a través de opiniones con salvedades.

<sup>57</sup> Las situación en que disposición adicional séptima explica el principio de prudencia son las siguientes: cuando se haya iniciado el procedimiento de expropiación del inmueble; cuando se haya aprobado un instrumento de ordenación urbanística que conlleve la declaración de utilidad pública y ésta habilite para la ejecutar la expropiación; o cuando la administración competente haya declarado el incumplimiento de plazos o demás deberes inherentes al proceso de urbanización o edificación del suelo y ello pueda conducir a la expropiación del bien.

Las empresas inmobiliarias reconocen los ingresos y el coste de las ventas al mismo tiempo, en el momento de la formalización o escrituración de éstas. Es pues la entrega de una promoción —de cada una de sus viviendas— el momento que dispara tanto el reconocimiento de los ingresos como el de los costes de construcción, financiación y demás, que hasta entonces se acumulan como mayor valor de las existencias en el activo de su balance. Respecto a los ingresos el criterio simétrico implica que los importes anticipados por los compradores finales en sus reservas y contratos de venta se registran en una cuenta de anticipos en el pasivo, a la espera también del registro final como ingreso con la escrituración. Durante la crisis esta simetría en el tratamiento contable generaba un cierto alivio temporal en las compañías por su contraste con las constructoras que registran sus gastos conforme se producen, mientras sus ingresos se contabilizan solo cuando se certifican la obra o sus fases.

Otro tema relevante en relación con la contabilidad de estas sociedades era la valoración de sus activos. Los suelos que formaban parte ya de las existencias, por asignarse a una promoción destinada a la venta de las viviendas resultantes, se contabilizaban por su valor de venta previsto. Los suelos de la cartera de alta rotación, en contraste, registraban inmediatamente las minusvalías que la caída de precios estaba implicando. Además, a partir de 2008, el efecto de la nueva ley del suelo influía sobre las valoraciones de los auditores y los criterios de prudencia filtraban cada vez más las expectativas con que muchos suelos sin urbanizar se estaban valorando como urbanos, solo por estar en procesos de planeamiento y aunque fuera en fases primarias. El parón del crédito hacía casi imposible terminar obras y aun menos iniciar promociones mientras no estuvieran aseguradas las ventas, lo que dependía de los precios finales de las viviendas.

### ■ 1.2.5. Hipotecas sobre suelos

Finalmente, analicemos el número de hipotecas sobre solares<sup>58</sup> que publica el INE. Como hemos visto, las hipotecas sobre suelos han tenido un papel muy relevante durante la burbuja. Hasta 2007 y durante el periodo de inercia financiera posterior se firmaban entre 4.000 y 5.000 hipotecas con ese objeto con carácter mensual. Después de 2013 su evolución ha sido plana, en niveles mínimos de unas 500 por mes.

El parón de estas hipotecas es una evidencia relevante en el momento actual del mercado, más allá de su contraste con el periodo de la burbuja. Parece claro que estamos ante un indicador de la escasez de suelos preparados para edificar y constituirse en objeto de un préstamo hipotecario promotor. Sin embargo, lo impor-

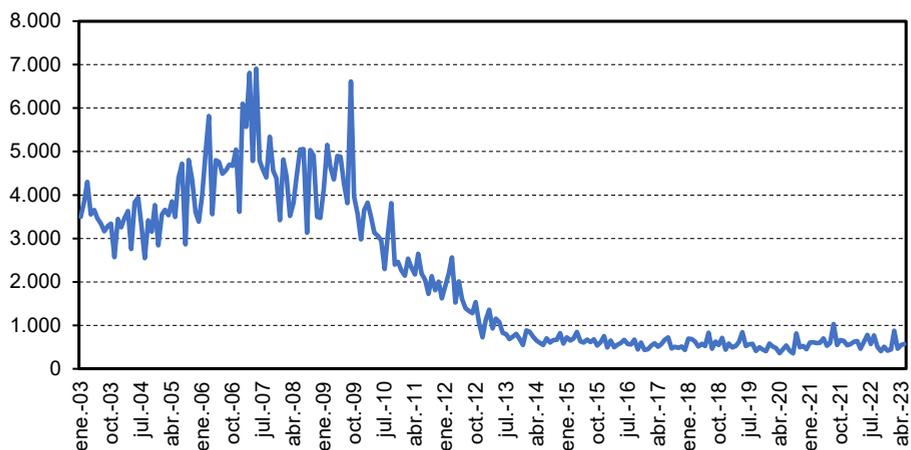
<sup>58</sup> El INE define solar como terreno no edificado, es decir, de forma amplia y sin la connotación urbanística: “Suelo urbano sin edificar, con independencia de sí constituye o no solar. En el caso de suelo rústico urbanizable se incluirán las parcelas (a modo de ejemplo, una urbanización)” *Metodología de las estadísticas de hipotecas*, [www.ine.es/metodologia/t30/t3030149.pdf](http://www.ine.es/metodologia/t30/t3030149.pdf)

tante es el porqué de esta la situación. Nuestra tesis es que se trata de un signo más de la escasez de actividad de vivienda nueva que implica la crisis actual de asequibilidad. Conforme han ido recuperándose los precios de alquiler y de venta desde 2014, la demanda se ha retraído y la oferta no encuentra financiación de promotor. En este contexto, es escaso el volumen de los nuevos proyectos financiados. Por otra parte, esta situación podría responder también a un estándar de concesión por parte de los bancos más estricto: un porcentaje de autofinanciación del promotor mayor –aportando el suelo– o una proporción de viviendas vendidas sobre el total a edificar superior. En definitiva: ¿hay escasez de suelos edificables porque la oferta de suelos es escasa? o ¿simplemente faltan proyectos asequibles y vendibles? Mientras durante los años de la burbuja estas preguntas no eran muy relevantes porque los estándares de concesión de préstamos promotor no estaban singularizados y definidos estrictamente, ahora, el sector bancario es muy diferente y la asequibilidad es una condición necesaria de la financiación de un proyecto de viviendas. Sobre ello profundizaremos más adelante.

En cuanto a la hipoteca media sobre terrenos no edificadas, por definición, la dispersión es mucho mayor (tamaños, edificabilidad, localización) que la que veíamos para hipotecas de vivienda. Al ser muy inferiores los volúmenes de concesión, desde 2013 la volatilidad de la media es mucho mayor y poco significativa para nuestro análisis.

Gráfico 60

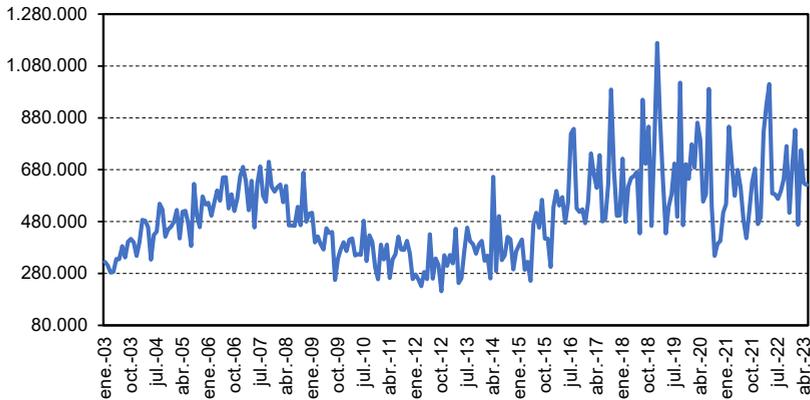
## EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE HIPOTECAS SOBRE SOLARES 2003-2023



Fuente: INE.

Gráfico 61

## EVOLUCIÓN DE LA HIPOTECA MEDIA SOBRE SOLARES 2003-2023 (Euros)



Fuente: INE.

### 1.3. La financiación del sistema bancario

La financiación del crecimiento del balance de las entidades de crédito en España, diferenciando entre la captación de depósitos de clientes y la emisión de valores en los mercados mayoristas, es un elemento clave para entender el proceso de alimentación de la burbuja, en el contexto internacional.

#### 1.3.1. Financiación minorista

Los depósitos de clientes residentes han sido muy importantes en la estructura del pasivo de las entidades de crédito. Como muestra el gráfico adjunto, estos depósitos representaban un entorno del 42 % durante la burbuja para pasar a aumentar su peso después, sobre todos en los últimos años, en que han llegado a estar por encima del 47 %.

El ascenso del crédito en los años de expansión fue tan extraordinario que pronto superó al de depósitos, rompiendo el equilibrio. Los saldos de depósitos de clientes y de crédito privado en términos de PIB muestran la creciente distancia entre ambos, con el llamado *gap comercial* en favor del segundo ampliándose hasta el estallido de la crisis. A partir de 2009, el año de los máximos en los saldos, la evolución se da la vuelta y comienza al mismo tiempo un reequilibrio entre crédito y depósitos, con una espectacular reducción y cambio de signo del *gap comercial*.

Por eso hoy el saldo de crédito es claramente inferior al de depósitos de clientes, alterándose profundamente lo que había sido un patrón histórico del sistema

Gráfico 62

## PESO DE LOS DEPÓSITOS SOBRE EL PASIVO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO (Porcentajes)



Fuente: Banco de España.

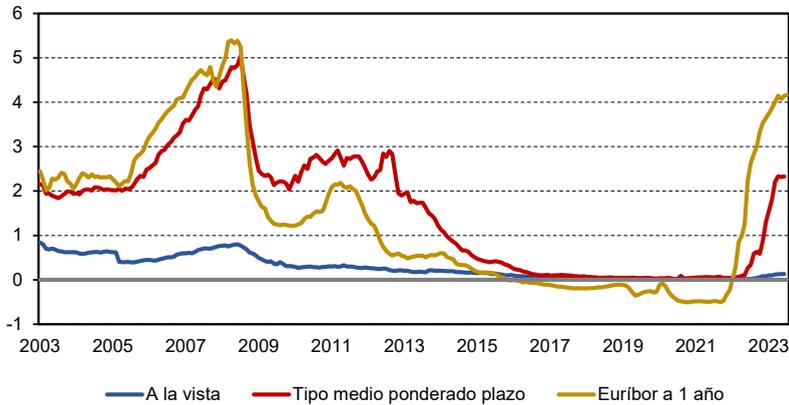
durante décadas de expansión crediticia: la preocupación por la captación de clientes –incluida su retribución– para financiarla. La **atonía crediticia** que ha sustituido este patrón tiene también consecuencias sobre las políticas de captación bancarias y no es extraño contemplar cómo, con el cambio de signo de la política monetaria en 2022-2023, el ascenso del euríbor no ha arrastrado ya al tipo de retribución de los depósitos bancarios al alza como lo había hecho en el pasado. Lo que podrías denominar la **banalización de los depósitos** como fuente de rentabilidad para los clientes em un proceso relevante.

En el gráfico 63 podemos contemplar la desvinculación entre la retribución media de los depósitos y el euríbor. Comienza con la crisis en 2008, pasando el periodo de tipos negativos en el mercado interbancario si cruzar la barrera del cero, y se alarga hasta nuestros días, con la subida de los tipos de interés, aunque afectando más a los depósitos a la vista que los depósitos a plazo.

Otra forma de expresar el concepto de gap comercial es la ratio de **préstamos sobre depósitos** (*LTD*, por sus siglas en inglés), muy común en el análisis bancario, cuya evolución en el mismo periodo puede verse en el gráfico 66. Resulta muy interesante su comportamiento: después de ascender durante la burbuja desde un nivel cercano a la unidad hasta máximos superiores a 1,3 veces el crédito sobre los depósitos, se desploma durante la crisis, para situarse por debajo de uno, resultado de la caída del crédito así como , en menor medida, de los depósitos. En la actualidad está estabilizándose en el entorno de 0,85 veces.

Gráfico 63

## TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA DE NUEVOS DEPÓSITOS A HOGARES Y EURÍBOR A UN AÑO (2003-2023)

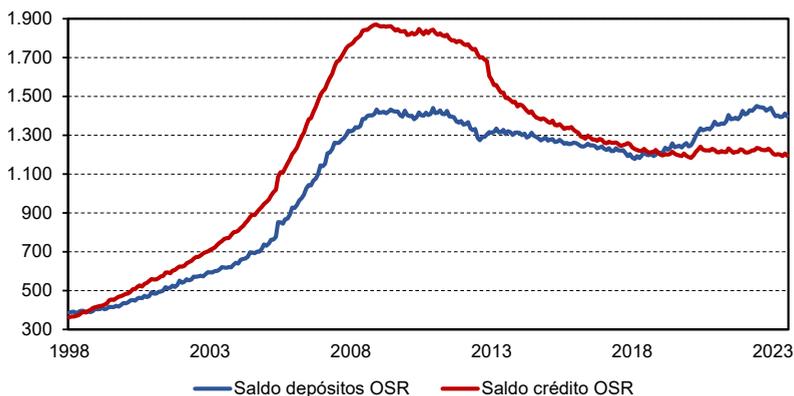


Fuente: Banco de España.

En paralelo a las tensiones en la captación de depósitos de clientes se desarrollaron en los años de la burbuja dos instrumentos que añadieron complejidad a la gestión de la crisis, por sus consecuencias sobre la clientela y el papel que jugaba la red comercial en su captación. Se trata, por una parte, de los depósitos subordi-

Gráfico 64

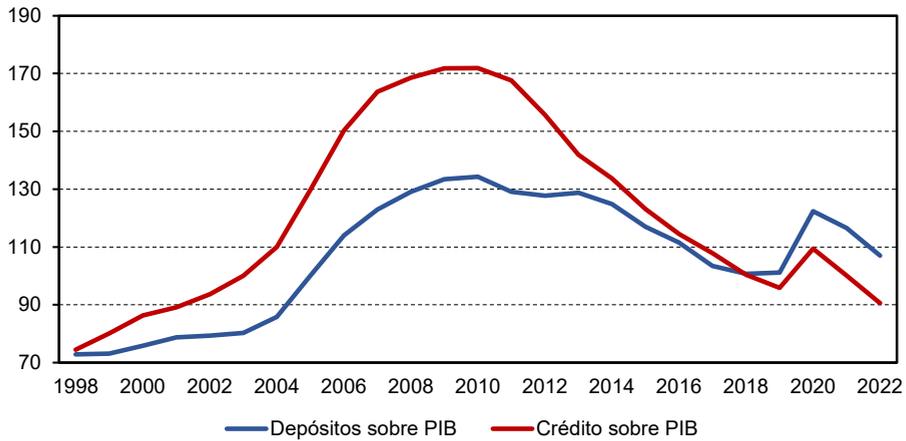
## EVOLUCIÓN DE LOS SALDOS DE CRÉDITO Y DEPÓSITOS (Miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 65

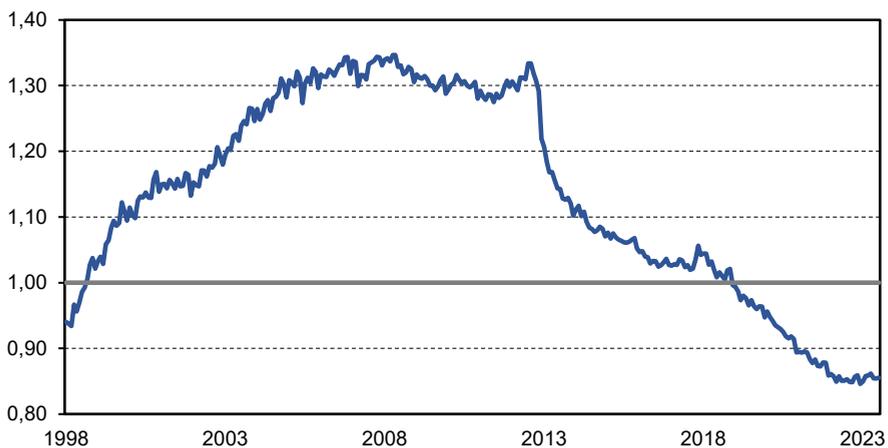
### EVOLUCIÓN DE LOS SALDOS VIVOS DE CRÉDITO Y DEPÓSITOS (Porcentajes sobre el PIB)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 66

### EVOLUCION DE LA RATIO *LOAN TO DEPOSITS* 1998-2023

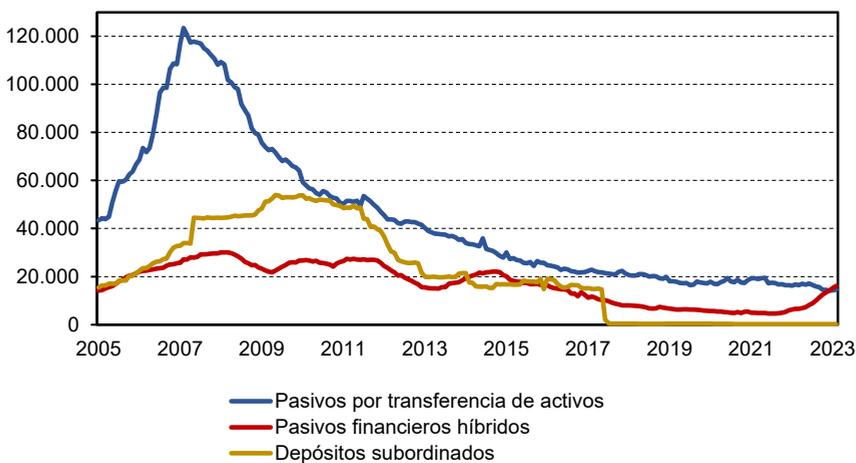


Fuente: Banco de España.

nados, que se situaban por detrás de los depósitos bancarios en cuanto al orden de prelación. Durante años fueron pasivos elegibles en el coeficiente de recursos propios<sup>59</sup>, lo que incentivó su emisión. Desde 2017 su saldo es cero. Por otra parte,

Gráfico 67

## SALDOS DE OTROS INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN DEL SISTEMA CREDITICIO (Millones de euros)



Fuente: Encuesta Continua de Hogares (INE).

<sup>59</sup> Eran hasta 2008 parte de los recursos propios elegibles como de segunda categoría según el coeficiente de solvencia. La regulación europea sobre solvencia fue transpuesta por la Ley 13/1985, de 25 de mayo, y sus modificaciones posteriores, entre las que destacan las introducidas por la Ley 13/1992, de 1 de junio, su normativa de desarrollo –Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, Orden de 30 de diciembre de 1992 y Circular 5/1993, de 26 de marzo– y la Ley 19/2003, de 4 de julio. Esta normativa incorporaba desde finales de 1992 a nuestro ordenamiento los estándares de Basilea I y se distinguió entre dos tipos de capital: los recursos propios básicos y los de segunda categoría, siendo, los segundos, instrumentos con menor capacidad de absorción de pérdidas y, por lo tanto, de menor calidad.

Los recursos de segunda categoría en ningún caso podían ser superiores a los primeros y, además, algunos de los instrumentos que se incluían entre los de segunda categoría no podían representar más del 50 % de los denominados «recursos propios básicos». Entre los recursos propios básicos estaban el capital social, los fondos fundacionales, las cuotas participativas de las cajas de ahorros, las participaciones preferentes –que cumplieran determinadas condiciones– y las reservas, entre otros. Como cautela adicional, y al objeto de asegurar la mayor calidad de los recursos propios, las participaciones preferentes no podían representar más del 30 % de los recursos propios básicos de la entidad. Teniendo en cuenta los límites señalados, en aquel momento, del 8 % de coeficiente de solvencia exigido, los recursos propios de mayor calidad debían ser al menos del 2,8 %. La Circular del Banco de España 3/2008, de 22 de mayo, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, adaptó la normativa española a los criterios de Basilea II, transponiendo las directivas de la UE 2006/48/CE y 2006/49/CE.

los pasivos híbridos, depósitos que se comercializaban con un instrumento derivado implícito indisolublemente asociado, se redujeron dramáticamente hasta 2021, pero han resurgido tímidamente en 2022 y 2023.

### ■ 1.3.2. Financiación mayorista

Tres factores relevantes llevaron a las entidades a desarrollar estrategias de captación masiva de pasivos mayoristas:

- La insuficiencia de los depósitos para equilibrar el crecimiento del crédito, más impulsado por los préstamos promotor que por los préstamos directos a la vivienda de los hogares.
- El desarrollo de estrategias de emisión eficientes por parte de las entidades, con el lanzamiento de programas mayoristas completos, no solo de cédulas hipotecarias individuales o multicedentes sino también de deuda senior, subordinada o preferente, así como titulizaciones.
- El contexto favorable internacional. La atonía del crédito en la mayor parte del resto de Europa, orientaba a las entidades y fondos de inversión hacia mercados en crecimiento, lo que generaba unas condiciones excepcionales para la absorción del papel español.

Gráfico 68

**SALDO VIVO DE VALORES EMITIDOS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO, DISTINTOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES**  
(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

En el gráfico 68 se contempla la evolución del saldo de **pasivo mayorista**, exponencialmente creciente hasta la crisis del 2007-2008, estabilizándose entre 400 y 450.000 millones de euros hasta 2012, y decreciendo desde entonces hasta mínimos de 2017, en paralelo a la contracción del balance bancario y la caída del crédito.

Entre 2002 y el punto álgido de la burbuja inmobiliaria la actividad mayorista del sistema bancario se centró en la captación de financiación en los mercados nacionales e internacionales. El gráfico 69 muestra los fuertes volúmenes de emisión neta de ese periodo, en contraste con la etapa 2008-2017. Mientras en la primera la **emisión neta** alcanzó los 343.122 millones de euros, en la posterior la cifra fue negativa en 105.158 millones. Después las emisiones volvieron a ser positivas, aunque moderadas.

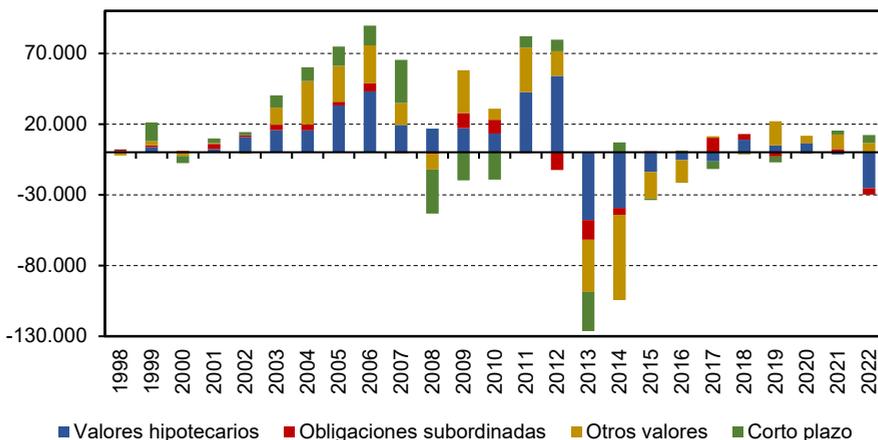
Todos los tipos de valores, fuera cual fuera su posición en la jerarquía de exigibilidad, experimentaron en paralelo tanto el boom de la captación mayorista durante la burbuja, con emisiones netas masivas, como, después, el cierre del mercado a partir de 2008 y los años siguientes, agudizado en 2011 y 2012 cuando la crisis del euro bloqueó la financiación de los países de la Europa periférica.

Varias notas destacan en esta evolución:

- Las emisiones netas de pagarés bancarios (grosso del concepto corto plazo), que había ido ganando peso a lo largo del periodo 1999-2007, fueron las pri-

Gráfico 69

### EMISIÓN NETA ANUAL DE VALORES POR INSTITUCIONES FINANCIERAS (Nominales en millones de euros)



Fuente: Banco de España.

meras en mostrar cifras negativas, desde la crisis financiera internacional en 2008, al ser el mercado interbancario el primero en cerrarse. No volverían a recuperarse.

- Los bonos garantizados, fundamentalmente las cédulas hipotecarias emitidas para ser colocadas en el mercado o para ser retenidas por el emisor para acumular colaterales útiles en las facilidades del BCE, mostraron una gran resiliencia, con cifras masivas antes, pero todavía positivas después de 2008.
- La máxima emisión neta negativa correspondió a 2013 y 2014, debido a la destrucción de balance que siguió al proceso de reestructuración del sistema bancario aprobado en 2012. Después la emisión neta ha sido muy limitada, cercada a cero en media.

### ■ 1.3.2.1. *Bonos garantizados*

De entre los instrumentos mayoristas con que se han financiado las entidades de crédito merecen un comentario singular, los **bonos garantizados** –conocidos como *covered bonds* en terminología anglosajona–, pues han sido tradicionalmente una fuente de captación de recursos relevante para las entidades de crédito. Dichos instrumentos, presentan características estructurales que tienen por finalidad proteger a los inversores en todo momento. Ello se traduce en una elevada calidad crediticia que atrae a inversores demandantes de instrumentos financieros de bajo riesgo –y por ello, mejor *rating* crediticio que el de otras emisiones sin esas garantías realizadas por el mismo emisor–, así como por el carácter de activos elegibles como garantía para las operaciones de obtención de liquidez del Eurosistema en el caso de las entidades con acceso a éste.

La característica fundamental de estos bonos garantizados es que los flujos de cobro de un conjunto de activos de cobertura garantizan por ley el pago de su principal e intereses a los tenedores, actuando como cobertura de manera independiente a la posición financiera del emisor. En el caso de España, en función de los activos de cobertura, existen tres mercados diferentes de bonos garantizados: los activos hipotecarios, los activos frente a las administraciones públicas territoriales y los empresariales de internacionalización. En estos tres mercados se emiten cédulas, con la garantía de una cartera abierta de activos –a la que se añaden nuevas adquisiciones o préstamos–, o bonos, cuando la cartera está cerrada a lo largo de la vida de la emisión.

Un mercado mayorista como el español, con un alto grado de atomización de emisores y con unos volúmenes muy relevantes en relación con el resto de las jurisdicciones europeas, encontró en los títulos con garantía de la cartera hipotecaria un instrumento seguro, eficiente y bien regulado. Así, el saldo total de las cédulas

hipotecarias<sup>60</sup> llegó a alcanzar 401.540 millones de euros en 2012, el máximo del período, resultado (ver cuadro 3) de la suma de *cédulas hipotecarias individuales*, emitidas directamente por las entidades en principio para su cotización en mercado, y de las *cédulas hipotecarias multicedentes*, que eran propiamente *cédulas singulares* –no negociables– titulizadas con el mismo fin. Las cifras del cuadro 3 incluyen las *cédulas autorretenidas* por sus emisores: las que no estaban destinadas a su colocación –cara, difícil o incluso imposible para muchas entidades desde 2008– sino a acumular carteras de activos descontables como colateral ante en BCE.

Las *cédulas multicedentes* fueron un instrumento clave para resolver la dificultad de acceso al mercado mayorista que, por causa de su tamaño tenían los emisores medianos y pequeños. Con ellas, los emisores conseguían agrupar sus esfuerzos para financiar en los mercados mayoristas los fuertes volúmenes de concesión de préstamos hipotecarios que estaban registrando. Cada entidad emitía una *cédula singular* que adquiriría un fondo de titulización creado al efecto, que se financiaba en el mercado mediante los bonos de titulización cotizados correspondientes. A estos bonos se los denominaba *cédulas multicedentes*, en una estrategia de *marketing* que los anclaba a su origen y garantías y permitía acceder al mercado con economías de escala y limitar así los costes relativos de comercialización en el mercado mayorista. Hasta 2009 el producto llegó a alcanzar saldos vivos similares a los de las *cédulas cotizadas individuales*: tal era la avidez emisora de las entidades y el apetito del mercado. Después de ese año crítico, el cierre de los mercados reorientó las emisiones de unas y otras *cédulas* a la autocartera para acudir a la financiación del BCE. El saldo vivo de las *cédulas multicedentes* alcanzó su máximo unos años antes que el de las *cédulas individuales*, en 2009, con 151.000 millones de euros, gracias a la posibilidad abierta por el BCE de descontar directamente *cédulas individuales* y cotizadas retenidas por el emisor. Esto resolvía el problema de los *riesgos cruzados* que la sensibilidad al riesgo bancario había despertado y que estaba en el origen del cierre de los mercados.

La caída del crédito nuevo, la recesión, la concentración sectorial y la reestructuración y recapitalización del sector hicieron que el saldo vivo total de *cédulas hipotecarias* pudiera reducirse entre 2012 y 2023 hasta algo menos de la mitad desde entonces, para situarse en 195.517 millones de euros a junio de 2023, de los que *multicedentes* eran ya solo 13.260 millones de euros.

La cartera hipotecaria que respalda las *cédulas hipotecarias* es abierta, es decir, entra y salen los préstamos considerados como un *Stich* cuyos flujos de cobro

<sup>60</sup> El mercado hipotecario de bonos garantizados se regula en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y el Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero que la desarrolla. En dicha norma se recogen distintos instrumentos como son las *cédulas*, los bonos y las participaciones hipotecarias. El Real decreto-ley 24/2021, de 2 de noviembre, transpuso la Directiva (UE) 2019/2162 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la emisión y la supervisión pública de bonos garantizados y por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE y 2014/59/UE.

garantizan los pagos que deben realizar los emisores. Sus reglas se han mantenido estables desde 1982. En el momento de su incorporación al conjunto de la cartera de cobertura, cada préstamo garantizado con hipoteca inmobiliaria de promotor no puede exceder del 60 % del valor de tasación del bien hipotecado (*LTV*). No obstante, si se trata de viviendas en manos de hogares, el préstamo puede alcanzar el 80 % del valor de tasación. El plazo de amortización de estos últimos préstamos, cuando financie la adquisición, construcción o rehabilitación de la vivienda habitual, no podrá exceder de treinta años. Si como consecuencia de la amortización de un préstamo inelegible inicialmente por exceder de los límites señalados, se llegará a los umbrales correspondientes, el préstamo con garantía hipotecaria podría ser elegible e incorporado a la garantía de las cédulas a partir de ese momento.

Por su parte, los bonos de titulización hipotecaria, emitidos por los fondos de titulización hipotecaria o por los fondos de titulización de activos en la parte correspondiente a cartera hipotecaria, llegaron a un saldo vivo máximo en 2009, con 189.000 millones, para reducirse desde entonces, hasta situarse en 78.578 millones de euros a junio de 2023.

La proporción de todos los títulos hipotecarios vivos sobre la cartera de crédito hipotecario de los potenciales emisores o cedentes<sup>61</sup> llegó a situarse en el 60 % en 2012 en el conjunto del sistema, para reducirse en los años siguientes al entorno del 50 %. A junio de 2023 este peso era del 44,3 %. Una de las preocupaciones de gestión de las entidades españolas durante la crisis fue la ratio de *asset encumbrance*, es decir, la proporción del activo (el propiedad o con pacto de reventa) total usado como garantía en distintos instrumentos de financiación emitidos o en cesiones temporales –*repos*– de activos líquidos. Y más concretamente la ratio de sobrecolateralización de las cédulas hipotecarias vivas en relación con la cartera hipotecaria viva que las garantizan.

La caída del crédito nuevo, la del valor de muchos activos inmobiliarios y el uso generalizado de las cédulas hipotecarias en *repos*, como fuente de liquidez en los mercados monetarios o ante las facilidades del BCE, limitaban ya en 2008 la capacidad para emitir cédulas, pues los ratios de sobrecolateralización de la cartera hipotecaria exigidos por las agencias de *rating* estaban –en muchas entidades que habían realizado fuertes emisiones en relación con su tamaño– cercanos al agotamiento. Ello estrechaba la capacidad de maniobra de muchas entidades españolas cuando comenzó la crisis en 2008.

La concentración en las cédulas de las emisiones realizadas, tanto para colocación en el mercado, como para crear colaterales disponibles ante las facilidades del BCE, convertía la ratio de sobrecolateralización en uno de los más relevantes en la monitorización de emisores, inversores y supervisores. Los mercados de ins-

<sup>61</sup> Esta proporción cobra sentido en la medida en que las cédulas hipotecarias tienen como garantía la cartera hipotecaria en su conjunto, mientras los bonos de titulización están garantizados por la cartera dedicada al fondos así como por el conjunto de la estructuración del fondo.

trumentos *senior*, no consumidores de esta ratio, estaban cerrados desde 2008, y eran imposible acceder desde entrada ya la segunda mitad de la década de 2010, a pesar de las primeras fusiones de las cajas de ahorros –las apoyadas por el FROB I, como veremos más adelante–: los mercados interbancarios de depósitos *unsecured* o los de bonos *senior* o bonos subordinados habían desaparecido prácticamente del mercado primario y solo las cédulas hipotecarias seguían brindando alguna posibilidad en las entidades con mejor imagen.

Cuadro 3

### SALDOS VIVOS DE TÍTULOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA 2006-2023 (Millones de euros)

	Cédulas Singulares	Cédulas Multicidentes	Total de dédulas hipotecarias	Titulizaciones con garantía hipotecaria (BTH+BTA)	Total con garantía hipotecaria	Peso (%) sobre saldo de crédito hipotecario
2006	129.710	87.125	216.835	90.523	307.358	33,7
2007	150.906	116.053	266.959	130.839	397.798	38,0
2008	162.466	146.113	308.579	186.759	495.338	45,5
2009	185.344	151.406	336.750	189.162	525.912	47,8
2010	195.735	147.666	343.401	182.794	526.195	48,9
2011	241.150	128.058	369.208	167.537	536.745	53,3
2012	293.143	108.397	401.540	124.247	525.787	60,0
2013	246.968	86.970	333.938	117.006	450.944	58,4
2014	208.314	72.985	281.299	119.931	401.230	55,6
2015	194.073	58.310	252.383	114.992	367.375	53,0
2016	186.528	44.980	231.508	123.426	354.934	53,7
2017	181.328	35.170	216.498	112.938	329.436	48,2
2018	183.258	28.495	211.753	100.238	311.991	47,2
2019	195.699	24.970	220.669	90.708	311.377	48,2
2020	199.449	22.220	221.669	99.401	321.070	50,8
2021	200.020	17.160	217.180	88.259	305.439	48,4
2022	176.086	13.260	189.346	83.692	273.038	44,2
2023	182.257	13.260	195.517	78.587	274.104	44,3

Nota: BTH: bonos de titulización hipotecaria; BTA: bonos de titulización de activos.

Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

#### 1.3.2.2. Titulizaciones y vehículos

En contraste con los bonos emitidos por un entidad de crédito, que constituyen instrumentos mayoristas de financiación de su balance, garantizados o no, los bonos de titulización son algo más. La transferencia de activos o derechos desde una entidad cedente a un fondo de titulización que, a su vez, emite bonos de tituli-

zación para financiarla con la garantía de aquellos, los convierten en instrumentos de gestión de balance. Cuando los activos cedidos a un fondo se dan de baja del balance consolidado del cedente no se crea un pasivo, como en una financiación, sino que se produce una reducción equivalente del activo consolidado original.

La regulación española de los fondos de titulización y del registro contable de su uso en entidades de crédito<sup>62</sup> ha sido desde los años noventa muy estricta en la definición de las condiciones a cumplir para permitir la baja en el balance consolidado de los activos cedidos. A diferencia de otras jurisdicciones, en España se adoptó una interpretación muy estricta (ver Banco de España, 2017) de los criterios que permitían a las entidades de crédito no incluir en su perímetro de consolidación de los fondos de titulización de activos crediticios o los vehículos de inversión estructurados (denominados en inglés *special investment vehicles* –SIV–). El perímetro de consolidación establece el conjunto de sociedades que deben consolidarse para ofrecer una información conjunta de la situación económica y financiera de la entidad o grupo, a efectos de establecer los requerimientos de capital y otros requerimientos regulatorios.

En el caso de los fondos de titulización (ver Losada, 2007), para proceder a la baja del balance del originador era necesaria cesión significativa del riesgo al fondo y, por tanto, a todas sus contrapartidas financiadoras, lo que hizo que con frecuencia se usaran más como un instrumento de financiación, sin baja del balance del originador. Los bonos de titulización se registraban en ese caso como pasivo de las entidades –pasivo por transferencia de activo–. Se evitó gracias ello su uso en la estructuración de modelos de negocio tipo originar para distribuir que en EE. UU. o el Reino Unido fueron característicos de sus respectivas burbujas financieras.

Las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) enumeraban los factores a tener en cuenta para considerar si existía o no control de una entidad de crédito sobre entidades de propósito especial. El Banco de España, a través de la Circular 4/2004, fomentó una implementación estricta del marco de las NIC en este aspecto, estableciendo que, si del análisis de los factores determinantes no se podía alcanzar una conclusión clara e indubitable sobre la pérdida del control sobre una entidad de propósito especial, esta debía ser incorporada al perímetro de los estados consolidados. Esta regulación se complementó con actuaciones supervisoras encaminadas a asegurar que los criterios de consolidación de los vehículos se estaban aplicando adecuadamente.

La aplicación de estos criterios más estrictos evitó que tales fondos de titulización o cualquier “vehículo” quedaran fuera del grupo consolidable de la entidad, por lo que sus activos eran incluidos en los cálculos de los recursos propios necesarios y de los requerimientos de capital. Esto contrastaba con lo sucedido en EE. UU. o Reino Unido, donde los vehículos podían registrarse fuera del balance

---

<sup>62</sup> Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulación de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización.

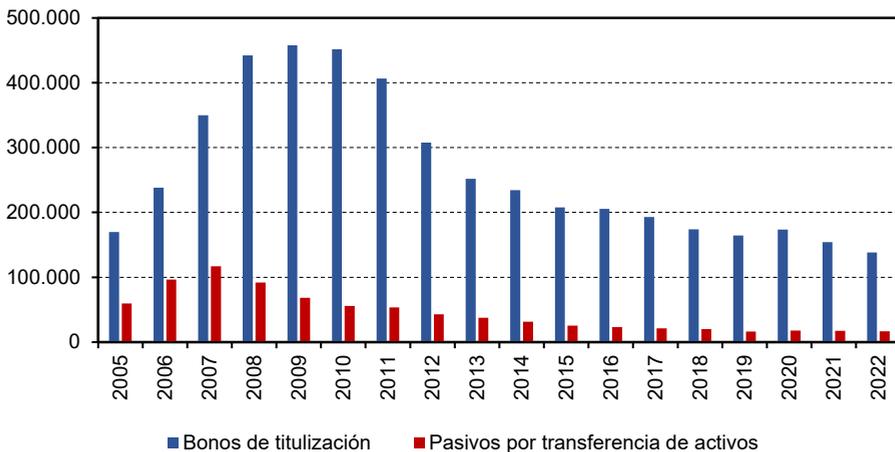
de las entidades facilitó en otros países el desarrollo de una operativa de transformación y titulación de los créditos. Frente a este modelo dominante en el mundo anglosajón, el modelo español tenía el balance de las entidades de crédito como base fundamental. Esto seguramente era incompatible con una proliferación de estructuras espurias, pero concentró en los balances bancarios todas las tensiones financieras fruto del periodo de especulación de la burbuja.

El desplome de los precios de la vivienda en EE. UU. y el consiguiente empeoramiento de la morosidad del crédito en general y *subprime* en particular, supusieron el inicio de la crisis financiera internacional. En paralelo, la caída de los precios de la vivienda en España, la interrupción del desarrollo y la promoción de suelos o la detención de la edificación iniciaban la particular crisis bancaria española, con el deterioro del canal crediticio que expandiría la crisis a todos los sectores, a la economía y al empleo.

Desde el punto de vista de del origen (en el mercado primario), el gráfico 70 muestra –aunque la información es más reciente o incompleta– los saldos titulizados de préstamos a los hogares o empresas así como el caso particular, muy relevante en la gestión de la crisis, como hemos visto, de las cédulas hipotecarias singulares no cotizadas, emitidas por una entidad para formar, junto a otras emisiones, las llamadas cédulas multicedentes, estas sí cotizadas en el mercado.

Gráfico 70

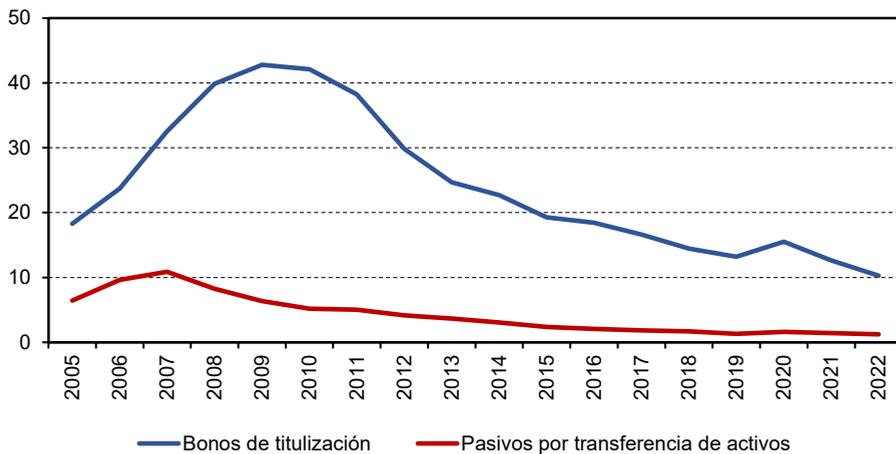
### EVOLUCIÓN DE LOS SALDOS VIVOS DE EMISIONES DE FONDOS DE TITULIZACIÓN (Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 71

## EVOLUCIÓN DE LOS SALDOS VIVOS DE TITULIZACIONES SOBRE EL PIB (Porcentaje)



Fuente: Banco de España.

El gráfico 71 muestra la evolución del saldo de bonos de titulización junto a la de los pasivos por transferencia de activos, los generados por las titulaciones que no dieron de baja sus activos en los balances bancarios.

Más recientemente, en la nueva norma europea sobre las titulaciones, el requisito de **retención de riesgo** cumple la función de alinear los intereses de las entidades originadoras, las entidades patrocinadoras y los prestamistas originales que participan en una titulización con los de los inversores<sup>63</sup>.

### 1.3.2.3. La posición de España en el BCE

Un contexto internacional de **abundancia de liquidez** durante el periodo llamado la **Gran Moderación** favoreció el acceso a la financiación mayorista de las entidades españolas, lo que resultó clave para explicar la expansión crediticia durante del **boom** inmobiliario español. De alguna forma España era una *isla* con necesidades de financiación –un déficit corriente sobre PIB récord mundial– rodeada de un mar de exceso de liquidez. Esto permitió la emisión de grandes volúmenes necesarios

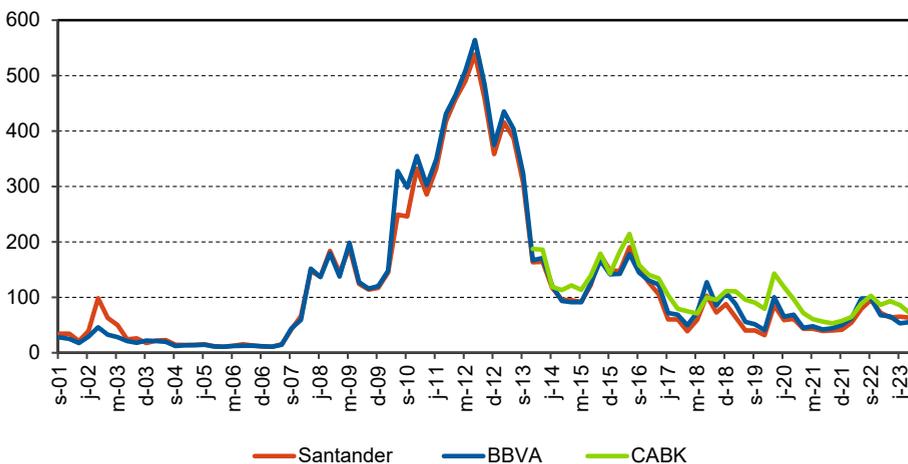
<sup>63</sup> Reglamento (UE) 2021/557 del Parlamento Europeo y del Consejo de 31 de marzo de 2021 por el que se modifica el Reglamento (UE) 2017/2402 por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, para contribuir a la recuperación de la crisis del COVID-19.

para financiar la burbuja inmobiliaria. El sistema bancario español lograba salir a los mercados, atraer la demanda exterior para sus valores –hasta los de las entidades regionales más pequeñas– y completar la captación de depósitos entre la clientela. Gracias a ello no necesitó entonces usar las facilidades de inyección de liquidez del BCE, que eran instrumentos poco usados en las tesorerías de la mayor parte del sector.

Después, con la explosión de la burbuja inmobiliaria en 2008, el contexto internacional condicionó la financiación en sentido contrario. El cierre de los mercados forzó a las entidades españolas a la apelación al BCE y a la drástica reducción de sus balances contribuyendo al ajuste de los volúmenes prestados, el desapalancamiento o *credit crunch* que dominaría el panorama crediticio en España, en mayor o menor intensidad, durante los siguientes años, de alguna manera hasta nuestros días. En el gráfico 72, que representa el diferencial del *credit default swap* (CDS) de tres bancos, puede contemplarse la dureza de las condiciones financieras a las que tuvieron que enfrentarse las entidades españolas a partir de 2008, los máximos de tensión que se alcanzaron en 2012 –con la crisis de la deuda soberana y del euro– y el lento proceso de normalización –no exento de volatilidad–, a partir de entonces. Entre 2010 y 2012 se concentraron los saneamientos y recapitalizaciones de los bancos, así como la reforma estructural y reestructuración del sistema.

Gráfico 72

### PRECIOS DE CDS DE BANCOS ESPAÑOLES 2001-2023 (Puntos básicos sobre nocional)



Nota: Datos trimestrales hasta septiembre de 2023.

Fuentes: Bloomberg y AFI.

La crisis sistémica que se abrió en el mundo a partir de 2008 hizo que los bancos dejaran de prestarse entre sí, provocando el colapso del mercado interbancario de depósitos y, después, una profunda y larga crisis bancaria. En cadena, colapsaron también todos los mercados de redistribución de liquidez, desde los de deuda pública, bonos privados y derivados, hasta los de acciones y materias primas. Todo ello provocó el racionamiento o restricción del crédito al sector privado y el hundimiento de la economía, abriendo el periodo que conocemos como la crisis financiera global. Muchos bancos fueron intervenidos o ayudados por los gobiernos europeos y se abrió un periodo de reducción del apalancamiento en el sector privado y por parte de los propios bancos –que dejaron de conceder crédito– en un movimiento sin precedentes desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado.

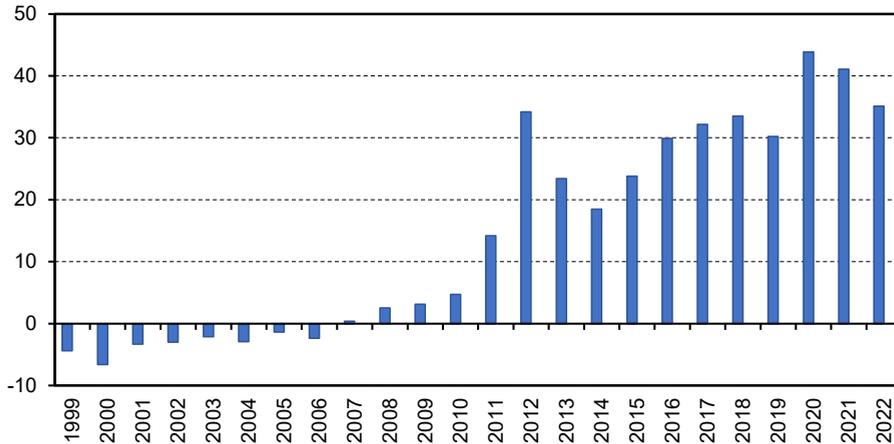
El papel del BCE como prestamista de última instancia se puso en funcionamiento. Como hemos visto ya, la instrumentación de la política monetaria se centró en el objetivo de atender las necesidades de liquidez del mercado. Los bancos centrales crean liquidez prestado reservas bancarias, abonadas en las cuentas corrientes de los bancos –y que constituyen parte del pasivo del banco central– con dos condiciones. Por una parte, los bancos que beneficiarios del apoyo de liquidez de su banco central deben ser solventes y, por otra, las cantidades prestadas deben estar garantizadas por un colateral admitido como tal.

Por ello, la lista de colaterales admisibles por el BCE fue clave en países con necesidades de financiación, como España, cuando el mercado se bloqueó a partir de 2008. Los bancos españoles habían desarrollado un fuerte crecimiento de sus balances, por la expansión crediticia, pero gracias a un acceso holgado a la financiación mayorista internacional, no habían necesitado acudir a las facilidades de crédito del BCE. En contrapartida, sus potenciales activos colaterales no eran suficientes para ser utilizados en aquéllas. Por ejemplo, las carteras de deuda pública disponibles como segunda línea de liquidez, eran mínimas. La admisión como activos colaterales de las cédulas multicedentes cotizadas fue un hito trascendental: a partir de las cédulas hipotecarias emitidas por un conjunto de entidades, éstas retenían los bonos resultantes de su titulización y acumulaban con ellos una segunda línea de liquidez descontable ante el BCE.

Para paliar la desintegración de los mercados y sustituir su función, el BCE desarrolló su función como estabilizador del mercado, actuando a través de su balance como intermediario entre entidades que, tras 2008, habían dejado de confiar entre ellas, y *sustituyendo* a los oferentes de reservas y, al mismo tiempo, a los demandantes de liquidez que ya no podían acudir a prestar o a tomar a un mercado que se había secado. A los primeros, tomando sus fondos excedentarios y evitando que, por no fiarse de sus contrapartidas, los retuvieran sin ser prestados. A los segundos, porque ya nadie les prestaba en el mercado. Pronto esta situación derivó en una gran asimetría territorial en el sistema *Target*, lo que se considera como un embrión de la crisis del euro de 2012.

Gráfico 73

### POSICION PASIVA INTRASISTEMA DE ESPAÑA EN EL SISTEMA TARGET (Porcentajes sobre el PIB)



Fuente: Banco de España.

En el gráfico 73 se muestra el peso sobre el PIB de la posición pasiva de España en el BCE (sistema europeo de bancos centrales). Al saldo negativo de los años de la burbuja siguió el cambio a un saldo positivo (pasivo) tras la crisis de 2008, que alcanzó pronto cifras significativas, no ascendiendo, sin embargo, por encima del 10 % hasta 2011, año a partir del cual la crisis del euro agudizó los problemas de acceso de los bancos españoles al mercado. En 2012 el saldo suponía nada menos que el 35 % del PIB.

Después de este episodio, la posición pasiva de España volvía abrirse, en paralelo a las inyecciones masivas y, sobre todo, a las compras de deuda pública llevadas a cabo por el BCE, a través de los bancos nacionales, en ejecución de la política contra la deflación a partir de 2014, una vez que los tipos de interés de intervención tradicional ya habían cruzado al territorio negativo, a la que ya nos hemos referido. Los nuevos máximos de saldo de la posición corresponden a los años del confinamiento general para combatir la pandemia de COVID-19.

#### ■ 1.4. Morosidad crediticia

La tasa de dudosos del conjunto de las entidades de crédito comenzó a elevarse en España cuando terminó la euforia de los años de la burbuja. En ese periodo, como puede verse en el gráfico 74, se había mantenido en niveles próxi-

mos a cero. Mientras, el crédito crecía muy fuertemente. Cuando aquélla explotó, en 2008, comenzó un vertiginoso ascenso hasta alcanzar su máximo de casi el 14 % al final de 2013. Su descenso posterior fue el resultado de un profundo, amplio y extenso proceso de saneamiento del balance de los bancos, que solo fue posible gracias a un proceso previo de recapitalización y reestructuración entre 2010 y 2012, sobre el que nos detendremos más adelante. Ahora nos adentraremos con detalle en la morosidad y las pérdidas por crédito que hubo de reconocer el sistema.

Gráfico 74

### EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DUDOSOS SOBRE EL TOTAL DEL CRÉDITO (Porcentajes)



Fuente: Entidades de crédito, *Boletín Estadístico* (Banco de España).

El impacto de esta morosidad supuso inmediatamente una necesidad de provisiones muy superior a la que la cuenta de resultados y el capital podían soportar. Los cuatro años transcurridos entre 2008 y 2012 desencadenaron una lucha por la supervivencia en la que los bancos –presionados por los supervisores y los mercados mayoristas– desarrollaron estrategias orientadas, fundamentalmente, a reducir la dependencia de la liquidez ajena y a ahorrar capital: ventas de activos, cierre del crédito y venta de participadas. Con una financiación menos accesible para las empresas y los hogares, la crisis fue extendiéndose a todos los sectores, con la consiguiente factura en paro y producción.

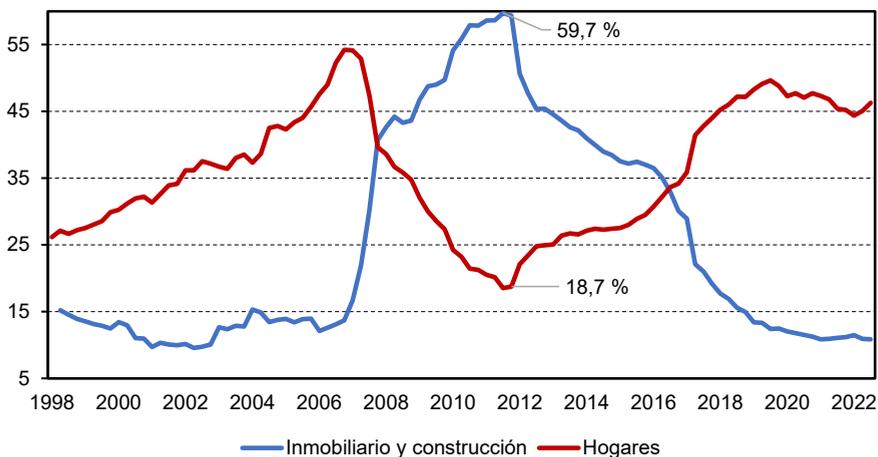
El aumento de la morosidad del crédito que se produce a partir de 2008 vino de la mano del riesgo inmobiliario –servicios inmobiliarios y construcción—. En 2012 este sector representaba el 59,7 % del crédito moroso en España, en contraste con el 18,7 % del de los hogares, incluyendo vivienda y consumo. El gráfico 75 pone de

manifiesto que el riesgo inmobiliario y la construcción generaron a partir de la crisis de la burbuja una toxicidad en los balances de los bancos muy superior a la generada por los hogares por la financiación de sus compras de vivienda. En el gráfico siguiente se muestran estas cifras.

La evolución de la tasa de dudosos de los préstamos para vivienda de los hogares, en comparación con la tasa de mora del crédito total mantuvo un perfil relativamente menor. Frente a los máximos del 14 % del total, la financiación de la vivienda a particulares apenas superó el 6 %. Véase el gráfico 76, centrado en los hogares.

Gráfico 75

### EVOLUCIÓN DEL PESO DE LOS SECTORES INMOBILIARIO-CONSTRUCCIÓN Y DE LOS HOGARES EN EL CRÉDITO DUDOSO TOTAL (Porcentajes)



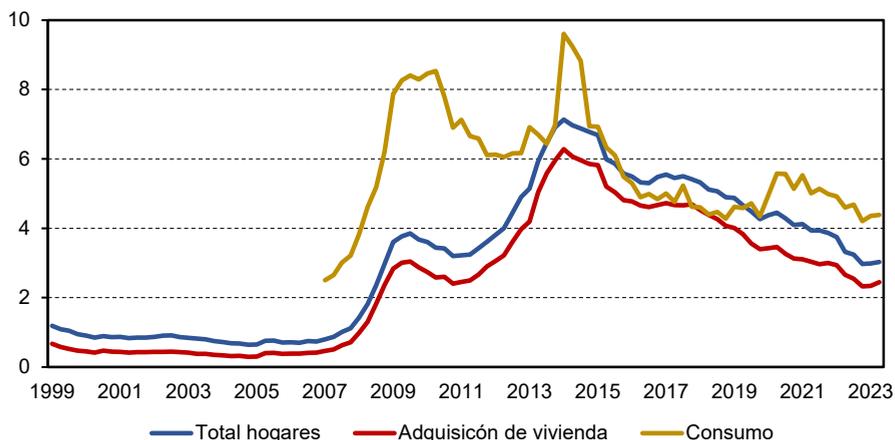
Fuente: Entidades de crédito, *Boletín Estadístico* (Banco de España).

Respecto a la fase de ascenso de la morosidad en este segmento interesa destacar:

- El ascenso desde los mínimos se produce en dos escalones sucesivos, muy pronunciados, rápidos y separados en el tiempo: con máximos distantes en cinco años y medio y que se alcanzan en ocho trimestres cada uno.
- Las tasas alcanzadas fueron relativamente bajas en este segmento del mercado, comparado con el total del crédito o con el consumo: el primer máximo, del 3,04 %, en el tercer trimestre de 2009, manteniéndose por debajo de esos niveles en 2010 y 2011; el segundo, del 6,28 % en el primer trimestre de 2014.

Gráfico 76

### TASAS DE DUDOSIDAD DEL CRÉDITO A LOS HOGARES PARA VIVIENDAS Y COMPARACIÓN CON LAS DE CONSUMO(\*) (Porcentajes)



Nota: (\*)Consumo: inicio de la serie en el primer trimestre de 2007.

Fuente: Entidades de crédito, *Boletín Estadístico* (Banco de España).

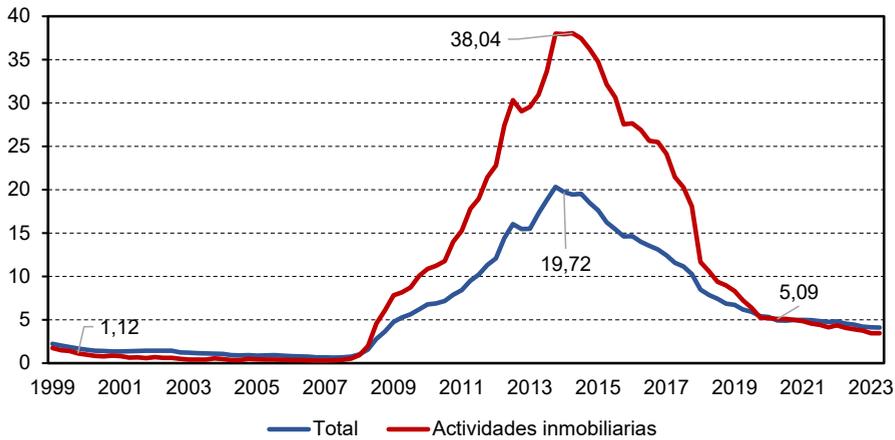
El primer escalón mencionado es relevante, pues estuvo marcado por el periodo posterior a 2008 en el que, tras la acumulación de medidas estabilizadoras llevadas a cabo a nivel internacional y nacional, se produjo el episodio conocido popularmente como de “brotos verdes”, una mejora de los indicadores que después se comprobó que lamentablemente era sólo transitoria.

Por su parte, la morosidad del crédito a servicios inmobiliarios, que incluye fundamentalmente a los promotores de vivienda, fue mucho más elevada: llegó a ser del 38 % en el segundo trimestre de 2014, después de un vertiginoso ascenso desde casi cero, que se prolongó durante seis años. Recordemos que la morosidad total máxima fue del 14 % y la de la vivienda de los hogares del 6,2 %. Mientras, la morosidad total del crédito a actividades productivas, en que están incluidos los servicios inmobiliarios, alcanzaba el 19,7 %.

La reconducción de las tasas de morosidad de los préstamos de vivienda de los hogares y del sector inmobiliario fueron procesos muy diferentes. Un proceso lento, con escasa recuperaciones y altamente costoso en términos de pérdidas, para el sector inmobiliario, y una reducción lenta más marcada por la caída continua del saldo para la financiación de los hogares. Aún hoy ésta muestra tasas superiores a las previas al final de la burbuja, al ser los volúmenes de crédito no moroso muy inferiores a los de entonces. En el último trimestre de 2022 la mora de vivienda

Gráfico 77

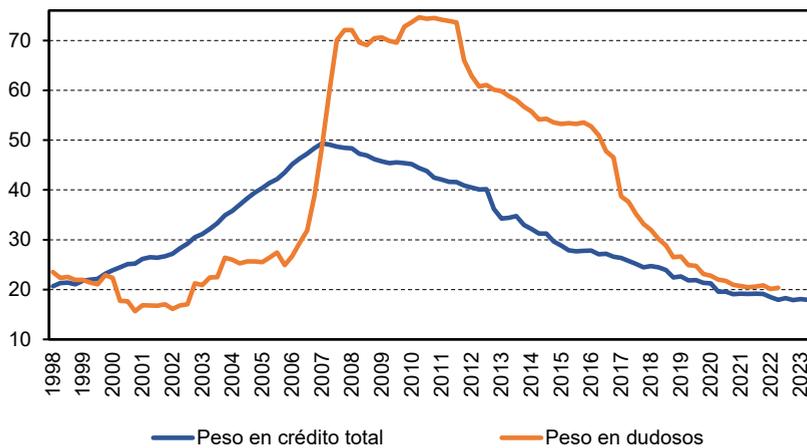
### TASAS DE DUDOSIDAD DEL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS Y DETALLE DE SERVICIOS INMOBILIARIOS (Porcentajes)



Fuente: Entidades de crédito, *Boletín Estadístico* (Banco de España).

Gráfico 78

### PESOS DE LOS SALDOS DE CRÉDITO A SERVICIOS INMOBILIARIOS Y CONSTRUCCIÓN SOBRE EL TOTAL A EMPRESAS (Porcentajes)



Fuente: Entidades de crédito, *Boletín Estadístico* (Banco de España).

era del 2,33 %. Al final de 2018 la tasa del crédito inmobiliario convergía con el total de actividades productivas en el 5 %, nivel en que se han mantenido desde entonces: un 3,7 % en los servicios inmobiliarios y un 4,2 % en el total, al cierre de 2022.

En el cuadro 4 pueden contemplarse las tasas de mora de todos los sectores. Es interesante insistir en el hecho de que solo la construcción, muy vinculada a la vivienda, describe un comportamiento tóxico similar al de los servicios inmobiliarios. Ni la industria, ni el resto de los servicios alcanzaron tasas tan elevadas. Parece pues claro cuál era el núcleo de las actividades problemáticas y qué efecto sobre el resto de los sectores tuvo su impacto en el capital de los bancos.

Cuadro 4

## TASAS DE CRÉDITO DUDOSO DE LOS DISTINTOS SECTORES 2000-2022

	2000	2007	2010	2012	2018	2022
Sector primario	1,44	1,26	4,33	9,17	6,22	4,92
Industria	1,81	0,98	4,40	9,11	6,19	3,75
Construcción	1,50	0,72	12,13	25,84	13,97	8,07
Actividades inmobiliarias	0,87	0,53	13,98	29,05	8,97	3,77
Resto servicios	1,14	0,80	3,44	7,89	5,80	4,10
Total crédito	1,35	0,74	7,87	15,48	6,87	4,21

Fuente: Banco de España.

La explosión de la burbuja disparó las tasas de morosidad y generó una crisis de balance que acabó en una crisis bancaria de carácter sistémico. Nos detendremos a continuación en las características de esta crisis, su evolución y la situación más reciente del sistema bancario, adentrándonos en la traducción que tuvo la morosidad en las pérdidas que, con muy diferentes severidades –indicativas de las verdaderas causas de la crisis–, llevaron a la quiebra a muchas de las entidades existentes y que hicieron precisa en muchos casos ampliaciones de capital e intervenciones públicas.

Cuadro 5

CRÉDITOS DUDOSOS POR SECTORES  
(Miles de euros)

	2000	2007	2010	2012	2018	2022
Sector primario	188.685	318.020	1.000.447	1.853.392	1.319.768	1.111.270
Industria	1.421.141	1.392.949	6.697.453	11.943.514	6.560.441	4.219.538
Construcción	638.136	1.111.415	13.887.755	19.693.300	4.061.723	2.141.884
Actividades inmobiliarias	292.030	1.599.002	44.138.200	5.081.944	8.375.648	2.813.752
Resto servicios	1.524.022	2.557.668	13.994.880	29.842.496	17.160.855	13.471.789
Total crédito	4.064.012	6.979.060	79.718.744	128.414.656	37.478.978	23.758.810

Fuente: Banco de España.

### ■ 1.5. Las provisiones por crédito y participadas

Un primer indicador de la relevancia de las pérdidas sufridas por el sector bancario es la partida del balance constituida por las correcciones de valor por deterioro de activos por crédito, que recoge la cobertura (provisiones), tanto específica como genérica, de riesgo de insolvencia de los créditos concedidos a la clientela. Como puede observarse en el gráfico 79, las provisiones por crédito alcanzaron 127.000 millones de euros en noviembre de 2012, después de una escalada sin pausa que había comenzado ya previamente a la explosión de la burbuja, gracias a su componente genérico. Conforme se profundizaba en la crisis, a partir de 2007, año en que empieza subir la morosidad, como hemos visto ya, el componente específico fue aumentando, paralelamente al deterioro de la percepción del mercado inmobiliario. La reducción a partir de 2012 es también gradual y está relacionada con la reducción del crédito preexistente derivada del proceso de gestión en cascada de los riesgos de insolvencia y recuperaciones, que típicamente siguen pasos sucesivos que implican periodos de tiempo largos:

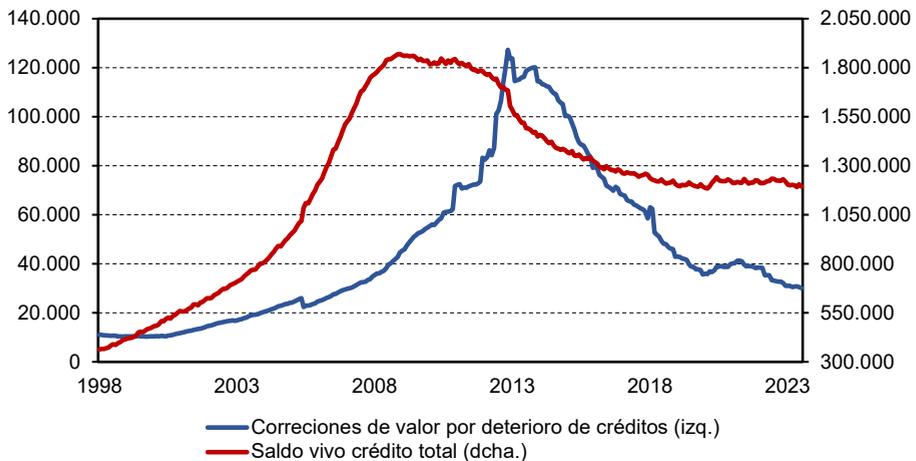
- Reconocimiento de la morosidad como consecuencia de la detección de impagos relevantes (más de 90 días, por ejemplo). El préstamo empieza a provisionarse (específicamente), de acuerdo con la calidad de la garantía hipotecaria o de otro tipo que tenga asignada.
- Cuando la morosidad se hace severa, la entidad intenta alcanzar una renegociación (*forbearance*, en su expresivo término anglosajón) del préstamo con el prestatario, con el fin de adecuarlo a la capacidad de pago de éste. En paralelo, la entidad suele reforzar las provisiones específicas asignadas al préstamo. Algunas de las acciones que pueden formar parte de la renegociación son las siguientes:
  1. Moratoria de pagos completa durante un plazo de tiempo prefijado.
  2. Reducción parcial de los pagos: por encima de intereses, con amortización positiva, o por debajo de intereses, con amortización negativa.
  3. Aplicación de una quita –*debt forgiveness*– al saldo pendiente de amortizar, contra las provisiones dotadas por el prestamista, a cambio de permitir la continuidad del préstamo y evitar así pérdidas superiores.
- Cuando un préstamo moroso o renegociado vuelve a estar al corriente de pagos durante un plazo suficiente de tiempo, es una cura. Ello puede liberar provisiones previamente constituidas. El que las medidas tomadas en una renegociación terminen en cura depende de la naturaleza y de la temporalidad del problema de impago.
- En los préstamos con colateral o garantía –como las hipotecas– el caso opuesto a la cura es la adjudicación –*forclosure*–: el proceso jurídico por el que, verificada la ausencia de otra alternativa, el prestamista intenta recuperar la mayor parte posible del saldo vivo que resta por amortizar, ejecutando la garantía y procediendo a la venta del activo. Otra vía de adjudicación

es la dación en pago que evita al prestatario el mantenimiento de la relación contractual como deudor. En el caso de la vivienda este es un proceso regulado especialmente, por sus consecuencias en el caso de ser residencia necesaria del prestatario, por lo que legalmente es muy garantista. El cambio de titularidad del inmueble –*eviction* o *reposesion*– está por ello sujeto a condiciones en los casos de viviendas habitadas, como ofrecer alternativas sociales de hábitat.

En el gráfico 79 se muestran las provisiones genéricas y específicas correspondientes al crédito. Antes de la crisis del mercado en 2007 y, por tanto, de que comenzara a elevarse la morosidad, las provisiones totales fueron creciendo con el saldo vivo, como consecuencia de las dotaciones genéricas estadísticas o anticíclicas<sup>64</sup> implantadas por el Banco de España. Estas dotaciones eran proporcionales al saldo de crédito normal, es decir, sin incluir la morosidad, y tenían como objeto generar un fondo de dotaciones para ser usado en el futuro anticíclicamente, si la morosidad se elevaba por cambiar el ciclo. Entre mediados del año 2000 en que se

Gráfico 79

### EVOLUCIÓN DEL SALDO VIVO DE CRÉDITO Y LAS PROVISIONES POR DETERIORO (Millones de euros)



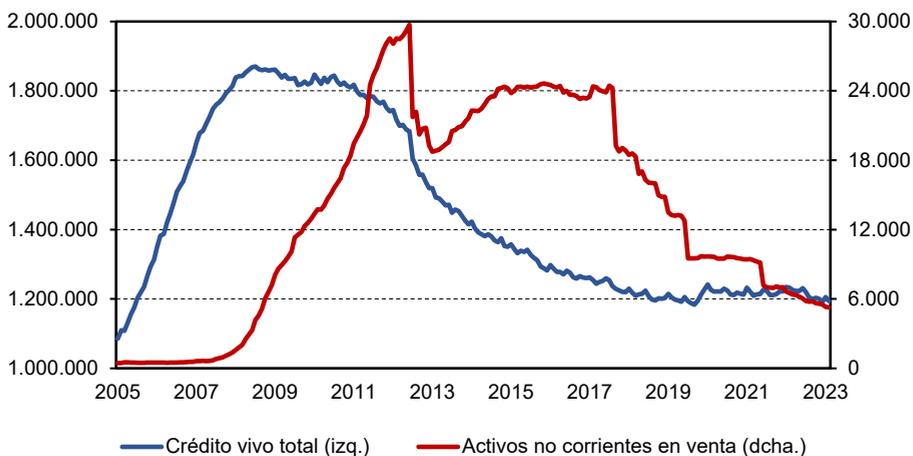
Fuente: Banco de España.

<sup>64</sup> Para un análisis en detalle de estas provisiones, implantadas en el 2000, véase Saurina y Trucharte (2017). Al introducir el criterio anticíclico en el cálculo de las provisiones genéricas, se estaba incorporando de hecho una estimación de la *pérdida esperada* de los préstamos, un concepto estadístico y moderno que rebasaba los límites de la antigua definición, que solo añadía la idea de *pérdida incurrida no manifestada* al concepto de *pérdida incurrida manifestada* que representaban las provisiones específicas.

implantaron las dotaciones anticíclicas y diciembre de 2007, antes del aumento de la morosidad y por tanto de las dotaciones específicas, este fondo había acumulado unos 24.700 millones de euros.

Gráfico 80

## EVOLUCIÓN DE LOS SALDOS DE CRÉDITO VIVO Y DE ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA (Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

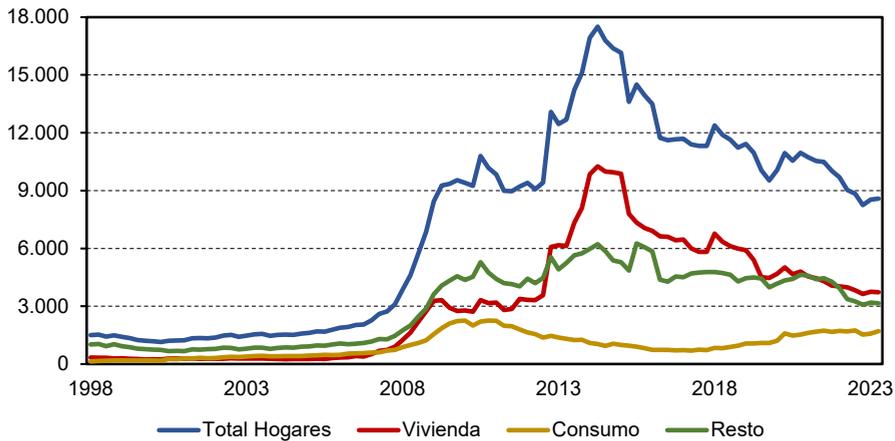
El ascenso de la mora condujo a un elevado esfuerzo de dotaciones para **provisiones específicas**. Entre el cierre de 2007 y el nivel máximo poscrisis de noviembre de 2013, las provisiones totales aumentaron en 85.000 millones de euros, hasta llegar a 120.000 millones, respectivamente. Después, su aplicación a su finalidad. Conforme el saldo vivo de crédito se reducía drásticamente, por cancelaciones, amortizaciones y adjudicaciones –y curas, aunque éstas fueran marginales–, las dotaciones por provisiones reconocidas fueron aplicándose y reduciéndose hasta los aproximadamente 30.000 millones de euros actuales.

En los gráficos 81 y 82 podemos contemplar el detalle de las **provisiones específicas** para la cobertura del riesgo de insolvencia de los créditos concedidos<sup>65</sup> a

<sup>65</sup> Hasta diciembre de 2013 las correcciones de valor por deterioro de activos presentan información sobre las correcciones de valor por deterioro de activos, específicas para créditos, es decir, recoge exclusivamente las coberturas (provisiones) específicas por riesgo de insolvencia de los créditos dudosos concedidos a otros sectores residentes. A partir de los datos de 2014, se añade a estas provisiones el importe acumulado de las variaciones de valor razonable atribuibles a cambios en el riesgo de crédito.

Gráfico 81

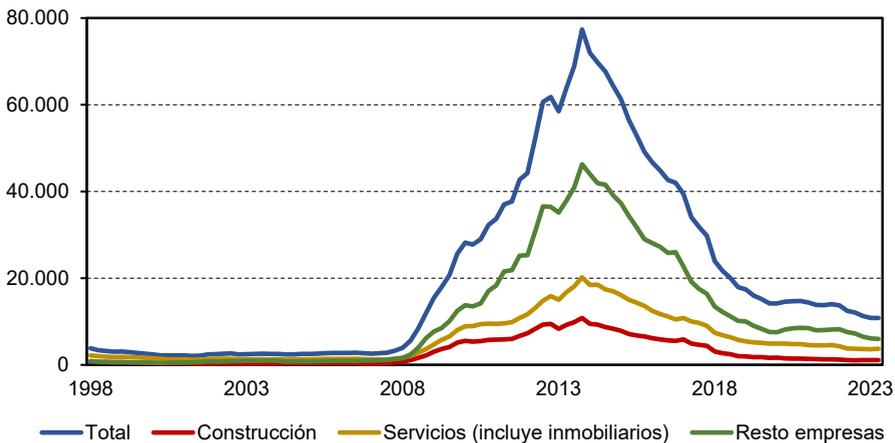
PROVISIONES POR DETERIORO DEL CRÉDITO A LOS HOGARES  
(Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 82

PROVISIONES POR DETERIORO DEL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS  
(Millones de euros)



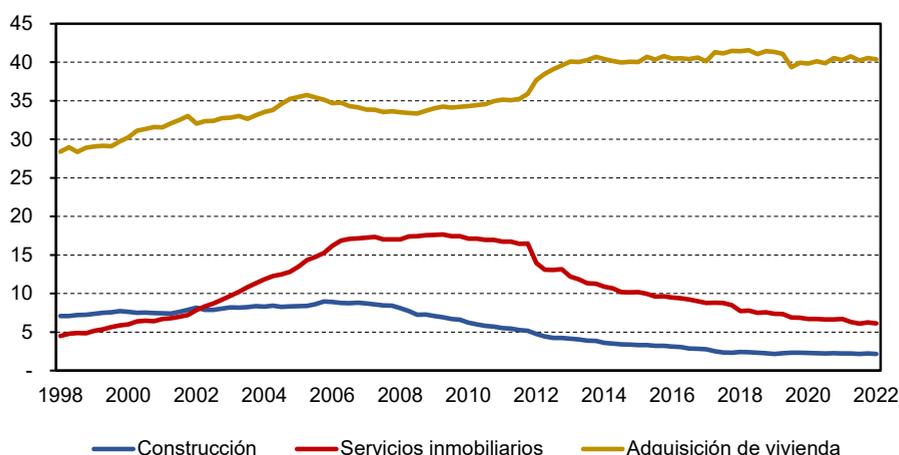
Fuente: Banco de España.

los hogares y a empresas, respectivamente. Entre los segundos, se encuentran el crédito a los servicios inmobiliarios, que incluyen la promoción residencial, y a la construcción, que fueron, en términos absolutos, la fuente principal de las provisiones específicas reconocidas por las entidades bancarias, muy por encima de las correspondientes al crédito hogares, en general, y a vivienda, en particular.

Los préstamos a la promoción y resto de los servicios inmobiliarios provocaron provisiones de hasta 20.000 millones de euros anuales en los máximos del período, el doble que los destinados a la vivienda de los hogares, con 10.200 millones como máximo anual, a pesar de que el saldo vivo de crédito de la segunda era casi el doble que el de la primera (ver gráfico 83). Este hecho se debe tanto a la mayor morosidad de las promociones como también a su mayor *severidad*, cuyos factores explicativos hemos comentado ya: por el calendario de la crisis, que estalla con miles de promociones no terminadas y miles de suelos sin desarrollar urbanísticamente así como por las sobretasaciones basadas en expectativas. Por eso los préstamos promotor fueron el núcleo de la crisis bancaria y la exposición inmobiliaria –sobre la que más tarde nos detendremos–, su factor discriminante.

Gráfico 83

### PESOS DEL CRÉDITO INMOBILIARIO Y A VIVIENDA SOBRE EL TOTAL (Porcentajes)



Fuente: Banco de España.

Las viviendas adjudicadas se contabilizan en el balance como *activos no corrientes en venta* por su valor original en el momento de la adjudicación (here-

dando las provisiones del crédito del que procede) y los deterioros que después hubieran de dotarse antes de su venta, con cargo a los resultados. Los adjudicados se contabilizaban por el valor mínimo entre el de tasación y el neto del crédito originario del que procedían, una vez deducidas las provisiones. Por tanto, sus pérdidas no se consideran provisiones en el sentido contable del término, en contraste con el crédito o las participadas.

### ■ 1.5.1. Ejecuciones hipotecarias

Uno de los temas más significativos del periodo en relación con el impacto de la crisis de la financiación de la vivienda de los hogares es la cuestión de las consecuencias sociales de la morosidad. Lamentablemente, la evidencia estadística sobre las ejecuciones hipotecarias de hogares o promotores es muy limitada, ya que no comenzó a confeccionarse hasta que el Banco de España se encargó de ello en 2012, publicando unas notas informativas sobre entregas de viviendas habituales. La alarma social sobre los *desahucios* de familias por impago de sus hipotecas, procesos que en España habían sido históricamente muy limitados, y la implicación de asociaciones militantes especializadas en el apoyo de aquéllas durante intervenciones judiciales y policiales no voluntarias, condujo a la elaboración de esta información, con el fin de clarificar su impacto relativo y su evolución.

En el cuadro 6 recogemos las cifras publicadas para el periodo 2012 a 2015. En esos cuatro años las entregas judiciales de viviendas habituales ocupadas por sus propietarios ascendieron a 6.571, de las que 386 hubieron de ser desahuciadas con intervención policial. Con el fin de establecer un término de comparación de esas cifras señalemos que las *entregas voluntarias* en forma de daciones en pago, la mayor parte de aquellas, se elevaron en el mismo periodo a 58.034 viviendas. No existen cifras anteriores –hubiera sido importante, dado que los años más conflictivos fueron precisamente 2009 a 2011– y las posteriores enlazarían con las publicadas por el INE, aunque los conceptos no son exactamente iguales.

Cuadro 6

#### EJECUCIONES HIPOTECARIAS DE VIVIENDAS HABITUALES 2012-2015 (Millones de euros)

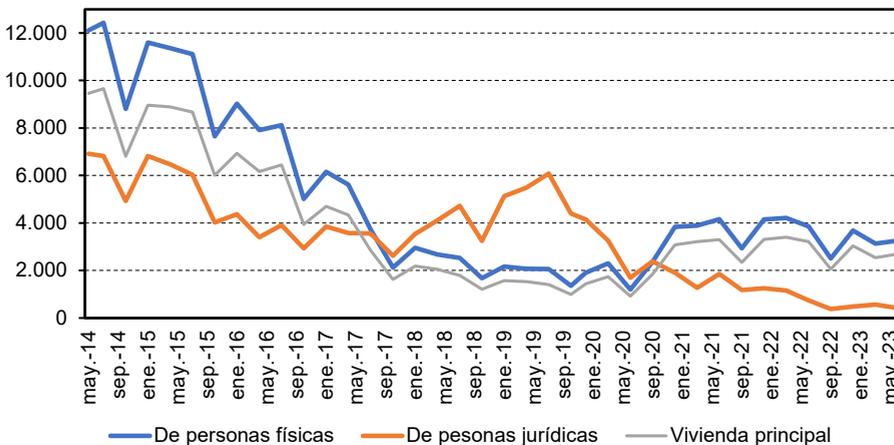
	Entregas judiciales viviendas vacías	Entregas judiciales con intervención fuerzas del orden	Entregas voluntarias por daciones en pago
2012	2.872	267	15.174
2013	1.668	93	13.178
2014	1.129	20	16.489
2015	902	6	13.193
<b>Total 2012-2015</b>	<b>6.571</b>	<b>386</b>	<b>58.034</b>

Fuente: Elaboración propia sobre notas informativas del Banco de España.

Las estadísticas regulares sobre ejecuciones hipotecarias están suficientemente desglosadas desde que el INE empezara a publicarlas 2014. El gráfico 84 muestra su evolución desde 2014, distinguiendo entre las correspondientes a personas físicas –vivienda– de las de jurídicas –promociones, mayoritariamente–.

Gráfico 84

### EJECUCIONES HIPOTECARIAS DE VIVIENDA Y DE PERSONAS JURÍDICAS 2014-2023 (Número por trimestre)



Fuente: INE.

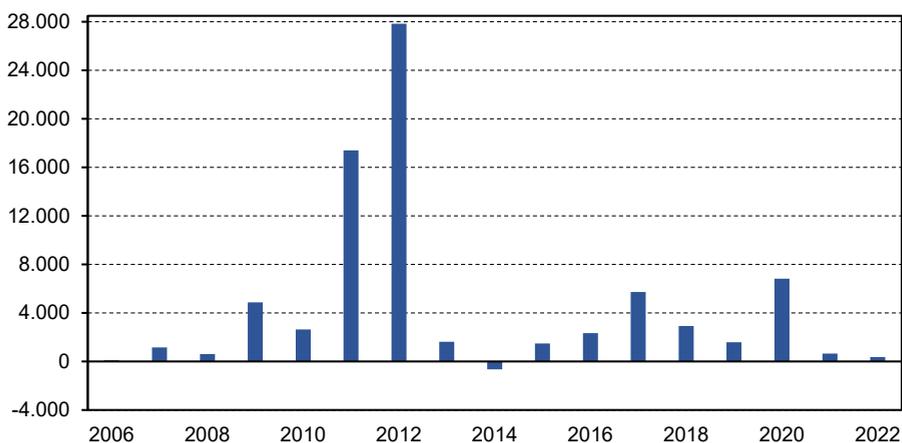
En cualquier caso, con el fin de evitar o paliar los impactos sociales de la crisis inmobiliaria sobre las familias, se implantaron diversas reformas que afectaron a la regulación hipotecaria y a la comercialización de hipotecas. Sobre ellas volveremos más adelante.

#### 1.5.2. Participadas

Para terminar este capítulo sobre las correcciones de valor de balance, debemos referirnos a las dotaciones para provisiones realizadas por las entidades bancarias para cubrir posibles pérdidas en sus sociedades participadas. Más allá del crédito, también están muy vinculadas a la crisis inmobiliaria, por el contagio a toda la economía de la crisis, vía restricción al crédito, y por ser muchas de ellas resultado de la asociación accionarial de una entidad de con una promotora inmobiliaria.

Gráfico 85

### PROVISIONES: CORRECCIONES DE VALOR POR DETERIORO DE PARTICIPADAS (Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Entre 2008 y 2020, las pérdidas provisionadas por inversión accionarial en sociedades participadas sumaron 75.300 millones de euros, concentradas en 2011 y 2012. Nuevamente estamos ante cifras muy superiores a las registradas por los préstamos a los hogares y a vivienda en particular.

#### ■ 1.6. Análisis micro de las exposiciones crediticias en 2011: reflexiones sobre los factores diferenciales

Analizamos a continuación la exposición inmobiliaria existente en el sistema bancario español con una visión de entidad a entidad, gracias a datos de AFI de 2011. Nuestro objetivo es determinar algunas de las variables diferenciales que permiten explicar un patrón común y nos ayuden a detectar factores de comportamiento diferencial. No se trata pues de explicar el devenir de cada entidad, ni mucho menos de relacionarlo con su crisis posterior, propósitos que excederían el propósito de este estudio.

En media, los pesos de la exposición inmobiliaria crediticia sobre el saldo vivo de crédito en 2011 eran los siguientes:

A estos saldos vivos hay que añadir los inmuebles adjudicados como consecuencia de procesos judiciales o amistosos (daciones en pago), que a la altura de

Cuadro 7

### EXPOSICIÓN INMOBILIARIA SOBRE CRÉDITO VIVO (En porcentaje)

Exposición total	14,9
Con garantía hipotecaria	12,8
Edificios terminados	6,8
Edificios en construcción	1,9
Suelo	3,8
Resto	0,4
Sin garantía hipotecaria	2,0

*Nota:* Exposición definida como agregado de crédito promotor y construcción.

*Fuente:* Elaboración propia sobre datos de AFI.

ese ejercicio eran ya una parte significativa, un 5,3 %, de la suma del crédito y los propios adjudicados, tres años después de iniciada la crisis. Hemos considerado aquí los adjudicados por su valor bruto de provisiones, y no por su neto que es el valor propiamente contable. Recordemos que las entidades deben registrar contablemente los préstamos por su valor bruto pero los adjudicados por su neto.

En el cuadro 8 puede contemplarse la estructura de los adjudicados, también al final de 2011. Nos interesa destacar que, a esa fecha, los adjudicados procedentes de financiaciones a los hogares eran sólo el 18,7 % del total mientras el resto correspondía básicamente a financiaciones a empresas de promotoras o constructoras. El suelo representaba nada menos que el 60,6 % de los adjudicados correspondientes a los préstamos a últimas y los edificios en construcción, el 9,2 %.

Cuadro 8

### ESTRUCTURA DE LOS ACTIVOS ADJUDICADOS EN 2011 (En porcentaje)

1. De financiaciones a empresas de construcción y promoción inmobiliaria	66,1
Edificios terminados	31,5
Vivienda	77,6
Resto	23,0
Edificios en construcción	9,2
Vivienda	84,7
Resto	15,3
Suelo	60,6
Terrenos urbanizados	65,9
Resto de suelo	33,9
2. De financiaciones hipotecarias a hogares para adquisición de vivienda	18,7
3. Resto de activos inmobiliarios adjudicados	4,0
4. En instrumentos de capital, participaciones y financiaciones a sociedades no consolidadas tenedoras	11,2
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>

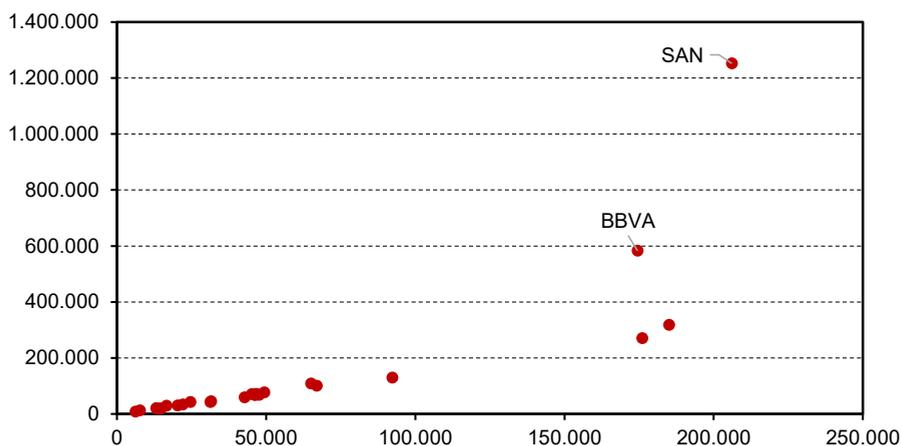
*Fuente:* Elaboración propia sobre datos de AFI.

### ■ 1.6.1. Riesgo inmobiliario

En el universo de los bancos en 2011 destaca el carácter diferencial de los dos únicos grandes bancos internacionales. Su balance consolidado excede la relación de proporcionalidad –común al resto de las entidades bancarias analizadas– con el tamaño de su saldo de crédito en España. Por eso, el impacto de la crisis inmobiliaria en los dos grandes bancos pudo amortiguarse, desde el punto de vista corporativo, al disponer de un tamaño muy superior que había sido el resultado de diversificar internacionalmente su cartera de crédito.

Gráfico 86

#### ACTIVO CONSOLIDADO TOTAL Y CRÉDITO DEL NEGOCIO EN ESPAÑA (Millones de euros)



*Nota:* Eje Y activo consolidado total. Eje X crédito del negocio.

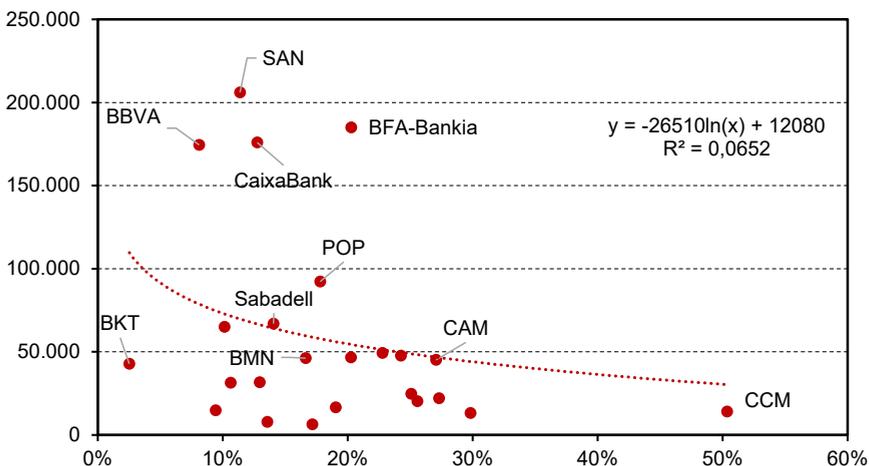
*Fuentes:* Elaboración propia sobre datos proporcionados por AFI a partir de las cuentas de cada entidad y Banco de España.

En el gráfico 87 profundizamos en la relación entre tamaño del saldo de crédito vivo en España y el peso del riesgo inmobiliario asumido por cada entidad. El tamaño de la cartera de crédito en España no condiciona significativamente el grado de exposición inmobiliaria de cada banco. Medimos aquí ésta como el peso del crédito a promotores en cualquiera de sus estadios (mora, subestándar o normal), incluyendo crédito a suelos, viviendas terminadas y viviendas sin terminar y sin considerar adjudicados. Se observa una gran dispersión del peso en el sector

cuando se relaciona con el tamaño en España, por lo que los bancos no asumieron una exposición al riesgo inmobiliario mayor por ser su tamaño en España menor, ni al contrario. Los factores condicionantes tenían más relación con el modelo de negocio de cada entidad, de forma que los bancos más orientados al negocio de empresas desarrollaron exposiciones inmobiliarias menores que los bancos orientados a financiar vivienda a los hogares, que asumieron en muchos casos fuertes riesgos en la promoción residencial, que consideraban vinculada a los préstamos para vivienda de sus compradores (recordemos el mecanismo de la subrogación).

Gráfico 87

### RATIO DE EXPOSICIÓN INMOBILIARIA (EJE X) SEGÚN TAMAÑO DEL CRÉDITO VIVO TOTAL (Millones de euros y porcentajes sobre crédito en España)



Fuentes: Elaboración propia sobre datos proporcionados por AFI a partir de las cuentas de cada entidad y Banco de España.

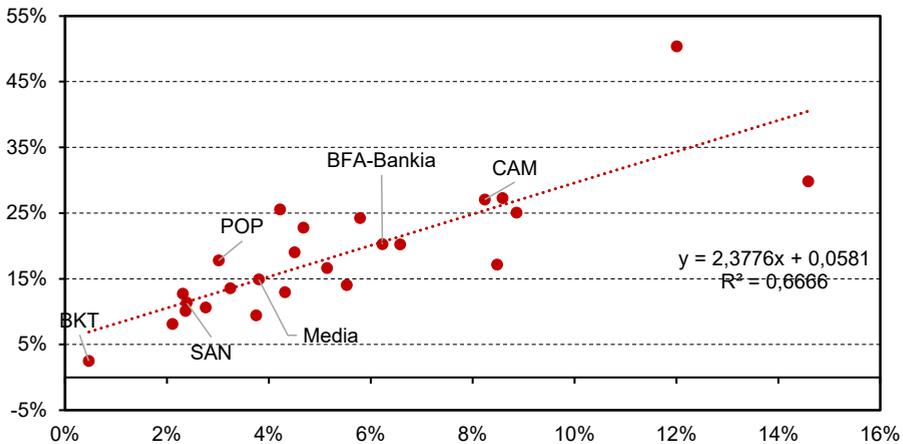
Como hemos visto ya en capítulos anteriores, la exposición inmobiliaria fue el centro de las pérdidas de las entidades a consecuencia de la acumulación de riesgos durante la burbuja. La financiación de suelos, dentro de esta exposición, fue el elemento más tóxico. Por una parte, era más difícil de valorar como riesgo, pues muchos de los terrenos financiados –parte de la “cartera de suelos” de las promotoras– estaban en fases muy primitivas del desarrollo urbanístico; por otra, porque cuando explota la burbuja y comienza el periodo de restricción general del crédito, la mayor parte de esos suelos sufren la paralización por sus promotores de la gestión urbanística o de su urbanización o edificación, desvalorizándose abruptamente.

El peso del suelo en el total del saldo de crédito está directamente relacionado con la exposición al riesgo inmobiliario, relativizados ambos sobre el mismo denominador. Podríamos decir que, en general, los bancos financiaban las compras de suelo destinado a proyectos inmobiliarios en grado similar al de su exposición total al sector. Lo hacía, por tanto, en mayor o menor medida, según su diversificación de la cartera de crédito. En el gráfico siguiente relacionamos el peso de la financiación de suelos con la exposición inmobiliaria total. La relación es positiva y relativamente ajustada en las entidades incluidas en el análisis con la misma referencia de 2011.

De alguna forma, esta evidencia respalda la tesis de que el modelo de negocio financiero-residencial implicaba la participación integrada a lo largo de toda la cadena: desde el suelo hasta la vivienda terminada. Financiar suelo era visto, en el clima de la euforia inmobiliaria de la burbuja, como un primer paso para conseguir la financiación de los hogares en su compra de vivienda, asumiendo riesgos que entonces muchas entidades no valoraron suficientemente.

Gráfico 88

### PESO DEL SUELO (EJE X) SEGÚN RATIO DE EXPOSICIÓN INMOBILIARIA TOTAL (Porcentajes sobre crédito en España)



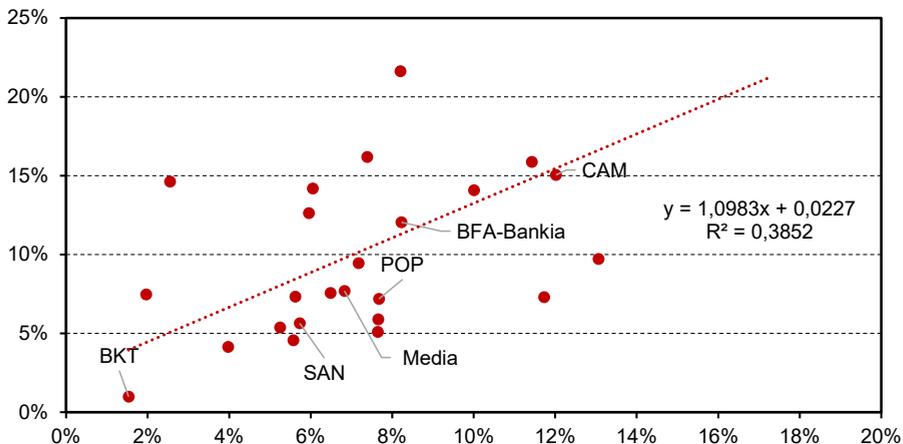
Fuentes: Elaboración propia sobre datos proporcionados por AFI a partir de las cuentas de cada entidad y Banco de España.

La misma relación positiva cabría esperar entre la proporción sobre el total de crédito del concedido en edificios terminados y el resto del riesgo inmobiliario como peso sobre el mismo denominador. Efectivamente la relación es también positiva, pero aquí, sin embargo, la relación es más vaga que en el caso de los suelos.

Este resultado tiene la lógica de una variable que necesariamente está marcada por el corte temporal de la toma de los datos, 2011, cuando muchas promociones habían tenido tiempo de terminarse o adjudicarse –frente al caso de los suelos–, por lo que no invalida la tesis de la existencia de un modelo financiero residencial que marcó un perfil bastante común de asunción del riesgo inmobiliario en las entidades bancarias. En el gráfico siguiente puede contemplarse el cruce entre ambas variables.

Gráfico 89

### RIESGO EN EDIFICIOS TERMINADOS (EJE Y) Y RESTO DEL RIESGO INMOBILIARIO (Porcentajes sobre crédito en España)



*Nota:* Riesgo inmobiliario de mejor calidad (edificios terminados) frente al resto inmobiliario, que incluye edificios sin terminar, suelos y crédito sin garantías.

*Fuentes:* Elaboración propia sobre datos proporcionados por AFI a partir de las cuentas de cada entidad y Banco de España.

## 1.6.2. Crédito de vivienda a los hogares

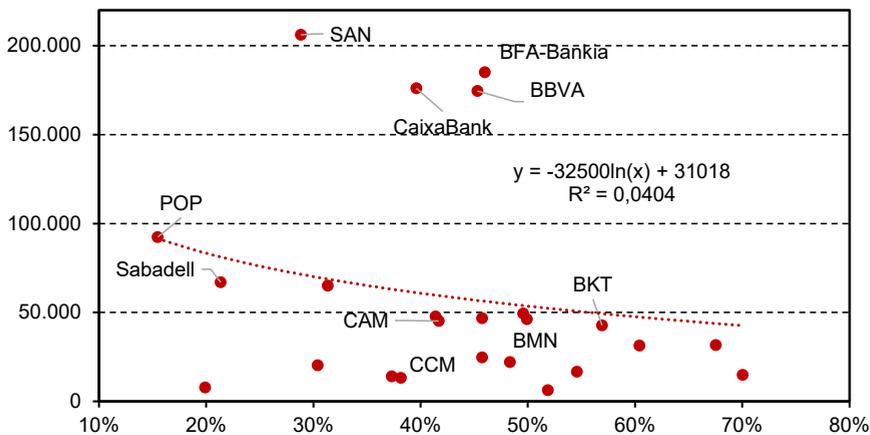
El modelo de negocio condicionó la exposición a los activos que se convertirían en los más tóxicos cuando la burbuja dio paso a la crisis. El peso riesgo hipotecario de particulares sobre el crédito total en España es un indicador de un modelo de negocio orientado a la financiación de vivienda y caracterizado por la participación de las entidades en la financiación de todos su ciclo, empezando por el suelo.

En el gráfico 90, contemplamos esta variable en relación con el tamaño absoluto del balance crediticio en España de cada entidad, para la misma referencia de 2011. Las entidades mayores en tamaño muestran pesos de la vivienda de particu-

lares muy diferentes unas de otras y lo mismo sucede con las de tamaño medio o menor. El peso en el balance era pues muy disperso según tamaños, consecuencia de las estrategias históricas diferenciadas de la financiación de la industria, los servicios públicos o el crédito de consumo.

Gráfico 90

**PESO DEL CRÉDITO A VIVIENDA DE HOGARES (EJE X) SEGÚN TAMAÑO DEL CRÉDITO VIVO TOTAL**  
(Millones de euros y porcentaje sobre crédito total)



Fuentes: Elaboración propia sobre datos proporcionados por AFI a partir de las cuentas de cada entidad y Banco de España.

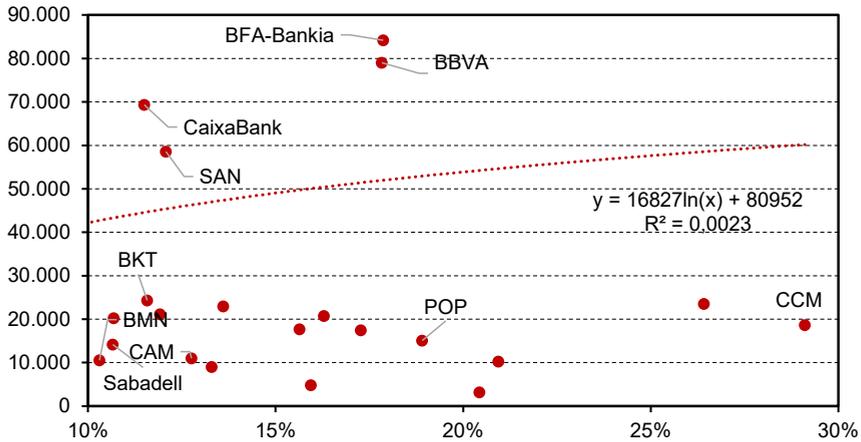
Un tema que ha sido objeto de debate se refiere al estándar de crédito a los hogares durante la burbuja. Un indicador de laxitud crediticia es el peso de las hipotecas concedidas a particulares con ratios *loan to deposits (LTV)* por encima del 80 %. Como hemos visto ya las hipotecas fueron el mejor riesgo de crédito tras la crisis, el menos tóxico, pero estas son las hipotecas de alto *LTV* fueron lógicamente las de peor calidad.

En el gráfico 91 contemplamos que el peso de las hipotecas a particulares de más del 80 % de *LTV*, es decir, las que tenían un colateral que protegía menos a la entidad, es transversal al tamaño del crédito para vivienda, observándose niveles mayores o menores con bastante independencia del tamaño de esta cartera.

Efectivamente, las hipotecas de hogares con *LTV* por encima de este umbral crítico del 80 %, generan mayor morosidad, como muestra el gráfico 92, lo que hace que su peso condicione la morosidad total del segmento de vivienda de hogares en un grado proporcional en cada entidad analizada para la misma fecha.

Gráfico 91

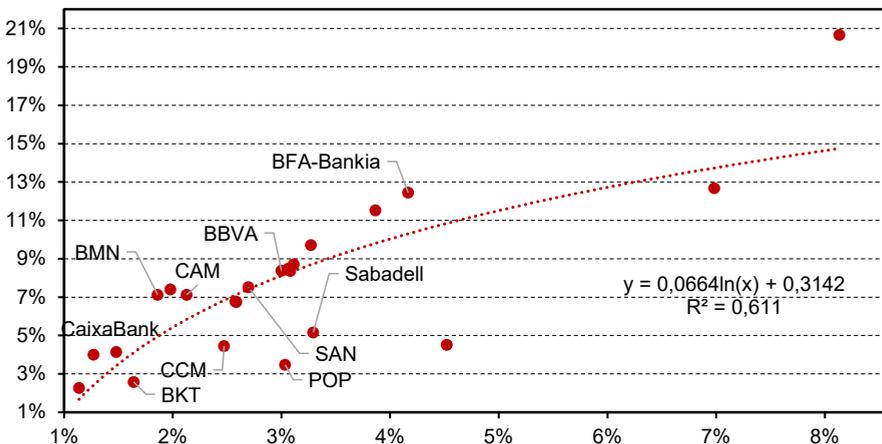
**PESO DEL CRÉDITO CON LTV > 80 % SEGÚN TAMAÑO DEL SALDO DE CRÉDITO A VIVIENDA DE HOGARES**  
(Millones de euros y porcentaje sobre crédito total)



Fuentes: Elaboración propia sobre datos proporcionados por AFI a partir de las cuentas de cada entidad y Banco de España.

Gráfico 92

**TASAS DE MORA DEL CRÉDITO A LA COMPRA DE VIVIENDA POR HOGARES: TOTAL Y CRÉDITO CON LTV > 80 %**  
(Datos a fin de 2011)



Fuentes: Elaboración propia sobre datos proporcionados por AFI a partir de las cuentas de cada entidad y Banco de España.

### ■ 1.6.3. *Algunas consideraciones finales*

En cualquier caso, en nuestro análisis es ilustrativa la diversidad de situaciones de balance de las entidades, en cuanto a la exposición a los activos más tóxicos, según la foto a 2011. Cabe concluir que no fue el formato jurídico –cajas vs. bancos– el elemento discriminante que explica el deterioro de la calidad de los balances de las entidades, sino el grado de exposición inmobiliaria en España, origen principal de sus pérdidas acumuladas tras la crisis de 2008.

Con la escasa evidencia disponible, es razonable pensar que esta exposición inmobiliaria tóxica, cuyo peso en las cuentas de resultados y el patrimonio neto determinó su viabilidad de forma muy diferente, estaba relacionada con el modelo financiero-residencial orientado a las hipotecas a particulares. El último eslabón de su cadena, era precisamente el menos tóxico, pero el primero, el suelos, era el peor. En definitiva, el negocio inmobiliario, es decir, la financiación de las fases previas a la compra de la vivienda por un hogar, que incluye la financiación de suelos, urbanizaciones y edificaciones, núcleo de la crisis bancaria fue desarrollado por las entidades vinculadas al modelo residencial de manera bastante homogénea, con una severidad de las pérdidas similar. Las diferencias en el resultado final vinieron marcadas por el peso de estas actividades en el conjunto de sus balances y cuentas de resultados.

Para explicar cómo las provisiones y pérdidas inmobiliarias –por lo demás, bastante homogéneas como hemos visto– pudieron asumirse en muchas entidades preservando aún su viabilidad corporativa, a pesar del contexto, es clave considerar la mezcla de modelos de negocio que caracterizaba a cada entidad.

En este sentido y de manera esquemática, tres pueden destacarse como elementos diferenciales:

- Las entidades más diversificadas internacionalmente, como los dos mayores bancos, para los que España era una parte significativa pero limitada en una estructura por negocios en la que otras regiones del mundo actuaban como contrapeso.
- Las entidades con fuerte implantación en el mundo de la empresa industrial y de servicios no inmobiliarios o aquellas otras orientadas a negocios como la gestión de patrimonios, podían contrarrestar en balance o en cuenta de resultados las pérdidas generadas su negocio residencial.
- Las entidades que por su implantación se salvaron de dinámicas perversas de competencia regional: las entidades con estrategias muy marcadas por la competencia por la hegemonía en la misma región favorecieron exposiciones inmobiliarias mayores y de peor calidad, pues era la forma más inmediata de crecer en la región.

Algunas entidades podían inscribirse en más de uno de estos casos. El tamaño no es un factor discriminante al analizar el riesgo inmobiliario. No obstante, la forma jurídica de las entidades marcó, sin duda, sus capacidades para enfrentarse a la burbuja y a la crisis, fundamentalmente por causa de la imposibilidad de las cajas de emitir acciones ordinarias e incluso de cotizar en Bolsa. Esa era una realidad antes de su conversión en bancos, a partir de 2010, en los que las cajas fundadoras, en general, ya sin actividad bancaria, podían compartir la estructura accionarial con inversores captados en el mercado.

En este sentido, cabe preguntarse sobre los efectos del retraso y la falta de ambición con que se hicieron las reformas jurídicas que configuraron el sector de cajas antes de la crisis ¿Qué habría sido de las cajas si durante los años de euforia previos a 2008 hubieran podido acceder a la emisión de acciones ordinarias para reforzar su solvencia?

## ■ 2. LAS RECAPITALIZACIONES, EL APOYO PÚBLICO Y LA REFORMA FINANCIERA

El sector bancario español sufrió en 2008 el estallido de la burbuja inmobiliaria que, durante ocho años antes, había financiado en sus balances, asumiendo riesgos que, con la crisis, transformaron las exposiciones inmobiliarias —suelos; edificios sin terminar; y edificios terminados pendientes de culminar las ventas de los pisos— en activos tóxicos. El tamaño de las pérdidas asumidas en estos activos y su difícil y lento reconocimiento contable, en un contexto de insuficiencia de provisiones y de capital, desencadenaron la paralización de los mercados interbancarios así como la restricción generalizada del crédito y la venta masiva de activos a precios de derribo. Esta reversión del canal crediticio provocó una larga recesión económica. Los bancos habían acumulado carteras inmobiliarias significativas, con frecuencia, con pesos en sus balances muy altos.

La lógica de su función clave de las entidades bancarias en el modelo financiero-residencial de la vivienda había conducido a una situación difícil que, cuanto más se tardaba en resolver, más hería al conjunto de la economía, mientras el mercado pasaba de la euforia al pánico y los activos perdían su valor. La preocupación sobre la viabilidad de algunos de estos bancos retroalimentó la volatilidad del mercado, impidió que éstos reforzaran su capital para llevar a cabo los saneamientos necesarios y activó estrategias en los bancos más centradas en salvarse a sí mismos —reduciendo APR— que en apoyar a sus clientes solventes, alimentándose así un círculo vicioso que consumió los siguientes cuatro años. Estas estrategias se vieron, a su vez, reforzadas por la actuación procíclica de las autoridades reguladoras, que aumentaban las exigencias de cobertura de los activos y los requerimientos de capitán en unas condiciones en que los mercados no permitían, con frecuencia, cumplirlas.

La crisis bancaria española fue larga y compleja. Varios fueron los factores que condujeron a ello y que deben incorporarse al análisis. En primer lugar, el contexto de la crisis financiera global, abierta también en 2008 con la crisis *subprime* en EE. UU. En segundo lugar, la falta de conciencia sobre la relevancia y el poder destructivo de la burbuja en su fase de alimentación. La extensión del impacto de su crisis en el sistema bancario paralizó el canal crediticio, contagiando la recesión sobre el resto de los sectores, la economía y el empleo. En tercer lugar, las dificultades que la singularidad institucional de una parte del sistema, las cajas de ahorros, que no disponían de instrumentos de captación de capital adecuados ni de una estructura que las hiciera más accesibles a las operaciones corporativas.

Cuatro son las etapas en que cabe distinguir en el análisis del esfuerzo de gestión de la crisis por entidades, inversores, supervisores y autoridades públicas:

- Entre 2008 y 2009: caída generalizada de precios de los activos reales y financieros y ayudas en España centradas en apoyar la financiación en el mercado de las entidades.
- Entre 2010 y 2017, de reestructuración y capitalización, con 2012 como año central con la asistencia financiera solicitada a la UE y la consiguiente firma del *Memorandum of understanding (MoU)*.
- 2017-2023, de lenta recuperación de la rentabilidad, en un periodo difícil que incluye la caída del último banco en 2017.

El resultado final fue un amplísimo proceso de reestructuración y de reforma del sistema bancario, tanto institucional como en su regulación, supervisión y resolución, funciones éstas que se elevaron a partir de 2012 del nivel nacional al de la UE –iniciando la unión bancaria–. Las necesarias recapitalizaciones combinaron soluciones privadas y públicas para permitir el saneamiento, que seguramente se enfrentaba a pérdidas que se fueron ampliando conforme se retrasaba su saneamiento durante los cuatro años comprendidos entre 2008 y 2012. La cobertura de las necesidades de capital permitió, a través de una intensa reducción de la capacidad instalada en España, un retorno gradual a la rentabilidad bancaria y una reapertura del crédito a la economía, en un proceso difícil en el que los tipos de interés negativos hicieron del margen de interés un lastre hasta bien entrado 2022.

## ■ 2.1. De la crisis de liquidez a la reforma de 2010

Los primeros pasos de la gran crisis del canal crediticio global se desarrollaron en el ámbito de la crisis de la liquidez, en el verano de 2007. Por eso el papel de los bancos centrales fue en esencial. El colapso de los mercados monetarios,

como el interbancario, fue la primera señal de la crisis que se estaba iniciando. En el capítulo VI nos detendremos en ello cuando nos adentremos en la política monetaria.

En el caso de las instituciones financieras, el cierre de los mercados de financiación mayorista obligó a un proceso desordenado de desapalancamiento mediante la liquidación de activos, que, a su vez, generó nuevas pérdidas y su extensión a otras entidades inicialmente no expuestas. Los fondos de inversión alternativa (*hedge funds*), que habían basado sus elevadas rentabilidades en la realización de inversiones financiadas con crédito, tuvieron también que efectuar desinversiones significativas. La situación fue deteriorándose a lo largo de 2008, conforme las tensiones en los mercados financieros internacionales iban ampliándose y afectando cada vez a más entidades, algunas de las cuales tuvieron que ser intervenidas (Bear Stearns, Fannie Mae y Freddy Mac en Estados Unidos, y Northern Rock en el Reino Unido, entre otras).

En septiembre de 2008, la quiebra del banco de inversión *Lehman Brothers*, un banco de inversión al que las autoridades dejaron caer, sorprendió a los mercados y desencadenó una crisis de confianza global. A ello siguió la intervención de una serie de entidades entre las que destacó la mayor aseguradora mundial (*American International Group, AIG*), que supuso un salto cualitativo en los temores de los inversores. La transición de la euforia al pánico situó al sistema financiero al borde del colapso. Ello se reflejó en un aumento intenso de las primas de riesgo en los mercados internacionales, una caída pronunciada de las cotizaciones bursátiles y un repunte de la volatilidad. Así, por ejemplo, en los días posteriores a la quiebra del banco estadounidense, las primas en el mercado interbancario se multiplicaron y se cerró para las entidades medianas o menores, el índice bursátil S&P 500 descendió un 28 % y su volatilidad se triplicó.

Aquí recordaremos sólo las medidas tomadas en España, enfocadas al apoyo a las entidades de depósito en la crisis de confianza que había explotado en los mercados y que alcanzada ya a los clientes, en forma en algunos casos de inquietud respecto a la seguridad de sus depósitos y, más generalmente, de tensiones en las empresas no financieras por el freno al crédito nuevo. Las restricciones al acceso a la liquidez de las entidades de depósito comenzaban a extenderse por éstas al crédito nuevo a la economía, no ya en el sector inmobiliario, sino también a sectores que nada tenían que ver con el exceso de deuda de aquél, que se había acumulado durante la burbuja.

Entre las medidas tomadas en este periodo destacan las orientadas a apoyar al sistema financiero español en su financiación mayorista. Surgieron a partir de 2008 con la crisis financiera global, en complemento a las tomadas por el BCE —a las que ya nos hemos referido en capítulos anteriores— en ese contexto de crisis sistémica de liquidez:

- El Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda<sup>66</sup>. Se dotó inicialmente con 30.000 millones de euros, ampliable a 50.000, para invertir en instrumentos de alta calidad emitidos por las entidades de crédito que tuvieran como garantía nuevos créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras. La adquisición se realizaba mediante un esquema de subastas. El objetivo era dotar de liquidez a las entidades de crédito para impulsar la financiación a empresas y particulares.
- El mecanismo de concesión de avales del Estado en el marco del plan de acción concertada entre los países de la zona del euro<sup>67</sup>. Con este mecanismo temporal, el Estado podía avalar en “condiciones de mercado” emisiones nuevas de instrumentos financieros negociados en mercados secundarios oficiales españoles realizadas por las entidades de crédito residentes en España.

Así, para dar soporte a la confianza de los clientes bancarios, el Gobierno<sup>68</sup> aumentó en octubre de 2008. Los importes garantizados por el Fondo de Garantía de Depósito (FGD) de 20.000 a 100.000 euros. Hay que señalar que la crisis de liquidez se circunscribió a los mercados mayoristas y no llegó a ser significativa en los depósitos bancarios de clientes.

Tras la intervención de la Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha (CCM) en 28 de marzo de 2009, comenzaba una etapa cualitativamente diferente. Esta entidad había incumplido su coeficiente de solvencia y su financiación mayorista era ya imposible: su *rating* crediticio había sido degradado por debajo del nivel de *investment grade*. Era un caso aislado que requirió que los mecanismos disponibles se aplicaran de forma extraordinaria, incluido un aval del Estado para generar garantías de hasta 9.000 millones de euros que pudieran permitir la inyección de liquidez que la entidad precisaba con urgencia<sup>69</sup>. En noviembre de 2009, solo unos meses después, se acordaba la integración de CCM en CajaAstur, proyecto que pudo recibir el apoyo del FGD, que alcanzó los 1.740 millones de euros y un esquema de pro-

<sup>66</sup> El Real Decreto Ley 6/2008, de 10 de octubre. El FAAF fue una medida de carácter temporal que, en principio, se extendería hasta que se normalizaran los mercados financieros, si bien se marcaba como fecha límite para la celebración de subastas el 31 de diciembre de 2009. Entre noviembre de 2008 y enero de 2009 se realizaron cuatro subastas, que proporcionaron liquidez a 54 entidades de crédito por un importe superior a los 19.000 de euros. El FAAF se cerró en junio de 2012 con un resultado neto para el Estado de 650 millones de euros, derivado del cobro de los intereses de las operaciones concedidas.

<sup>67</sup> Real Decreto Ley 7/2008, de 13 de octubre. El volumen de las emisiones avaladas ascendió a unos 70.000 millones de euros en 2008 y 2009 en total.

<sup>68</sup> Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, que se anticipaba a la normativa europea (Directiva 2009/14/CE, del 11 de marzo) que promovió la convergencia entre los distintos sistemas de garantía de depósitos nacionales.

<sup>69</sup> Que finalmente se materializó en una inyección excepcional vía asistencia de liquidez de emergencia (ELA, según el acrónimo en inglés) de 900 millones de euros por el Banco de España.

tección de activos (EPA) de importe límite similar. En este contexto, se hizo patente que comenzaba un periodo en que muchas entidades estarían sometidas a tensiones de liquidez extremas mientras acumulaban necesidades de provisionamiento de sus activos inmobiliarios y de capital muy significativas en comparación con sus capacidades de generación de resultados o su capital preexistente. “La necesidad de contar con capacidad financiera para favorecer una reestructuración ordenada del sistema bancario nacional” (Banco de España, 2017).

### ■ 2.1.1. Creación del FROB en 2009

Mediante el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, se creó el FROB<sup>70</sup>. Esta institución resultaría clave en todo el proceso subsiguiente: nacía con el doble objetivo de, por una parte, gestionar los procesos de reestructuración de las entidades de crédito que no hubieran sido capaces de superar sus dificultades y entraran en procesos de resolución, y, de otra, reforzar los recursos propios de las entidades de crédito participantes en procesos de integración que así lo solicitaran.

La creación del FROB en junio de 2009 era la respuesta estructurada e innovadora de las autoridades españolas a la crisis del canal crediticio que, en diferentes grados y por distintos orígenes, se estaba produciendo en todos los países industrializados, siguiendo la terapia ya iniciada en primer término por EE. UU.: para evitar que la quiebra del canal crediticio que provocaban las pérdidas del activo era necesario un saneamiento masivo de los balances así como las inyecciones de capital correspondientes que permitieran generar las provisiones necesarias y reactivar el motor crediticio. La norma del FROB establecía por primera vez en España las claves de la gestión que exigiría —más allá de los apoyos tempranos en la brutal crisis de liquidez iniciada ya en verano de 2007— la necesidad creciente y cada vez más visualizada por las autoridades y las propias entidades —bloqueadas en su actividad esencial—, de estabilización del sistema financiero y de cobertura de las necesidades de capital que pudieran presentarse en entidades concretas, por accidente, o como ya se temía claramente entonces, de forma sistémica en un conjunto amplio de entidades.

#### ■ 2.1.1.1. Capital y potencia de fuego

El FROB contó con una dotación inicial de 9.000 millones de euros. De ellos, 2.250 fueron aportados por los FGD y 6.750 con cargo a los Presupuestos Generales

<sup>70</sup> Después de la norma inicial de junio de 2009, con el Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, se llevaron a cabo cambios en su gobernanza. La comisión rectora del FROB pasó de los ocho miembros iniciales (cinco del Banco de España, con el gobernador como presidente, y tres de cada uno de los respectivos fondos de garantía que existían entonces), a estar integrada por nueve miembros: dos del Ministerio de Economía y Hacienda (con la presidencia), cuatro a propuesta del Banco de España y tres en representación de los Fondos de Garantía de Depósitos. La norma del FROB se modificó en distintos aspectos en otras dos ocasiones y finalmente fue derogada por el Real Decreto-ley 24/2012, de 32 de agosto.

del Estado (PGE). Adicionalmente su potencia de acción se multiplicaba mediante la posibilidad de captar financiación ajena en los mercados –con garantía del Estado– por un importe de hasta 18.000 millones de euros. No obstante, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, dicho límite podía sobrepasarse a partir del 1 de enero de 2010<sup>71</sup>.

El límite de la a financiación ajena del FROB se estableció en diez veces su dotación, es decir 90.000 millones de euros. Así, su *potencia de fuego* comenzaba con 99.000 millones, previas autorizaciones presupuestarias pertinentes. Es interesante destacar que ese límite legal, fijado en 2009, no fue objeto de revisión posterior. De hecho, resultó suficiente para ejecutar todos los procesos sobre los que nos detendremos después: del FROB I en 2010, el FROB II en 2011 y el FROB III, con la asistencia financiera europea, en 2012.

#### ■ 2.1.1.2. *Los poderes del FROB*

El FROB surgía en la nueva regulación, junto a los fondos de garantía de depósitos existentes, como la institución clave en la gestión de eventuales procesos de recapitalización y reestructuración bancaria, vinculando ambas. En una crisis de balance sistémica cuyo origen eran inicialmente los activos relacionados con la actividad de promoción inmobiliaria y su peso en relación con los recursos propios existentes, las autoridades parecían conscientes de dos elementos que serían muy importantes en la gestión posterior de la crisis bancaria: el “accidente” de la caída de CCM ponía de manifiesto la necesidad de reforzar o crear instrumentos de gestión pública en las crisis bancarias; y la constatación de que experiencia en EE. UU. del llamado manguerazo –inyecciones de capital ordinario indiscriminadas y obligatorias a las principales entidades, con la consiguiente dilución (transitoria o definitiva, en función de su capacidad para devolverlas) de los accionistas preexistentes– no parecía aplicable en España. La singularidad jurídica de una parte del sistema –las cajas de ahorros– o la probablemente desigual incidencia de las necesidades de capital, con dos grandes entidades internacionalizadas, hacía complejo el escenario, con barreras, a las que se unían presiones políticas. La situación española era sistémica, pero exigía un fuerte impulso de autoridad supervisora y resolutoria para el que los precedentes eran lejanos y poco comparables. El precedente previo había sido el de la crisis de Banesto, en un lejano 1993, con una intervención por el Banco de España, que obligó a la entidad al reconocimiento de un desfase de capital del equivalente a unos 3.600 millones de euros, entonces cubierto con el esfuerzo del Fondo de Garantía de Depósito

<sup>71</sup> Para minimizar el impacto del FROB sobre los PGE, el Real Decreto Ley 9/2009 estableció que el capital inicial se dotase con el crédito que nutriría el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros. Un buen indicador: la prioridad había pasado de la liquidez al capital.

(FGD). El Banco de España estableció complementariamente un apoyo especial a la liquidez<sup>72</sup>.

Por primera vez en España, el modelo de gestión de crisis bancarias –vinculando recapitalización y reestructuración– dejaba de ser un tabú regulatorio, establecía una terminología taxativa y se abría paso entre las políticas públicas, reforzando los poderes de la supervisión y creando una función nueva separada que ocuparía un espacio más allá de la supervisión y la regulación, que habían descansado –y seguirían haciéndolo hasta la Unión Bancaria– en el Banco de España<sup>73</sup>. Se trataba pues de acometer tanto procesos singulares, que dieran solución a accidentes aislados, en la línea del reciente caso de CCM, como situaciones sistémicas, en una escala nacional.

Según este modelo, el FROB tendría una primera función relacionada con los procesos de reestructuración bancaria. La entidad de crédito que presentara dificultades y que requiriera un proceso de reestructuración debía, en primer lugar, buscar una solución privada para reestructurarse, solventar sus problemas de financiación en los mercados y asegurar su viabilidad futura. Por solución privada se entendía –y aún hoy se entiende– una operación en la que no interviene ningún organismo público ni requiere ayuda pública. En caso de que la entidad de crédito no encontrara una solución privada tenía la alternativa de diseñar un plan de actuación con ayudas de los Fondos de Garantía de Depósitos. Dicho plan, que debía ser aprobado por el Banco de España, podía contemplar tres actuaciones: el reforzamiento de su patrimonio y solvencia; una fusión o absorción corporativa, o el traspaso total o parcial de su negocio. En estos casos, el FROB podía facilitar financiación a los Fondos de Garantía de Depósitos para que éstos acometieran las funciones de apoyo financiero que se incluían en los planes de actuación.

En caso de que la entidad de crédito en estrés no presentara el plan de actuación exigido o no fuera viable o fuera incumplido, el Banco de España podía acordar la sustitución de los órganos de administración de la entidad de crédito afectada –la intervención–, designando al FROB, que desempeñaría así una primera función, como administrador provisional. En este caso, el FROB debía someter al Banco de España la aprobación de un plan de reestructuración, con el objetivo final de lograr una fusión de la entidad o el traspaso total o parcial del negocio. Si el FROB aun no existía cuando surgió el primer accidente de la crisis, la intervención de CCM el

<sup>72</sup> Para un buen resumen de la crisis de Banesto, véase el artículo reciente de Salvador Arancibia en *Expansión*: <https://www.expansion.com/empresas/banca/2023/12/22/6584ce04468aeb3e458b462a.html>

Banesto era una entidad fundada en 1902, históricamente orientada a las inversiones industriales. Tras la intervención se abrió el caso Banesto, en el que su presidente fue condenado a 20 años de prisión por el Tribunal Supremo. En 1994 fue adquirido por Banco Santander. Esta entidad adquirió la casi totalidad de su capital en 1998, mediante una OPA, y finalmente lo absorbió en 2012, excluyéndolo de Bolsa.

<sup>73</sup> Además, el Banco de España ya no dirigía la política monetaria, había dejado de ser prestamista de última instancia tras la UEM, una responsabilidad supranacional que ahora ejercía el BCE.

28 de marzo de 2009, con el segundo, la intervención de CajaSur el 21 de mayo de 2010, estrenaba sus responsabilidades. El FROB tomó inmediatamente el control de la entidad, inyectó los 800 millones de euros en que se calculaba su déficit de capital y un esquema de protección de activos, para aprobar en solo algo más de un año su venta, a través de un proceso competitivo, a BBK.

La segunda función que la norma designaba al FROB era la de reforzar la capitalización de las entidades resultantes de procesos de integración corporativa. Se incentivaban así las fusiones, que se consideraban ya necesarias no solo para la racionalización y mejora de su eficiencia a medio plazo, sino también como vía para cubrir a corto plazo las necesidades de capital que permitieran hacer los urgentes saneamientos de balance que comenzarían a exigir las pérdidas por crédito. En este caso, las entidades debían presentar un plan de integración en el que se detallarían las condiciones de la fusión, las mejoras de eficiencia y el redimensionamiento de su capacidad productiva. Si el plan era aprobado por el Banco de España, la ayuda del FROB consistiría en la adquisición transitoria de títulos de recursos propios emitidos por las entidades, como participaciones preferentes convertibles en capital. La entidad se comprometía a recomprar al FROB estos títulos tan pronto como le fuera posible —con lo que los accionistas preexistentes podían evitar su dilución o su desaparición— o, en su defecto, serían convertidos en acciones ordinarias —con todas sus consecuencias corporativas—.

### ■ 2.1.1.3. FROB I

Las actuaciones del FROB durante una primera etapa, conocida como FROB I (que se extiende desde la creación del FROB en 2009 hasta el Real Decreto Ley 2/2011), se apoyaron en sus nuevos y amplios poderes y la coordinación con la supervisión del Banco de España. Las ayudas comprometidas por el FROB para apoyar procesos de integración se materializaron en la adquisición de participaciones preferentes, instrumentos convertibles en acciones de acuerdo con hitos relacionados con la solvencia y que computaban como capital de primer nivel<sup>74</sup>. Las inversiones realizadas por el FROB I, con fechas de *closing* entre marzo y diciembre de 2010, alcanzaron los 9.674 millones de euros, comprometidos en siete operaciones de fusión con reestructuración, que se detallan en el cuadro adjunto y que integraban 771.200 millones en activos. Las fusiones apoyadas por FROB I —como después las operaciones de FROB II— se concentraban en el sector de cajas de ahorros. El éxito de estas políticas puede medirse en sus extraordinarios resultados: en cuatro años el sector de cajas pasó de los 46 grupos de finales de 2007 a estar integrado por 15 a finales de 2011 (ver Banco de España, 2017).

<sup>74</sup> Las preferentes convertibles fueron instrumentos emitidos a perpetuidad, con una retribución fija de mercado (8 %) no acumulativa y condicionada a la existencia de beneficios. El emisor se comprometía a recomprarlos a los cinco años (más dos de prórroga). Finalmente se convirtieron automáticamente en acciones ordinarias al ejecutarse el *trigger* de conversión en 2012-2013.

Sin embargo, muchos eran los problemas de ejecución que surgían. La experiencia de las integraciones incentivadas desde FROB I era importante, pero adolecía de ciertas debilidades: de los siete proyectos nacidos a finales de 2009 y 2010:

- Tres de los proyectos se estaban configurando como **sistemas institucionales de protección (SIP)** –entre ellos la entidad de tamaño sistémico, Bankia–.
- Los otros cuatro eran fusiones entre cajas de ahorros para formar otra caja.

La utilización de la figura del SIP surgió de la existencia de “una resistencia importante a la desaparición de las cajas de ahorros como entidades individuales en función de su importante papel económico en los territorios en los que actuaban, en un contexto de elevada representación de los poderes públicos regionales en sus órganos de administración. Con los SIP se pretendía conseguir los objetivos de una fusión sin que desapareciera la entidad individual, aunque subordinada en los principales aspectos de gestión al órgano central del SIP” (Banco de España, 2017). En el caso de los SIP que se usaron por las entidades para obtener el apoyo de FROB I, la regulación exigía la **mutualización** de resultados, solvencia y liquidez, y la articulación del propio SIP en torno a una entidad de crédito central como unidad de decisión de conjunta. La clave estaba en la naturaleza de esta unidad. Por eso se la consideraba una especie de *fusión fría*. Eran necesarias nuevas reformas para permitir a las cajas un camino menos costoso de cara a su transformación.

### ■ 2.1.2. Reforma de las cajas de ahorros de 2010

En paralelo a la sucesión de las frenéticas actuaciones descritas, con los mercados marcando la urgencia, el Gobierno impulsó en julio de 2010 la gran reforma institucional de las **cajas de ahorros**. Tanto bancos como cajas estaban sufriendo las consecuencias de su elevada exposición inmobiliaria en España, en distintas medidas –como ya hemos visto–, en función de su proporción en balance, y del alto peso mayorista en su financiación mayorista y su apelación al BCE. Pero mientras los bancos estaban constituidos jurídicamente como sociedades anónimas, casi todos además con sus acciones cotizadas en los mercados, la restauración del canal crediticio mediante la recapitalización de las entidades chocaba con el hecho de que la estructura jurídica de las cajas no permitía estructurar una solución de mercado estandarizada y estable.

La reforma del sector se inició mediante el **Real Decreto Ley 11/2010**, de 9 de julio, respuesta a la necesidad de un marco más completo para la capitalización de las cajas, ajustar sus estructuras operativas y mejorar su gobernanza. La reforma trataba de abrir una nueva etapa para éstas, pero su alcance no fue suficiente y hubo de ser completado sucesivamente. A la postre, la agudización de la crisis y la

urgencia en ejecutar soluciones terminaron por liquidar, aun recién reformado, el modelo de cajas<sup>75</sup>.

La reforma trataba de favorecer distintas formas de acceso a los mercados de capitales<sup>76</sup> y de que las entidades que estaban iniciado procesos de integración con FROB I pudieran acogerse a nuevas alternativas de organización institucional que permitieran su transformación en sociedades anónimas para disponer de un estatuto jurídico estándar y más flexible. Así fue como la *creación conjunta de un banco como unidad central del SIP*, al que las cajas cederían todos sus activos y pasivos en condiciones de neutralidad fiscal pudo hacerse realidad. Las cajas integradas en el SIP pasaban así a ejercer indirectamente su actividad bancaria (manteniendo su figura jurídica de caja o transformándose en fundación), en la que sus integrantes eran los dueños de la entidad central y mantenían contablemente sus propios balances.

El SIP no era sino un acuerdo contractual entre las entidades participantes que suponía la cesión a una entidad central de la capacidad para establecer y ejecutar las políticas y estrategias de negocio y herramientas de control interno y de riesgos, reconocida como tal a efectos de supervisión y de instrumentación de la política monetaria, pues centralizaba la tesorería del SIP. Además, los partícipes pactaban una mutualización de su liquidez, solvencia y resultados en niveles que debían superar el 40 %, y se acordaba un plazo mínimo de diez años de permanencia. Los SIP reforzados constituidos con apoyo del FROB I pasaron a ser grupos consolidables de entidades de crédito, dominados por una entidad central, puesto que, a efectos económicos, aunque no jurídicos, cada partícipe perdía su individualidad. Sin embargo, esta estructura, que había logrado vencer las resistencias políticas, no logró ser atractiva para los mercados, que seguían desconfiando, al no existir un *track record* de estabilidad y reestructuración que poder mostrar por parte de la entidad central. Los SIP no fueron entendidos por el mercado –quizá por el esfuerzo de gobernanza que implicaban– y se llevó a cabo una nueva reforma que exigía la bancarización (conversión en sociedades anónimas) de los grupos de cajas que en ese momento estaban siendo creados<sup>77</sup>.

<sup>75</sup> Solo sobrevivieron dos cajas de ahorros con la estructura bancaria intacta, aunque fueron varias las que se mantuvieron en el capital de los bancos que crearon, aunque ya sin ejercer directamente como entidades de depósito.

<sup>76</sup> Se reforzaron las *cuotas participativas*, con derechos de voto y obligación de cotización en mercados secundarios para someterse al escrutinio del mercado, como en los bancos cotizados. Además, se suprimieron los límites a las tenencias de cuotas por titular, lo que flexibilizaba la adquisición. Las cuotas proporcionaban derechos políticos a sus tenedores, que se ejercerían de manera proporcional al porcentaje que las cuotas emitidas representaran sobre el patrimonio de su entidad. Finalmente, fueron solo una anécdota en el proceso, ya que no llegaron a usarse.

<sup>77</sup> El Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio reforzó el compromiso de permanencia y estabilidad de las entidades que integraran un SIP, facultando al Banco de España a realizar una valoración previa al abandono de una entidad, con el fin de evaluar tanto la viabilidad individual de la entidad que eventualmente abandonara el SIP como la del conjunto y exigió que la entidad central tuviera naturaleza de sociedad anónima (un banco, en definitiva, y estuviera participada por las cajas del

### ■ 2.1.2.1. La revisión de la circular contable en 2010

Mientras se estaban ejecutando las fusiones de FROB I, en junio de 2010 entraba en vigor de la Circular del Banco de España 3/2010, de 29 de junio, que reforzaba la Circular contable<sup>78</sup>, con el fin de endurecer las normas de provisionamiento de los balances. Los planes de integración que se estaban confeccionando desde 2009 para el FROB I hubieron de ser revisados y ajustados para incluir nuevas provisiones y mayores necesidades de capital. El objetivo era que las entidades de crédito mejorasen sus políticas de gestión de las operaciones crediticias mediante la venta de activos adjudicados para reducir la morosidad y liberar sus balances. Se trataba de que aumentaran las coberturas de sus operaciones impagadas y de los activos adjudicados en pago de deudas.

Algunas de las medidas fueron muy importantes. Unas establecieron criterios de concesión de crédito y de gestión de riesgo de crédito, como la correcta evaluación de la capacidad de pago del prestatario, el papel que las garantías debían tener en el análisis de la concesión del riesgo y su gestión, el establecimiento de una adecuada política que fijara las condiciones para la renegociación de deudas de un prestatario, así como la necesidad de extremar la prudencia en el uso de valores de tasación o similares. Otras introducían un endurecimiento de las reglas de provisionamiento para incentivar la evacuación de los activos dañados y liberar capacidades de balance. Como se señala en Banco de España (2017), las entidades de crédito no querían reflejar pérdidas en la venta de los inmuebles adjudicados, considerando que el precio de mercado era inferior a su valor en libros. Con la Circular 3/2010 se exigía un incremento de coberturas que, en principio, acercaba el valor en libros a un posible valor de mercado, lo que suponía que las entidades tenían que reflejar ya la potencial pérdida en caso de venta, eliminando obstáculos a dicha venta”.

Esto implicaba un mayor reconocimiento de las pérdidas derivadas del crédito sobre las cuentas de resultados y de las necesidades de capital consiguientes, lo que sin duda chocaba con la realidad de las dificultades para captar el capital necesario, dadas las disfunciones de los mercados financieros y de capitales, que habían dejado de desempeñar su papel desde 2008, y teniendo en cuenta la dinámica autodestructiva que se había abierto a escala global.

---

SIP en, al menos, un 50 %. La reforma incluyó además medidas para la profesionalización de la gobernanza de las cajas: se exigía un nivel de conocimientos y de experiencia adecuados a los miembros del consejo de administración y de la comisión de control; se reducía el peso máximo de los responsables públicos en los órganos de gobierno al 40 % (desde el 50 % anterior); se establecía la incompatibilidad de los cargos políticos electos y de los altos cargos del sector público para ser nombrados miembros de los órganos de gobierno; se exigían dos nuevas comisiones en el seno del consejo de la caja, la de retribución y nombramientos y la de la obra social; finalmente, todas las cajas debían publicar anualmente un informe de gobierno corporativo en aras de reforzar la transparencia y la disciplina de mercado.

<sup>78</sup> Así se conocía popularmente a la Circular 4/2004. Recuérdese que las normas contables eran antes de 2012 establecidas a nivel nacional por el Banco de España que aplicaba su interpretación de las normas internacionales y europeas.

Según Banco de España (2017), desde enero de 2008 a diciembre de 2011, el volumen de provisiones constituidas para su balance consolidado en España por las entidades de depósito, incluyendo las derivadas de la reforma de la circular contable, se elevó a 138.353 millones de euros. Un esfuerzo de saneamiento que alcanzaba el 13 % del PIB español. De este importe, 87.407 millones se adeudaron en la cuenta de pérdidas y ganancias; 32.847 millones se absorbieron en las reservas por el patrimonio neto; y 18.098 millones utilizaron las provisiones genéricas preexistentes.

### ■ 2.1.2.2. Reforzamiento del requerimiento de capital en 2011

El Gobierno, en un contexto de alta tensión en los mercados –que se adentraban en la crisis del euro de la mano de la deuda soberana de Irlanda y Grecia, que se contagió a parte de la zona del euro, como veremos con más detalle–, trataba en 2011 de reforzar la solvencia de las entidades, en línea con los desarrollos regulatorios que se estaban coordinando en el Comité de Basilea y en la UE (y que culminarían en Basilea III y CRR/CRD IV). Estas medidas se plasmaron en varias regulaciones, siendo el Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, la más relevante. Se trataba de la nueva regulación de requerimientos de capital así como de una ampliación de los poderes del FROB (lo que permitiría un FROB II), permitiendo su participación en el accionariado de las entidades de crédito con más dificultades para asumir de forma privada los nuevos requisitos regulatorios.

En primer lugar, se perseguía pues reforzar el nivel de solvencia de las entidades de crédito nacionales, en la misma línea que la seguida en la revisión de los estándares internacionales que suponía el acuerdo de Basilea III. Por un lado, se introdujo la noción de capital principal como el capital de máxima calidad que garantizaba una alta capacidad de absorción de pérdidas<sup>79</sup>. Por otro lado, la norma introducía un incentivo sutil a la emisión de acciones ordinarias cotizadas –y a la conversión de los SIP en bancos–. Se requirió a las entidades el cumplimiento de un nivel mínimo de capital principal del 8 % sobre los activos ponderados por riesgo (APR), que debía elevarse al 10 % en los casos de entidades con unas mayores dificultades de acceso a los mercados de capitales, lo que se concretaba en aquellas con una ratio de financiación mayorista mayor del 20 % –calculado como saldo financiación mayorista neto de activos líquidos sobre el saldo crédito a la clientela– y que no tuvieran, al menos, un 20 % de su capital o del total de derechos políticos en manos de terceros. En definitiva las entidades podían tener dos puntos menos de capital principal si apenas necesitaban salir al mercado de financiación o si ya tenían la confianza de terceros en su capital.

<sup>79</sup> El capital principal era la cifra neta de la suma del capital, las reservas, las primas de emisión, los ajustes positivos por valoración, los intereses minoritarios (en el caso de filiales, el porcentaje de los recursos propios en poder de personas físicas o jurídicas no pertenecientes al grupo) y los instrumentos suscritos por el FROB, minorada por los resultados negativos, los ajustes negativos por valoración y los activos inmateriales.

La norma incluía un mes para su cumplimiento del 8 % o en su caso, del 10 %, introduciendo la fecha límite del 10 de marzo de 2011, extensible solo algunos meses, previa autorización del Banco de España. Esto abrió una carrera por conseguir soluciones privadas, desde la incorporación de inversores de capital riesgo hasta la salida a bolsa mediante una ampliación de capital. Las entidades que no cumplieran los niveles exigidos por medios propios debían abrir su estructura de capital al apoyo público.

Para ello, la norma establecía, en un segundo objetivo, que el FROB pudiera suscribir ampliaciones de capital de acciones ordinarias (lo que obligaba a que la entidad adquiriera condición de banco) de las entidades que no cumplieran los niveles exigidos de capital, asumiendo los derechos políticos proporcionales correspondientes y participando directamente en el consejo de administración de la entidad emisora. La entidad debía presentar un **plan de recapitalización** en el que, además de incluir su plan de negocio, debía asumir una serie de compromisos, relativos, entre otros, a la reducción de sus costes estructurales, a la mejora de su gobierno corporativo y a la evolución de su actividad de crédito. La presencia del FROB en el capital de una entidad de crédito tenía carácter temporal, debiendo vender en condiciones de mercado las acciones adquiridas, bien a la propia entidad o bien a terceros, en un plazo máximo de cinco años, aunque extensibles.

De esta segunda fase de la existencia del FROB se derivó el FROB II. El Banco de España evaluó e hizo públicos en marzo de 2011 sus estimaciones sobre las **necesidades de capital adicional** que el Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, así como la nueva circular contable, con su impacto en esfuerzo de provisionamiento, implicaban para cada entidad para alcanzar el nivel de capital principal exigido (el 8 % o el 10 % de los APR). Se analizaron las estimaciones de 114 entidades de depósito, entre bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Las entidades podían actuar tanto sobre el denominador como en el numerador de la ratio de capital mediante operaciones de carácter extraordinario —que contemplaba el Real Decreto Ley 2/2011—, como la venta de negocio, de participaciones estratégicas o de carteras de activos, que reducirían los APR y por tanto la necesidad de capital para alcanzar la ratio correspondiente.

Se identificaron trece entidades con déficit de capital principal. Sumaban un desfase de 17.020 millones de euros en total (ver Baudino, Herrera y Restoy, 2024). A las entidades correspondientes se les requirió presentar inmediatamente, en quince días, sus **estrategias de recapitalización**, en las que detallaron las medidas proyectadas para alcanzar dichos niveles.

Las estrategias propuestas por cada entidad y aprobadas por el Banco de España en abril de 2011 fueron distintas y combinaban todo tipo de soluciones, actuando sobre los APR, sobre la generación interna de capital o, por supuesto, incorporando nuevo capital.

Recordamos aquí las soluciones y ayudas aprobadas según cuál fue la estrategia dominante:

- Ocho entidades optaron por soluciones privadas, como la captación de capital privado, bien mediante la salida a Bolsa mediante ampliaciones de capital (IPO), en los casos de Bankia y Banca Cívica, que concluyeron los trámites durante el mes de julio de 2011, captando 3.092 millones de euros y 600 millones de euros, respectivamente; mediante la suscripción por inversores privados de obligaciones necesariamente convertibles y con derecho de voto, en el caso de Banco Mare Nostrum (BMN); o la colocación privada de acciones como fue el caso inicialmente de Liberbank –que había integrado a CCM con sus ayudas del FGD–, que inicialmente optó por captar capital privado, finalmente generó internamente el capital necesario, realizando plusvalías latentes. En los casos de Barclays y Deutsche Bank el capital fue aportado por sus matrices extranjeras. Finalmente, otras dos entidades, Bankinter y Bankpyme, ejecutaron respectivamente una ampliación de capital (OPV) y una operación corporativa.
- La caja resultante de la integración de Caja España y Caja Duero, denominada CEISS optó por la integración con Unicaja, que disponía de un excedente de capital.
- Cuatro cajas, Novacaixagalicia, Catalunya Caixa, y Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM) y Unimm, solicitaron el apoyo financiero del FROB, lo que debía materializarse, como preveía la norma, mediante la adquisición de acciones ordinarias y sin sustitución de los administradores aun.

Antes de que el FROB aportara el capital, se realizaron las preceptivas valoraciones de la entidad realizadas por los expertos el porcentaje de derechos que supondría la participación del FROB.

Por su parte, CAM representó un caso con complicaciones adicionales<sup>80</sup>, ya que los problemas de gobernanza y gestión existentes en la entidad determinaron la sustitución de los administradores el 22 de julio de 2011 por otros nombrados por el FROB. Estos aprobaron, tras una subasta competitiva de venta de la entidad, a la entidad ganadora en la puja realizada al efecto, el Banco Sabadell, con el apoyo del FGD en capital por 5.249 millones y un esquema de protección de activos de 1.145 millones de euros.

### ■ 2.1.2.3. Conclusiones del período 2008-2011

Desde el estallido de la burbuja se había producido un relevante esfuerzo de saneamiento. Las dotaciones a provisiones habían alcanzado casi un 13 % del PIB

<sup>80</sup> Similar situación terminó con Banco de Valencia, integrado en Bankia desde Bancaja y después resuelto y vendido a CaixaBank, tras una inyección de FROB II de 998 millones de euros.

de 2011, elevándose a 138.353 millones de euros en el período 2008-2011). En paralelo, el coeficiente de solvencia global de las entidades de depósito pasó del 10,6 % del final de 2007 al 12,2 % cuatro años después, en 2011 —en este mismo período, el capital básico (*Tier 1*) pasó del 7,5 % al 10,2 %—. Tras la brutal recesión de 2009 las previsiones económicas empezaban a mejorar en Europa y en EE. UU., pero la incertidumbre era muy elevada.

Las pruebas de resistencia —*stress test*—, realizadas en 2010 por el CEBS y en 2011 por la EBA, en las que España participó con “un alto nivel de transparencia y de participación de entidades”<sup>81</sup>, señalaban que, tras el saneamiento y reestructuración realizados, mostraba niveles *adecuados* de solvencia. Sin embargo, la incertidumbre no dejaba de crecer y los mercados desconfiaban. Como conclusiones de la revisión aquí de este intenso periodo inicial de la crisis bancaria desde 2008 a 2011, podemos destacar las siguientes.

En primer lugar, fue un largo periodo de grandes cambios regulatorios y estructurales pero, sobre todo, de *concienciación* general en el público, en la esfera política y en las propias entidades de un diagnóstico común que explicara la gravedad de la situación, que estaba debilitando hasta límites muy peligrosos a una parte sustancial de las entidades españolas. La crisis internacional había estallado poniendo más difícil encarar los excesos de una *burbuja inmobiliaria*, cuyos préstamos deteriorados —suelos vacíos, construcciones interrumpidas y viviendas terminadas sin vender, que pesaban como una losa en los balances— eran el verdadero origen de las dificultades.

En segundo lugar, los pasos dados por entidades, supervisor y Gobierno se enfocaron inicialmente solo hacia la liquidez y no fue hasta 2009 que se acometió el verdadero problema de fondo: el *daño en el balance de las entidades* provocado por la reversión de la burbuja inmobiliaria —simultánea en cantidades y precios de vivienda—. El *credit crunch* que estaba absorbiendo los colchones de solvencia y provisionamiento de las entidades generando nuevas necesidades de capital, aho-

<sup>81</sup> Según Banco de España, 2017: “En 2011, la prueba de resistencia coordinada por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) incluyó también, en el caso de España, como la de 2010, todos los bancos cotizados y todas las cajas de ahorros (en conjunto, se cubrió un 93 % del sistema, muy por encima del 50 % exigido por la EBA). En este ejercicio, el nivel mínimo de capital exigido se situó en el 5 % de *Core Tier 1*. Ninguna entidad española quedó finalmente por debajo de dicho nivel (la ratio final de *Core Tier 1* para el conjunto de las entidades españolas se situó en el 8,6 %). Posteriormente, también en 2011, en respuesta a la acentuación de las tensiones en los mercados financieros, la UE adoptó nuevas medidas, que, en el ámbito de la supervisión bancaria, se centraron en la realización por la EBA de un ejercicio de recapitalización antes de fin de año. En este ejercicio, la participación de las entidades españolas se limitó a las cinco principales entidades del sistema. El esquema suponía que las entidades debían mantener un colchón temporal de capital para restaurar la confianza del mercado. Las entidades incluidas en el ejercicio debían alcanzar en junio de 2012 un nivel de capital del 9 % de *Core Tier 1* (cuya definición se establecía por la EBA), añadiendo además un colchón por sus exposiciones en deuda soberana. Las necesidades de capital para las entidades españolas participantes se elevaron a 26.170 millones de euros, para lo que el Banco de España requirió unos planes de cumplimiento que se consumaron en 2012, quedando todas estas entidades por encima de los niveles exigidos”.

gando a empresas y familias y generando un impacto recesivo en la economía real y en el empleo. España no hizo su *manguerazo*, sus intervenciones fueron selectivas, pero las inyecciones de capital comenzaron a representar volúmenes significativos: a los 10.474 millones de euros de ayudas de capital del FROB I se añadieron los 4.751 millones del FROB II. Además, el propio sistema había proporcionado casi 7.000 del FGD, sin contar los EPA.

Una vez que las políticas españolas giraron hacia la reestructuración y el capital, el enfoque fue ya el correcto, teniendo en cuenta que el problema era una crisis del canal crediticio: saneamiento realista, reforzamiento de balances con nuevo capital y recuperación de la capacidad de generación. Entonces fueron las dificultades de ejecución —la naturaleza jurídica de las cajas— las que hicieron demasiado lentos los avances. Después, los precedentes de Grecia, Irlanda o Italia y la crisis de la deuda soberana y del euro, redujo ya el margen de maniobra para el Gobierno.

Finalmente, hay que destacar que las previsiones de los planes de las entidades en que se basaban las estimaciones de los déficit de capital a cumplir, estaban distorsionadas por el convulso entorno macro y financiero. Previamente en sus fusiones respectivas habían visto aprobados sus planes de integración en un entorno muy diferente, junto con las otras cuatro entidades que no precisaron soluciones públicas en ese momento. La recesión, los tipos de interés, la prima de riesgo, el coste de la financiación mayorista o el retroceso brutal del crédito nuevo, la carga de las provisiones y de los saneamiento de participadas y de los inmuebles adjudicados en procesos de ejecución hipotecaria de promotores fueron elementos que desde la macro o desde el balance hacían que los planes tendieran en poco tiempo a incumplirse. Las mejores expectativas que parecían abrirse a finales de 2009 y que marcaron los planes de integración de 2010 y los planes de reestructuración de 2011, no se vieron respaldadas y la economía entraba en una segunda recesión en 2011-2012. Se abría paso en toda Europa un periodo de deflación y bajo crecimiento, con el crédito en crecimiento cero (negativo en España).

Mientras España centraba sus esfuerzos en el saneamiento de sus bancos, dañados en su capital por la burbuja de los años anteriores, el entorno se hacía cada vez más difícil. Los Gobiernos de Grecia (mayo de 2010), Irlanda (noviembre de 2010) y, más adelante, Portugal (abril de 2011) solicitaron asistencia financiera del resto de países miembros de la UEM. La intervención de estos países, incapaces de autofinanciarse en los mercados de deuda pública, era una sombra que pesaba sobre todos los llamados periféricos. Para canalizar las ayudas, la UE creó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), que sería sustituido a partir de octubre 2012 por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), y organizó un sistema de condicionalidad de aquellas. El contagio a través de los mercados estaba servido.

Cuadro 9

## LAS INTEGRACIONES DE 2010: EL APOYO DEL FROB I Y EL RESCATE DEL FROB II (En millones de euros)

	Tipo de integración	Preferentes FROB I	Ampliación FROB II	Recuperado	Observaciones sobre final de las preferentes
Unnim (Caixa Manlleu, Caixa Sabadell and Caixa Terrassa)	Fusión	380	-		Convertidas en acciones en 2011 y vendida a BBVA por 1 euro
CatalunyaCaixa (Caixa Catalunya, Caixa Tarragona and Caixa Manresa)	Fusión	1.250	1.718		Convertidas en acciones y amortizadas para absorber pérdidas en 2012
CEISS (Caja Duero y Caja España)	Fusión	525	-		Convertidas en acciones y amortizadas para absorber pérdidas en 2013
Novacaixagalicia (Caixanova y Caixa Galicia)	Fusión	1.162	2.465		Convertidas en acciones y amortizadas para absorber pérdidas en 2012
Banco Financiero y de Ahorros (BFA) (Caja Madrid, Bancaja, Caja Insular, Caja de Ávila, Caixa Laietana, Caja Segovia y Caja Rioja)	SIP	4.465	-		Convertidas en acciones y amortizadas para absorber pérdidas en 2012
Banco Mare Nostrum (BMN) (Cajamurcia, Caixa Panedés, La General y Sa Nostra)	SIP	915	-		Convertidas en acciones en 2013 por 433 millones de euros
Banca Cívica (Caja Navarra, CajaSol [incluyendo Caja de Guadalajara], Caja Canarias y Caja de Burgos)	SIP	977	-	977	Rescatadas y abonadas al FROB en la fusión con CaixaBank
<b>Total</b>		<b>9.674</b>			

Fuentes: Baudino *et al.* (2023) y FROB (2019).

### ■ 2.2. El programa europeo de asistencia financiera

En diciembre de 2011 tomaba posesión un nuevo gobierno, resultado de las elecciones generales anticipadas con que la segunda legislatura del presidente Rodríguez Zapatero había terminado tras algo más de tres años marcados por la crisis. El ministro de Economía del gobierno del presidente Rajoy señalaba el 4 de enero en el diario *Financial Times*, dos semanas después de su nombramiento, que se esperaba que los bancos realizaran nuevas provisiones por 50.000 millones de euros más para cubrir sus malos préstamos –más allá de las expectativas– y una nueva ronda de reformas para el sistema financiero. La cifra parecía resultar de una hipotética aplicación del estándar de valoraciones internacionales que se había usado en Irlanda y el nuevo ministro defendía que representaba un 4 % del PIB, una

cifra que mostraba que el problema inmobiliario era “manejable”, lo que contrastaba con el caso de Irlanda.

En febrero y en mayo de 2012 se adoptaron dos reales decretos-leyes en línea con lo adelantado en prensa, que iban más allá del refuerzo de provisionamiento que se había llevado a cabo por el Banco de España en junio de 2010, con el objetivo de reconducir la incertidumbre que persistía sobre las valoraciones en los balances bancarios de los activos asociados a la construcción y a la promoción inmobiliaria:

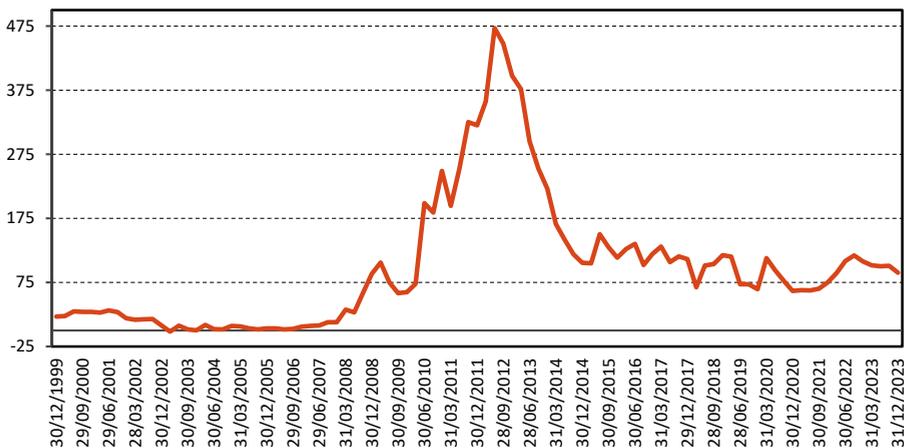
- **Real Decreto Ley 2/2012**, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. Fijaba los porcentajes de coberturas específicas que debían cubrir las pérdidas incurridas en la cartera problemática de préstamos dudosos o subestándar y adjudicados, con origen inmobiliario y construcción: 60 % en operaciones de financiación de suelo o 50 % en la financiación de promociones en curso paradas y recargo hasta el 50 % en adjudicados con más de cuatro años de antigüedad, por ejemplo. Incluso las carteras en situación normal (al corriente de pago) debían cubrirse de una sola vez en un 7 % del importe. Las entidades de crédito debían cumplir con todas estas exigencias a lo largo de 2012, para lo que tuvieron que presentar, antes del 31 de marzo, un plan al Banco de España para su aprobación. El plazo de cumplimiento podía extenderse doce meses más en el caso de entidades que en 2012 llevaran a cabo procesos de fusión. En este último caso, y para favorecer estos procesos, se habilitaba al FROB para, en caso necesario, adquirir títulos convertibles en acciones.
- **Real Decreto Ley 18/2012**, de 11 de mayo, exigía niveles de provisiones adicionales para cubrir los riesgos inmobiliarios normales. Además, se estableció la constitución interna por cada entidad de sociedades anónimas –sociedades de gestión de activos pero sin apoyo público– a las que las entidades debían traspasar los inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionadas con suelo, construcción y promoción inmobiliaria, con el fin de aislar y facilitar la venta en el mercado de dichos activos.

El contexto al que se enfrentaba el nuevo gobierno era particularmente complejo y las iniciativas regulatorias tomadas con los reales decretos mencionados, más allá de su necesidad, fueron una apuesta que saldo con un alto coste, debido a su oportunidad. Como indicador relevante baste recordar la evolución de la prima de riesgo, el diferencial de las rentabilidades a diez años de las obligaciones del Estado respectivas de España frente a Alemania. Si a lo largo de 2006 estaba cerca de cero, acabando el año del pico de la burbuja en el entorno de 6 pb, en los siguientes fue elevándose suavemente hasta 60 pb al final de 2009. En 2010 se disparó hasta los 250 pb, al calor de las tensiones que cuestionaban la estabilidad de la zona del euro después del entorno recesivo de 2009, terminando 2011 en el entorno de los 320 pb. El ascenso siguió hasta el verano de 2012 en que alcanzó una media de

nada menos que 450 pb. Era un mercado fragmentado y marcado por expectativas de reversibilidad del euro.

Gráfico 93

### EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO DE ESPAÑA 1999-2023 (DIFERENCIAL A 10 AÑOS CON LA DEUDA PÚBLICA DE ALEMANIA) (Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg y AFI.

El agravamiento de los problemas políticos en Grecia en el primer semestre de 2012 había agudizado las tensiones en el conjunto de la UEM, al incrementar la percepción de los inversores del riesgo de reversibilidad de la moneda única. Además, la recesión de la economía española se había intensificado a lo largo de 2012, aumentando la vulnerabilidad del sector bancario, que seguía acumulando dudas sobre la solidez de algunas entidades que las fuertes carteras de deuda soberana no hacían sino agudizar. El pánico y la falta de racionalidad de los mercados habían puesto contra las cuerdas a los países más endeudados, también a España, y no faltaban los medios que reclamaban una intervención del país o incluso su exclusión de la zona del euro.

Con la política monetaria en manos del BCE –sin poder usar respuestas cambiarias en perspectiva nacional–, el deterioro de las finanzas públicas que implicó el juego de los estabilizadores automáticos de los presupuestos públicos, con el empleo en caída libre, el margen de maniobra de las autoridades se reducía mientras las expectativas del mercado de intervención del país o de una salida del euro iban en ascenso. Sobre esta situación nos detendremos en un capítulo posterior.

Por otra parte, entre febrero y abril de 2012, el Fondo Monetario Internacional (FMI) terminó la evaluación de la estabilidad del sistema financiero español (*FSAP22*, por sus siglas en inglés)<sup>82</sup>. A partir de 2009 este tipo de evaluaciones habían sido adaptadas para recoger las lecciones de la crisis financiera, pasando a evaluar de manera individualizada las vulnerabilidades y resistencia del sector financiero, el marco regulatorio y de supervisión y los mecanismos de «cobertura/seguridad» del sector. Una evaluación externa como esta tuvo una importancia política y técnica clara. El informe reconocía el esfuerzo de reestructuración llevado a cabo en años anteriores y la positiva contribución que debía aportar el recién aprobado Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, pero consideraba necesario un esfuerzo de reestructuración adicional.

Según el FMI, que apoyaba así –sorprendentemente– la posición dominante en el mercados, el deterioro de la situación macroeconómica podría generar pérdidas añadidas a los bancos, dado que España estaba inmersa en una tercera fase de la crisis global –después de 2008 y la recaída de 2011–, definida por una fuerte “interconexión entre la salud del sector bancario y la situación de la deuda soberana en los mercados de capitales”. Se daba así carta de naturaleza al denominado *circulo vicioso* del riesgo entre bancos y deuda soberana.

A partir de los borradores iniciales de un ejercicio de estrés que se llevó a cabo con la colaboración del Banco de España, con un enfoque *top-down*, el FMI anticipó que, para poder cumplir con los nuevos Reales Decretos 2/2012 y 18/2012, en un escenario adverso, los bancos españoles podrían tener necesidades adicionales de capital de hasta 37.100 millones de euros. Concluía que debían reforzarse los poderes de las autoridades en materia de resolución, para disponer de un conjunto de instrumentos que les permitieran afrontar eficazmente las situaciones de crisis bancaria que todavía se verían.

El informe del FMI suele considerarse un detonante inmediato de la agudización de la inestabilidad en torno a la mayor de las entidades en reestructuración, Bankia –y su matriz BFA–, que acababa de culminar una IPO en la bolsa española, donde cotizaba y era el foco de atención de mercados y medios. Por supuesto el informe no mencionaba entidad alguna pero el 25 de abril se filtraba un borrador de conclusiones (ver, por ejemplo, Menéndez Sarriés, 2015), donde sin mencionar explícitamente a ninguna entidad se señala un grupo de 10 bancos vulnerables, de los que tres estaban en proceso de ser subastados y dos habían recibido aprobación a sus planes de negocio por parte del Banco de España. El informe añadía que, “con el fin de preservar la estabilidad financiera, es esencial que estos bancos, y en particular el de mayor tamaño, tomen medidas rápidas y decisivas para fortalecer sus balances y mejorar su gestión y su gobierno corporativo”.

<sup>82</sup> Disponible en <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/1>

El informe suponía la presencia temporal en España de una delegación de analistas del FMI, que se entrevistaron con las principales autoridades financieras y con los bancos y pudieron discutir confidencialmente sus hallazgos.

Desde comienzos de abril de 2012, la prima de riesgo española estaba escalando a máximos y las condiciones de financiación en los mercados mayoristas para las entidades españolas, que ya eran muy estrictas o inaccesibles, comenzaron a endurecerse nuevamente. A comienzos de mayo, los temores de los mercados se vieron en parte confirmados con la *solicitud de recapitalización pública por parte del grupo BFA-Bankia*, que efectivamente era la mayor entidad de las siete que habían resultado de las fusiones de FROB I y que había logrado cubrir sus provisiones y su déficit de capital en una salida a Bolsa *in extremis*. A la postre, los reales decretos no llegaron nunca a ejecutar plenamente sus contenidos, si bien sus provisiones adicionales sirvieron de guía para las expectativas del mercado y como base de partida para las nuevas evaluaciones que se llevarían a cabo como ejercicio para señalar los déficits de capital existentes en el nuevo contexto.

El 25 de junio de 2012, el Gobierno español solicitó asistencia financiera al Eurogrupo, en apoyo del proceso de reestructuración y recapitalización de su sector bancario, que se materializó en un *Memorandum of Understanding (MoU)* y un *Acuerdo Marco de Asistencia Financiera*. El apoyo se materializaba en un préstamo que cubriría las necesidades de capital estimadas, más un margen de seguridad complementario hasta 100.000 millones de euros. Al final la asistencia se elevó a 41.300 millones de euros, que fue proporcionada por el *Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) –ESM*, por sus siglas en inglés—, mediante un préstamo a largo plazo, cuyos intereses y amortizaciones serían pagados por el Tesoro español<sup>83</sup>. El FROB, actuando como agente del Gobierno español, canalizaba los fondos recibidos hacia cada una de las entidades financieras intervenidas o en reestructuración, de acuerdo con los planes cuyos detalles veremos a continuación.

El Gobierno evitaba con la asistencia acudir al fragmentado y tensionado mercado de deuda pública, en plena crisis de la deuda soberana y del propio euro. Sus condiciones hacían imposible financiar mediante deuda pública las nuevas ayudas públicas de capital que los esfuerzos de provisiones exigidos por los reales decretos harían necesarias. Al cierre de 2013 concluyó el programa de asistencia financiera. España ha ido realizando pagos anticipados del préstamo del MEDE desde julio de 2014, de modo que el saldo vivo actual asciende al final de 2018 a 23.721 millones de euros, un 57 % del total recibido. Curiosamente, después de ser aprobada la asistencia, poco o ningún interés volvieron a tener ni en los medios ni los mercados en la materialización u amortización de los bonos del MEDE.

### ■ 2.2.1. *Objetivos y bases del programa*

Un componente clave del programa fue la estimación de las necesidades de saneamiento adicional y de capital del sector financiero español. La *evaluación externa* del sector bancario español, decidida en mayo de 2012, justo antes de la

<sup>83</sup> Las condiciones no se hicieron públicas.

asistencia, por el Consejo de Ministros, tuvo como objetivo conocer de una manera agregada su capacidad de resistencia frente a un escenario especialmente adverso (análisis *top-down*), realizada por el Banco de España con el apoyo de dos consultoras independientes<sup>84</sup>. Esta evaluación acotó las necesidades de capital del conjunto del sistema bancario en una horquilla de 16.000-26.000 millones de euros en el escenario base, y de 51.000-62.000 millones en el escenario adverso.

La determinación de las necesidades de capital de cada banco, mediante un análisis general de la calidad de los activos del sector bancario y una prueba de resistencia banco por banco, fue objeto de un segundo ejercicio, ya una vez iniciada la asistencia y amparada por ésta, conocido como análisis *bottom-up*<sup>85</sup>. Revelaron unas *necesidades individuales* que agregadas alcanzaban los 26.987 millones en el escenario base, elevándose, en el escenario adverso, a 55.900 millones de euros. Esta última era la cifra relevante, dado que reflejaba las necesidades de capital –y por tanto la evolución de balance, cuenta de resultados y provisiones– en un escenario inesperado aunque posible, el consistente al tratarse de capital.

Del análisis entidad a entidad se desprendía que casi un 90 % de las necesidades de capital estaba concentrado en las cuatro entidades participadas por el FROB –que después conformarían el grupo 1–, un 10 % correspondía a otras entidades, mientras que el núcleo del sector bancario español no requería capital adicional o lo podía obtener por sus propios medios.

El diseño del programa de asistencia financiera debía respetar el régimen de ayudas de Estado de la UE. El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea prohíbe con carácter general las ayudas de Estado salvo en circunstancias excepcionales que han de ser autorizadas por la Comisión Europea (artículos 107 y 108). La gravedad de la crisis financiera en Europa y su impacto en la economía real, así como la escala de las medidas a adoptar, llevaron a la Comisión a adoptar un marco general de actuación a través de la aprobación de una serie de *Comunicaciones de crisis*<sup>86</sup>, que autorizaban con carácter excepcional a la concesión de ayudas destinadas a poner remedio a una grave perturbación en la economía de un Estado miembro.

Estas comunicaciones definieron los criterios que la Comisión seguiría a la hora de evaluar la compatibilidad con el mercado interior de las ayudas estatales concedidas al sector financiero y tuvieron como objetivo proteger la estabilidad

<sup>84</sup> Roland Berger, como coordinador, y Oliver Wyman, junto con las cuatro principales firmas de auditoría con presencia en España.

<sup>85</sup> En primer lugar, se llevó a cabo una revisión exhaustiva de la calidad de los activos de las entidades de crédito, extendiendo el análisis, además de a los préstamos relacionados con el sector inmobiliario, a los créditos a hogares y resto de empresas no financieras, entre ellas pymes. En segundo lugar, se realizaron las pruebas de esfuerzo o de stress test desagregado, entidad a entidad, para un escenario adverso. Los resultados de este segundo ejercicio fueron publicados el 28 de septiembre de 2012, solo tres meses después del primer ejercicio.

<sup>86</sup> Se trata de las seis comunicaciones publicadas por la Comisión Europea entre el 25 de octubre de 2008, con el inicio de la crisis, y el 6 de diciembre de 2011. Ver detalles en FROB, 2019.

financiera y garantizar la concesión de crédito a la economía real, al mismo tiempo que reducir al nivel mínimo la ayuda estatal, el riesgo moral –*moral hazard*– y las distorsiones de competencia entre los bancos y los Estados miembros. Todas las "Comunicaciones de crisis" y, en especial, la "Comunicación de reestructuración" fueron tenidas en cuenta por la Comisión Europea al evaluar las ayudas públicas otorgadas durante el proceso de reestructuración del sector bancario español, incluidas las concedidas en el marco del MoU de julio de 2012.

Los elementos clave de la "Comunicación de reestructuración" fueron, siguiendo la descripción de FROB, 2019, los siguientes:

1. Restablecimiento de la **viabilidad a largo plazo**. El plan de reestructuración debía demostrar cómo la entidad podía recuperar la viabilidad a largo plazo (cuando la entidad fuera capaz de cubrir todos sus costes y ofrecer un rendimiento adecuado sobre los fondos propios, teniendo en cuenta su perfil de riesgo).
2. **Aportación propia del beneficiario (*burden sharing*)**. Las ayudas debían limitarse al mínimo necesario por lo que la entidad beneficiaria y sus accionistas debían contribuir a la reestructuración con sus propios recursos en primer lugar y en la mayor medida posible. Dicha contribución incluía la posible venta de activos por parte de la entidad beneficiaria o que esta pagase una remuneración adecuada por la ayuda recibida y que los costes asociados a la reestructuración los soportasen también aquellos que invirtieron en el banco, absorbiendo pérdidas.
3. **Medidas compensatorias para limitar el falseamiento de la competencia** provocada por la ayuda estatal. En función del tamaño, la escala y de las características del mercado en los que operase el banco beneficiario de las ayudas estatales, la Comisión podría requerirle medidas estructurales que incrementasen la competencia y contribuyeran al mercado interior (cesión de filiales y sucursales, carteras de clientes o unidades de negocio, limitaciones a la expansión del banco en determinados negocios o zonas geográficas...).

En julio de 2013 la Comisión aprobó una última comunicación bancaria (de aplicación a partir del 1 de agosto de 2013 y actualmente vigente), con la finalidad de modernizar el marco jurídico sobre el control de las ayudas estatales al sector financiero adaptándolo al futuro régimen recogido en la propuesta de directiva de resolución de entidades de crédito y empresas de inversión, así como reforzar el reparto de cargas para todos los bancos que recibiesen ayuda estatal en el mercado único, consolidando la imposición de un nivel mínimo de pérdidas para los accionistas y acreedores más subordinados de la entidad, independientemente de si son minoristas o profesionales.

### ■ 2.2.2. **Reforzamiento del marco jurídico en la gestión de las crisis bancarias**

El 31 de agosto de 2012, el Gobierno aprobó el Real Decreto Ley 24/2012, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, que fue posteriormente sustituido por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre. Esta norma permitió articular legalmente los compromisos asumidos por España en el MoU y supuso un fortalecimiento de los mecanismos a disposición de las autoridades españolas para el reforzamiento y saneamiento del sistema financiero, y en definitiva, una extensión de los poderes del FROB.

Se diseñó un marco reforzado de gestión de crisis bancarias, que anticipaba en la normativa española gran parte de las medidas que estaban recogidas en el entonces proyecto de Directiva Europea de Recuperación y Resolución de Entidades de Crédito, que tenía como objetivo gestionar las crisis bancarias de manera ordenada y evitando pérdidas para los dos grupos de acreedores cuya estabilidad era decisiva: los depositantes, mayoristas o minoristas, y los tenedores de *covered bonds* –bonos garantizados–.

La entidad con problemas podía ser conducida por el FROB en unos de las tres rutas con diferentes de medidas que plantearía en función de la gravedad de la situación:

1. **Actuación temprana**, a instancias del Banco de España, como supervisor, para corregir situaciones en las que una entidad incumpliera –o fuera previsible que incumpliera– los requerimientos regulatorios de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno, pero se previera que pudiera retornar al cumplimiento por sus propios medios o con un apoyo financiero excepcional. La entidad debía elaborar un plan de actuación con descripción de las medidas que aseguraran su viabilidad a largo plazo sujeto a aprobación del Banco de España, al cual, además, debía informar trimestralmente sobre su grado de cumplimiento. En esta fase, en caso de deterioro significativo de la situación de la entidad, el Banco de España podía exigir la sustitución provisional de los administradores.
2. **Reestructuración**, que se aplicarían a entidades que requirieran apoyo público para garantizar su viabilidad, pero que contarán con capacidad para devolver la ayuda pública recibida en los plazos previstos en la Ley para cada instrumento de apoyo. Era necesaria la elaboración por parte de la entidad de un plan de reestructuración sujeto a la aprobación del Banco de España.
3. **Medidas de resolución**, que se aplicarían a entidades que se consideraran no viables y cuya liquidación concursal resultara necesario evitar por razones de interés público. Para ello se preveía la utilización de herramientas como la venta del negocio o la transmisión de activos y pasivos a un banco

punteo o a una sociedad de gestión de activos. El FROB debía elaborar un plan de resolución en el que se detallarían, entre otros, la valoración económica de la entidad y el esquema por el que, además de los accionistas de la entidad, los titulares de participaciones preferentes y deuda subordinada asumirían parte de los costes de reestructuración. Estos planes estaban sujetos a la aprobación del Banco de España, y de la Comisión Europea en última instancia.

De forma inmediata, el FROB iniciaba esta nueva etapa conduciendo la crisis en el contexto de asistencia financiera, en las rutas 2 y 3.

### ■ 2.2.3. Grupos y planes de resolución y reestructuración

Para cada banco se establecieron las necesidades de capital a partir de un análisis de calidad de los activos y pruebas de resistencia, tomando como base el diagnóstico de las pruebas de *evaluación externa* que se estaba desarrollando. Los resultados sirvieron para clasificar a los bancos en cuatro grupos.

- Grupo 0: formado por bancos que cumplían los niveles de solvencia exigidos y no presentaban déficit de capital.
- Grupo 1: bancos que ya habían pasado a ser propiedad del FROB en 2011, por lo que correspondía a éste, al cargo de la gestión, afrontar su resolución o reestructuración.
- Grupo 2: bancos viables que necesitaban ayuda estatal temporal para cubrir sus necesidades de capital y mantenían sus equipos de gestión.
- Grupo 3: bancos que podían afrontar sus necesidades de capital sin ayuda estatal, exclusivamente mediante soluciones privadas.

Como regla general, los bancos viables con ayudas debían presentar *planes de reestructuración*, que no eran sino planes estratégicos orientados a la devolución de las ayudas públicas en un horizonte determinado. Mientras, en los bancos no viables los gestores del FROB tenían que elaborar *planes de resolución*, que contemplarían su venta completa o por partes, a uno o varios compradores, en un plazo prefijado. Unos y otros planes partían de la situación de la entidad una vez transferido su riesgo inmobiliario —activos directos o préstamos— a una entidad independiente que se estaba constituyendo en paralelo, la Sareb, que liberaría su balance de ese peso a cambio de bonos avalados por el Estado y rentables. Esto las haría entidades más atractivas, al ser más capaces de sostener su negocio a largo plazo con mayor rentabilidad y descartando radicalmente las dudas sobre la suficiencia de las dotaciones del riesgo inmobiliario que habían erosionado su comportamiento de los bancos a lo largo de los cuatro años previos.

El 31 de octubre de 2012 se concluyó que las entidades del grupo 3 eran capaces de cubrir sus necesidades de capital sin ayudas públicas: eran los casos Banco Popular e Ibercaja. En la primera, que era una entidad privada que cotizaba en las bolsas de acciones, la evaluación detectó un déficit de 3.223 millones de euros, que cubriría con una ampliación de capital en el mercado por 2.500 millones de euros así como ventas de activos. La respuesta de Ibercaja, que debía cubrir un déficit de capital de 225 millones de euros, por su parte, fue presentar un plan de ventas de activos.

El 27 de noviembre de 2012 el FROB y el Banco de España aprobaron los planes de las entidades del Grupo 1. En el caso de BFA y Bankia, de reestructuración, al considerarse que su tamaño hacía no recomendable su resolución. En los de NCG Banco, Catalunya Banc y Banco de Valencia, de resolución. Según el MoU, los planes de resolución ordenada tenían que ser compatibles con preservar la estabilidad financiera, en particular, protegiendo los depósitos de los clientes, de reducir al mínimo la carga de la resolución sobre el contribuyente y de permitir a los bancos saneados adquirir activos y créditos en el marco de un proceso competitivo. El procedimiento de resolución ordenada conllevará la transferencia de determinados activos a la entidad externa de gestión.

Finalmente, el 19 de diciembre de 2012 se aprobaron los planes de reestructuración de las entidades consideradas viables, las encuadradas en el Grupo 2, es decir, Caja3, BMN, España-Duero y Liberbank.

Los planes de reestructuración, por tanto, debían ser los instrumentos clave para asegurar en cinco años la viabilidad y devolución de ayudas de Bankia y de las entidades del grupo 2, una vez segregados los activos inmobiliarios en la Sareb. Además, el Reino de España firmaba un *term sheet* con el detalle de los compromisos post cesión de activos a la Sareb que debían incluir estos planes: la gestión de híbridos, la reducción de las capacidades instaladas (expansiones geográficas más allá de sus zonas de origen), eliminar balance considerado no esencial y la venta de los activos rentables o no rentables prevista para asegurar el capital necesario. Los planes también debían perseguir una menor dependencia del banco central en liquidez, la mejora de la gobernanza corporativa y la reestructuración funcional mediante la racionalización de las redes de sucursales y las plantillas. Todo ello debía culminar en una mejora sostenible de los márgenes de explotación de los bancos interesados y de sus balances. Las entidades que no cotizaban en bolsa debían también presentar en sus planes para salir al mercado en un calendario razonable. La severidad de los compromisos era proporcional a la significatividad de las ayudas realizadas.

La estructura del *term sheet* era bastante estándar e incluía un listado de compromisos a cinco años, con dos evaluaciones intermedias, en relación con una serie de limitaciones al negocio de la entidad objeto de las ayudas.

- Límite máximo al tamaño del balance: activo total y cartera de crédito neta.
- Liquidez: límite mínimo a la ratio LtD.
- Reestructuración: calendario de reducción de oficinas y empleados.
- Cuenta de resultados: alcanzar al menos una proporción del margen neto mínimo y del beneficio antes de provisiones previstos en el plan de negocio inicial.
- Los planes incluían listas de participadas cotizadas y no cotizadas que debían eliminarse del balance de la entidad, fuera por venta o por liquidación.

Una delegación de la Comisión Europea y del BCE, con la colaboración del FMI, la EBA y el MEDE, realizaron un seguimiento periódico del cumplimiento del programa de asistencia financiera y de los compromisos asumidos, tanto con las autoridades españolas como con las entidades participantes en sus planes. Este seguimiento se llevó a cabo mediante misiones periódicas en España.

Las previsiones de tipos de interés y de crecimiento económico y, por tanto, de evolución de las masas patrimoniales de los balances sobre las que se habían hecho las proyecciones al final de 2012, no podían incorporar entonces el escenario de tipos de interés muy bajos y crecimiento débiles que caracterizarían a la zona del euro en los años siguientes, hasta 2021. Los *term sheets* de las entidades en reestructuración consiguieron un holgado cumplimiento en cuanto a los límites de balance, pero en el caso de las variables de la cuenta de resultados ocurría lo contrario, hasta el punto de que la Comisión tuvo que aceptar las desviaciones permanentes. Los bancos, con ayudas o sin ayudas, tuvieron que enfrentarse a un largo periodo en el que la acumulación de capital y la recuperación de su rentabilidad se hicieron imposibles o muy difíciles. En el caso de las entidades en reestructuración esto era dramático, pues la reducción de márgenes impulsaba la reducción paralela de los APR u las necesidades de capital, con el fin de evitar nuevos déficit de capital regulatorio.

#### ■ 2.2.4. El reparto de la carga: gestión de híbridos

Tras asignar todas pérdidas posibles a los accionistas, vía dilución por la entrada del FROB o vía amortización de acciones, el programa de asistencia exigía la aplicación de medidas para repartir la carga entre los titulares de capital híbrido y los de deuda subordinada de los bancos que recibían ayuda pública, mediante la introducción de ejercicios (*SLE*, por sus siglas en inglés) –voluntarios u obligatorios– de *responsabilidad subordinada o burden sharing*. Se trataba de una de las principales novedades del programa que se realizada en España y aseguraba que las pérdidas del banco con ayudas públicas se repartieran de manera proporcional y en la *jerarquía de la prelación*, desde el máximo de los accionistas hasta los tenedores de deuda subordinada, según el grado de subordinación, de mayor a menor. De

este modo se ahorra apoyo público gracias a la contribución a la recapitalización de los inversores privados de este tipo de instrumentos, entre recortes y conversiones en acciones ordinarias. Hay que recordar que ni la deuda senior ni los *covered bonds* –cédulas hipotecarias, territoriales, etc.– que había sino los instrumentos de financiación usados masivamente, sufrieron reparto de la carga alguno, en beneficio de sus tenedores, mayoritariamente europeos.

Los bancos que no precisaron ayuda estatal estaban lógicamente exentos de esta obligación, aunque fueron frecuentes en el período los realizados voluntariamente y de forma privada, incluyendo quitas o conversiones en acciones de los valores subordinados a cambio de liquidez o de una mayor rentabilidad.

El procedimiento obligaba a la entidad a recomprar las participaciones preferentes y la deuda subordinada a sus titulares, aplicando unos *recortes* sobre el valor nominal, calculados de acuerdo a lo previsto en sus planes de reestructuración o resolución y con impactos sobre los nominales proporcionales a la pérdida sufrida por los accionistas. En concreto, los recortes aplicados fueron, en media e inicialmente, de un 26 % sobre el conjunto de las emisiones de participaciones preferentes y deuda subordinada de las entidades que habían recibido apoyo público (ver cifras en Banco de España, 2017). La contraprestación que recibieron los tenedores afectados eran instrumentos de capital (acciones u obligaciones necesariamente convertibles). Los tenedores de deuda subordinada con plazo de amortización predefinido pudieron escoger recibir un instrumento de deuda sénior, tras el oportuno recorte, con un cupón del 2 % pagadero al vencimiento, similar al de la deuda subordinada originaria.

El caso español revestía la singularidad de que gran parte de estos instrumentos habían sido comercializados entre inversores minoristas (el 83 %, aunque había entidades sin híbridos minoristas). Las protestas de los ciudadanos afectados y la tensión sufrida por los empleados bancarios en las zonas correspondientes urgieron a considerar soluciones. Así, aunque la regla del reparto de carga se aplicara estrictamente dentro del programa, fueran inversores mayoristas o minoristas los afectados, en paralelo, por fuera de la asistencia, se establecieron mecanismos de liquidez y de arbitraje que dieran solución a los casos masivos de *mala comercialización*<sup>87</sup>. De hecho, entre Bankia, NCG y Catalunya Caixa –todos ya nacionalizados

<sup>87</sup> Real Decreto Ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero (en adelante, RDL 6/2013), adoptó una serie de medidas:

- Por un lado, con objeto de ofrecer liquidez en los casos de acciones no cotizadas, se otorgó capacidad al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) para adquirir a los clientes minoristas las acciones que recibían a cambio de sus inversiones en participaciones preferentes y/o deuda subordinada de la entidad. La compra por el Fondo se realizó a precios de mercado. Para que el Fondo pudiera llevar a cabo estas operaciones, se le dotó de recursos suficientes a través de una derrama extraordinaria de las entidades de crédito adheridas, por importe del 3% de los depósitos captados (que sirven de base para el cálculo de las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos).

por el FROB— el saldo de híbridos se elevaba a 9.722 millones de euros nominales, afectando a 534.000 clientes. Los arbitrajes solicitados por los clientes se elevaron entre las tres entidades a 6.621 millones de euros, con un lado positivo que cubrió el 47 % de las cantidades y al 71 % de los clientes.

Además, se estableció un mecanismo para otorgar liquidez a los inversores minoristas que recibieron en contraprestación acciones ordinarias de entidades no cotizadas. Para ello, se capacitó al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) a adquirir a dichos tenedores las acciones no cotizadas en las que tenían que reinvertir los fondos recibidos en el marco del proceso de gestión de híbridos. Los fondos comprometidos por el Fondo de Garantía de Depósitos se elevaron a 1.803 millones de euros.

### ■ 2.2.5. La creación de la Sareb

La asistencia financiera europea introdujo la creación de un “banco malo”, una medida de gestión de la crisis bancaria iniciada en 2008 que, aunque había sido objeto de debate interno en España, no había llegado a concretarse. Los activos problemáticos de riesgo inmobiliario de los bancos objeto de ayuda debían eliminarse rápidamente de sus balances para liberar su capacidad para seguir ofreciendo crédito a empresas y hogares cuanto antes, para lo que debían segregarse del balance de su originador, es decir, transferirse con todos sus riesgos asociados y de una sola vez, a una entidad de gestión externa. Las transferencias se realizaron al valor económico real (a largo plazo) de los activos, que se estableció mediante un proceso minucioso de revisión de su calidad, partiendo de las valoraciones individuales empleadas en la prueba de resistencia del segundo ejercicio de evaluación individualizada. Según el MoU, “las pérdidas respectivas se materializarán en los bancos en el momento de la segregación”.

La Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb)<sup>88</sup> fue creada para comprar los activos definidos en el perímetro del riesgo inmobiliario, al precio correspondiente, y de gestionarlos, con objeto de maximizar su valor a largo plazo —15 años—, para lo que tenía la posibilidad de ven-

---

— Por otro, se creó una comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, adscrita al Ministerio de Economía y Competitividad y presidida por la CNMV, encargada del análisis de las distintas razones que originaban las reclamaciones judiciales y extrajudiciales relativas a la comercialización de estos instrumentos (preferentes y subordinadas) por las entidades participadas por el FROB. Su función, entre otras, era determinar los criterios básicos que debían emplear las entidades participadas por el FROB, al objeto de ofrecer a sus clientes el sometimiento a arbitraje de las controversias que surgieran en relación con los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, para que quedaran debidamente compensados del quebranto sufrido en caso de que el resultado del arbitraje fuera positivo para dichos clientes.

<sup>88</sup> La Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) 46 se reguló en la disposición adicional 7.ª de la Ley 9/2012 y en el Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se estableció el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos.

derlos o de mantenerlos en cartera hasta su vencimiento, según fuera conveniente. A cambio de estos activos, los bancos recibirán una participación limitada en la entidad, bonos emitidos por ella y garantizados por el Estado, o efectivo y/o títulos de alta calidad.

La Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) se constituyó el 28 de noviembre de 2012 como una sociedad anónima con plazo determinado hasta noviembre de 2027. El FROB suscribió el 45 % de las acciones<sup>89</sup> y el 45,9 % de la deuda subordinada con que se estructuró inicialmente su pasivo. En conjunto y tras completar las diversas ampliaciones realizadas en diciembre de 2012 y febrero de 2013, Sareb quedó constituida con unos fondos propios (capital más prima de emisión) de 1.200 millones de euros y una deuda subordinada contingentemente convertible de 3.600 millones de euros. La deuda subordinada se retribuye a un tipo fijo del 8 % con devengo anual, quedando el pago del cupón condicionado a la existencia de beneficios o reservas distribuibles suficientes, y determina una amortización total obligatoria el 27 de noviembre de 2027. La filosofía de este diseño era que los recursos propios fueran al menos un 8 % del valor de los activos transferidos.

El traspaso de activos se produjo, en primera oleada, a finales de 2012, con los del grupo 1, las cinco entidades que ya habían sido intervenidas por el FROB –BFA-Bankia, Catalunya Banc, Banco de Valencia, Novagalicia Banco y Banco Gallego– ; y en una segunda, el 28 de febrero de 2013 las entidades del grupo 2, es decir, con los activos de BMN, Liberbank, Caja3 y CEISS.

En total en Sareb adquirió 198.211 activos<sup>90</sup>, valorados en 50.781 millones de euros, y desglosados de la siguiente forma:

- Activos financieros: 90.765 préstamos al promotor, por un valor de 39.438 millones de euros (el 78 % del valor total), garantizados o avalados por unos 400.000 inmuebles.
- Activos inmobiliarios: 107.446 inmuebles, por un valor de 11.343 millones de euros (22 % del total). La mitad aproximadamente eran viviendas y anexos (trasteros y garajes), la otra mitad eran terrenos, locales, edificios comerciales, naves industriales, etc. Había inmuebles terminados y otros en construcción.

Casi la mitad del valor de los activos traspasados correspondía a la mayor de las entidades intervenidas por el FROB, BFA-Bankia.

<sup>89</sup> El 55 % estaba en manos del sector privado, siendo los mayores suscriptores Banco Santander, CaixaBank, Banco Sabadell y Banco Popular.

<sup>90</sup> La norma establecía que los préstamos a promotores a transferir debían ser superiores a 250.000 euros y los adjudicados tener un valor superior a 100.000 euros, ambas cifras en términos netos contables (es decir, después de ajustes).

En contraprestación por los activos recibidos, las entidades cedentes recibieron el nominal equivalente en deuda sénior avalada por el Estado, útil como colateral en las ventanillas del BCE, previo ajuste por el *haircut* correspondiente.

Los temas clave sobre el traspaso fueron tres aspectos, la cuestión de los precios de trasvase, la estructura de la deuda avalada y el diseño de gobernanza del propio Sareb, que discutimos a continuación.

### ■ 2.2.5.1. Valoraciones y resultados del traspaso de los activos

Dadas las pérdidas registradas por Sareb desde su constitución, la adecuación de los precios por los que las entidades vendieron los activos a la Sareb es un primer tema de debate. A pesar de que se fijaron de manera no discrecional sino basada en el estudio individualizado del stress test realizado en 2012 –el *bottón* up de Oliver Wyman–, como ya hemos mencionado, los precios no satisficieron ni a las entidades cedentes –por bajo– ni a las que formaron parte del accionariado privado de Sareb –por alto–. La transmisión se hizo entidad por entidad por un todo y al precio único de la resolución del Banco de España, sin precisar consentimiento alguno de terceros. Conviene recordar que en pocas semanas coincidieron el proceso de capitalización con el de cesión de los activos inmobiliarios a la Sareb en las entidades afectadas por planes de reestructuración o de resolución, por lo que la visualización del impacto de los precios de transferencia en la estimación de las necesidades de capitalización o en la valoración del capital –clave para la determinación del peso del FROB en su estructura accionarial– de cada una era muy transparente.

Además, las valoraciones de los activos derivadas de estos precios de trasvase no podían ser superiores a las implícitas en las cuentas, a consecuencia de la circular contable o de los reales decretos de saneamiento, por lo que las desviaciones eran objeto de escrutinio por los mercados, también respecto a otras entidades bancarias de entre las no sujetas a la recapitalización de la asistencia financiera.

El descuento que implicaba el precio de cada activo fue fijado mediante resolución del Banco de España y se concretó en un recorte medio sobre el valor bruto de cada uno de los distintos tipos de activos transferidos. Los descuentos medios derivados de esos precios fueron los siguientes:

- En los activos financieros
  - Vivienda terminada 32,4 %
  - Obra en curso 40,3 %
  - Suelo urbano 53,6 %
  - Otro suelo 56,6 %
  - Otra garantía 33,8 %
  - Sin garantía 67,6 %

- En los activos inmobiliarios
  - Vivienda nueva 54,2 %
  - Obra en curso 63,2 %
  - Suelo 79,5 %

Los activos inmobiliarios adquiridos por la Sareb eran el resultado de la ejecución previa por el banco cedente de los préstamos promotor originarios correspondientes, por lo que se interpretaba que eran menos sostenibles financieramente que los préstamos todavía vivos en el momento del trasvase. Por eso, su precios implicaban un mayor descuento que los préstamos promotor. En éstos los descuentos iban desde el 32 % de las promociones terminadas no vendidas hasta el 67 % de los préstamos sin garantía alguna. El momento de la transferencia se caracterizada por una elevada volatilidad por lo que, más allá de las dificultades de valoración que siempre aplican a mercados poco transparentes, como ocurre con el inmobiliario, los precios eran una fuente inevitable de incertidumbre para la gestión de la Sareb.

Cuadro 10

## PRECIOS DEL TRASPASO DE ACTIVOS A LA SAREB

	Número de activos	Importe bruto (mill. euros)	Precio en millones euros	Precio en porcentaje
<b>Grupo 1. Entidades intervenidas</b>	<b>143.849</b>	<b>78.315</b>	<b>36.695</b>	<b>46,9</b>
BFA-Bankia	89.814	46.392	22.318	48,1
Catalunya Banc	29.425	16.496	6.708	40,7
Nova Caixa Galicia	17.887	10.408	5.707	54,8
Banco de Valencia	6.723	5.019	1.962	39,1
<b>Grupo 2. Entidades en reestructuración</b>	<b>52.425</b>	<b>27.761</b>	<b>14.085</b>	<b>50,7</b>
España-Duero (CEISS)	18.115	6.510	3.137	48,2
BMN	16.214	10.952	5.819	53,1
Liberbank	14.120	5.981	2.917	48,8
Caja 3	3.976	4.318	2.212	51,2
<b>Total</b>	<b>196.274</b>	<b>106.076</b>	<b>50.780</b>	<b>47,9</b>

Fuente: Sareb.

Además, el valor de los activos dependía de un dinamismo en la gestión en la que pronto se puso de manifiesto que la capacidad de invertir adicionalmente para terminar o iniciar promociones a efectos de sostener su valor de mercado, para la que Sareb estaba limitada, hubiera sido esencial. Terminado el trasvase se abrió un periodo transitorio de 36 meses desde el momento del traspaso para identificar y

subsanan incidencias previamente regladas, fundamentalmente errores o variaciones tanto en el perímetro como en el precio de los activos.

Los precios pagados por cada una de las entidades que realizaron los traspasos a Sareb son un indicador de la calidad media de cada cartera cedida, si los medimos en porcentaje del importe bruto, como ilustramos en la tabla anterior. Estos precios relativos fueron solo ligeramente distintos, a consecuencia de que la mezcla de tipos de activos de cada entidad –determinante de la calidad de la cartera– no era muy distinta. No obstante, la media de las entidades intervenidas fue del 46,9 %, mientras la de las entidades en reestructuración, con una calidad media algo mayor, se elevó al 50,7 %.

Tras la evidencia de resultados negativos y de valoraciones que implicaban minusvalías latentes, en octubre de 2015, el Banco de España aprobó la *Circular 5/2015, de 30 de septiembre*, por la que se desarrollan las especificidades contables de la Sareb y se recogen, entre otros aspectos, los criterios para desarrollar una *metodología de valoración de sus activos*. La primera aplicación de los criterios de la circular, en el cierre contable del ejercicio 2015, desencadenó una nueva valoración individual de todos los activos de Sareb –tres años después de la inicial del traspaso de los activos–, a los que se asignó un valor conforme a los requisitos incluidos en la circular, arrojando para los activos financieros un importante deterioro en su valor, con la posibilidad de compensar plusvalías y minusvalías por determinadas categorías de activos. De acuerdo con la norma vigente en aquel momento, este deterioro debía registrarse con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, generándose unos resultados negativos que consumieron la totalidad de los fondos propios iniciales, haciendo necesario realizar la ejecución de la *conversión en capital de su deuda subordinada*, prevista como contingencia en el diseño jurídico de esa deuda.

Por ello, la Junta General de Accionistas del 5 de mayo de 2016 procedió a aprobar la *conversión* de 2.170 millones de euros de deuda subordinada en capital social. Una vez llevado a cabo el proceso de conversión, que exigía la previa reducción del capital por las pérdidas acumuladas, los recursos propios de Sareb ascendieron a 2.380 millones de euros, de los que 300 eran capital social, 650 reservas indisponibles y 1.430 el saldo vivo de la deuda subordinada que no se había sometido a convertido en capital.

Posteriormente, la publicación del *Real Decreto Ley 4/2016, de 2 de diciembre*, de medidas urgentes en materia financiera, cambió el esquema de registro de las eventuales minusvalías resultantes de la aplicación de la circular contable del Banco de España. Esta modificación estableció que el registro de los ajustes por valoración se realizara con cargo al patrimonio neto de la sociedad. Al tratarse de un cambio de criterio contable, su aplicación se realizaba con efectos retroactivos, lo que implicó incrementar la cuenta de reservas, con cargo a ajustes en patrimonio, por el importe acumulado de los deterioros netos de su impacto fiscal.

### ■ 2.2.5.2. La deuda avalada y el margen de las entidades

El pago por los activos, por un importe de 50.781 millones de euros<sup>91</sup>, se materializó en seis referencias de deuda avalada por el Estado, con un nominal unitario de 100.000 euros, vencimientos a uno, dos y tres años y posibilidad de amortización total o parcial mediante la emisión de nuevos bonos. La facultad discrecional a favor del emisor (Sareb) de renovar las emisiones en cada fecha de vencimiento era necesaria por dos razones. Primero, porque los bonos financiaban una cartera cuya evolución debía ser a la baja, a consecuencia de las ventas que la gestión debía realizar. Segundo, porque al ser los plazos de emisión mucho menores que el plazo del mandato de quince años del propio Sareb, la continuidad de su modelo de negocio lo exigía.

Los bonos se emitían con aval incondicional e irrevocable de la Administración General del Estado, con renuncia al beneficio de exclusión, de manera que si Sareb no fuera capaz de generar la liquidez suficiente para amortizar las emisiones, se activaría dicho aval.

Como hemos mencionado, al tratarse de activos líquidos para el BCE, tal y como se había acordado en la asistencia financiera, eran descontables en las facilidades de crédito de la política monetaria, y constituían un colchón de liquidez muy valioso en una crisis que seguía marcada por la incertidumbre sobre la liquidez y el cierre del interbancario de depósitos, aun para entidades recapitalizadas y con participaciones públicas mayoritarias.

Los bonos eran importantes también para las perspectivas de margen de intereses que contenían los planes de reestructuración de las entidades cedentes que no estaban en resolución o para las de los compradores potenciales de éstas. Su impacto era muy positivo sobre los márgenes, pues sustituían carteras crediticias deterioradas o inmobiliarias que no generaban rendimientos y por ello eran un factor clave en la viabilidad de las entidades con ayudas. Sin embargo, dos notas deben considerarse:

- El cupón de los bonos estaba vinculado al euríbor a tres meses más un diferencial. Este diferencial se fijó como la suma del *asset swap* de emisiones a los vencimientos equivalentes del Tesoro español más el *basis swap* 3-6 meses, estableciéndose un máximo de 200 puntos básicos. Eran pues condiciones de mercado para bonos de cupón variable.
- Los bonos tenían, como hemos señalado, plazos de vencimiento cortos, en contraste con el plazo del mandato de gestión de la Sareb. Cuando se amortizaban y se renovaban al mismo plazo en que se emitieron originalmente, el

<sup>91</sup> Tras las correspondientes subsanaciones, por las que Sareb devolvía inmuebles traspasados por error, se produjo la devolución de bonos sénior, siendo posteriormente amortizados, representativos de un importe nominal de 1.026 millones de euros, realizándose además ajustes en efectivo por importe de 4,1 millones de euros.

*roll-over* se hacía sobre referencias de diferencial de mercado también más cortas. Teniendo en cuenta que el spread de mercado del Tesoro era mayor con el plazo, el *roll-over* sesgaba a la baja el rendimiento respecto a bonos de vencimiento más próximo al mandato.

Ambos factores, tributarios de un diseño en el que se anticipaba una liquidación de la cartera, hicieron que la pendiente de la curva de rentabilidades de la deuda y la evolución de los tipos de interés a corto plazo, jugaran en contra de las cuentas de resultados de las entidades cedentes. Los bonos de cupón variable emitidos por la Sareb, si bien fueron un bálsamo para la gestión de estas entidades al inicio, después, con el descenso de los tipos del BCE a niveles negativos, se convirtieron en un pesado lastre.

Desde el origen, la Sareb ha podido no renovar 20.300 millones de euros en bonos avalados, por lo que el saldo vivo ha pasado de los 50.781 millones iniciales a 30.481 millones en 2022. Es decir, ha generado caja por unos 20.300 millones en 10 años, cubriendo un 40 % del saldo inicial de la deuda que financió la cartera.

### ■ 2.2.5.3. *Gobernanza corporativa*

Sareb se constituyó como una sociedad anónima participada por el FROB y por bancos privados que quedaron fuera del ámbito de las mediadas de la asistencia financiera. En la medida en que la cantidad de inmuebles gestionados era sin duda significativa en relación con el mercado inmobiliario y sus problemas de exceso de oferta y en comparación con las cifras de viviendas sin vender (más de 600.000 viviendas), que afectaban a todos los agentes, la gobernanza debía estar sujeta a determinadas particularidades, coherentes además con su objeto social singular y el interés público derivado de su actividad. Teniendo en cuenta que una parte del accionariado –los bancos– concurre teóricamente con Sareb en el mismo mercado inmobiliario, la gobernanza ha sido esencial.

En este contexto, la propia sociedad se impuso unos estándares de gobierno corporativo más rigurosos que los previstos en la regulación mercantil ordinaria. Además, de acuerdo con el régimen jurídico de Sareb, dos instituciones se encargan de su control, más allá de lo especificado para sociedades:

- El Banco de España es su supervisor –sin ser un banco–, responsable del cumplimiento del objeto social exclusivo de Sareb, identificando las desviaciones que pongan en peligro la consecución de los fines legalmente previstos; del cumplimiento de los requisitos de los activos transferidos y de las normas de transparencia y a la constitución y composición de los órganos de gobierno y control.
- La Comisión de Seguimiento: se encarga del análisis del cumplimiento de sus objetivos generales. Entre sus funciones está el análisis del plan de nego-

cio de la sociedad y sus posibles desviaciones, así como el seguimiento de los planes de desinversión y de amortización de la deuda avalada.

La Comisión de Seguimiento está integrada por cuatro miembros, nombrados cada uno por el Ministerio de Economía y Competitividad, por el Ministerio de Hacienda y administraciones públicas, por el Banco de España y por la CNMV. La Comisión podía acordar la asistencia a sus reuniones, en calidad de observadores, de representantes de otras instituciones públicas u organismos nacionales o internacionales.

### ■ 2.3. FROB III: la recapitalización final de 2012

La aplicación literal y calendarizada del MoU se inició pues en julio de 2012, con la provisión del primer tramo de ayuda del MEDE, de 30.000 millones de euros, y se extendió durante los dieciocho meses previstos.

Las entidades de crédito españolas deberán cumplir, al 31 de diciembre de 2012 y al menos hasta finales de 2014, un coeficiente de capital de primer nivel de al menos un 9 %. La definición de capital empleada para calcular este coeficiente de solvencia se basaba en la establecida en el ejercicio de recapitalización, cuyos criterios había establecido la EBA. Desde el 1 de enero de 2013, las entidades de crédito españolas debían ajustarse a la definición de capital establecida en el Reglamento de Requisitos de Capital (RRC), observando el período transitorio inicial previsto en el futuro Reglamento, para calcular las necesidades mínimas de capital establecidas en la legislación de la UE.

Finalmente, el volumen de ayudas públicas se elevó a 41.333 millones de euros, cifra inferior al importe máximo acordado, que era como hemos visto de 100.000 millones y a las necesidades de capital detectadas para todo el sistema, que se elevaban a 55.900 millones de euros. De aquel importe, 38.833 millones se destinaron directamente a la reestructuración de entidades de crédito y 2.500 millones fueron destinados al capital de la Sareb, que a su vez permitió un ahorro significativo de ayudas públicas directas (ver cuadro 11).

El proceso abierto por el programa tuvo pues, por definición, distintas fuentes de recapitalización (ver tabla), aportadas en la medida en que era posible, por la propia entidad, a través de los propietarios hasta entonces de su patrimonio neto; de las quitas y conversiones en acciones de los tenedores mayoristas y minoristas de instrumentos híbridos de capital –como participaciones preferentes o deuda subordinada–; de la segregación de activos a la Sareb y de la venta de activos rentables. La diferencia entre lo cubierto por estas fuentes y el déficit de capital estimado en los procesos de evaluación debía ser cubierta mediante capital adicional, con el fin de garantizar su cumplimiento regulatorio y preservar a sus depositantes y tenedores de deuda garantizada –cédulas hipotecarias–. Si la entidad no podía captar este capital en fuentes privadas, eran las autoridades las que, dentro del programa y de manera condicionada, lo proporcionaron a través del FROB.

La fuente principal de generación de recursos propios de las entidades con déficit de capital fue la gestión de híbridos contribuyó en la significativa cifra de 13.472 millones de euros<sup>92</sup>. La segregación a Sareb del riesgo inmobiliario supuso

Cuadro 11

### RECAPITALIZACIONES DE LOS BANCOS EN EL PROGRAMA DE ASISTENCIA FINANCIERA (FROB II) (Millones de euros)

Institución	Tipo de plan	Necesidad de capital	Medidas para cubrir la necesidades de capital estimadas					
			Suscripción por FROB III	Ampliación en el mercado	Gestión de híbridos	Traspaso a Sareb (a)	Ventas de activos (a)	Otras (a)
<b>Grupo 1</b>								
BFA - Bankia	Reestructuración	24.743	17.959	0	6.669	191	0	0
Catalunya Banc	Resolución	10.825	9.084	0	1.676	188	0	0
NCG Banco	Resolución	7.176	5.425	0	1.959	-276	0	0
Banco de Valencia	Resolución	3.462	4.500	0	416	208	0	63
<b>Grupo 2</b>								
Banco Mare Nostrum (BMN)	Reestructuración	2.208	730	0	425	382	851 (c)	0
Liberbank	Reestructuración	1.197	124	0	850	145	215	0
España-Duero (CEISS)	Resolución	2.062	604	0	1.433	263	0	0
Caja3	Reestructuración	779	407	0	44	228	0	108
<b>Grupo 3</b>								
Banco Popular	Solución privada	3.223	0	2.500	0	0	328	417
Ibercaja	Solución privada	225	0	0	0	0	150	93
<b>Total</b>		<b>55.900</b>	<b>38.833</b>	<b>2.500</b>	<b>13.472</b>	<b>1.329</b>	<b>1.544</b>	<b>681</b>
Banco Gallego (b)	Resolución		245					
<b>Total</b>			<b>39.078</b>					

Notas (a) Reducción de las necesidades de capital por la transferencia de activos a la Sareb, la venta de activos u otras medidas the sale of assets and other measures, respectively. (b) Banco Gallego, originalmente parte de NCG Banco, fue resuelta separadamente y precisión de una ayuda de capital adicional. (c) Venta del negocio (carve out de activos y pasivos) de Cataluña de la antigua CaixaPenedés.

Fuente: Baudino et al. (2023).

<sup>92</sup> Mermada después por los arbitrajes con laudo positivo y la liquidez proporcionada por el FGD con garantía del FROG para los casos para los inversores minoristas que sufrieron mala comercialización por parte de su entidad, después nacionalizada.

en general la realización de pérdidas más allá de las provisionadas, pero al mismo tiempo hizo posible una menor necesidad de capital, por la reducción del total de APR que implicaban (junto a la mejora del perfil de liquidez gracias a la deuda avallada obtenida a cambio). El ahorro fue de 1.329 millones de euros.

Además, los bancos realizaron otras actuaciones dirigidas a minimizar las necesidades de capital, como la venta de activos preexistentes en sus propios balances, bien realizando plusvalías latentes, o bien reduciendo sus APR o ambas cosas a la vez. En total, estas acciones contribuyeron en unos 1.500 millones de euros a la recapitalización total, destacando la venta de su unidad de negocio de Catalunya realizada por BMN, que supuso unos 850 millones de menor necesidad de capital, entre menores APR y plusvalías.

Gracias a ello, la ampliación de capital suscrita por el FROB, fuera nuevo capital o conversión en acciones de cocos de FROB I, cubrió 39.078 de los 56.145 millones de euros estimados como necesidades de capital.

### ■ 2.3.1. Valoraciones

El FROB actualizó la metodología de valoración de las entidades, de acuerdo con el Real Decreto Ley 24/2012, con el fin de disponer de una referencia objetiva tanto para los cálculos de dilución entre accionistas que suponía la suscripción por el FROB de las diferentes ampliaciones de capital en las entidades participadas o intervenidas por éste, como por la necesidad de calcular las pérdidas asignables en cada modalidad de pasivo en el ejercicio de híbridos.

Con ello se abrían dos procesos de valoración en los que intervenían tres expertos distintos. El primero, realizado el 14 de diciembre de 2012 y el 19 del mismo mes, estimó el valor de referencia para los cuatro bancos intervenidos por el FROB. El segundo, determinado el 7 de febrero de 2013, para las cinco entidades valoradas restantes. El primer grupo obtuvo valoraciones negativas, es decir, sus accionistas no solo habían perdido todo su capital, sino que sus entidades mostraban un déficit patrimonial. Sus compradores pues debían cubrir con capital nuevo ese déficit y reponer el capital necesario antes de integrar las entidades con las suyas.

En las entidades de la segunda oleada las valoraciones resultaron positivas en tres casos y negativas en dos. Liberbank, BMN y Caja 3 tenían un valor positivo, lo que constituía una prueba de viabilidad a largo plazo. En el cuadro 12 pueden contemplarse estas valoraciones, así como las participaciones del FROB con que culminaron los procesos de la asistencia financiera.

La participación final del FROB, venía determinada por la valoración de la entidad y por el peso en el capital que podían alcanzar los tenedores de híbridos convertidos en capital. Es claro que en los casos en que estos tenedores eran mino-

Cuadro 12

## VALORACIONES DE LAS ENTIDADES Y PARTICIPACIÓN DEL FROB

	Valoración (mill. euros)	Participación del FROB (%)
<b>Determinaciones de diciembre 2012</b>		
BFA-Bankia	-10.444	68,39
Catalunya Banc	-6.674	66,01
Nova Caixa Galicia	-3.091	62,75
Banco de Valencia	-6.341	98,89
<b>Determinaciones de febrero 2013</b>		
España-Duero (CEISS)	-288	-
BMN	569	65,03
Liberbank	1.113	-
Caja 3	370	-
Banco Gallego	-150	100

Fuente: FROB.

ristas una parte sustancial de su peso en el capital fue sustituida por el FGD o por el propio FROB. En los casos de tenedores mayoristas la gama de alternativas era más amplia.

### ■ 2.3.2. *Recapitalizaciones privadas y públicas: impacto en los mercados de acciones*

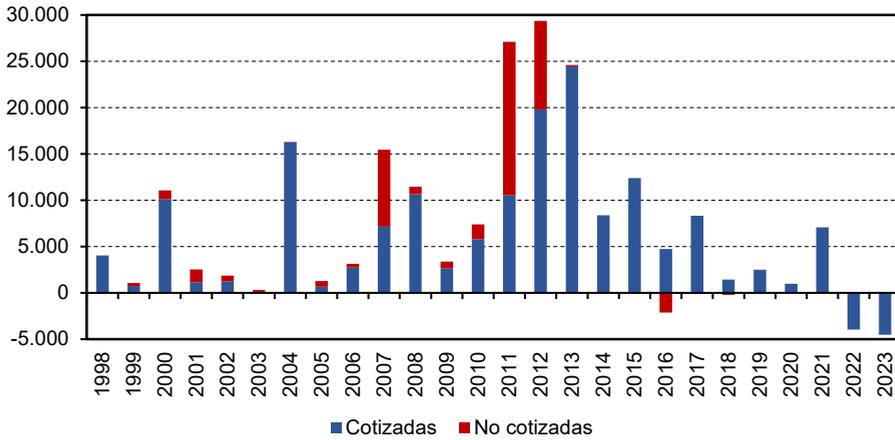
En el contexto del conjunto del sistema financiero, considerando los bancos privados o los procedentes de cajas, es interesante destacar que el esfuerzo de recapitalización realizado con ayudas públicas no fue aislado, siendo las emisiones de capital privado fueron muy importantes.

En el gráfico siguiente se contemplan la emisiones netas de capital —ampliaciones, reducciones o amortizaciones de acciones ordinarias— de las instituciones financieras, fueran suscritas por entidades públicas o privadas, distinguiendo entre emisores cotizados y no cotizados. Esta última distinción permite contemplar el esfuerzo de capitalización más allá del inscrito en el contorno del programa de asistencia a lo largo del periodo de la crisis bancaria y no solo en 2011, 2012 y 2013 en que entre las cotizadas figuran las dos ampliaciones de Bankia y de del Banco Popular.

Las emisiones de capital fueron muy relevantes entre 2012 y 2017, reduciéndose después y pasando a ser negativas en 2022 y 2023 cuando el sistema bancario, siempre enfocado a mejorar su retorno sobre recursos propios (ROE), detecta excesos de recursos propios, en un contexto de bajo crecimiento del crédito y por ello, de los APR.

Gráfico 94

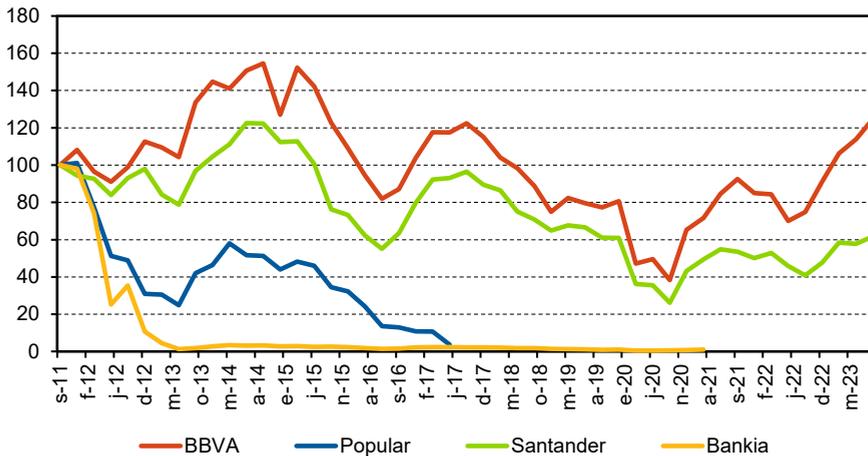
EMISIONES NETAS DE ACCIONES DE INSTITUCIONES FINANCIERAS  
1998-2023  
(Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 95

EVOLUCIÓN DE LAS COTIZACIONES DE LOS PRINCIPALES BANCOS  
ESPAÑOLES, 2011-2023  
(S11=100)



Fuente: AFI.

El gráfico 95 muestra la evolución del precio de las acciones, con base 100 en septiembre de 2011 de cuatro de las entidades cotizadas. La variación acumulada de Bankia hasta su fusión con CaixaBank, la del Banco popular hasta su caída y los dos mayores bancos, Santander y BBVA, cuyas acciones no empiezan a recuperarse hasta 2021, con los ascensos de los tipos de interés.

Es interesante observar la divergencia desde 2011 entre BBVA y Santander y las otras dos entidades: el hundimiento de Bankia, primero, y de Popular, después. Las recaídas de las cotizaciones después de 2014 y la quiebra y resolución de Popular en 2017 muestran las dificultades del lento proceso de recuperación de los bancos, que se extendió hasta la pandemia y que en parte quizá todavía hoy vivimos. Sobre ello recapitularemos al final de este capítulo.

### ■ 2.3.3. Seguimiento y terminación de la crisis bancaria

El MoU preveía que el programa de asistencia tuviera una duración máxima de 18 meses. Las conclusiones conjuntas de la Comisión Europea, el BCE, el FEEF (posteriormente el MEDE) y el FMI se recogían en un documento que la Comisión Europea publicaba tras las misiones<sup>93</sup>. En dicho documento se establecían los avances acometidos, así como los retos pendientes en relación con la estabilidad del sector financiero y de los ajustes previstos en el programa.

En noviembre de 2013, las autoridades españolas comunicaron su decisión de no solicitar disposiciones adicionales con cargo al programa de asistencia, dándolo por cerrado al finalizar el año. Dos años después, la Comisión realizó una valoración de la utilidad del programa y las lecciones aprendidas a partir de la experiencia española<sup>94</sup>.

Para el seguimiento de las distintas medidas y compromisos asumidos en cada uno de los planes, se designaron *monitoring trustees*, encargados a consultoras o auditoras independientes. Estas entidades realizaban, apoyadas en los bancos

<sup>93</sup> Información sobre las revisiones al programa, informes del FMI y misiones posprograma disponible en: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-spain\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-spain_en)

Tras el cierre del programa, no obstante, no ha concluido la labor de seguimiento de las autoridades europeas. El Reglamento (UE) 472/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, sobre el reforzamiento de la supervisión económica y presupuestaria de los Estados miembros de la zona del euro cuya estabilidad financiera experimenta o corre el riesgo de experimentar graves dificultades, en su artículo 14 establece que, con posterioridad a la realización del programa correspondiente, los Estados receptores de ayuda financiera se someterán a supervisión post programa en tanto que no hayan desembolsado, como mínimo, el 75 % de la ayuda recibida. Ya sin la participación del FMI, España recibe las visitas semestrales de las misiones de seguimiento post programa, de las que la Comisión, el BCE y el MEDE posteriormente comunican su evaluación a la comisión competente del Parlamento Europeo, al CEF y al Estado miembro.

<sup>94</sup> *Evaluation of the Financial Sector Assistance Programme. Spain, 2012-2014*, disponible en: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip019\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip019_en_2.pdf)

objeto de las ayudas, informes semestrales para el FROB y resto de instituciones del programa, en los que detallaban el grado de cumplimiento de los distintos compromisos derivados de los *term sheets* correspondientes.

Según FROB, 2019, todos los compromisos incluidos en los planes de las entidades receptoras de ayudas públicas fueron alcanzados satisfactoriamente en sus fechas de finalización previstas.

Por una parte, las entidades en reestructuración que habían recibido las ayudas mediante ampliación de capital, BFA-Bankia y BMN, para las que el FROB decidió la integración el 14 de marzo de 2017, al resultar una alternativa preferible a seguir estrategias de salida independientes en entidades en las que mantenía una proporción similar del capital:

- **BFA-Bankia:** la mayor de las fusiones de cajas de 2010, tras intentar una solución privada en 2011, con su IPO, terminó recibiendo un total de ayudas de capital de 22.424 millones de euros, un 37 % de sus APR de final de 2010, perdiendo las cajas originarias toda su participación. La entidad siguió cotizando en Bolsa como participada del FROB, que desinvertió en dos ocasiones, la primera, en 2014 —colocando 1.304 millones de euros en un proceso ordenado— y la segunda en 2017, con 818 millones. Se integra con BMN el 26 de junio de 2017 y el FROB traspasa las nuevas acciones resultantes del canje a BFA. Termina su reestructuración en 2018. Tras su fusión con Caixa-Bank en 2020 el FROB mantuvo una participación en la nueva entidad del 16,12 %, resultado de la dilución correspondiente.
- **BMN:** resultado de la fusión de cuatro cajas medianas en 2010, vendió en al Banco de Sabadell su negocio en Cataluña en 2012, para evitar la resolución y mantener una parte del valor de las cajas originarias. Tomó la decisión de fusión con Bankia en 2017. Culminaba así todos los compromisos adquiridos, incluido el referente a cotizar en Bolsa y terminaba su reestructuración en 2018. Recibió ayudas por 1.645 millones de euros, un 4,1 % de sus APR.

En relación con las ayudas concedidas en los planes de reestructuración mediante preferentes convertibles (Cocos), que afectaban a tres entidades, las devoluciones y pagos de intereses se realizaron, en los tres casos, dentro de los plazos previstos:

- **Liberbank:** los 124 millones de euros recibidos como ayuda (0,4 % de los APR) fueron abonados al FROB el 22 de diciembre de 2014, en el contexto de su estrategia de cotización en Bolsa y posterior ampliación de capital. Terminó su reestructuración en 2017.
- **Caja 3:** los 407 millones de euros a que ascendió su ayuda (un 3 % de sus APR) fueron devueltos al FROB en tres pagos realizados entre 2016 y 2017. Finalizó su reestructuración en 2017.

- **España-Duero (CEISS):** sus ayudas ascendieron a 1.559 millones de euros, un 6,2 % de sus APR. En el contexto de su absorción por Unicaja, abonó 604 millones el 31 de agosto de 2017, y su reestructuración terminó al inicio de 2018.

Las desinversiones de entidades en resolución fueron ejecutadas por el FROB, de acuerdo con los planes de resolución correspondientes, entre el final de 2012 y 2014:

- Respecto a las entidades en resolución más pequeñas: Banco de Valencia fue vendido por un euro a CaixaBank el 27 de noviembre de 2012; Banco Gallego fue vendido por un euro a Banco Sabadell el 19 de abril de 2013. Banco Gallego y Banco de Valencia finalizaron sus periodos de reestructuración en 2015. Las ayudas recibidas suponían respectivamente, el 37 % –la mayor proporción de toda la crisis bancaria– y el 7,8 % respecto a sus APR.
- **Nova Caixa Galicia Banco**, otra de las fusiones de 2010, integrando a las cajas gallegas, fue vendida al grupo Banesco (que formaría después Abanca) el 18 de diciembre de 2013, por 782 millones. En 2016 terminó la reestructuración. Absorbió ayudas públicas de capital por 9.404 millones de euros, el 14,1 % de sus APR.
- **Catalunya Banc**, fusión en 2010 de parte de las cajas catalanas, fue vendida por 782 millones de euros a BBVA el 21 de junio de 2014, después de absorber 12.599 millones de euros, un 16,6 % de sus APR. Sus compromisos de reestructuración se dieron por cumplidos al inicio de 2018.

En cuanto a las ayudas que tuvo que realizar el FGD con anterioridad a la asistencia financiera:

- **CAM:** intervenida en 2011, sus ayudas ascendieron a 12.599 millones de euros, un 18,5 % de sus APR. Fue adquirida por Banco Sabadell en 2011.

**CCM:** intervenida en 2009, recibió ayudas de 4.215 millones de euros, representativas del 16,2 % de sus APR. Adquirida por Caja Asturias (que después formaría Liberbank) en 2010.

**Unnim:** absorbió un 10,2 % de sus APR en ayudas, 2.897 millones de euros. En 2012 fue vendida a BBVA.

La crisis bancaria española, ha tenido un coste, según el cálculo más reciente, el realizado en Baudino, Herrera y Restoy (2023) a diciembre de 2022. Esta fuente diferencia entre el coste asumido por el conjunto del sistema bancario, a través del FGD –en última instancia, soportado en manos privadas– y el correspondiente al FROB. Mientras éste ha asumido en términos netos unas pérdidas de 57.773 millones de euros, el FGD ha asumido pérdidas que ascienden a 23.214 millones de euros (ver cuadros 13 y 14).

Cuadro 13

### COSTE DE LA CRISIS PARA EL ESTADO (Millones de euros)

Entidad	En capital e híbridos	Esquemas de protección de activos (EPS)	Otras garantías	TOTAL	Recuperaciones	Recuperación potencial estimada	Coste neto
Cajasur	800	392		1.192	803		389
BFA-Bankia + BMN	24.069			24.069	489	6.344	17.236
CAM				0	34		-34
Unnim				0	34		-34
Catalunya Bank	12.052		611	12.663	883		11.780
NCG Banco	9.052		421	9.473	874		8.599
Banco de Valencia	5.498	206	165	5.869	43		5.826
Banco Gallego	245			245			245
CEISS	1.129		430	1.559	926		633
Banco Cívica	977			977	1.142		-165
Caja3	407			407	550		-143
Liberbank	124			124	143		-19
Sareb	2.192			2.192			2.192
Coste neto total para el FROB	56.545	598	1.627	58.770	5.921	6.344	46.505
Inversión inicial del FGD en el FROB							-2.250
Provisión por la participación en Sareb							14.172
Intereses y comisiones de los préstamos MEDE							3.056
Intereses y comisiones Fondo liquidez 2009 a 2012							-3.710
Coste neto total para el Estado	56.545	598	1.627	58.770	5.921	6.344	57.773

Fuente: Baudino et al. (2023).

El FGD asumió pérdidas probables, fundamentalmente, antes del programa de 2012. Soportó las correspondientes de tres –CCM, CAM y Unnim– de los cuatro bancos intervenidos, a los que sostuvo con inyecciones de capital y esquemas de protección de activos problemáticos (EPA), obviamente diseñados para proteger a sus depositantes y hacer posible su compra futura por otras entidades. Los EPA generaron pérdidas muy superiores a las previstas al final de 2012, cuando el FGD las estimaba en aproximadamente la mitad de los 11.859 millones de euros finales (siendo la CAM la fuente principal de la desviación).

El FGD perdió además todos lo invertido en el capital del FROB, del que había una participación del 25 % en el momento de su constitución en 2009. Como el

MoU exigía concentrar en el FROB toda la autoridad de resolución, el FGD tuvo que vender su participación en 2012, a valor neto contable de cierre de 2011, cuando éste era negativo.

El FROB, por su parte, realizó apoyos de capital a entidades viables desde 2010, pero solo después de firmado el programa de asistencia, asumió pérdidas directas. Las excepciones a esta regla no escrita fueron el EPA de la venta del cuarto banco intervenido durante la crisis, CajaSur (a BBK) en 2010 y, en dirección contraria, las pérdidas parciales derivadas del apoyo de liquidez prestado por el FGD en la gestión de híbridos de Catalunya Banc y de NCG Banco.

Cuadro 14

### COSTE DE LA CRISIS PARA FGD (Millones de euros)

Entidad	En capital e híbridos	Esquemas de protección de activos (EPS)	Otras garantías	Total	Recuperado	Coste neto
CCM	1.740	2.475		4.215	174	4.041
CAM	5.249	7.386		12.635	36	12.599
Unnim	953	1.998		2.951	7	2.944
Catalunya Banc (liquidez de híbridos)	1.001		261	1.262	464	798
NCG Banco (liquidez de híbridos)	802		142	944	362	582
Total	9.745	11.859	403	22.007	1.043	20.964
Inversión inicial del FGD en el FROB (25%)						2.250
Neto total						23.214

Fuente: Baudino *et al.* (2023).

Las ayudas de capital a las fusiones de las antiguas cajas de ahorros en 2010 (los cocos de FROB I) y en 2011, se destinaron a entidades viables en aquellos momentos, capaces teóricamente de devolverlas. Después, en 2012 las ayudas del grupo 2 fueron destinadas a entidades que resultaron viables tras el apoyo público y que pudieron devolverlas, si bien el FROB asumió entonces pérdidas por la conversión de sus cocos (híbridos, al fin y al cabo que debían contribuir a la capitalización, siguiendo la regla del *burden sharing*– en acciones. Solo las ayudas del grupo 1 tuvieron como finalidad sufragar directamente pérdidas para evitar liquidaciones desordenadas.

El impacto del coste de las ayudas en términos de *déficit público* se elevó a 74.314 millones de euros desde 2008 hasta ahora, según las cifras publicadas por IGAE.

Cuadro 15

### SALDO NETO DE LA AYUDA A INSTITUCIONES FINANCIERAS CON EFECTO EN EL DÉFICIT PÚBLICO POR TRIMESTRES (Millones de euros)

	T1	T2	T3	T4	Total anual
2008	-	-	-	-12	-12
2009	-	-	-	696	696
2010	-	-	-	772	772
2011	-	-	-	-3.515	-3.515
2012	-	-	-	-46.693	-46.693
2013	-3.390	-3.244	-932	-758	-8.324
2014	-546	-618	-1.327	-900	-3.391
2015	-498	-539	-472	-492	-2.001
2016	-174	-40	-656	-1.455	-2.325
2017	-343	-299	-227	-592	-1.461
2018	-349	-139	-340	-419	-1.247
2019	-290	-575	-501	-1.002	-2.368
2020	-369	-623	-602	-540	-2.134
2021	-244	-250	-134	-630	-1.258
2022(P)	-248	-204	-551	167	-836
2023	-230	13			-217
<b>TOTAL</b>					<b>-74.314</b>

Nota: Fecha de actualización: 29/09/2023.

Fuente: IGAE.

## ■ 2.4. El nacimiento de la Unión Bancaria

La crisis financiera y bancaria de 2008 abrió procesos de reestructuración y de recapitalización de los sistemas bancarios ejecutados por las distintas autoridades nacionales, pero inspirados o, en los casos de asistencias financieras, diseñados y condicionados desde el nivel de la UE. Esto fue creando un amplio consenso sobre la necesidad de completar la unión monetaria con la dimensión adicional de una unión bancaria.

Un primer paso en este sentido fue la creación de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), una autoridad de la UE independiente, fundada el 1 de enero de 2011, como parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera. El Sistema incluye tres autoridades sectoriales -la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados- y la Junta Europea de Riesgo Sistémico. El objetivo principal del sistema era asegurar que las reglas de aplicación al sector financiero se implementarían conforme a un objetivo de estabilidad financiera, transparencia de los mercados y productos financieros y la protección de los depositantes e inversores, lo que debía mejorar la confianza en el sistema financiero, y garantizar

una protección adecuada a los consumidores de servicios financieros, en el ámbito del Mercado Único. La EBA asumía las competencias regulatorias que mantenían muchos bancos nacionales, como el Banco de España, y contribuiría a asegurar un alto nivel de regulación y supervisión del sistema bancario, efectivo y consistente en toda la Unión Europea (UE).

La Autoridad trabaja para prevenir el arbitraje regulatorio, garantizar el principio de igualdad de condiciones, fortalecer la coordinación supervisora a nivel internacional y promover la convergencia de las prácticas supervisoras. Igualmente, suministra asesoramiento a las instituciones de la UE en temas bancarios, de sistemas de pagos y de regulación y supervisión de las entidades de dinero electrónico, así como en asuntos relativos a gobierno corporativo de las entidades, auditoría e información financiera.

La Autoridad ha asumido todas las competencias y tareas del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS, por sus siglas en inglés), y tiene sus oficinas centrales en París. El Banco de España es el representante español en la Autoridad.

Más allá de estos desarrollos en el perímetro del Mercado único, la UME se veía apelada. Una consecuencia de la propia crisis del euro y del peligro de fragmentación en los mecanismos de transmisión de la política monetaria, por lo que no es extraño que una unión que había sido solo monetaria hasta entonces diera pasos hacia la *Unión Bancaria*, que surgió sobre las tensiones de 2012 con tres pilares fundamentales:

- El Mecanismo Único de Supervisión (MUS), sistema de supervisión bancaria integrado por el Banco Central Europeo y por las autoridades supervisoras competentes de los países participantes.
- El Mecanismo Único de Resolución (MUR), encargado de la resolución de los bancos en dificultades de una manera ordenada y minimizando los costes para los contribuyentes y para la economía real.
- Un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD), aún en negociación.

#### ■ 2.4.1. *El MUS*

Las autoridades españolas habían adoptado a lo largo de la crisis bancaria medidas para mejorar la supervisión por parte del Banco de España. En cumplimiento del compromiso asumido en el MoU de revisar su marco de supervisión, el Banco de España impulsó en 2012 un *análisis de sus procesos supervisores*<sup>95</sup>, cuyas propuestas de mejora, entre las que se destacaban las siguientes:

<sup>95</sup> Llevado a cabo por una comisión interna del consejo del Banco de España presidida por el consejero Ángel Luis López Roa. Como conclusión de estos trabajos, el 16 de octubre de 2012 se publicó un informe titulado "Análisis de los procedimientos supervisores del Banco de España y recomendaciones de reforma".

- Establecimiento de un marco estandarizado para la adopción de medidas supervisoras en función del perfil de riesgo de las entidades de crédito.
- Seguimiento continuado *in situ* en entidades relevantes.
- Formalización de las actuaciones supervisoras.
- Vinculación más estrecha entre la supervisión microprudencial y la macroprudencial.

El MUS fue creado por el Reglamento (UE) n.º 1024/2013 que empezó a funcionar en noviembre de 2014. Desde entonces la supervisión se configuró crecientemente como una función de la UE, del BCE, en particular, que se desdoblaba en sus dos dimensiones separadas con sus propios órganos respectivos, hasta configurarse el MUS.

El BCE, en una colaboración permanente en red con el Banco de España y los demás supervisores nacionales, es responsable del funcionamiento eficaz y coherente del MUS:

- establece un enfoque común para la supervisión diaria
- adopta medidas de supervisión armonizadas así como medidas correctoras
- asegura la aplicación coherente de los reglamentos y normativas en materia de supervisión.

El BCE es competente para realizar revisiones supervisoras, inspecciones *in situ* e investigaciones; conceder o revocar licencias bancarias; evaluar adquisiciones bancarias y ventas de participaciones cualificadas; asegurar el cumplimiento de las normas prudenciales de la UE y aumentar los requerimientos de capital para prevenir riesgos financieros.

En la actualidad el BCE supervisa directamente las 109 entidades de crédito significativas de los países participantes, que representan casi el 82 % del total de los activos bancarios en esos países. El carácter significativo de las entidades se decide en función de una serie de criterios.

#### ■ 2.4.2. El MUR

El marco de resolución en la UE –reestructuración ordenada de entidades no viables– incluye a las entidades que tienen un interés público y deja a la simple liquidación al resto.

Las herramientas de resolución en la UE, nutridas por las experiencias internacionales de las crisis bancarias surgidas a partir de 2008, son las siguientes:

- Amortización y conversión de capital y deuda subordinada, de forma que sus tenedores –los accionistas y acreedores– carguen con las pérdidas en primer lugar (*bail-in*).
- Transferencia total (venta de acciones) o parcial (venta de activos) del negocio del banco en dificultades a uno o más compradores.
- Transferencia de parte o la totalidad de las acciones o activos y pasivos a una entidad temporal (entidad puente), con el fin de aislarla del resto, para proteger el normal desarrollo de las funciones esenciales del banco en dificultad.
- Transferencia de activos y pasivos del banco en dificultades a un Vehículo de Gestión de Activos (AMV) con el objetivo de maximizar su valor(banco malo)

El MUR es el conjunto institucional dedicado a la resolución centralizada. Está conformado por las autoridades nacionales de resolución y una autoridad única, la JUR, agencia europea a la que se cedieron buena parte de las competencias de los Estados miembros en materia de resolución.

A dichas autoridades se unen el BCE, la Comisión Europea y el Consejo en los términos establecidos en el Reglamento del MUR. Asimismo, el MUR cuenta con un Fondo Único de Resolución (FUR), que se nutre con aportaciones de las entidades en función de sus depósitos y su perfil de riesgo y que recauda y gestiona la JUR, para ser empleado en caso de resolución. A nivel nacional, la Ley 11/2015 configuró un nuevo marco institucional al objeto de cumplir con el principio previsto en la Directiva de Resolución de separación entre funciones supervisoras y de resolución.

De esta manera, el modelo español distingue entre dos autoridades de resolución preventiva y una autoridad de resolución ejecutiva. Son pues tres las autoridades de resolución nacionales. Las dos autoridades de resolución preventiva deben ejercer sus tareas mediante órganos operativamente independientes de sus funciones de supervisión, que para España son: el Banco de España, respecto de las entidades de crédito, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores para las empresas de servicios de inversión<sup>96</sup>. La autoridad de resolución ejecutiva, que es además la autoridad de contacto a nivel internacional, es encomendada al FROB, la institución que había reforzado sus funciones desde su creación en 2009.

La JUR se estrenaba en España en sus funciones, de la mano del FROB, con la resolución en 2017 del banco Popular, declarado inviable cinco años después de la crisis bancaria de 2012. El instrumento de resolución recogido en el dispositivo de resolución adoptado por la JUR consistió en la venta de negocio de la entidad, lo que se llevó a cabo mediante la transmisión al adjudicatario en el proceso de venta

<sup>96</sup> Como novedad sustantiva, a diferencia de la normativa anterior y en línea con la Directiva de Resolución, la Ley 11/2015 es de aplicación no solo a las entidades de crédito sino también a las empresas de servicios de inversión, quedando no obstante excluidas aquellas cuyo capital social mínimo legalmente exigido sea inferior a 730.000 euros o cuya actividad reúna otra serie de características

(Banco Santander) del 100 % de las acciones de la entidad, previo ejercicio de la facultad de amortización de las acciones ordinarias existentes e instrumentos de capital adicional de nivel 1 y la conversión en dichas acciones de los instrumentos de capital de nivel 2. En el dispositivo de resolución, la JUR instruyó al FROB para que en el ejercicio de sus facultades de resolución previstas en la legislación española, procediera a la ejecución del dispositivo en sus estrictos términos.

### ■ 2.4.3. El marco de resolución: MREL, TLAC y planes de recuperación

En relación con la resolución, una de las innovaciones más relevantes de la supervisión a escala global y de la UEM, implementada al calor de la experiencia de la crisis bancaria, es la que trata de que las instituciones bancarias estructuren su balance para que resulte menos probable y menos costosa su eventual resolución. El instrumento para ello: dos nuevos ratios a *MREL*, a nivel de la UE, y *TLAC*, para entidades sistémicas globales. En la EUM, la supervisión del BCE, además, implantó la obligación de elaborar planes de resolución y de recuperación, con el mismo objetivo.

La Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo estableció que las entidades deben mantener un importe suficiente de instrumentos de capital y deuda que pueda absorber pérdidas y, en su caso, convertirse en capital, de forma que permita la implementación del instrumento de resolución que las autoridades determinen entonces como más apropiado. Este importe, denominado *requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles (MREL)*, por sus siglas en inglés), asegura que dichos instrumentos estén siempre disponibles y es independiente de los requerimientos de capital a los que también están sujetas las entidades y que determina su supervisor.

El *MREL* tiene como objetivo que los accionistas y los acreedores subordinados (tenedores de deuda computable como *Tier 2*, *Tier 1* o *CET1*) de las entidades sean los primeros en asumir las pérdidas de una entidad inviable y, en su caso, de procurar su recapitalización.

La capacidad de absorción de pérdidas (*TLAC*, por sus siglas en inglés), tal y como aprobó el G-20 en la cumbre celebrada en noviembre de 2015 en Turquía, se exige a los bancos de importancia sistémica mundial. Éstos deben emitir y mantener vivos un importe suficiente de pasivos de alta capacidad de absorción de pérdidas (utilizables en la recapitalización interna) para facilitar la absorción de pérdidas rápida y adecuada y la recapitalización en caso de eventual resolución. El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) establece en la actualidad el *requerimiento de TLAC* en el 18 % de los APR y el 6,75 % de activos de apalancamiento (desde el 1 de enero de 2022).

## ■ 2.5. Avances en transparencia y protección de clientes

La crisis bancaria 2008-2013, además de afectar a la confianza en las entidades bancarias, convivió con un deterioro extremo de la reputación y la imagen pública del sector en la sociedad española y entre los clientes. Tres fueron los procesos sociales, mediáticos o judiciales que contribuyeron más a este clima negativo. En primer lugar, la aplicación en 2012 de las reglas de la recapitalización interna en los bancos intervenidos por el FROB, provocaron un aluvión de reclamaciones de clientes minoristas de instrumentos híbridos –participaciones preferentes y deuda subordinada–, a la que nos hemos referido ya. La respuesta fue establecer protocolos de restitución de las pérdidas por mala comercialización a que los afectados podían apelar. En segundo lugar, las ejecuciones hipotecarias en viviendas familiares, particularmente las habitadas, que dispararon las alarmas sobre el impacto social de la crisis, como ya hemos analizado.

En tercer lugar, el cuestionamiento de las cláusulas suelo que incluían muchos contratos de préstamos hipotecarios a tipo variable, que establecían un nivel mínimo, conocido como suelo, y otro máximo (techo) para el interés efectivo del préstamo a lo largo de su vida, de tal manera que entre el suelo y el techo el tipo efectivo estaba determinado por el euríbor a un año, que podía fluctuar entre ambos.

El contexto de tipos descendentes y bajos que siguió a la crisis financiera, hizo que los suelos prevalecieran sobre el euríbor, toda vez que éste se situara por debajo de los niveles suelo. Los suelos se habían establecido en los contratos, en general, cuando todavía el euríbor estaba muy por encima, de tal manera que cuando se situó ya por debajo, ejecutándose la cláusula, disparataron la percepción negativa de los prestatarios respecto a una condiciones que cuya literalidad en los contratos no comprendían. Además, el contexto económico marcado por el aumento del paro y la devaluación efectiva de salarios acentuó la contestación. Todo ello terminó desencadenando una litigiosidad<sup>97</sup> que se arrastra hasta nuestros días.

<sup>97</sup> Ya en 2017, el Real Decreto Ley 1/2017, de 20 de enero, de medidas urgentes de protección de consumidores en materia de cláusulas suelo pretendía solucionar las controversias suscitadas como consecuencia de los pronunciamientos judiciales en materia de cláusulas suelo y, en particular, la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 21 de diciembre de 2016, que se pronunció en el sentido opuesto a la jurisprudencia nacional que limitaba en el tiempo los efectos restitutorios vinculados a la declaración del carácter abusivo. En efecto, el 9 de mayo de 2013 el Tribunal Supremo había analizado en su Sentencia núm. 241/2013, en el marco de una acción colectiva ejercitada por una asociación de consumidores contra varias entidades bancarias, el carácter abusivo de las cláusulas suelo, declarando su nulidad. Sin embargo, la declaración de nulidad no afectaría ni a las situaciones definitivamente decididas por resoluciones judiciales con fuerza de cosa juzgada ni a las cantidades satisfechas antes del 9 de mayo de 2013. El Tribunal Supremo consideró que las cláusulas suelo examinadas, si bien superaban el control de transparencia formal a efectos de su inclusión como condición general de los contratos, no superaban en cambio el control de transparencia material exigible en las cláusulas de los contratos suscritos con consumidores, y declaró la nulidad de las cláusulas, pero no de los contratos en los que se insertaban, cuya subsistencia mantuvo pese a aquella declaración de nulidad parcial. Las restituciones se realizaron caso por caso, generando un problema de gestión en los tribunales competentes.

Repasamos aquí los principales hitos introducidos en los últimos años en aras de la protección de los clientes:

- Disponer de los modelos de contratación, previo a la misma. El cliente de servicios bancarios tiene derecho a recibir, de manera gratuita, de la entidad bancaria toda la **información precontractual** necesaria para poder adoptar una decisión informada del servicio bancario y para poder comparar ofertas.
- Derecho a recibir una **información adecuada** para realizar la contratación, de acuerdo al perfil inversor del cliente y en un lenguaje que le sea comprensible.
- Derecho a recibir toda la información relativa a los **gastos y comisiones** derivados de la contratación o de la tenencia del producto (desde cuentas o préstamos, hasta el aviso en el momento de disponer de efectivo de un cajero automático).
- Derecho a **recibir ofertas vinculantes** previamente a la contratación de los siguientes productos:
  - Préstamos hipotecarios sobre viviendas.
  - Subrogaciones hipotecarias en caso de cambio de entidad.
  - Créditos al consumo.
- Derecho a ser informado del tipo de interés que va a aplicarse a su producto o servicio, como la información del tipo de interés aplicado se ya se venía recogiendo en la tasa anual equivalente (TAE) para los préstamos hipotecarios.
- Derecho a obtener **copia de los contratos suscritos**, tanto los contratos particulares como los contratos marcos, de manera gratuita al cliente y en el momento en que se realice la contratación.
- Recibir los **extractos** de los productos bancarios contratados y las liquidaciones de comisiones y gastos repercutidos por la entidad bancaria en productos bancarios que sean susceptibles de ser periódicamente liquidados con abonos y cargos de diversa naturaleza.
- Derecho a acudir a un **procedimiento extrajudicial gratuito** para resolver las reclamaciones, quejas y consultas. Las entidades financieras deben disponer de un **Servicio de Atención al Cliente**, de carácter gratuito, que debe atender a las reclamaciones, quejas y consultas que se le realicen por parte de los clientes de la entidad y a hacerlo en un plazo máximo de dos meses y siempre por escrito.
- Derecho de **desistimiento** a los contratos de crédito, dentro de los catorce días naturales desde la suscripción del contrato.

- Derecho a ser comunicado sobre los cambios sufridos en sus contratos por modificaciones normativas.

Por otra parte, el Gobierno aprobó en noviembre de 2022 el proyecto de Ley de la Autoridad de Defensa del Cliente Financiero, que crea la figura de la *Autoridad de Defensa del Cliente Financiero*, a la que los usuarios financieros podrán presentar sus reclamaciones en el ámbito bancario, de seguros y de inversión financiera ante un único organismo que atenderá las reclamaciones de forma ágil, en un plazo máximo de noventa días, y gratuita.

Esta nueva institución centralizará, si el proyecto sigue su curso en la redacción actual, los actuales servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Las resoluciones serán de obligado cumplimiento para la entidad financiera cuando el importe reclamado sea inferior a 20.000 euros. La Autoridad se financiará mediante una tasa de 250 euros a las entidades financieras por cada reclamación admitida. Esta nueva figura complementa el sistema institucional de resolución extrajudicial de reclamaciones en el ámbito financiero.

Un aspecto de interés diferente es el constituido por las respuestas públicas ante el potencial impacto de los ascensos de los tipos de interés a corto plazo sobre el coste para los clientes de los préstamos hipotecarios, después de un largo periodo de euríbor en niveles bajos o negativos –de 2013 a 2021–. La realidad de la *sensibilidad de las hipotecas al euríbor* ha cambiado radicalmente desde la crisis, al aumentar el peso del tipo de interés fijo frente al variable en la estructura de su saldo vivo, como hemos destacado ya. El enfoque aquí seguido ha sido el de los acuerdos entre Gobierno, supervisores y sector bancario para definir códigos de buenas prácticas para establecer protocolos consensuados respecto a los clientes vulnerables.

Así, el Real Decreto-ley 19/2022, de 22 de noviembre<sup>98</sup>, por el que se establece un Código de Buenas Prácticas para aliviar la subida de los tipos de interés en préstamos hipotecarios sobre vivienda habitual, modificó el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos, y adoptó otras medidas estructurales para la mejora del mercado de préstamos hipotecarios.

El renovado *Código de Buenas Prácticas* se publica por el Acuerdo del Consejo de Ministros de 22 de noviembre de 2022, en la Resolución de 23 de noviembre de 2022<sup>99</sup>, de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, de medidas urgentes para deudores hipotecarios en riesgo de vulnerabilidad.

<sup>98</sup> <https://www.boe.es/eli/es/rdl/2022/11/22/19/con>

<sup>99</sup> [https://boe.es/eli/es/res/2022/11/23/\(1\)con](https://boe.es/eli/es/res/2022/11/23/(1)con)

### Mejorar la transparencia respecto los procesos hipotecarios

- Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.
- Real Decreto Ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos. <https://www.boe.es/eli/es/rd/2012/03/09/6/con>
- Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social. <https://www.boe.es/eli/es/l/2013/05/14/1/con>
- Real Decreto Ley 1/2017, de 20 de enero, de medidas urgentes de protección de consumidores en materia de cláusulas suelo. <https://www.boe.es/eli/es/rd/2017/01/20/1/con>
- Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario. <https://www.boe.es/eli/es/l/2019/03/15/5/con>
- Real Decreto 309/2019, de 26 de abril, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario y se adoptan otras medidas en materia financiera. <https://www.boe.es/eli/es/rd/2019/04/26/309/con>
- Orden ECE/482/2019, de 26 de abril, por la que se modifican la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, y la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección de cliente de servicios bancarios. <https://www.boe.es/eli/es/o/2019/04/26/ece482>

## ■ 2.6. La gestión del legado inmobiliario: nuevos actores

La quiebra de la industria de la promoción preexistente a 2008 y el fuerte *stock* de viviendas sin vender están el origen de la aparición de nuevas figuras en el mercado inmobiliario. De alguna manera, algunos son herederos de la viejas promotoras inmobiliarias. Otros incorporan nuevos modelos de negocio. Las entidades bancarias han vendido gran parte del exceso de riesgo inmobiliario que existía en su balance antes de 2013. Ya nos hemos detenido en el papel de la Sareb en el contexto del programa de asistencia financiera, pero otros nuevos agentes han emergido en el mercado con sus compras masivas de inmuebles: los fondos de capital riesgo y, en menor medida, las Socimi.

Mientras, el sector bancario mantiene un *stock* de riesgo inmobiliario de unos 46.900 millones de euros, según datos de Axis Corporate, Sareb se sitúa en 26.325 millones de euros. Los fondos de capital riesgo han adquirido, después de la asistencia financiera, entre 2015 y 2022, 172.626 millones, de acuerdo con la misma fuente, pero no existe información sobre su *stock* en España.

Además de los nuevos o tradicionales propietarios de inmuebles una figura adicional destaca también: los *servicers*, que gestionan por cuenta ajena las pro-

pedades de los tenedores mencionados o de los grandes bancos a cambio de una comisión.

### ■ 2.6.1. Sareb

La Sareb es la sociedad anónima ordinaria dedicada a gestionar los préstamos e inmuebles de una cartera cerrada, la formada por el riesgo inmobiliario de las entidades obligadas a cedérselo en el contexto de la asistencia financiera de 2012. El objetivo específico de la Sareb es generar los máximos ingresos con la venta de sus activos, para cancelar el mayor importe posible de la deuda avalada y, de ese modo, reducir el impacto en los contribuyentes.

Sareb debía empezar a gestionar el *stock* bajo su responsabilidad desde el momento mismo de su recepción. Ante la dificultad temporal de dotar a la compañía de una estructura operativa robusta, conjuntamente con los contratos de transmisión de las entidades cedentes se suscribieron acuerdos de gestión de los activos respectivos con cada una, generándose la paradoja de que las entidades vendían los activos y pasaban de gestionarlos por cuenta propia a hacerlo por cuenta ajena –el denominado *servicing*–. Alentadas por Sareb y Banco de España, varias de las entidades que prestaban el servicio de gestión a Sareb en relación con los inmuebles que la habían traspasado, vendieron sus plataformas inmobiliarias a terceros, fundamentalmente plataformas especializadas internacionales, atraídas por los procesos concurrenciales masivos llevados a cabo. Así, se incorporaron al mercado español los primeros *servicers* independientes y con capacidad para gestionar carteras de gran tamaño, incorporando tecnología y experiencia.

Al vencimiento de estos contratos iniciales, en diciembre de 2014, Sareb promovió directamente su primer gran concurso para seleccionar a las entidades especializadas. Tras un proceso competitivo, Sareb adjudicó en noviembre y diciembre de 2014 el servicio de administración, gestión y venta de sus activos a cuatro *servicers*:

- Haya Real Estate,
- Altamira Asset Management,
- Servihabitat,
- Solvia.

Los acuerdos alcanzados tenían una vigencia de entre cinco y siete años, y se enfocaron a realizar una gestión de los activos, potenciando el mercado minorista, un ámbito que Sareb estimó estratégico para maximizar los precios de venta (ver FROB, 2019).

Desde mediados de 2022, tras el vencimiento de los contratos anteriores, fueron Hipoges y Anticipa-Aliseda los *servicers* que ganaron los concursos y que ahora

se encargan de la gestión de préstamos y de la comercialización de inmuebles en el mercado minorista<sup>100</sup>.

La cartera de la Sareb está compuesta por préstamos vivos y por activos financieros. Lejos de ser una estructura estable, está en continua transformación, a cauda de las siguientes dinámicas:

- Cancelación de préstamos promotor, por dación en pago o por ejecución, transformándose en activos inmobiliarios.
- Desinversión de activos inmobiliarios está siendo más rápida que la de activos financieros, de menor liquidez.
- Activos inmobiliarios en alquiler.

A las ventas de activos inmobiliarios se superponen transformaciones de préstamos en activos inmobiliarios. Así, la cartera de activos inmobiliarios tiende a descender por las ventas y a aumentar por las transformaciones de los préstamos fallidos. Los préstamos se han reducido de los 39.438 millones de euros en la formación del Sareb a 10.802 millones en 2022. Por su parte, los inmuebles han pasado de los 11.343 millones de euros de 2012, a 15.523 millones en 2022. Fue en 2021 cuando la cartera de activos inmobiliarios supero en valor a la de préstamos.

El *stock* actual de la Sareb está formado por 48.700 viviendas y 30.166 suelos, cifras que muestran la relevancia de Sareb en el mercado inmobiliario. La obras en curso se elevan a 12.600 unidades y el terciario está 12.620 unidades. Finalmente, los anejos alcanzan los 37.400 unidades. Su vehículo promotor Árqura Homes dispone de suelos para edificar 16.000 viviendas.

Con la aprobación en enero de 2022 del Real Decreto 1/2022, la misión desinversora de Sareb se ha visto complementada con la introducción de un nuevo principio de sostenibilidad y utilidad social de la compañía. En este sentido, se impulsa que Sareb promueva iniciativas en el ámbito de la vivienda social y asequible, de acuerdo con la experiencia y mejores prácticas de los países de su entorno.

La responsabilidad social de Sareb se articula en torno a los siguientes objetivos:

- Paliar la situación de colectivos en riesgo de exclusión, concediendo ayudas a la vivienda social y a la emergencia social, instrumentadas por medio de convenios con comunidades autónomas y ayuntamientos.

<sup>100</sup> En paralelo, la compañía se apoya en Serviland para los trámites de gestión urbanística (suelos) y trabaja con Domo en la terminación de obras sin finalizar. Además, la gestión de la promotora de vivienda nueva Árqura Homes –vehículo promotor participado mayoritariamente por Sareb– se lleva a cabo a través de AELCA. Por otro lado, la compañía trabaja con Sogemedi y Gesocin, operadores especializados en vivienda social y asequible que, liderados por Servihabitat, realizan la interlocución y acompañamiento de las familias vulnerables que residen en inmuebles de Sareb.

- Facilitar alquileres alternativos asequibles, con el objetivo de ofrecer, a colectivos especialmente débiles, alternativas a los procesos de recuperación de la posesión de los activos.
- Otorgar ayudas a emprendedores, en colaboración con ayuntamientos, para la lucha contra el desempleo.

Sareb ha puesto a disposición de las distintas instituciones un *stock* de 4.000 viviendas para su cesión para uso social, previa firma de un convenio. En este sentido, Sareb mantiene formalizados distintos convenios de cesión de viviendas, beneficiando a cerca de 6.000 personas por los programas de vivienda social.

En 2023 esta nueva tendencia de gestión de la Sareb ha dado un nuevo paso, alineándose con el objetivo de creación de un *parque público de vivienda*.

### ■ 2.6.2. Fondos de capital riesgo

A lo largo de la crisis inmobiliaria y bancaria, pronto hicieron su aparición los fondos de capital riesgo, con su participación sistemática en los procesos concursales de venta de carteras inmobiliarias. Los fondos de capital riesgo más activos en compras han sido los de Blackstone, Cerberus y Lone Star (ver cuadro 16). Entre los tres concentran el 45 % de las compras de activos. En paralelo Santander, CaixaBank y Sabadell han concentrado el 57 % de las ventas de activos.

El flujo de ventas desde los bancos a estos fondos ha sido muy amplio sobre todos a partir 2011, aunque se intensificó desde 2013. Se materializó en el formato de ventas de carteras previamente definidas por sus características, tanto de activos inmobiliarios como de préstamos promotor morosos, en procesos concursales. Aunque el tamaño de las carteras que se traspasan al capital riesgo cada vez es menor y pocas superan los 500 millones, siguen produciéndose operaciones.

Según Axis, los años de mayor actividad en ventas de carteras financieras fueron 2017 y 2018, con un volumen total de alrededor de 51.000 millones de euros y 52.000 mil millones de euros, respectivamente. Dentro de estas operaciones, cabe destacar el Project Quasar, realizado por Blackstone y Banco Santander en 2017.

El legado inmobiliario que queda por liquidar en los bancos es ya muy limitado y está provisionado holgadamente, por lo que las ventas de carteras –de activos financieros o de inmobiliarios– ya no provocan pérdidas en las cuentas de resultados como sucedía durante la crisis, pero los *stock* que se concentran ahora en Sareb y los fondos son muy amplios.

Blackstone es el fondo estadounidense que tiene el control mayoritario de Quasar, la sociedad a la que Santander traspasó el riesgo inmobiliario de Popular (30.000 millones, una operación récord) tras su compra en la resolución del banco en el verano de 2017. El grupo sigue muy activo en España, pero en los últimos

Cuadro 16

### COMPRAS Y VENTAS DE ACTIVOS Y PRÉSTAMOS INMOBILIARIOS 2015-2022 (Millones de euros)

	Compra de activos		Venta de activos
BlackStone	32.440	Santander	43.893
Cerberus	28.263	CaixaBank	28.125
Lone Star	17.070	Sabadell	25.732
Axactor	9.013	BBVA	22.872
Oaktree	5.882	Bankia	10.730
CPP	5.048	Sareb	8.454
Bain Company	4.132	Ibercaja	2.844
Procobro	3.901	Unicaja	2.699
DE Shaw	3.300	Liberbank	2.580
Deutsche Bank	2.683	Abanca	2.391
Goldman Sachs	2.310	Cajamar	2.188
EOS	2.200	Kutxabank	1.402
KKR	1.883	Popular	1.220
Apollo	1.550	Bankinter	1.045
Cabot	1.263	Evo	751
Waterfall	1.180	FMS Bank	600
Marathon	1.050	Deutsche Bank	530
Lindorff	1.034	España-Duero	446
Tilden	1.027	BMN	422
Resto	47.397	Resto	13.702
<b>Total</b>	<b>172.626</b>	<b>Total</b>	<b>172.626</b>

Fuente: Expansión, Axis Corporation.

años se ha centrado más en la actividad de venta a minoristas de las grandes bolsas de pisos, locales y garajes de la banca, que se estructura en grandes contratos con las propias entidades financieras. Blackstone se adjudicó el año pasado, junto con Hipoges, el contrato de Sareb para comercializar en exclusiva todos sus activos, el mayor del sector.

Cerberus se adjudicó la cartera de BBVA, fundamentalmente inmuebles heredados de Catalunya Caixa y Unnim, así como activos procedentes de Sabadell.

Lone Star debe su tercer puesto en el ranking de grandes compradores a su operación con CaixaBank en 2018 por la que ésta le traspasaba el 80 % de su cartera de inmuebles, valorada en términos brutos en 12.800 millones de euros. El acuerdo se completó con la venta de la plataforma de venta de inmuebles Servihabitat.

Los fondos de capital adquieren masivamente carteras que incluyen unidades residenciales en mal estado o con ubicaciones subestándar. Además compran créditos con fuertes descuentos de entre el 70 % y el 90 %.

### ■ 2.6.3. SOCIMI

Se trata de empresas patrimonialistas dedicadas al alquiler. La creación de las SOCIMI en 2009 fue la primera actuación relevante con el objetivo incentivar fiscalmente la industrialización del alquiler como negocio patrimonial inmobiliario para el sector privado. Eran, de hecho, una adaptación española de las denominadas *Real Estate Investment Trust (REIT)* y, de alguna forma venían a completar el papel de los fondos de inversión inmobiliaria, que estaba en cuestión por la caída de los valores liquidativos y la huida de participes a partir de 2007. Sin embargo, su relevancia a efectos del mercado de la vivienda ha resultado mínima.

El valor bruto de los activos (GAV) se eleva al final de 2022 a 54.000 millones de euros. Las 20 mayores SOCIMI por capitalización en Bolsa es muy significativo, 40.851 millones de euros, según Axis Corporate<sup>101</sup>, las carteras están diversificadas fuera del sector residencial. El 84 % está destinado a hoteles, oficinas locales, centros logísticos y comerciales, mientras solo el 16 % se orienta al alquiler de vivienda, generalmente en el segmento de rentas altas. Esta estructura varía de una empresas a otras, pero en general puede decirse que esta figura ha tenido hasta ahora poca incidencia en el objetivo de industrialización del negocio del alquiler residencial.

Actúan en el mercado por cuenta propia en el mercado inmobiliario, adquiriendo propiedades que se orientan al alquiler. Fueron creadas en unas circunstancias difíciles para la construcción y la creación de viviendas y de oficinas, por la Ley 11/2009, de 26 de octubre –modificada después por la Ley 16/2012 de 27 de diciembre ante sus escasos efectos iniciales– para fomentar el negocio de lo que se suele conocer como renta o patrimonial, es decir, la propiedad de inmuebles para alquiler privado, tanto de uso para particulares como vivienda, como para empresas (oficinas y otras instalaciones). El número mínimo de inmuebles es uno, ubicado dentro o fuera del territorio nacional.

Las SOCIMI deben cumplir con un capital social mínimo de cinco millones de euros, aportado en efectivo o en inmuebles y están obligadas cotizar en Bolsa, en el mercado español o europeo. Han de cotizar en un mercado regulado, por lo que la mayoría lo hacen en BME *Growth*. Según el informe anual de la consultora JLL<sup>102</sup>, el mercado de las SOCIMI estaba formado, a finales de 2022, por 112 vehículos (5 presentes en la Bolsa, 80 en el mercado de BME *Growth* y los restantes 27 en Euronext Access).

Al menos el 80 % de las rentas de estas entidades deben provenir, según su regulación, de la actividad del alquiler directo de sus inmuebles en propiedad o de dividendos de otras SOCIMI en cuyo capital también pueden invertir. El 20 % res-

<sup>101</sup> Informe *Assets under management*, en: <https://axiscorporate.com/wp-content/uploads/2023/07/6a-Edicion-Assets-Under-Management-de-Axis-Corporate.pdf>

<sup>102</sup> Publicado por JLL a diciembre de 2022: <https://www.jll.es/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/emea/spain/es/jll-es-informe-de-las-socimis-en-espana.pdf>

tante es de libre disposición. Las SOCIMI tributan a un tipo impositivo privilegiado del 0 % en el impuesto de sociedades IS y están exentas en otras figuras tributarias, como transmisiones patrimoniales (ITP) y Actos Jurídicos Documentados (AJD). Las plusvalías realizadas tampoco tributan. Se trata pues de un conjunto excepcional de ventajas fiscales.

Aunque las SOCIMI no tienen un límite establecido para el endeudamiento, sí están obligadas al reparto de dividendos, con el fin de evitar una orientación inversora demasiado especulativa.

Deben estar en manos de accionistas minoritarios, es decir, los accionistas limitados a poseer menos del 5 % deben suponer una proporción menor al equivalente del 25 % del capital social, como mínimo (o dos millones de euros en acciones), aunque para cumplirlo basta con disponer de un llamado contrato de difusión.

Las SOCIMI no están obligadas a invertir una determinada proporción de sus inmuebles en vivienda. Tampoco está obligadas a publicar el detalle de la parte de su cartera invertida en viviendas, ni la naturaleza de los contratos de alquiler a particulares. La mayor parte están orientadas al alquiler de oficinas, logística o comercial. En el segmento residencial actúan en el segmento alto, las residencias de estudiantes o las de mayores.

El mercado de SOCIMI español alcanzó una capitalización bursátil a septiembre de 2022 de 23.520 millones de euros frente a los 23.858 millones alcanzados al cierre de 2021, aproximadamente 1.360 millones de euros menos respecto a las cifras de finales de 2019: una disminución acumulativa media del 1,9 %. El apalancamiento relativo (deuda neta dividida entre la suma de deuda neta más patrimonio neto) aumentó de 44,6 % a 46,3 % de 2019 a 2020 y se redujo a 43,4 % en 2021.

La mayor cartera según GOP era al cierre de 2022 la de Colonial, especializada en oficina, seguida de Merlin Properties, con unos 13.000 millones cada una. A mayor distancia se encuentra Testa, Gmp, Lar o Vivenio.

#### ■ 2.6.4. **Servicers**

Las empresas comisionistas o *servicers* —una evolución hacia el mercado mayorista del papel de las tradicionales agencias inmobiliarias enfocadas a clientes particulares— se introdujeron masivamente en España como consecuencia de la crisis de 2008 y su papel es muy relevante en activos bajo gestión —210.379—, facturación y empleo. Su crecimiento descansa, por una parte, en la necesidad de los nuevos propietarios del riesgo inmobiliario, las entidades bancarias, la Sareb —como acabamos de destacar— o los fondos de capital riesgo, compradores posteriores de las carteras de préstamos (NPL en sus siglas en inglés) o de los activos inmobiliarios (REOs), de un apoyo especializado para la gestión de sus préstamos e inmuebles. Por otra, en la tendencia de los propietarios a contratar servicios de

gestión inmobiliaria independientes y externos que cubran todos los servicios que precisan: aspectos como la clasificación de los activos según sus características, previo reconocimiento físico, la gestión de disponibilidad de llaves de acceso a los inmuebles o la actualización de webs de oferta y recomendación de precios de venta o de alquiler; la gestión jurídica y el seguimiento de contenciosos, el mantenimiento, la actualización de bases de clientes, impuestos, etc.

La mayor parte de los *servicers* son propiedad de fondos de capital riesgo. Su entrada en el mercado español vino de la mano de sus dueños, aunque su vocación es la independencia, que se materializa en los compromisos derivados de los contratos de servicios (SLE) que firman con sus clientes. La concentración en el sector de gestoras de carteras inmobiliarias ha llevado a que cinco de estas firmas se repartan casi todo el mercado. Intrum (empresa sueca histórica en la industria), Hipoges-Iberia (de KKR), doValue, Aliseda/Anticipa (de Blackstone) y Servihabitat (de Lone Star y CaixaBank) suman 182.800 millones en activos bajo gestión, el 86 % de cuota de mercado, según los datos del seguimiento del mercado que realiza la consultora Axis Corporate<sup>103</sup>.

Intrum es la compañía de origen sueco que lidera el mercado de *servicers* mayoristas, administrando 51.303 millones en activos, según Axis, lo que supone una cuota de mercado del 24,4 %. Esta compañía integrará Haya Real Estate, una adquisición a Cerberus anunciada en mayo de 2023. Recientemente, CaixaBank ha elegido también a este gestor para administrar gran parte de la cartera inmobiliaria de su filial Buildingcenter. La adquisición de Haya por la ha aportado la gestión de una cartera de activos inmobiliarios con un valor superior a 10.000 millones de euros, es una de las transacciones más importantes de 2022 en el inmobiliario español, que ya es uno de los principales mercados para la empresa, según la prensa económica.

### ■ 3. ONCE AÑOS DESPUÉS DE 2012: LA DIFÍCIL BÚSQUEDA DE RENTABILIDAD DEL SECTOR BANCARIO

La crisis que se abrió en 2008, culminando casi diez años de burbuja en el mercado inmobiliario y de paralelo crecimiento del balance bancario, se prolongó durante cuatro años de incertidumbre y reestructuración, hasta que el 2012 la asistencia financiera europea financiara un programa de resoluciones y recapitalizaciones que, en principio, cubría las necesidades de saneamiento y de capital del sector bancario. En los dos capítulos anteriores hemos realizado un análisis detallado de los mecanismos que el proceso de creación de crédito en los últimos veinticinco años y nos hemos detenido en la reestructuración y reforma financiera como el mecanismo de reparación del canal crediticio. Ahora nos adentraremos en la evolu-

<sup>103</sup> Informe Assets under management, en: <https://axiscorporate.com/wp-content/uploads/2023/07/6a-Edicion-Assets-Under-Management-de-Axis-Corporate.pdf>

ción más reciente del sistema bancario y sus perspectivas: tras la sobre abundancia del crédito previa a 2008, a partir de 2012, el desapalancamiento y la atonía crediticia han marcado un camino difícil, con los niveles de tipos de interés del mercado como principal lastre.

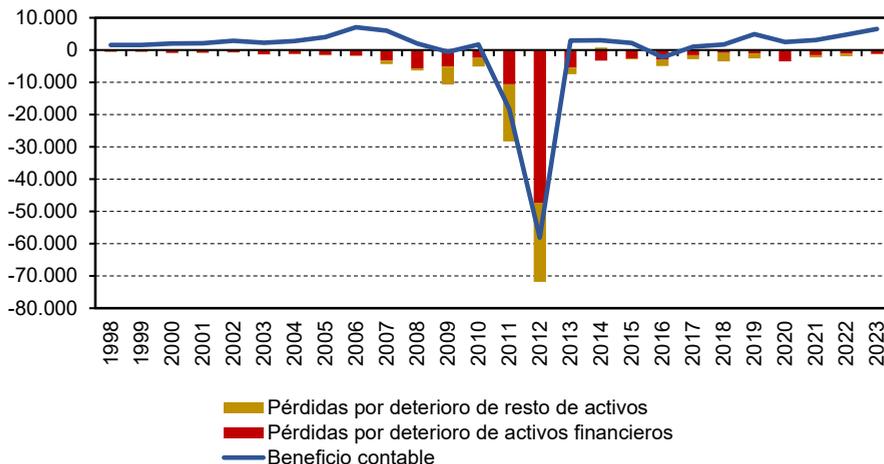
### 3.1. Cuenta de resultados y capital

La consecuencia inmediata de la explosión de la burbuja inmobiliaria en 2008 fue abrir una crisis financiera, fundamentalmente bancaria, toda vez que el grado de bancarización de la economía española situaba a los bancos en el centro del modelo residencial. Los volúmenes masivos que habían financiado los procesos especulativos vinculados a la calificación masiva de suelos urbanizables, la urbanización de terrenos, muchas veces en manos privadas a través de convenios urbanísticos, y la construcción masiva de viviendas, estaban detrás de las cifras sin precedentes que albergaban los balances bancarios. El final de la euforia dio paso al pánico, alimentado además por la crisis internacional abierta en EE. UU., y centro en la calidad crediticia los siguientes cuatro años: la sobrevaloración de terrenos y promociones, el hundimiento de las empresas promotoras y el contexto de brecha de asequibilidad en el comprador final.

Las provisiones de crédito y participadas así como las pérdidas asignadas a los adjudicados desembocaron en la cuenta de resultados y absorbieron el capital

Gráfico 96

#### BENEFICIO NETO Y PÉRDIDAS POR DETERIOROS 1998-2023 (Datos anuales en millones de euros)



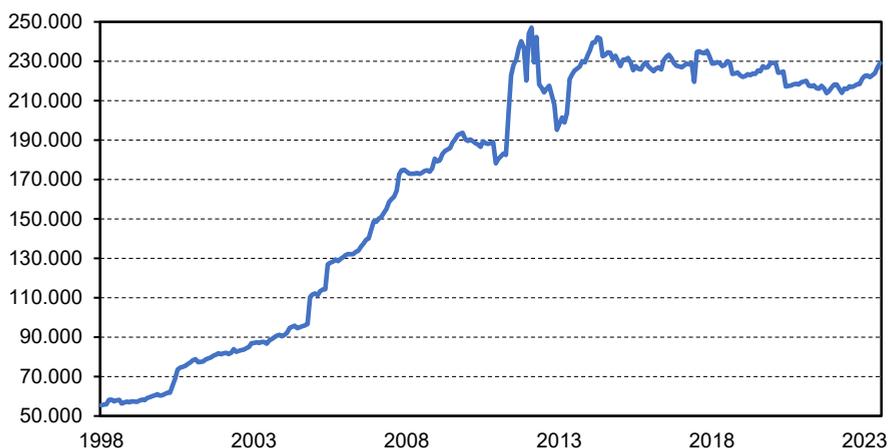
Fuente: Banco de España.

en volúmenes que hicieron necesario un amplio proceso de recapitalización, en el mercado para la mayor parte del sistema –el 65 % del balance total, aproximadamente– y con ayudas públicas de reestructuración o de resolución en el resto. La suma de las pérdidas por deterioro que pasaron por la *cuenta de resultados* de las entidades de depósito, tanto de activos financieros como de otros activos, se elevó a 157.145 millones de euros entre 2008 y 2022, concentrados entre 2011 y 2012. Las correspondientes al saneamiento crediticio engrosaron los saldo de activos fiscales al poder materializarse por su neto de impuestos.

Otra parte de los saneamientos necesarios en el crédito, las participadas o los activos adjudicados no pasó por resultados sino que directamente fue posible cargarla contra el patrimonio neto, a través de los ajustes de valoración. Los impactos en resultados y en *patrimonio neto* –en conjunto, los saneamientos efectuados– determinaron las fuertes necesidades de capital que afloraron después de explotar la burbuja en 2007-2008, en un proceso relativamente lento, concentrado entre 2010 y 2013, aunque extensible hasta 2017 si consideramos la caída en ese año de Popular. Las pérdidas que provocaron sus préstamos, durante los cuatro años que culminaron en 2012, terminaron por cuestionar la viabilidad y la suficiencia del capital, como hemos analizado en los capítulos anteriores, haciendo precisa la asistencia financiera cuando la urgencia de las intervenciones públicas entró en contradicción con la crisis del mercado de deuda pública y del propio euro como moneda común.

Gráfico 97

### PATRIMONIO NETO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO (Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Respecto a la forma y velocidad con que unas u otras entidades desarrollaron estrategias corporativas para ejecutar sus saneamientos y cubrir los déficits de capital resultantes, mediante operaciones corporativas, destrucción de activos ponderados por riesgo o ampliaciones de capital, suscritas privadamente o por las autoridades públicas, fueron determinantes sus diferentes estructura jurídicas: cajas de ahorros, bancos o cooperativas de crédito. En cualquier caso, como hemos señalado ya, no fue el formato jurídico el elemento diferencial en la suerte de las entidades sino su grado de exposición inmobiliaria en España, origen de sus pérdidas acumuladas y su peso en las cuentas de resultados y el patrimonio neto.

Superada la etapa de saneamiento, concentrada entre 2008 y 2012, las cuentas de resultados de las entidades bancarias estuvieron marcadas por los márgenes de interés, que estarían sometidos a grandes cambios entre 2013 y 2023. Estos cambios eran el resultado de dos elementos básicos que configuran los márgenes: 1) los volúmenes, es decir, los saldos de activo y pasivo que devengan interés y 2) los precios dependientes fundamentalmente del proceso de traslación de los tipos de interés de referencia de la política monetaria a las operaciones nuevas o referenciadas de uno y otro lado del balance.

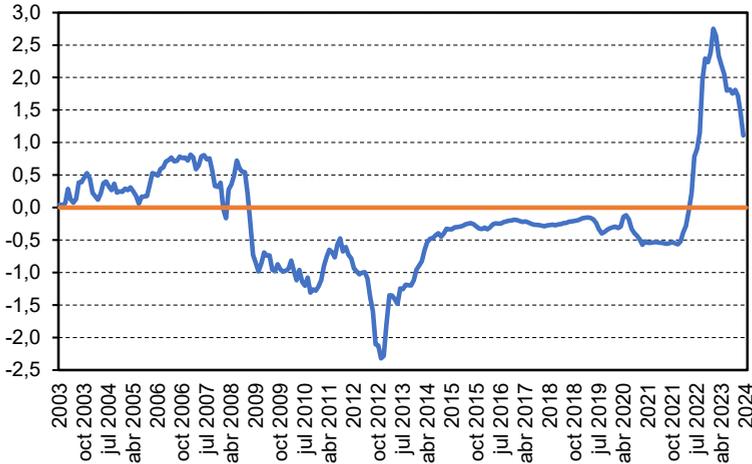
La permanencia de los tipos de interés del BCE en niveles cero o negativos durante el periodo 2012-2022, casi diez años supuso un dramático desafío para las cuentas de resultados de los bancos, precisamente en un periodo en el que era necesario acumular resultados y rentabilidad para reforzar el capital en todas las entidades y devolver las ayudas en las que estaban en procesos de reestructuración. Con los tipos de referencia en el nivel ELB, las entidades no podían situar la retribución de los depósitos de sus clientes minoristas por debajo del euríbor, terreno negativo imposible desde un punto de vista comercial. Al otro lado del balance, los préstamos a largo plazo ajustables con el euríbor, se reprecaban sobre la base de tipos negativos, lo que reducía significativamente los tipos efectivos. Por eso, las entidades impulsaron los tipos fijos en los préstamos nuevos, una estrategia que desde 2022 se ha vuelto en contra dada la normalización del euríbor.

Además, la anulación masiva de cláusulas suelo resultado las denuncias colectivas de determinadas asociaciones y de las sentencias desfavorables a las entidades de muchas entidades de los tribunales.

El ascenso de los tipos del BCE ha permitido pues mejoras en los márgenes. Por los préstamos, en la parte ajustable al euríbor o a otras referencias, y por los depósitos, como hemos visto ya. Los bancos estuvieron prácticamente diez años sin retribuir los depósitos, evitando situarse en el terreno negativo con los clientes minoristas. Después, con el euríbor en territorio positivo y al alza, los depósitos de clientes han mantenido un retardo en su subida. Los bancos han modificado la sensibilidad de las remuneraciones de los depósitos al ascenso del euríbor respecto al patrón histórico, como muestra el gráfico adjunto. El diferencial entre el euríbor y el tipo medio de los depósitos publicado por el Banco de España cambió de signo –de negativo a positivo– cuando comenzó a ascender aquél. Tras un largo periodo,

Gráfico 98

## DIFERENCIA EURÍBOR-TIPO MEDIO DE NUEVOS DEPÓSITOS DE HOGARES 2003-2024



Fuente: Banco de España.

de 2008 a 2022, los diferenciales vuelven a ser positivos, aunque muy superiores a los de previos al periodo de diferencial negativo.

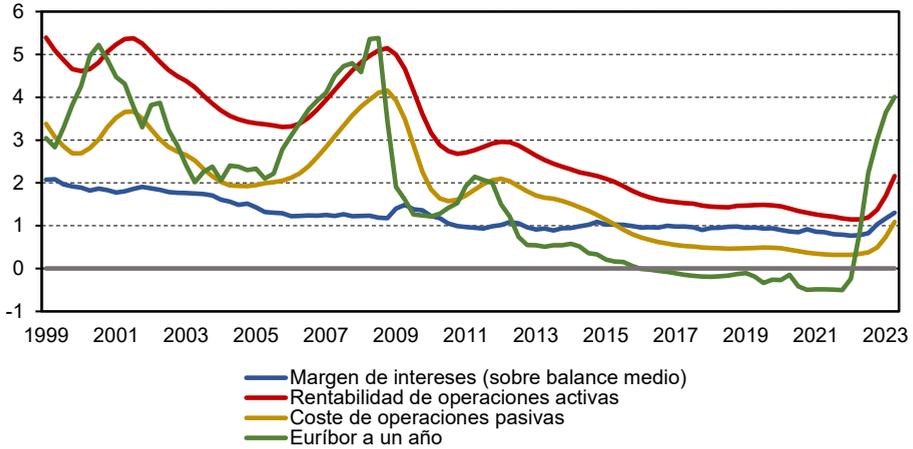
El largo periodo de tipos negativos parece haber contribuido a una banalización de los depósitos de clientes, cuyas consecuencias todavía percibimos en el surgimiento de las criptomonedas y otras formas alternativas de posicionamiento de la liquidez, mientras los bancos mantienen una demanda de reservas en el BCE –activos líquidos sin riesgo– muy superior a la históricamente normal. La normalización de los tipos del mercado a partir de 2022 terminará previsiblemente con esta banalización.

Sin embargo, por el lado de los volúmenes el panorama es menos positivo. El crédito ha seguido cayendo en España, a diferencia de lo que sucede en el resto de la zona del euro. El crédito hipotecario destinado a vivista de los hogares, especialmente, con amortizaciones anticipadas aceleradas por los clientes, ante los tipos más altos y la escasa retribución de los depósitos bancarios.

En definitiva, el ascenso del margen de intereses registrado por los bancos en su negocio en España en 2022 y, sobre todo, en 2023, con ser muy fuerte, resulta frágil, por cuanto se apoya en el ascenso de las rentabilidades del activo por encima de los costes del pasivo y no en el aumento del crédito. El gráfico 99 compara el margen de intereses sobre balance medio con la rentabilidad del activo y el coste del pasivo.

Gráfico 99

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO  
(Porcentajes sobre balance medio y euríbor)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 100

RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS (ROE) DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO 1998-2023



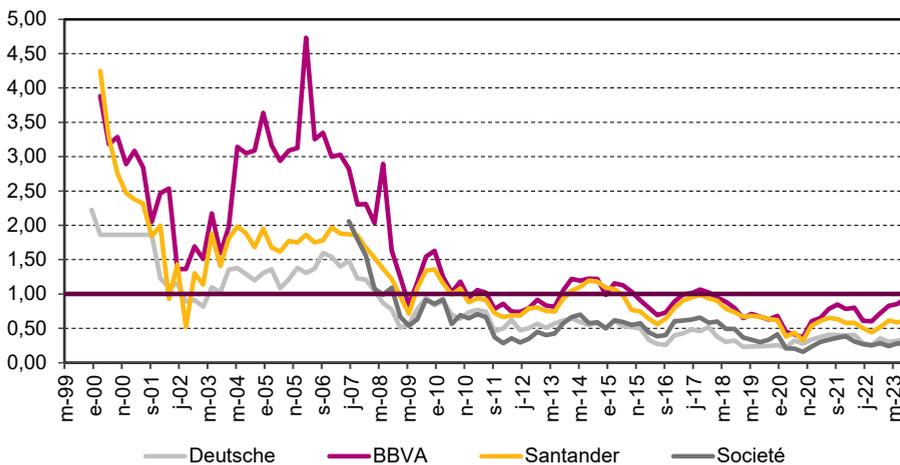
Fuente: Banco de España.

Aun así la rentabilidad sobre recursos propios (*ROE*) se ha recuperado intensamente entre 2021 y 2023 como se muestra en el gráfico 100.

La consecuencia de todo ello ha sido una mejora sustancial de las condiciones de cotización en bolsa de las acciones bancarias. La ratio del precio sobre el valor contable por acción (*PBV*), que se muestra en el gráfico siguiente entre 1999 y 2023 para distintos bancos internacionales, ha estado por debajo de 100 prácticamente desde 2008. Solo ahora comienza ya consolidarse algo por encima de ese umbral, indicando que el mercado considera probable que los futuros *ROE* del banco consigan batir el coste de capital (y que ya no existen pérdidas contablemente ocultas en los balances).

Gráfico 101

### EVOLUCIÓN DEL PRECIO SOBRE VALOR EN LIBROS (*PBV*) DE BANCOS EUROPEOS SELECCIONADOS 1999-2023



Nota: Datos trimestrales. Último, 30 de septiembre de 2023.

Fuentes: AFI, Bloomberg.

La magnitud del ajuste en empleados y oficinas – gráfico 102– que supuso el proceso de reestructuración del negocio en España de las entidades bancarias ha sido una condición necesaria para la recuperación de la rentabilidad sobre los recursos propios (*ROE*) del periodo. Ello ha apelado tanto a todos los bancos, estuvieran o no sometidas a planes de reestructuración oficiales, pero no ha sido suficiente para evitar que siga siendo un proceso largo y jalonado de dificultades para muchas entidades.

Conviene recordar finalmente el proceso de digitalización global que también es impulsado por los bancos lo largo de todo el periodo estudiado y sobre todo,

Cuadro 17

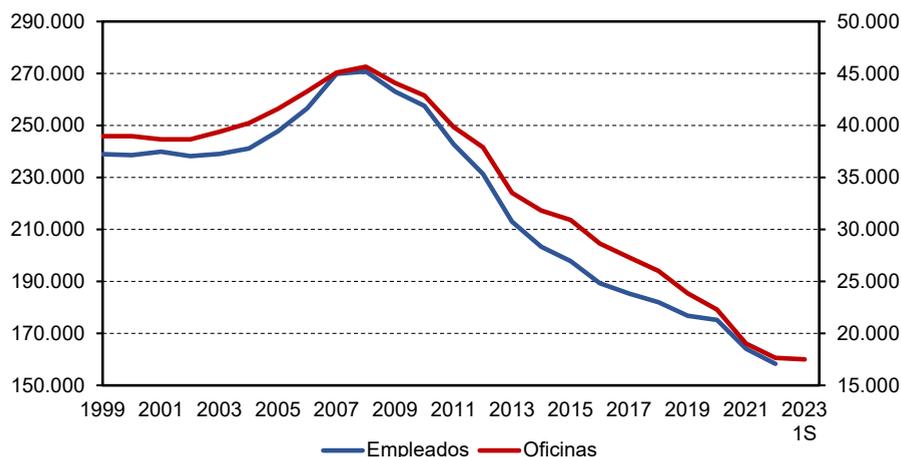
### CUENTA ESCALAR DE RESULTADOS DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO (En porcentaje sobre ATM o sobre concepto especificado)

	2000	2007	2010	2012	2018	2022	2023 1S
Productos financieros	5,12	4,68	2,54	2,37	1,38	1,70	2,84
Costes	3,29	3,45	1,55	1,41	0,40	0,67	1,54
Margen de intereses	1,83	1,22	0,99	0,96	0,98	1,03	1,30
Rendimiento instrumentos de capital y otros productos y gastos	1,36	1,29	1,07	0,86	1,03	0,93	0,99
Margen bruto	3,19	3,19	3,19	1,82	3,19	3,19	2,29
Gastos de explotación	1,97	1,09	1,00	0,86	1,10	0,89	0,93
Del cual de personal	1,17	0,67	0,60	0,48	0,58	0,47	0,48
Otros resultados de explotación	1,11	0,57	0,70	6,26	0,23	0,24	0,25
Resultado de la actividad de explotación	0,11	0,86	0,36	-5,30	0,67	0,83	1,11
Resultado de productos y costes	0,64	0,43	0,47	3,26	0,53	0,09	0,02
Beneficios antes de impuestos	0,74	0,97	0,13	-8,34	0,33	0,71	1,10
Rentabilidad media de fondos propios	15,32	20,77	5,38	-39,21	6,68	10,20	12,35
Rentabilidad media de operaciones activas	5,06	4,63	2,68	2,76	1,46	1,37	2,16
Coste medio de operaciones pasivas	3,30	3,58	1,61	1,80	0,47	0,49	1,09
Diferencial entre rentabilidad del activo y coste del pasivo	1,76	1,05	1,07	0,96	0,99	0,88	1,07

Fuente: Entidades de depósito, Boletín Estadístico, Banco de España.

Gráfico 102

### EVOLUCIÓN DE EMPLEADOS Y OFICINAS EN ESPAÑA DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO 1999-2023



Fuente: Banco de España.

a partir de la pandemia. Ello ha afectado a las relaciones con sus clientes: ahora un 70 % de la población usa la banca digital para sus operaciones bancarias, una ratio superior a la media europea del 60 %, según Observatorio de la Digitalización Financiera, 2023. Los cambios en los hábitos del consumo, la estrecha relación de competencia y/o cooperación de las entidades bancarias con las *BigTech* y *Fintech*, así como los cambios regulatorios están detrás del avance digital en España.

### ■ 3.2. Un tortuoso y largo proceso de normalización del sistema bancario

Un año después de terminadas las rondas de capitalización mediante ayudas públicas de una parte del sistema bancario español, saltaba la primera piedra en el camino de la recuperación: la cuestión de los activos fidejados. Cuatro años después caía el Banco Popular. Las crisis de varios bancos en distintos países, en 2023, han vuelto a despertar los debates sobre las crisis bancarias. La recuperación de los bancos ha sido un tortuoso camino desde 2012.

#### ■ 3.2.1. El legado de los activos fidejados

En una Nota Informativa del 3 de diciembre de 2013<sup>104</sup>, el Banco de España aclaraba el tratamiento de los *activos fidejados diferidos* que se habían acumulado como consecuencia del provisionamiento del crédito (ver gráfico). La nueva normativa internacional de solvencia (*CRR* y *CRD IV*), aprobada en junio de 2013, y que entraba en vigor en enero de 2014, introducía, como novedad que los activos fidejados diferidos de la banca se deducirían de los recursos propios computables (en concreto del *Core capital*, *CET1*) por prudencia, al considerarse que, en general, no está garantizado que mantengan su valor en caso de dificultades para la entidad.

Esta deducción hubiera podido tener un *impacto en capital muy superior en España* —en todos los bancos, participados o no por el FROB— que en el resto de los países sujetos a esta normativa internacional de solvencia, debido al carácter especialmente restrictivo de la normativa fiscal española, que se manifiesta por dos vías. La primera de ellas, era el tratamiento aplicable en caso de que una empresa declarara pérdidas en sus estados financieros. En algunos países, cuando una empresa declara pérdidas, la hacienda pública le devuelve parte de los impuestos que ha pagado en ejercicios anteriores (con una limitación temporal), pero en España la empresa debe volver a obtener beneficios en los años posteriores para que esta compensación pueda tener lugar. La segunda era que la normativa fiscal española no reconoce como fiscalmente deducibles diferentes saldos recogidos como gasto en los estados contables, al contrario de lo que ocurre en la legislación

<sup>104</sup> Publicada en [https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/Briefing\\_notes/es/notabe03-12-2013.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/Briefing_notes/es/notabe03-12-2013.pdf)

fiscal de otros países de nuestro entorno. Esto afecta a las provisiones genéricas que realizan los bancos españoles, que no son consideradas por nuestra legislación fiscal como gasto deducible en el momento en que se constituyen, sino solo, en su caso, cuando se convierten en provisiones específicas correspondientes a riesgos determinados; al aplicar en España la nueva normativa de solvencia se hubiera producido la paradoja de que mayores coberturas en provisiones llevaran a mayores deducciones en los capitales regulatorios.

Gráfico 103

### EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FISCALES TOTALES (Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Para adecuar la legislación española y evitar un impacto adverso de la vigente hasta entonces, se llevó a cabo la modificación de la Ley sobre el Impuesto de Sociedades, permitía, por lo que se refiere a las entidades de crédito, corregir esta situación, garantizando el valor de una parte de los activos fiscales diferidos, sin una merma significativa de ingresos públicos, dado que el mecanismo de protección del valor de esos activos, que permite su no deducibilidad del capital regulatorio de las entidades, se activará solo en supuestos de reducida probabilidad de ocurrencia.

En efecto, los activos fiscales diferidos seguirán teniendo, en principio, el mismo tratamiento que hasta entonces: se recuperan en el ejercicio en que revertan las diferencias temporarias (gastos contables que inicialmente no son fiscalmente deducibles, pero que sí lo pueden ser en un futuro, como es el caso de las provisiones genéricas), o imponibles positivas futuras. Solo si una entidad no pudiera revertir esas diferencias temporarias en un plazo de 18 años, o llegara a liquidarse,

a incurrir en situación de insolvencia, o a presentar pérdidas contables, los activos fiscales diferidos se convertirían en un crédito directo contra la hacienda pública (en el caso de pérdidas contables, la transformación no sería íntegra, sino solo en la proporción que las pérdidas representen sobre los fondos propios).

### ■ 3.2.2. *La caída del Banco Popular en 2017*

La crisis del Banco Popular, cinco años después de la reforma del sistema y de las recapitalizaciones finales de 2012, fue la constatación, en su versión más dramática, de las dificultades generadas por el largo periodo de recuperación desigual y muy bajos tipos de interés al que las entidades bancarias hubieron de enfrentarse, frente a lo previsto en sus planes, después de 2012. Estas dificultades alcanzaron a todas las entidades españolas: las que trataban de superar sus periodos de reestructuración y de devolver, en su caso, las ayudas recibidas; las que habían absorbido entidades en resolución y confiaban en un entorno más favorable, las grandes entidades internacionalizadas, enfrentadas a episodios de crisis como el Brexit, la guerra comercial entre China y EE. UU. o el hundimiento de la movilidad internacional con el COVID 19. O las que, como Popular, habían superado 2012 sin ayudas públicas pero para las que el difícil entorno comprometía más si cabe la consecución de objetivos o la mera supervivencia.

El 7 de junio de 2017, la JUR adoptó el dispositivo de resolución de Banco Popular tras haber constatado que se cumplían las condiciones para declarar a la entidad en resolución: la inviabilidad de la entidad, consecuencia de un problema severo de liquidez. Ese mismo día, el consejo de administración de la propia entidad ya había comunicado al BCE que concurría en la misma la condición de inviable, al incumplir de manera significativa la ratio de cobertura de liquidez.

El banco había iniciado un proceso corporativo que restaurar la viabilidad, pero la JUR constató, en estrecha cooperación con el BCE, que en el momento en el que se declaró la inviabilidad de la entidad, ninguno de los participantes en el proceso de venta privado que la entidad había abierto, había presentado una oferta por la misma; y que la entidad no podía llevar a cabo operaciones de mercado que le permitiesen generar liquidez en plazo, sin que, además, el Banco de España pudiese otorgarle más provisión de liquidez de emergencia (ELA). Dispositivo de resolución.

La resolución de la entidad se consideró necesaria por razones de interés público. La JUR concluyó que la resolución era necesaria y proporcionada para garantizar la continuidad de las funciones críticas que desempeñaba Banco Popular y evitar efectos perjudiciales para la estabilidad financiera, previniendo el contagio de su situación al resto del sistema. Además, la liquidación de la entidad bajo el procedimiento concursal ordinario no permitiría alcanzar dichos objetivos en la misma medida que la resolución.

### ■ 3.2.3. *Los casos de las crisis bancarias de SVB y Crédit Suisse en 2023*

La crisis de los bancos regionales de 2023 en EE. UU. también merece un comentario. El Silicon Valley Bank (SVB) era el banco de Silicon Valley, es decir, la entidad de referencia de la microrregión más próspera del planeta. La vertiginosa quiebra y resolución de la decimosexta entidad del ranking en EE. UU. es uno de esos accidentes que ocurren cuando nadie lo espera y desatan una cadena de culpabilizaciones. Acusaciones de ceguera ante los riesgos provocada por la arrogancia —el pecado atribuido por muchos a los exitosos innovadores tecnológicos—, solicitudes desesperadas y urgentes de ayuda gubernamental de los líderes empresariales locales, junto a la crítica a los supervisores, que no parecían haber detectado el problema. En todo caso, es claro que ha sido un caso accidental y no extrapolable. También, que generará incertidumbre y la necesidad de muchas explicaciones.

Con una cuota del 25 % en el área, su modelo de negocio estaba construido a la medida de su microcosmos. Por una parte, sus clientes eran fondos de capital riesgo de los que captaba sus excedentes de tesorería —en gran parte, la liquidez desembolsada y aun no invertida—. En menor medida, profesionales, a los que daba un servicio de banca privada. Los depósitos se elevaban a 175.000 millones de dólares al cierre del pasado año. Además, proporcionaba préstamos, mayoritariamente a las empresas, por unos 73.000 millones. Se trataba pues de una entidad mediana con un modelo híbrido, concentrado sectorial y localmente.

Pero sus problemas terminales no surgieron directamente de su confusa naturaleza, sino de un accidente: la fatal decisión de cartera tomada en pleno ascenso de los tipos de interés en dólares. El Nasdaq —el índice en que el propio banco cotizaba— había alcanzado en noviembre de 2021 un pico al que seguiría una gran corrección de cotizaciones tecnológicas. Los gestores financieros del banco debían estar nerviosos por el nada productivo exceso de liquidez de su posición, la baja rentabilidad de sus préstamos o todo a la vez. El banco aumentó su cartera de deuda a medio y largo plazo en 91.000 millones de dólares, financiados con depósitos de sus clientes a corto plazo, a rentabilidades que todavía subirían mucho más en los meses siguientes. Comenzaron a comprar cuando la rentabilidad de los bonos del Tesoro había subido al 1,5 %, pero todavía subiría hasta el 3,7 %, el nivel en que parece haberse estabilizado recientemente.

En cualquier caso, más allá de equivocada, se trataba de una decisión alejada de toda buena práctica financiera. Con una base de depósitos exigibles a muy corto plazo, invertir un volumen brutal —representaba casi la mitad del activo— en bonos a medio largo plazo exponía descarnadamente al banco a la suerte de la evolución futura de los mercados. Y así fue que el ascenso adicional de los tipos de interés generó minusvalías equivalentes a todo su capital (más de 15.000 millones). La caída en bolsa de la entidad despertó la inquietud de los depositantes, que escapaban el jueves y viernes en estampida, provocando la crisis de liquidez, la

intervención inmediata y resolución de la entidad. Los clientes se enfrentaban a la posibilidad de perder parte de sus depósitos, pero el fondo de garantía (el FDIC) anunció el domingo que, para evitar contagios, garantizaba todos los depósitos, respaldado por las aportaciones del sector bancario, abriendo además la Reserva Federal una nueva línea de generosa financiación a los bancos que lo precisaran por eventuales salidas de sus bases de depósitos. La canción triste terminaba siendo agrídulce.

Más allá de estas tensiones en la banca regional en EE. UU., la crisis de Credit Suisse es el caso más relevante en Europa, aunque también es muy singular<sup>105</sup>. El desencadenamiento de la crisis fue rápido. El apoyo extraordinario de liquidez (unos 50.000 millones de euros suministrados por el Banco central de Suiza, con la garantía del Gobierno) no fue suficiente y el banco entró en una fase de cuestionamiento de su viabilidad. La solución fue una fusión con UBS, sin llegar a utilizar el marco de resolución bancaria.

Lo más relevante fue el hecho de que en la fusión no parecía haberse respetado el principio generalmente aceptado de *jerarquía de acreedores* (aplicado en resolución y liquidación de los banco y que en la crisis española se denominó el *bail-in* y el *burden sharing*). Esta obliga, primero, a la absorción de pérdidas de los accionistas, para continuar dicha absorción con los acreedores subordinados. La quita de valor (unos 16.000 millones de euros) anunciada para los instrumentos adicionales de capital (AT1) emitidos por Credit Suisse, sin haber cargado pérdidas contra el capital básico de la entidad, generó un gran revuelo en los mercados. Las normas en la UE no hubieran permitido esta alteración de la jerarquía. Pero al no haber conducido la crisis hacia una resolución, la aplicación de la regla del *bail-in* previa valoración de la entidad no era automática.

Para evitar distorsiones de expectativas, el BCE, la Junta Única de Resolución del MUR y la Autoridad Bancaria Europea (EBA) llegaron a publicar un comunicado conjunto, intentando limitar daños al mercado de AT1. Todo esto se habría evitado si se hubiera aplicado el marco legal de resolución que fue consensuado internacionalmente en el marco del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB).

Estos casos de crisis bancaria eran en realidad meros accidentes singulares, no han tenido un carácter sistémico ni han disparado una crisis más amplia.

### ■ 3.3. Del exceso de crédito a la larga atonía

Los bancos financiaron al inicio del periodo estudiado la fuerte expansión de la construcción de viviendas y la escalada de precios, cada vez más especulativa. Cuando la burbuja explotó en 2007, el sistema bancario sufrió directamente las con-

<sup>105</sup> Ver Antonio Carrascosa, "¿Para qué sirven las normas de resolución bancaria?", *Expansión*, 20, marzo, 2023.

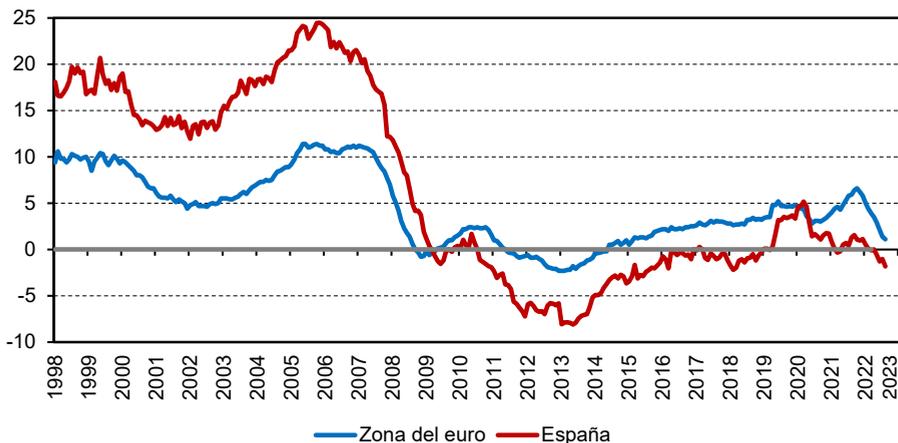
secuencias. Al romperse el canal crediticio, toda la economía y la sociedad sufrieron la devastación del desempleo, la recesión y el bajo crecimiento.

Las pérdidas sobre el crédito concedido provocaron una crisis bancaria sistémica. Ésta generó un parón crediticio, un fuerte *stock* de viviendas sin vender y un bloqueo de la construcción de viviendas nuevas. Se abrió una etapa de unos diez años de reforma, concentración y recapitalización de las entidades. Mientras, la economía sufría una crisis de una intensidad sin precedentes en todos los ámbitos y los precios de la vivienda se corregían hasta niveles más compatibles con la asequibilidad. La atonía del crédito posterior a 2017 es resultado de que la absorción del *stock* de viviendas sin vender, proceso que está siendo muy largo. El rebote de precios que la escasez de viviendas adecuadas a los perfiles de la demanda está propiciando desde 2016, no facilita el proceso. En todo caso, ya hemos podido acercarnos a los múltiples cambios estructurales que se acumulan desde 2008.

En el gráfico adjunto puede contemplarse el crecimiento del crédito privado total en los veinticinco años analizados, comparando España con el conjunto de la UEM. Destacan los diez años de altas tasas de los años previos a 2008, que duplican las registradas en la UEM. Después, el crédito entra en territorio de tasas negativas para estabilizarse en el crecimiento del entorno del cero a partir de 2017, contrastando con el ritmo algo más vivo de la UEM. Solo en los años de la pandemia 2020-2021 el crédito mostró un comportamiento algo más vivo. A los diez años de expansión han seguido pues 15 de caída o atonía.

Gráfico 104

### CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO PRIVADO EN ESPAÑA Y LA UEM (1998-2023)

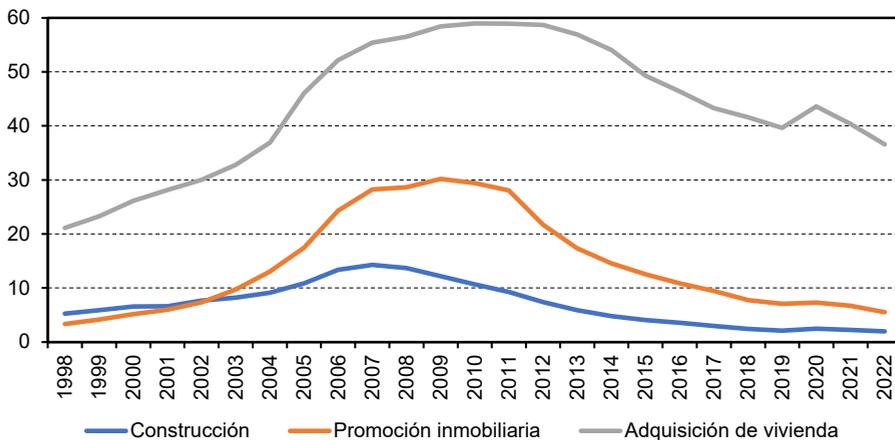


Fuente: Banco de España.

El comportamiento del crédito total en España se explica por la expansión y caída del crédito relacionado con la evolución del mercado de la vivienda: construcción, promoción y financiación al comprador final. En el gráfico 105 se observan los pesos sobre PIB de estos tres competentes del saldo de crédito privado. El agregado de los tres –que como veremos llegó a suponer el 60 % del crédito privado total– alcanzaba el 100 % del PIB en el entorno de 2008, de los que algo más de 40 puntos correspondían a la suma de construcción y promoción. Este es un indicador claro de la naturaleza de la burbuja.

Gráfico 105

### SALDOS VIVOS DEL CRÉDITO RELACIONADO CON MODELO RESIDENCIAL 1998-2022 (Porcentajes sobre el PIB)



Fuente: Banco de España.

El proceso especulativo del mercado inmobiliario había hecho que la financiación a la construcción y la promoción llegara a ser el 40 % del PIB. En paralelo, la financiación de viviendas a los hogares alcanzaba el 60 %. Hay que tener en cuenta que estas cifras son resultado de dos componentes: de un lado, las unidades de hipotecas sobre suelos, viviendas en construcción o viviendas terminadas y, de otro, los precios. Una parte importante del crecimiento monetario del crédito estaba relacionado con el boom de construcción medido en número de viviendas financiadas, pero otro estaba inflado con la escalada de precios y con la tasación de suelos y proyectos sin terminar.

El descenso posterior del saldo de crédito a promoción y construcción fue gradual, hasta alcanzar un peso en el PIB menor del 10 % actual. Es resultado de varios factores de distinto signo que actuaron paralelamente: de una parte, con

un sentido positivo, la gestión del legado inmobiliario de suelos, puestos en carga para evitar su devaluación de la continuación, la finalización de las edificaciones sin terminar cuando estalla la crisis; de otra, reduciendo la ratio, la transformación de préstamos promotor en préstamos a los hogares conforme se entregaban viviendas terminadas, la transformación en activos adjudicados de los saldos fallidos ejecutados o negociados por dación en pago, así como de la ralentización de la nueva promoción. Aunque el peso del crédito a los hogares tiende a descender más lentamente que el correspondiente a la fase constructiva, el total de los tres conceptos muestra una caída muy significativa.

En las tablas adjuntas puede contemplarse la evolución del saldo vivo del crédito bancario y su estructura por sectores, desglosando los servicios inmobiliarios, el subsector en que la estadística del Banco de España incluye, dentro de servicios, la promoción.

Después de la burbuja inmobiliaria (1998-2008) a la que el sector bancario había financiado con holgura, exceso y un sesgo al incluir expectativas en las valoraciones subyacentes a la tasaciones en suelos y promociones, sucedió un largo periodo de ajuste y parón crediticio (2008-2014). Este no solo afectó al sector inmobiliario sino también para todos los sectores, que vieron que su acceso al crédito se racionaba o restringía. El capital se había convertido en un recurso escaso y reducir las necesidades de capital –los APR– era la prioridad en las estrategias de las entidades. Los reguladores y supervisores actuaron procíclicamente, aumentando los requerimientos de capital y las coberturas del riesgo de crédito, de cumplimiento imposible para una parte del sistema, en el contexto de la crisis financiera internacional y de desconfianza del mercado respecto a la salud de los bancos. Los bancos tuvieron que reducir sus necesidades de capital, reduciendo sus APR, y en muchos casos, precisaron incluso de inyecciones públicas que se condicionaron a la máxima aportación posible de recapitalización interna y al seguimiento de planes de reestructuración o de resolución, respectivamente, según las entidades fueran viables o no.

### ■ 3.3.1. Efectos de reasignación del crédito

La burbuja había provocado una crisis bancaria y ésta una recesión profunda y larga, que se prolongaría en un periodo de atonía del crédito y de reasignación del mismo entre sectores: la industria no ha recuperado las proporciones de crédito previas a la burbuja, a pesar de que el crédito inmobiliario, que era el 25 % del total del crédito vivo a empresas en 2000, no llega al 18 % en 2022, un peso inferior al previo a la burbuja y desde luego, al 44 % de 2010 (40 % de los servicios no inmobiliarios), proporción indicativa de la envergadura del efecto desplazamiento que había provocado en los demás sectores durante la burbuja. Los servicios no inmobiliarios han recuperado su peso. En términos de saldos vivos de crédito a empresas, la industria ha pasado de un 26 % en 2000 a un 20 % en 2022, con los servicios no inmobilia-

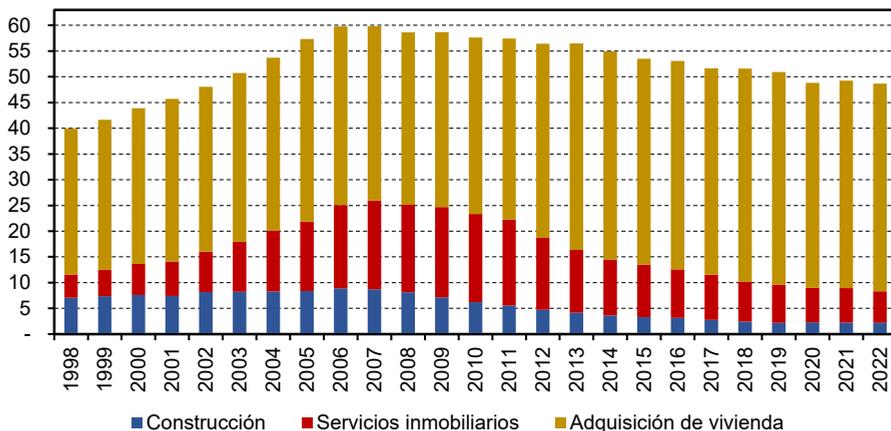
rios pasando del 44 % al 58 % en el mismo periodo (ver cuadro 17). El proceso de producción de crédito ha sido el hilo conductor de estos cambios.

Después de 2014 se abrió un periodo de ya casi diez años de atonía del crédito. El descenso extraordinario de los tipos de interés del euro condujo a impactos negativos en los márgenes de intereses de todas las entidades que se unía al efecto que con el mismo sentido estaban provocando las caídas de los saldos de crédito. Todo ello impedía una estabilización de su percepción sobre la suficiencia de capital. La preocupación de las entidades parecía ser mayor respecto al cumplimiento de las nuevas exigencias de capital o MREL, que por crecer en balance.

En paralelo, la devaluación interna de los salarios y el excedente de viviendas sin vender –heredado de la burbuja– impedían consolidar una demanda de vivienda en propiedad y, por tanto, de crédito. Por si fuera poco, los precios de la vivienda y las rentas del alquiler han reiniciado una senda ascendente desde 2016, muy pronunciada en ciudades como Madrid o Barcelona. La construcción de viviendas nuevas está en mínimos históricos, pero la creación potencial de hogares sigue embalsando una demanda de vivienda que no se materializa porque en este periodo los bancos ya no financian proyectos inmobiliarios en los que no estén aseguradas las ventas en firme por parte de los promotores, es decir, que no estén basados en la asequibilidad.

Gráfico 106

### PROPORCIÓN SOBRE EL TOTAL DEL CRÉDITO RELACIONADO CON EL MERCADO INMOBILIARIO 1998- 2022 (Porcentajes)



Fuente: Banco de España.

Cuadro 18

### CRÉDITO A LAS ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (Miles de millones de euros)

	2000	2007	2010	2012	2018	2022	2023 1S
Sector primario	13,1	25,2	23,1	20,2	21,2	22,6	20,9
Industria	78,6	141,6	152,4	131,1	106,0	106,9	103,9
Construcción	42,6	153,5	114,5	76,2	27,4	24,6	24,5
Actividades inmobiliarias	33,6	303,5	315,8	224,0	93,4	74,0	71,4
Resto servicios	134,1	319,3	407,1	378,2	296,0	314,2	304,3
Total crédito	302,0	943,1	1.012,9	829,8	545,6	542,6	525,0

Fuente: Entidades de crédito y EFC, *Boletín Estadístico del Banco de España*.

La digestión de la compleja situación del sector promotor derivaba, en el mejor de los casos, en la subrogación del crédito al comprador final de cada vivienda, una vez terminada y vendida una promoción residencial. Sin embargo las cifras nos dicen que ese ha sido un resultado lento e muy incompleto. En el gráfico 106, la proporción del crédito relacionado con la actividad inmobiliaria sobre el crédito total –descendente, como hemos visto– se mantiene en el entorno del 50 %, después de haber alcanzado el 60 %, aun minimizándose el peso de la promoción y la construcción.

Todo ello refuerza la tesis que defendemos aquí: el origen del exceso de crédito que provocó de la crisis inmobiliaria de 2008 no estaba en el conjunto del crédito sino en el destinado a la promoción. Las dificultades para reabsorberlo dominaron toda la década posterior a 2012 y por supuesto el periodo de reestructuración del sistema bancario 2008-2012.

### 3.3.2. Efectos de desbancarización

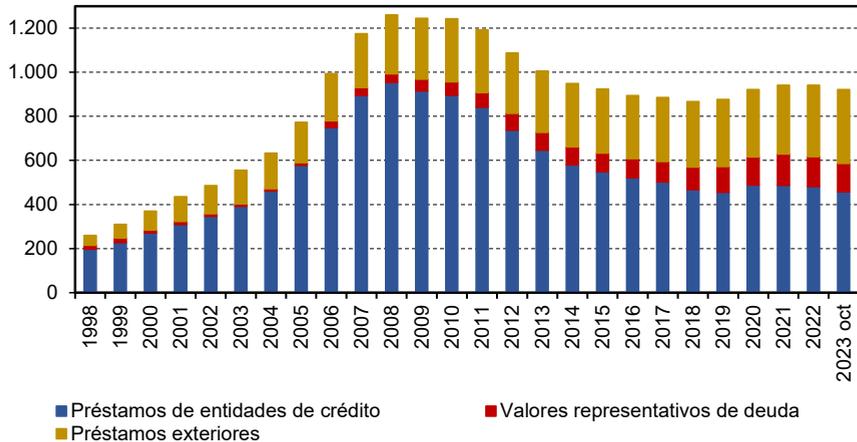
Debemos destacar que esta situación de atonía del crédito concedido por las entidades de crédito no es resultado de un proceso de securitización sustancial por surgimiento sustitutivo de la financiación no bancaria. El efecto trade off o desintermediación entre crédito bancario y financiación en los mercados no ha sido significativo, ni en la evolución más reciente, ni en el periodo de desapalancamiento más agudo posterior a 2008. No ha cambiado pues el patrón de sesgo muy bancarizado que ha caracterizado históricamente la financiación empresarial en España. En el gráfico 107 se muestra la evolución.

El peso de los valores de deuda en la financiación total muestra una caída importante a lo largo de los años de la burbuja, hasta mínimos del de casi el 1 % en 2005, para observar después de ese año una lenta recuperación, más relacionada con la reasignación del crédito a empresas por la caída de la construcción y de la promoción inmobiliaria (ver gráfico 108).

Gráfico 107

## EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA Y NO BANCARIA A SOCIEDADES NO FINANCIERAS 1998-2023

(Miles de millones de euros)



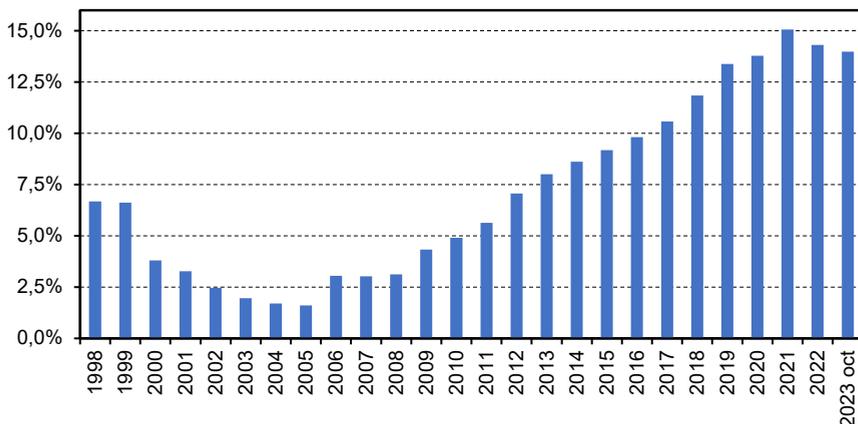
*Nota:* Incluye préstamos transferidos.

*Fuente:* Banco de España.

Gráfico 108

## PESO DE LA FINANCIACIÓN CON VALORES DE DEUDA DE SOCIEDADES 1998-2023

(Porcentajes)



*Nota:* Incluye préstamos transferidos.

*Fuente:* Banco de España.

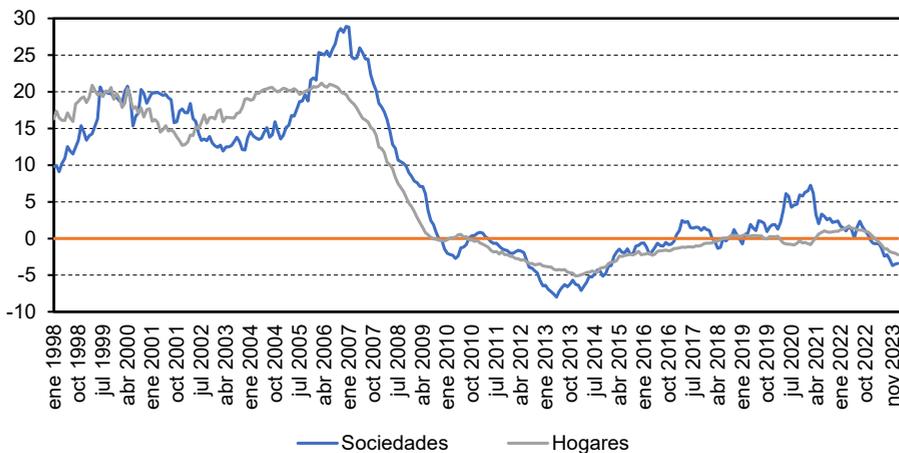
Si bien la financiación con deuda llegó a representar en 2021 el 15,1 % del total de la financiación a sociedades, después se ha reducido en un punto porcentual, hasta el 14 %. En cuanto a los préstamos exteriores, destaca su evolución creciente a lo largo de todo el periodo. Hoy, a septiembre de 2023 mantiene un saldo vivo de 329.400 millones de euros, un 35,9 % de la financiación total a sociedades no financieras, peso que contrasta con el 17,3 % de 1998.

### 3.3.3. Consideración finales sobre la financiación de hogares y sociedades no financieras

Otro efecto a tener en cuenta es el de los préstamos transferidos a lo largo del periodo analizado. Se trata de los préstamos que salen del balance de las entidades de crédito como consecuencia de las titulización con cesión significativa de

Gráfico 109

#### CRECIMIENTO DE LA FINANCIACIÓN TOTAL A HOGARES Y SOCIEDADES (Tasa interanual)



Nota: Incluye préstamos transferidos.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

los riesgos y de la venta o transferencia a unidades externas al perímetro bancario, tales como la Sareb o los fondos de capital riesgo. Estos préstamos transferidos, tengan a los hogares o a las sociedades como prestatarios, reducen los saldos en

<sup>106</sup> Publicadas en el *Boletín Estadístico*, capítulo 3.20 y 3.21.

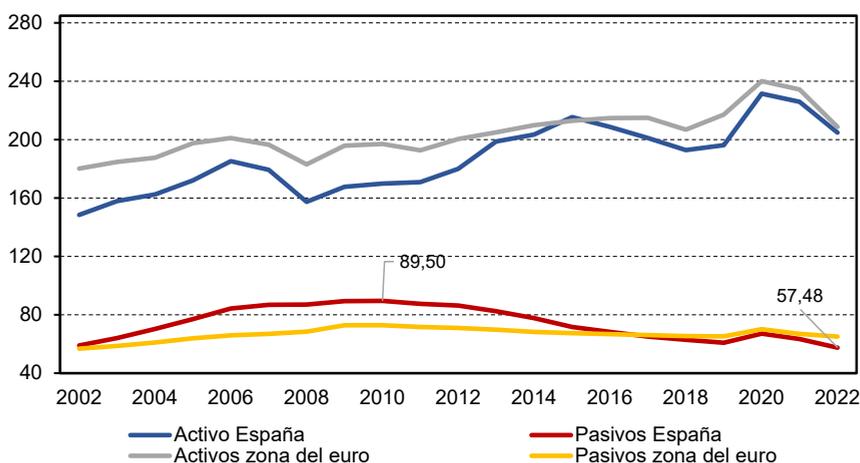
el momento de la transferencia, al reducir el balance de los cedentes, en este caso, las entidades de crédito. Para obtener una perspectiva que refleje la financiación recibida por la economía hemos considerado las series de las Cuentas Financieras que publica el Banco de España<sup>106</sup>, a las que incorporamos los saldos vivos transferidos con el fin de corregir su efecto. En el gráfico 109 mostramos las tasas interanuales de hogares y sociedades no financieras en el periodo analizado.

La pandemia (2020-2021), el resurgir de la inflación de consumo (desde 2021) y el ascenso de los tipos de interés del euro, a partir de 2022, han prolongado la atonía crediticia, de forma que el conjunto de la financiación percibida por hogares desciende, a septiembre de 2023, un 1,9 % interanual. La correspondiente a sociedades también cae, en este caso un 3,7 % interanual, después de haber resurgido breve y limitadamente a mediados de 2020 –con tasa del entorno del 5 %–, para cubrir la congelación de la economía y de la facturación de las empresas durante los confinamientos por la pandemia de COVID-19.

Un último apunte debe ser realizado en relación con el mito que se apunta con frecuencia en los medios sobre la posición financiera de los hogares. Contemplar la visión de los pasivos financieros de los hogares en relación con sus activos, comparando España con la Zona euro, es interesante. Durante el desarrollo de la burbuja

Gráfico 110

### ACTIVOS Y PASIVOS DE LOS HOGARES EN ESPAÑA Y EN LA ZONA DEL EURO 2002-2022 (Porcentaje del PIB)



Nota: Incluye préstamos transferidos.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

y hasta 2016 la brecha entre España y la zona del euro mostraba un mayor peso del endeudamiento de los hogares españoles.

A partir de entonces el endeudamiento de la zona del euro supera ligeramente al de España. En paralelo, los activos financieros de los hogares han aumentado de manera importante, manteniéndose en niveles sobre el PIB muy superiores a los pasivos financieros en ambas áreas. Los hogares, por tanto, tenían un exceso de endeudamiento moderado al final de la burbuja, que durante el periodo 2010 y 2016 pudieron corregir, a pesar de llegar a absorber una parte del legado del stock de las viviendas sin vender.

Estamos pues en 2023, tras once años del saneamiento y reforma del sistema bancario, ante una demanda de crédito que no representa el potencial de creación de hogares ante una atonía del crédito y una oferta que no desarrolla el potencial de suelo disponible, como veíamos en la parte anterior de este trabajo. A este panorama se han unido los efectos de los tipos de interés, que, culminando los ascensos desde 2022, son ya restrictivos, aunque las hipotecas nos son ya tan sensibles a ellos como lo eran en el pasado.

De este análisis extraemos una conclusión. Los precios de la vivienda suben –sobre todo en Madrid y Barcelona– y de forma consistente, es decir, tanto en propiedad como en alquiler; las transacciones se concentran en la segunda mano y la vivienda nueva registra niveles de producción muy bajos; el crédito crece próximo a cero y en 2023 desciende, ¿es que ya no financian vivienda los bancos? Cabe reformular la cuestión: *el sistema ya no financia burbujas*. Aun cuando los bancos necesitarían crecer en balance para consolidar la recuperación de sus márgenes de interés, es posible que el deterioro de la asequibilidad esté provocando una fuerte caída de la demanda pero también un endurecimiento de la oferta de crédito. Después de la reforma financiera es difícil que el sistema bancario vuelva a financiar una burbuja en vivienda.

Surge aquí el hecho singular sobre el que también debemos preguntarnos: ¿qué efectos ha tenido o tendrá en la economía real el largo periodo sin crédito? La expansión moderada, la recuperación del empleo y la actividad y el reequilibrio exterior con la fuerte caída de la deuda externa apuntan cambios estructurales.



**VI**

**EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL CRÉDITO.  
CAMBIO ESTRUCTURAL Y REEQUILIBRIO  
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**



La crisis del canal de la creación de crédito, provocada inicialmente por las pérdidas del riesgo inmobiliario, impactó en el crédito, la actividad y el empleo. La calidad de los balances bancarios ha condicionado el comportamiento de toda la economía en los periodos 2008-2021 y 2022-2023. Cabría defender la tesis de que la crisis y la reforma del sistema bancario han sentado las bases de un modelo diferente para la economía española, en el que el endeudamiento ya no es el motor del crecimiento. Este cambio estructural habría provocado la crisis del modelo residencial español –mercado y propiedad como vías de acceso a la vivienda–, con el resultado de unos niveles de producción de vivienda nueva bajos, muy por detrás del potencial de creación de hogares.

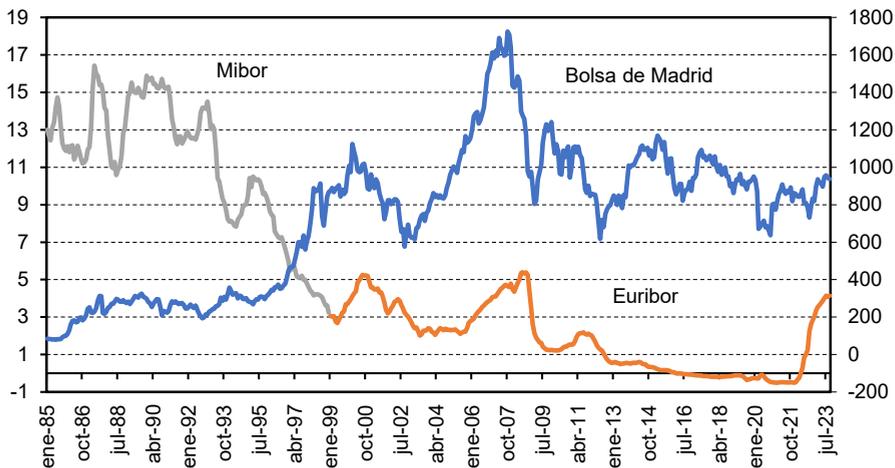
En este capítulo nos preguntamos sobre otros impactos reales relevantes –en PIB, empleo, salarios y saldo exterior– del proceso creado por la burbuja inmobiliaria 1998-2007, su explosión en 2008 y la crisis bancaria derivada desde entonces. Se han desarrollado a lo largo de tres ciclos consecutivos de tipos de interés en la zona del euro y han conducido, desde 2014, superada la reforma y reestructuración del sistema bancario 2008-2012, a un largo periodo de atonía del crédito en el que éste ha seguido reduciendo su peso sobre el PIB, mientras el PIB y el empleo despertaban de su letargo.

## ■ 1. IMPACTO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: UN CRECIMIENTO MÁS EQUILIBRADO PERO MÁS LIMITADO

La acumulación de grandes cambios estructurales que ha vivido la economía española entre 2009 y 2023 es tal que podríamos decir que estamos ante una *refundación* de sus bases. Después del periodo de austeridad y reformas marcado por el programa de asistencia financiera de la UE, en el contexto de las intervenciones de países como Grecia o Irlanda, el desapalancamiento y el saneamiento dieron paso a una economía sin el motor que tradicionalmente había impulsado el crecimiento. Ni la construcción ni la vivienda han recuperado los niveles de actividad previos a la burbuja siquiera, lo que despierta la cuestión de hasta qué punto estamos ante un cambio estructural. En el gráfico 111, que representa desde 1985 hasta 2023 los tipos de interés de referencia –de la peseta y del euro– junto al índice de la Bolsa de Madrid, quizá encontremos algunas pistas.

Gráfico 111

## TIPOS DE INTERÉS Y BOLSA DE ACCIONES 1985-2023



Fuente: Banco de España

El comportamiento de la economía española en el periodo 1998-2023, que centra nuestro análisis, podría estructurarse en cinco periodos diferenciados:

- 1) **Creación y alimentación de la burbuja inmobiliaria 1999-2007:** el inicio de la década implicó un gran cambio estructural, con la integración de España en la UME en 1999, el fuerte crecimiento de la población –un 14 % en los siguientes diez años–, de la mano de los flujos inmigratorios, y la masiva recalificación urbanística de suelos derivada de la reforma de la ley del suelo en 1998 y del ambiente de euforia general. Estos factores desencadenaron un *boom* de la construcción y un ascenso de precios en el mercado de la vivienda que, como consecuencia de factores relacionados con el modelo residencial español, fundamentalmente su financiación bancaria masiva, se convirtió en una burbuja inmobiliaria.
- 2) **Explosión de la burbuja en 2008 y crisis bancaria 2009-2012:** la crisis española se superpuso a la crisis financiera global del mismo año, culminando cuatro años de gestión y reformas con el programa de asistencia financiera de la UE para financiar y diseñar la reestructuración y recapitalización del sistema financiero. Con los mercados cerrados y la demanda interna en caída libre se abrió un largo periodo de gestión de la crisis, paralización del crédito y reabsorción de pérdidas en el mercado inmobiliario que paralizó el mercado de la vivienda y provocó una caída del PIB del 10 %.

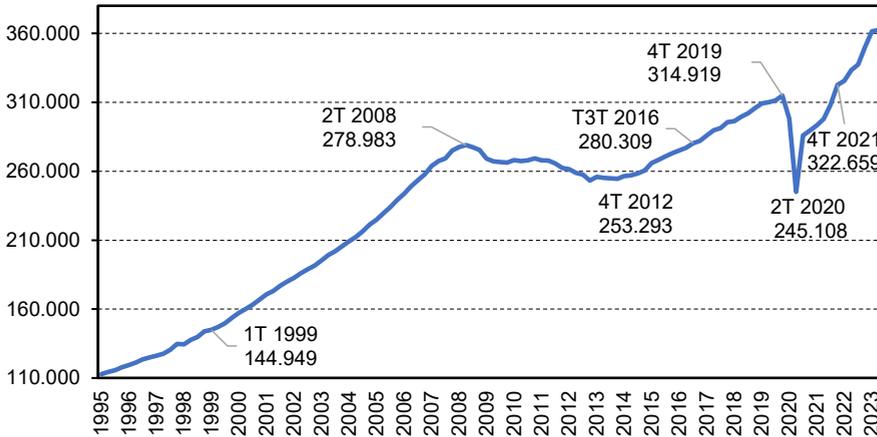
- 3) Digestión de la crisis bancaria y ejecución de una agenda de reformas procíclicas (2013-2017) mientras el área del euro entraba en una fase de presiones deflacionistas: se trata del periodo de las reformas financieras acometidas al calor del programa de asistencia –cajas de ahorro, supervisión, resolución, reforzamiento del control de riesgos, transparencia, protección del cliente bancario, requerimiento de capital—, la unión bancaria –aun incompleta—, la reforma laboral, con descenso del coste de despido, y las políticas económicas de austeridad, privatización y devaluación interna. Fueron años de caída del crédito bancario –sin que un proceso de desbancarización lo sustituyera—, reasignación sectorial, pero también de corrección y cambio de signo del saldo exterior, con la consiguiente caída de la deuda externa, en un contexto de crecimiento débil pero más equilibrado. Los tipos de interés del BCE en el cero desde 2012 y negativos desde 2016 evitaron la deflación pero no consiguieron la recuperación del crédito. Por su parte, el marco institucional de la Unión Bancaria iniciaba oficialmente su andadura con la puesta en marcha del MUS y del MUR.
- 4) El bienio de las restricciones a la movilidad 2020-2021, por los confinamientos dictados por la política sanitaria en todo el mundo contra pandemia de COVID-19, prolongan dramáticamente las tendencias del periodo anterior: España es el país de la UE más afectado y durante más tiempo por las caídas del PIB, como consecuencia del mayor peso relativo del turismo internacional. Resurgimiento temporal del crédito a empresas, mientras sigue la atonía de fondo. Giro de la política económica en la UE –reglas fiscales en suspenso– y en el enfoque del FMI respecto a la economía internacional.
- 5) Recuperación y cambio estructural, desde 2022, hasta hoy. La economía española muestra mayor fortaleza relativa con la superación de la pandemia y el eliminación de restricciones a la movilidad. Expectativas de mejora del esfuerzo inversor gracias a los fondos *Next Generation EU*. La reforma laboral, que prohíbe los contratos temporales en empleos no temporales, y consigue una reducción inmediata de la tasa de temporalidad, y la subida del salario mínimo son elementos del cambio en la política económica que afianzan las señales de crecimiento. Cambio de ciclo de los tipos de interés del euro, con ascenso desde a partir de julio de 2022, hasta el 4 % en septiembre de 2023. Caída pronunciada del crédito y del conjunto de financiación de la economía.

El impacto real de la crisis bancaria fue devastador. La sucesión de dos periodos consecutivos de *recesión* entre 2008 y 2012 –con un breve espejismo de recuperación en 2010– supuso un descenso acumulado en el nivel de actividad medido por el PIB de un 10 %. La tasa de paro alcanzó un máximo del 27 % en el primer trimestre de 2013.

A partir de 2014, la UEM en su conjunto comenzaba una fase de estabilización, con crecimiento débil y tendencia a la deflación, un fenómeno nuevo en la UEM,

Gráfico 112

### PIB TRIMESTRAL 1995-2023 (En millones de euros, datos desestacionalizados)



Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral (INE).

pero que implicaba un desafío ya conocido en Japón y EE. UU. (ver Koo, 2008 o 2015 y Ubide, 2019). El nuevo ciclo se afianzaba en un programa muy expansivo del BCE que extendía el curso de su política de niveles muy bajos de tipos de interés y comenzaba la compra masiva de activos.

En el gráfico 112 puede contemplarse el volumen trimestral del PIB a lo largo de todo el periodo. La interrupción abrupta de la producción de bienes y servicios en 2008 y su caída fue el resultado de la caída paralela del crédito cuando explotó la burbuja. Las pérdidas de los bancos abrieron un periodo de cuatro años de gestión de balances orientada a reducir APR —amortizando crédito y no prestando cuando ello era posible—, realización de activos y búsqueda de nuevo capital para acometer el saneamiento y cumplir los requerimientos.

La economía no tocó fondo hasta 2014-2015. Inició entonces una recuperación hasta que en marzo de 2020 la declaración de la pandemia global paraliza los movimientos internacionales y exige sucesivos periodos de confinamiento. Las vacunas permiten una nueva recuperación, esta vez en forma de V, para alcanzar una fase de crecimiento real sostenido que ha mostrado en 2021-2023 su carácter duradero. Llama la atención el hecho de que la recuperación de la economía española esté desarrollándose sin una contribución significativa ni de la vivienda ni del crédito, los motores de ciclos pasados.

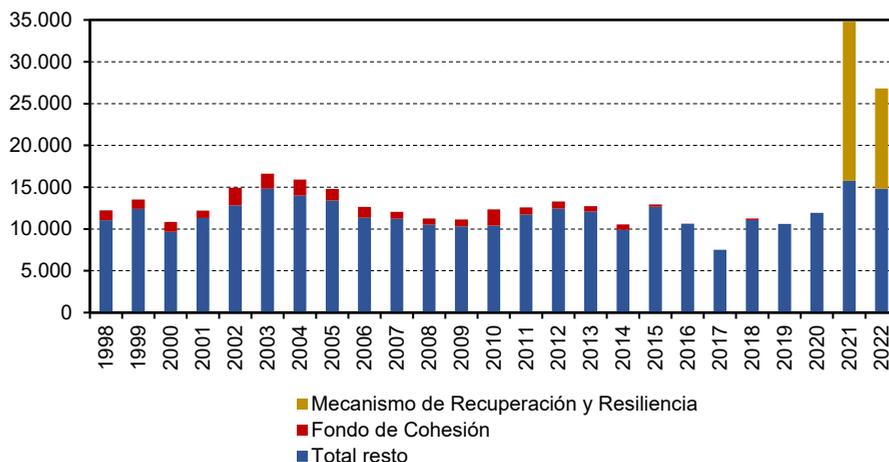
El Plan de Recuperación, con inversiones y reformas financiadas con los 160.000 millones de euros asignados a España del programa europeo de fondos

*Next Generation EU*, explica el fuerte crecimiento de España desde 2021. Si tras la crisis bancaria, la asistencia financiera europea exigió una serie de líneas de austeridad y devaluación interna para la política económica, para cuando se había agotado en *shock* del COVID-19, la política europea había cambiado radicalmente, conformándose el apoyo a la recuperación mediante un ambicioso programa de cofinanciación de gasto con deuda comunitaria y de nuevas reformas, con dos ejes fundamentales: la digitalización y el cambio climático.

En el gráfico 113 se muestra el flujo recibido por España de fondos europeos entre 1998 y 2023. El carácter extraordinario de las cifras del *Mecanismo de Recuperación y Resiliencia*, alimentado por *Next Generation EU*, está claro: las cifras del nuevo fondo van mucho más allá de los fondos de cohesión y duplican el total de fondos recibidos en 2020 y 2022. El Gobierno estima el impacto económico del Plan en 2023 unos 2,5 puntos porcentuales adicionales en el crecimiento del PIB, que se reparten de forma equilibrada entre inversiones y reformas.

Gráfico 113

### INGRESOS ANUALES DE ESPAÑA POR FONDOS EUROPEOS (Millones de euros)



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

Entre las primeras, destaca el efecto tractor del despliegue de infraestructuras ferroviarias y redes de conectividad digital de banda ancha, el plan Moves de sustitución de vehículos eléctricos, el programa de digitalización de las pyme, además de los proyectos estratégicos del vehículo eléctrico, la salud de vanguardia y la estrategia de inteligencia artificial (IA). Entre las reformas, cabe señalar de forma destacada las del mercado laboral, la formación profesional y del impulso de la transformación digital.

Las inversiones financiadas con los fondos *Next Generation* se han dirigido a actividades de alto valor añadido –científicas, educativas y tecnologías de la información y la comunicación (TIC)– y el transporte sostenible. Están permitiendo financiar proyectos de gran envergadura y también apoyar a aquella parte del tejido empresarial con mayores problemas para acceder a la financiación: pymes, autónomos y hogares, con una capilaridad geográfica que se considera superior a la de otros fondos europeos en el pasado: según el Gobierno, un 70 % de los municipios españoles se han visto beneficiados por las inversiones del Plan de Recuperación, con programas como el *Kit Digital*, que contribuyen a la digitalización del sector turístico y a frenar la despoblación.

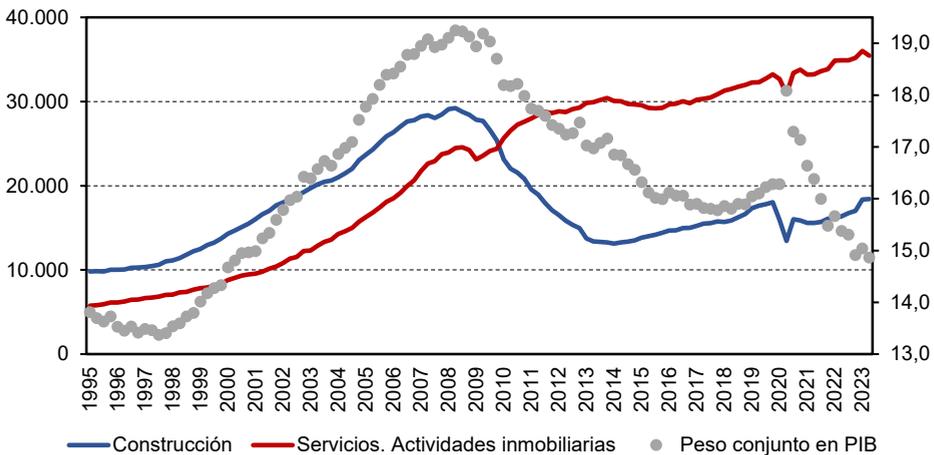
### ■ 1.1. Impactos en el empleo y la inversión

La economía española crece y crea empleo, a pesar de la atonía del ladrillo y el crédito. Superados ya los niveles de PIB de los máximos de la burbuja y los de la prepandemia, en el segundo trimestre de 2023 se alcanza el 83 % del máximo de la formación bruta de capital fijo (FBCF) alcanzado en la burbuja inmobiliaria, pero con casi la mitad de inversión en vivienda (según la contabilidad nacional trimestral).

La construcción ha reducido su peso en el PIB de forma abrupta a partir de 2008. Por su parte, los servicios inmobiliarios –que albergan la promoción– han aumentado su peso en el PIB de forma constante desde mínimos del 5 % al inicio

Gráfico 114

#### EVOLUCIÓN DE LA CONSTRUCCIÓN Y LOS SERVICIOS INMOBILIARIOS Y SU PESO CONJUNTO EN EL PIB (En millones de euros y porcentaje)



Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral (INE).

de la burbuja hasta máximos en 2012 en la zona del entorno del 12 % del PIB para descender por debajo del 10 % en 2022. No es la promoción la responsable. La industria del *servicing* mayorista, al calor del legado inmobiliario de la crisis bancaria, junto a los servicios de agencia tradicionales, alimentados ambos por el *stock* de viviendas sin vender y los préstamos morosos y fallidos así como el aumento del peso del alquiler de vivienda (y resto de inmuebles) podrían explicar este comportamiento diferencial. Nuevas actividades para un nuevo mercado inmobiliario transformado a partir de las cenizas de la burbuja.

También claras son las cifras de la *inversión en vivienda* en relación con las de inversión total en el PIB, visto por el lado de la demanda. A la dependencia de la inversión en vivienda que alimentó la burbuja ha seguido una caída de los volúmenes hasta la mitad –conforme el *stock* de viviendas sin vender se digiere lentamente–, pero también una mayor autonomía de la inversión total, que ha podido alimentarse de otras fuentes de crecimiento.

En el gráfico 115 puede observarse que el peso de la inversión en vivienda llegó a ser casi el 40 % de la inversión total en los años álgidos de la burbuja. Después, este peso se desplomaba hasta el entorno del 23 % en 2015 para recuperarse en los años siguientes solo ligeramente al entorno del 28 %. La construcción residencial está por detrás del potencial de creación de hogares, como hemos visto, por culpa de la imposible asequibilidad que implican los precios para la mayoría de

Gráfico 115

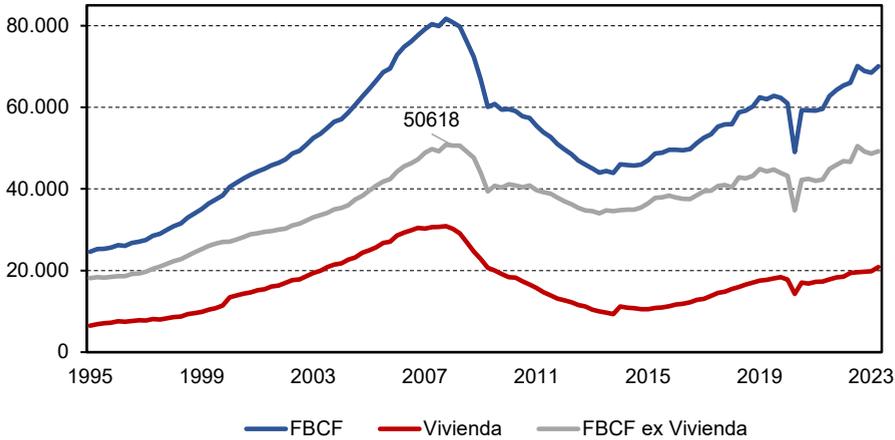
### PESO DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA SOBRE LA INVERSIÓN TOTAL (En porcentaje)



Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral (INE).

Gráfico 116

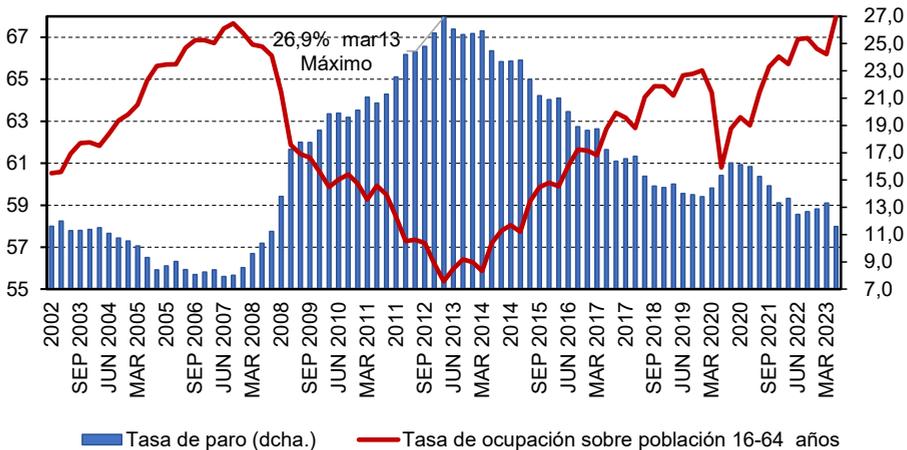
EVOLUCIÓN DE LA FBCF Y SU DESGLOSE DE INVERSIÓN EN VIVIENDA (Millones de euros, series desestacionalizadas)



Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral (INE).

Gráfico 117

EVOLUCIÓN DE TASA DE PARO Y TASA DE OCUPACIÓN 2002-2023 (Porcentajes)



Fuente: Banco de España.

la población. Afortunadamente, los cambios estructurales han reducido la dependencia del “ladrillo”.

No obstante, resulta notable la capacidad de recuperación que han mostrado no solo el PIB sino también la ocupación. Y ello a pesar de la escasa producción de vivienda nueva. El empleo ha crecido desde el punto álgido del inicio de 2008 un 3,1 %, recuperándose holgadamente de una caída que llegó a ser del 14,8 % en el punto de inflexión de la crisis, al final de 2014. Esta evolución ha sido posible a pesar de haber caído el empleo en la construcción desde los 2,7 millones de ocupados de 2008 a los 0,9 millones de 2014 y la limitada recuperación posterior, para llegar a los 1,4 millones en el tercer trimestre de 2023. Desde 2008 la ocupación en construcción ha descendido un 48,2 %, reduciéndose su peso en la ocupación total del 13 % al 6,5 %. Hay que destacar la evolución de los servicios inmobiliarios, que asciende un 50 % sobre 2008, llegando a 184.000 personas, si bien su peso en el total de ocupación sigue siendo bajo: ha pasado del 0,6 % de 2008 al 0,9 % del registro más reciente. Este comportamiento ha venido de la mano del *servicing* y de los alquileres, dada la atonía de la promoción residencial.

Dos factores adicionales son relevantes en la evolución reciente del empleo y el desempleo. El primer lugar, destaca la recuperación de la *tasa de ocupación* desde niveles a penas por encima del 55 % al final de 2012, su punto más bajo hasta el 68 % más reciente. La reducción de la *temporalidad* que ha tenido lugar es otro factor clave para la formación en el trabajo y el desarrollo de mercados internos

Cuadro 19

### EMPLEO EN CONSTRUCCION Y ACT. INMOBILIARIAS: ESTRUCTURA Y VARIACIÓN

(En miles de personas, porcentajes y variaciones sobre T12008)

	T1 2008	T4 2014	T3 2023
Construcción	2.679,5	942,1	1.387,5
del cual, construcción de edificios	1.470,5	358,2	545,0
Servicios de actividades inmobiliarias	123,0	96,4	184,1
Ocupación total	20.620,0	17.569,1	21.265,9
Construcción	13,0	5,4	6,5
del cual, construcción de edificios	54,9	38,0	39,3
Servicios de actividades inmobiliarias	0,6	0,5	0,9
Ocupación total	100,0	100,0	100,0
Construcción		-64,8	-48,2
del cual, construcción de edificios		-75,6	-62,9
Servicios de actividades inmobiliarias		-21,6	49,7
Ocupación total		-14,8	3,1

Fuente: EPA (INE).

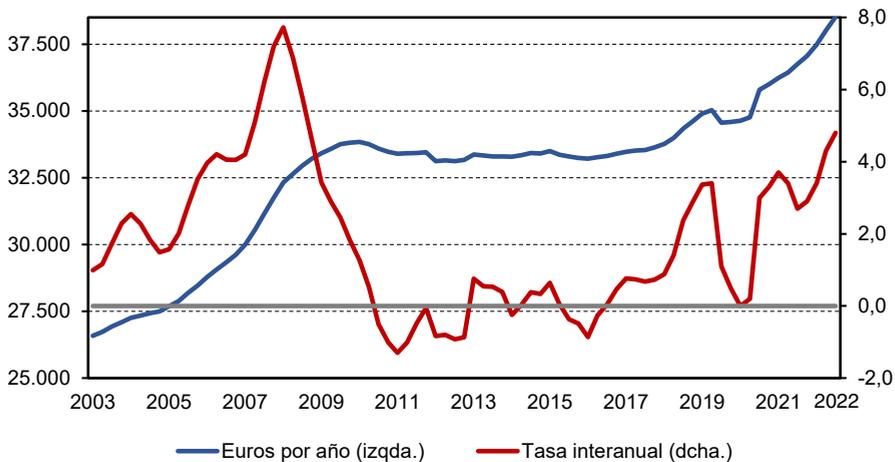
en el seno de las empresas, lo que debería redundar en futuras mejora en la productividad. Finalmente, la reducción de la tasa de paro. Esta se había elevado desde el 8 % previo a la explosión de la burbuja hasta el máximo del 27 % alcanzado en marzo de 2013. Desde entonces la tasa de paro se ha reducido gradualmente –con la excepción temporal de la pandemia–, para llegar recientemente al 11 %, lejos todavía de los niveles precrisis 2008.

## ■ 1.2. La devaluación interna de salarios inicial y la recuperación

A continuación mostramos la evolución de la remuneración bruta anual por asalariado entre 2003 y 2023 (2T). Esta variable fue acelerándose en la primera parte del periodo y cambió de rumbo radicalmente al final de la burbuja, en 2008. El resultado de la crisis crediticia fue una caída entre 2009 y 2012, con el efecto posterior de una evolución plana hasta 2017. A partir de ese año se recupera significativamente.

Gráfico 118

### EVOLUCIÓN DE LA REMUNERACIÓN MEDIA BRUTA ANUAL POR ASALARIADO 2003-2022



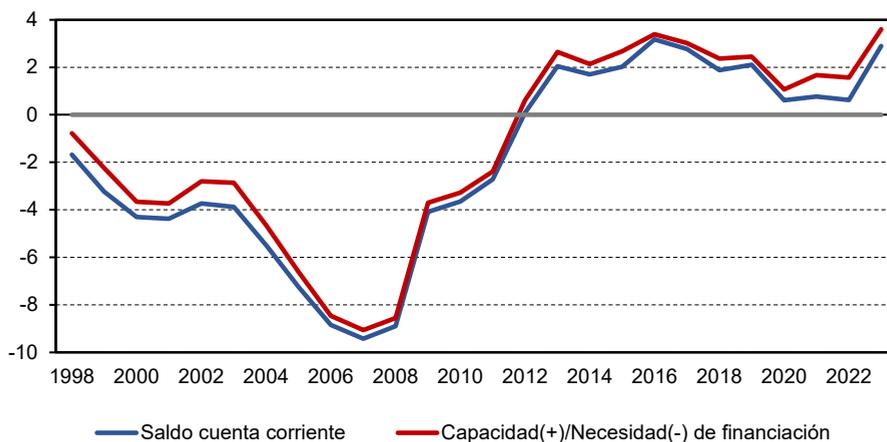
Fuente: Banco de España.

## ■ 1.3. El saldo exterior y la deuda externa: la gran corrección

Uno de los ejemplos más claros del cambio estructural de la economía española es el constituido por el saldo de la balanza exterior y la deuda externa. El descenso del endeudamiento derivado de la crisis bancaria permitió un cambio de signo

Gráfico 119

### SALDO CORRIENTE Y CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 1998-2022 (Porcentajes sobre el PIB)

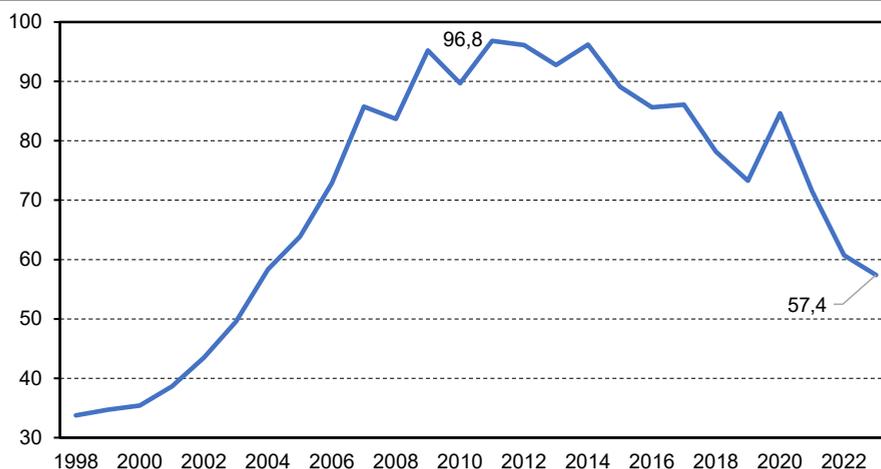


Nota: Estimación de 2023.

Fuentes: Boletín Estadístico del Banco de España.

Gráfico 120

### EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA 1998-2022 (Porcentaje sobre el PIB)



Nota: Estimación de 2023.

Fuentes: Boletín Estadístico del Banco de España.

de la balanza corriente –gracias a las ganancias de competitividad y la moderación del consumo–, de tal forma que la economía española pasó de unas necesidades de financiación que habían batido todos los récords durante la burbuja a registrar de manera consistente capacidad de financiación.

Este comportamiento ha permitido reducir de manera significativa la deuda externa. En términos de PIB, ésta ha pasado del 96,8 % de 2011 al 57,4 % del segundo trimestre de 2023, un indicador de la reducción del apalancamiento del conjunto de la economía.

#### ■ 1.4. Impacto en la posición financiera de las administraciones públicas

Desde 2002 Europa viene registrando déficits públicos recurrentes, resultado de un periodo de crisis bancarias, saneamiento y desapalancamiento de empresas y familias, deflación, pandemia y, ahora, guerra. Los gobiernos han asumido un papel más significativo que nunca en las economías, no solo regulando el funcionamiento de los mercados sino también en la provisión de servicios, la protección y el desarrollo de nuevas infraestructuras e innovación.

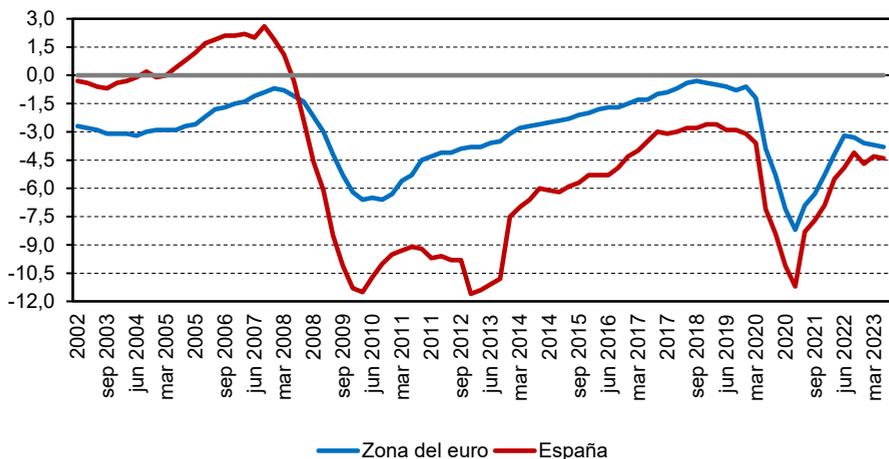
El caso español no es diferente. Aunque España pudo mantener abultados superávits públicos durante la mayor parte del periodo de la burbuja, que permitieron que el ratio de la deuda pública sobre el PIB fuera del 35,8 % en 2007, significativamente inferior a la media europea, próxima al 70 %, la evolución posterior ha mostrado la intensidad de la crisis española. Este mínimo histórico se había alcanzado gracias al fuerte crecimiento de los ingresos fiscales de los *felices* 2000, el periodo en que se gestó la peor burbuja de la deuda privada.

Las cifras de déficit y de deuda a partir de 2008 dan cuenta del proceso de sustitución de endeudamiento privado por endeudamiento público, que evitó un mayor coste para la economía que el que ya estaba sufriendo en empleo y crecimiento. Siete años después de explotar esta burbuja, el ratio había subido hasta el 105,1 %. Parecía un máximo difícil de superar, pero en 2020 la ratio daba un nuevo salto hasta el 120,4 %, a consecuencia de la paralización de la economía por los confinamientos llevados a cabo para combatir la pandemia de COVID-19.

En 2022 y 2023, gracias al fuerte incremento los ingresos derivado fundamentalmente de la tributación sobre el consumo y el aumento de la actividad, en un contexto de mayor tasa de inflación y a pasar de las medidas para paliar el impacto en hogares y transporte de los precios energéticos, ha vuelto a descender, para situarse en el 111,6 % al final de 2022 y 111,2 % a junio de 2023. Por tanto, del 36 % al 111 %, 75 puntos de incremento en quince años.

Gráfico 121

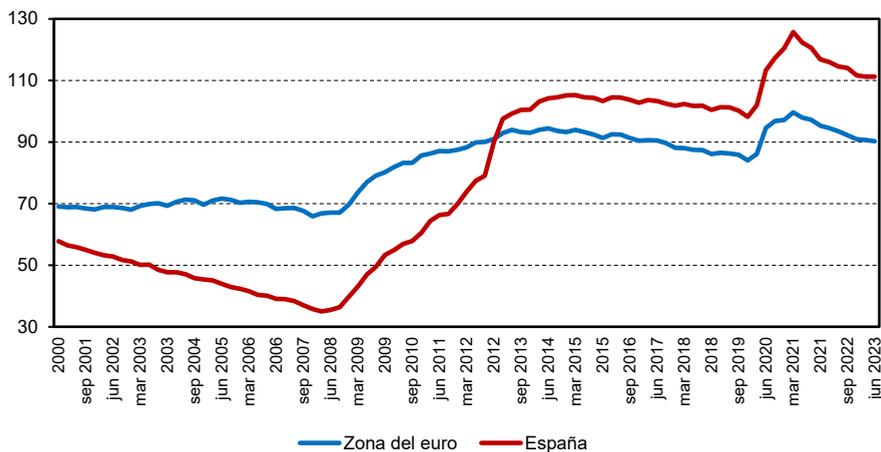
EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE DÉFICIT PÚBLICO SOBRE PIB EN LA ZONA DEL EURO Y ESPAÑA



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

Gráfico 122

EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE LA DEUDA PÚBLICA EN LA ZONA DEL EURO Y ESPAÑA



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

En la Eurozona la ratio de la deuda se elevaba en el segundo trimestre de 2023 al 90,3 %. En Alemania era del 64,6 %, en contraste con el 111,9 % de Francia o el 142,5 % de Italia. La ratio de la deuda está en máximos históricos en toda la UE, aunque el coste medio de la deuda viva está en mínimos, gracias a los bajos o negativos niveles de tipos de interés de la política monetaria. Además, las compras masivas de deuda de los bancos centrales han mantenido bajos también los tipos de interés a largo plazo. En la zona del euro, el coste medio del saldo de deuda es del 1,3 % en los últimos años, con una vida media de ocho años. En el caso de España el coste medio es algo mayor, debido a las primas de riesgo, del 2,1 %, con una vida media similar.

Las ayudas públicas al sector financiero derivaron en todos los países industrializados en un gasto público en términos de contabilidad nacional de magnitudes extraordinarias. En la zona del euro se estiman en el 3,19 % del PIB en el conjunto del periodo 2007-2018, según Eurostat (ver FROB, 2019). La cifra de España fue del 4,86 %. Como referencia baste señalar que Grecia e Irlanda saldaron sus ayudas por encima del 20 % del PIB y Alemania en un 3,21 %, pero Francia o Italia se quedaron por debajo del 1 %. La mayor parte se computó en el déficit, quedando una parte menor para impactar solo en la deuda pública.

¿Es sostenible este nivel de deuda pública? No, es necesario que descienda, en España y en la UE. El concepto de sostenibilidad financiera tiene que ver con la capacidad de los gobiernos de conseguir financiación en los mercados a un coste razonable. Estos consideran la deuda pública sostenible cuando el ratio de la deuda sobre PIB es capaz de ajustarse discrecionalmente, al alza o a la baja, según el momento del ciclo macro. No existe un nivel estático de ratio ideal. Son dos los factores de cuya evolución combinada se derivan los ascensos o descensos del ratio de la deuda: si el saldo primario –es decir, el saldo no financiero ex intereses de la deuda– es negativo (déficit primario), la ratio sube; y si el interés real de la deuda es inferior al crecimiento real del PIB, la ratio baja.

La escalada del ratio de la deuda en los últimos catorce años se ha debido a un saldo primario negativo recurrente y muy pronunciado. Y seguimos con un saldo negativo también en 2023. Para estabilizar y reducir la ratio de la deuda es imprescindible la generación de superávits primarios suficientes y prolongados, actuando sobre los ingresos o haciéndolo sobre los gastos. Otros países, como Alemania o Francia, han girado hacia saldos positivos pasado lo peor de la pandemia. Los tipos de interés reales negativos de la deuda han tenido un temporal y limitado efecto balsámico. Y recordemos que en España sufrimos la desventaja de la prima de riesgo, que supone 0,8 puntos porcentuales más de coste medio en la deuda viva. Es pues necesaria la generación de superávits primarios que reconduzcan el ratio de la deuda, pero ello choca con resistencias estructurales y políticas. Por eso precisa de un entorno a escala europea que lo favorezca.

El escrutinio de los mercados es un elemento clave en una unión monetaria sin unión fiscal, en la que las finanzas públicas no tienen, por definición, consecuencias

cambiarías, y el peligro del *moral hazard* (irresponsabilidad) es alto. No obstante, episodios como el sufrido por la eurozona en 2011-2012 –la crisis soberana y del euro del *whatever it takes* de Draghi– demuestran que ese escrutinio también puede generar ruido y volatilidad. La aplicación entonces de las rígidas reglas fiscales de la UE –límites estáticos a la ratio sobre el PIB del déficit y la deuda– se considera ahora que fue contraproducente. Las reglas fiscales se suspendieron con la pandemia y ahora van a ser revisadas para introducir un esquema alternativo individualizado, con un plan país por país de retorno a la sostenibilidad en plazos realistas y fáciles de comunicar a los mercados. Además, aunque una unión fiscal está lejos del horizonte europeo, los programas de gasto “federal”, fuera de los presupuestos nacionales y financiados con deuda pública de la UE –como *Next Generation EU*–, serán un instrumento cada vez más utilizado, lo que reducirá la presión sobre la deuda de cada país.





## **VII CONCLUSIONES**



El estudio, que abarca el cuarto de siglo de la economía española en la eurozona, ha tratado de adentrarse en la descripción de los hechos, buscando en el proceso de producción de viviendas y en la maquinaria de creación de crédito y de gestión de riesgos del sistema bancario las causas específicas por las que la crisis española fue tan profunda. También se adentra en la complejidad del proceso de restauración del canal crediticio, mediante capitalización pública, privada y reforma, y en los efectos que en perspectiva pueden evaluarse. Se ha pretendido que el análisis pudiera inspirar otros más profundos, así como generar un debate que ayude a avanzar en las soluciones al problema de la vivienda en España.

Estamos ante acontecimientos que han tenido una duración muy larga: unos siete años de euforia (1999-2007) y al menos cuatro en los que dominaron el pánico y la incertidumbre (2008-2012), más otros ocho de estancamiento o lenta reparación (2013-2021). En total unos diecinueve años, a los que han seguido otros dos, marcados por los confinamientos de la pandemia, cuya naturaleza nos lleva a interpretar como de cambio estructural y recuperación. *La economía española salió fortalecida de este largo periodo, pero precisamente la vivienda es su gran asignatura pendiente.* Un déficit residencial que se concentra en los jóvenes muestra que el modelo ya no resuelve los problemas de acceso, asequibilidad y adecuación de la oferta a la demanda que lo aquejan.

Destacamos a continuación las principales conclusiones.

## ■ 1. LA BURBUJA INMOBILIARIA Y SU LEGADO EN LOS BALANCES BANCARIOS

La burbuja y la crisis económica posterior a su pinchazo no es un proceso novedoso. La sucesión de euforias y pánicos, distorsiones de precios relativos y sobreproducción seguida de restricción en el crédito y recesión y paro, parece esencial a la dinámica histórica de una economía de mercado, con su rastro de desempleo y dolor. Los mismos ingredientes de esta crisis podemos encontrarlos en muchas latitudes y épocas. Sin embargo, lo que hace esta crisis diferente en España es, a nuestro juicio, su *magnitud devastadora*, consecuencia del modelo residencial español cuyos rasgos ayudan a entender las dinámicas perversas específicas que explican la profundidad de la crisis española. Se trata de rasgos que convirtieron un

proceso que, en otras circunstancias, quizá hubiera sido un *boom* más moderado, en una de las mayores crisis económicas y sociales vividas por nuestro país.

El concepto de modelo residencial al cual nos referimos nace en los años noventa, después de la fuerte producción de vivienda protegida en los ochenta, y está caracterizado por: 1) un acceso a la vivienda casi exclusivamente en propiedad; 2) financiación hipotecaria siguiendo un modelo triangular, con el sistema bancario como vértice superior, y promotores y compradores finales en la base; y 3) producción de viviendas de promoción privada y en el mercado libre, sin una oferta protegida complementaria.

La burbuja ha de contextualizarse en dos hechos clave que, sin embargo, no deben considerarse su causas:

- La entrada de España en la UEM, con sus efectos expansivos y supuestamente protectores. Los primeros se derivaban de la transición de los tipos de interés de la peseta a los del euro. Los segundos procedían de la pertenencia a un gran área monetaria en la que los desequilibrios nacionales eran irrelevantes.
- El despertar del crecimiento demográfico, con una década de aumento de la población del 14 %, basada en un fuerte flujo de inmigración.

La euforia condujo a la escalada del mercado de la vivienda, bajo fantasías que perduraron en el imaginario colectivo, como las siguientes: la mayor capacidad de compra de los hogares gracias un mejor acceso a la financiación; el *rally* de acumulación de suelos urbanizables de los promotores; o el relato sobre la irrelevancia de los desequilibrios internos en un país bajo el paraguas de la zona del euro.

La confluencia de un mercado de vivienda orientado a la propiedad con un sistema bancario clave para su financiación hizo que la propia burbuja –tanto en su componente de volumen como en el de precios– estuviera financiada masivamente en los balances de los bancos mediante crédito. Esta es la clave para entender la profundidad de la crisis que siguió a la financiación de la burbuja por los bancos, amplificada decisivamente por la retroalimentación de los procesos de producción y de formación de precios de suelos y viviendas y por la maquinaria de la creación de crédito.

En este sentido, destaquemos aquí varias conclusiones:

- El origen de la crisis inmobiliaria de 2008 no está en el conjunto del crédito sino en la parte destinada a la promoción. Las dificultades para reabsorber con resultados, provisiones o capital las pérdidas provocadas por el crédito destinado a suelos en distintas fases de desarrollo está en el origen de la crisis bancaria y un ajuste devastador entre 2008 y 2012 y dominaron toda la década posterior a 2012, haciendo caer el crédito para todos los sectores, reasignando su estructura y prolongando su atonía hasta nuestros días.

- La masiva creación de crédito inmobiliario es en parte consecuencia de la dinámica que la ley del suelo de 1998 había abierto:
  - Llamando a la **recalificación masiva** de suelos rústicos –que precisaba no obstante de su traslado a las leyes autonómicas y al planeamiento municipal–, para aumentar la oferta teórica. Esto generaba una dinámica especulativa entre los propietarios, con el fin de capturar las plusvalías de la recalificación.
  - Por sus efectos en las **valoraciones y tasaciones** que determinaban los volúmenes del crédito inmobiliario. Estas pasaron a incorporar expectativas de urbanización futura de suelos y promociones, sobredimensionando el tamaño de los préstamos y aumentando después las pérdidas generadas cuando los precios de mercado se hundieron a partir de 2008. Un préstamo promotor a un suelo sin desarrollar y sin urbanización alguna podía elevarse al 60 % del su valor, como si ya hubiera completado el proceso, sin ajustar la probabilidad de ese escenario.
  - La recalificación masiva de suelos se hizo a un ritmo y por unos volúmenes que hacían imposible el avance del desarrollo urbanístico. Ya en el año 2008 podía contemplarse cómo se acumulaba un **excedente de suelos urbanizables sin desarrollar ni urbanizar** que inundaría los alrededores de las ciudades y las proximidades de las costas de descampados abandonados, con frecuencia, hasta la actualidad.
- Aunque los expedientes de riesgo fueran detallados y profundos en relación a cada acreditado o grupo individual, la información interna y externa de carácter agregado sectorial era escasa. No existían **límites regulatorios sectoriales que consolidaran las exposiciones crediticias o accionariales relacionadas con los riesgos inmobiliarios**, ni para el consumo de recursos propios, ni para la constitución de provisiones adicionales a las específicas. Las provisiones estadísticas anticíclicas, cuyo colchón fue tan importante al inicio de la crisis, se referían al total del crédito y no a su concentración sectorial. Todo ello condujo a una falta de foco de la cultura de control, que existía para los riesgos de cada acreditado, pero no se ocupaba de la exposición inmobiliaria agregada. Seguramente, ello contribuyó a una concentración de riesgos en el sector de promoción inmobiliaria y residencial.
- Sin el papel moderador y referente de la VPO, toda la presión de la demanda se acumulaba en la vivienda libre. A lo largo de los años de la burbuja, conforme el precio de la vivienda aumentaba exponencialmente la **demanda de los potenciales hogares** se quedaba por detrás, los indicadores de ventas de las promociones caían y se iba acumulando un **stock** de viviendas sin vender que en 2008 se disipó.
- La burbuja vino pues de la mano, fundamentalmente, de la fase de la promoción. Hemos visto que el **endeudamiento de las familias en hipotecas** para

su vivienda aumentó de manera moderada, más por el efecto precio que por el número de hipotecas. Seguramente, a mitad del periodo de la burbuja era ya imposible sostener financieramente la compra de vivienda para muchos hogares potenciales. Los pisos en construcción o incluso terminados se quedaban sin vender, conforme subían los precios y la morosidad de las hipotecas residenciales individuales fue en consecuencia muy limitada.

- La producción superaba las ventas y fue acumulándose un *stock de viviendas sin vender*. Gracias a ello, los hogares mantuvieron su solvencia más protegida mientras los promotores quebraron generalizadamente. La morosidad de la financiación de vivienda de los hogares era muy inferior a la del resto del crédito. Sin embargo, la demanda potencial se iba quedando insatisfecha a pesar de la producción masiva.

## ■ 2. CRISIS Y REFORMA BANCARIA

La burbuja inmobiliaria puso en tensión el canal crediticio, poniendo de manifiesto carencias en la maquinaria de la concesión y en el control de riesgos, así como una falta de flexibilidad de los formatos jurídicos de una parte del sistema bancario, las cajas de ahorro, que no podían acudir a los mercados de capitales para ampliar capital y reforzar la solvencia conforme aumentaba la exposición al riesgo y crecía el balance. Tras 2008, fue necesaria la reforma previa de las cajas, la creación del FROB o la realización de fusiones que aumentaran la capacidad de resistencia. El proceso combinó soluciones privadas y públicas para el saneamiento de los balances y la cobertura de las necesidades de capital y permitió, a través de una intensa reducción de la capacidad instalada en España, una reestructuración general.

La gestión de la crisis se prolongó durante cinco años de 2008 a 2013, en un entorno internacional cambiante y en el contexto de la crisis del mercados inmobiliario. El largo periodo consumido hizo que se desencadenaran los mecanismos de ajuste automático de las entidades, que trataban de salvar la crisis por medios propios, primero reduciendo sus APR (parando la concesión de crédito o restringiéndola severamente), y en lo posible, realizando plusvalías mediante ventas de activos bien valorados. Encontrar ventanas para la colocación de emisiones de acciones era difícil en un entorno global en crisis. El resultado fue una caída masiva del *crédito bancario*, no ya solo al sector inmobiliario, lo que dejaba muchas edificaciones sin terminar, sino en toda la economía, empresas y particulares. El racionamiento del crédito –o *credit crunch*– condujo inmediatamente a la recesión. En ese periodo el PIB cayó un 10 %.

Era una carrera contra reloj en la que las soluciones –más capital para permitir mayor saneamiento– exigían un esfuerzo previo de reformas previas que llevaba tiempo aprobar e implementar. Entre tanto los mercados se deterioraban a la vista de la caída general del crédito y sus efectos en la economía y el empleo y

la zona euro entraba en una crisis general alimentada por la mala digestión de las intervenciones.

A continuación destacamos los hitos más relevantes:

- El año 2008 abrió un tiempo en el que BCE ha debido compatibilizar su función de política monetaria con la de estabilizador del sistema y prestamista de última instancia. Esta multiplicidad de objetivos cristalizó en su balance, que refleja el peso de su papel como gran intermediario en unos mercados que han estado cerrados –o que han sido poco funcionales– muchos años. El BCE, como la Fed y antes el Banco de Japón, debían inundar de liquidez el mercado concediendo todo el crédito que éste le solicitaba o incluso comprando grandes carteras de renta fija, mientras las entidades aumentaban su demanda de reservas bancarias por precaución.
- El FROB, que fue creado en 2009, jugó un papel clave: primero, como la agencia encargada de las inyecciones de capital temporal por FROB I en 2010 y FROB II en 2011, diseñadas permitir a las entidades su saneamiento pero también para favorecer un nuevo marco de fusiones y reestructuraciones de cajas de ahorros, convertidas en bancos. Después también como entidad de resolución, responsable de la resolución ordenada de las entidades no viables.
- En 2012, en plena crisis de los mercados de deuda pública y del propio euro, España solicitó la asistencia financiera de la UE para llevar a cabo la que sería la última ronda de ayudas públicas, esta vez mediante la emisión de acciones suscritas por el FROB (FROB III), una vez traspasado el riesgo inmobiliario a la Sareb –la nueva entidad de gestión de activos creada por el FROB y participada por los bancos–, y asumida su cuota de pérdidas por los tenedores de instrumento híbridos (subordinadas y preferentes).
- El resultado final fue un amplio proceso de reestructuración de entidades viables, resolución y absorción de entidades no viables por otras sanas, así como de reforma de la regulación y la supervisión del sistema bancario. Además, a partir de 2013 se avanzó en paralelo en la unión bancaria: la supervisión bajo la dirección del BCE, las autoridades de resolución de la UE y la inconclusa constitución del sistema europeo de garantía de depósitos. La crisis había costado a las arcas públicas unos 74.300 millones de euros, según la IGAE, un 5,5% del PIB. Esta ratio está por detrás de Grecia (14,7 %), Irlanda (9,8 %) o Portugal (9,7 %), pero muy por encima del resto de los grandes países de la eurozona.
- Aunque la exposición inmobiliaria estuvo presente en todas las entidades con las mismas negativas consecuencias y similares severidades, su peso en la cartera crediticia era muy diferente lo que hizo que el impacto en cuenta de resultados y capital fuera muy diferente. Un 35% del sistema precisó ayu-

das de capital públicas, bien para reestructurarse –una parte devuelta– o bien para su resolución y absorción por otra entidad más fuerte.

- La perspectiva del abismo al que se asomaron instituciones, empresas, familias y bancos cuando, con los mercados en crisis, el Estado tuvo que solicitar en 2012 la asistencia financiera de la UE para capitalizar a los bancos. Tal era el punto en el que el Gobierno no podía cubrir por sus propios medios el déficit de capital que presentaban varias entidades, con Bankia a la cabeza, que ponía en peligro las finanzas de todo el país. La crisis de la deuda soberana a la que condujeron las dudas sobre la continuidad del euro, en un contexto de fuertes impactos recesivos sin la posibilidad de llevar a cabo ajustes de tipo de cambio. Todo ello hizo que España hubiera de acudir al apoyo de la UE, que fue condicionado a un abanico amplio de reformas.
- Así, dos oleadas de reformas estructurales muy relevantes siguieron a la crisis bancaria, antes y después de la asistencia financiera. En una primera fase, estas reformas estaban contextualizadas en las políticas de austeridad con que la UE enfocó sus crisis regionales entre 2009 y 2018, que derivaron en la crisis del euro. Las reformas se retomaron a partir de 2019, en lo que podría ser una segunda fase, con un tono más equilibrado, en coherencia con el giro de las instituciones multilaterales y la propia UE y el delicado contexto de la pandemia. Sea como sea, una nota destaca en negativo: la vivienda ha sido la gran ausente de las políticas públicas. Mientras, se han acumulado las evidencias de la crisis del modelo residencial español.

El sistema bancario fue reformado profundamente y su recuperación se produjo ya en un nuevo contexto de integración en la Unión Bancaria. Sin embargo, ni el crédito bancario, ni la financiación total al sector privado crecen (con la excepción de la pandemia). La inversión en vivienda está en mínimos y se acumula una demanda potencial por creación de hogares que no encuentra en el modelo residencial histórico un acomodo para no quedar insatisfecha.

A pesar del contexto de no crecimiento de los balances, el saneamiento se ha completado, ni siquiera la pandemia y sus confinamientos han resentido la calidad crediticia. El margen de intereses de las entidades bancarias se ha recuperado desde 2021, gracias al ascenso de los tipos de interés oficiales –que se transmite a los préstamos referenciados y a los pasivos mayoristas con automatismo contractual– y al retardo con que la remuneración de los depósitos de clientes ha respondido a éste. Uno de los desafíos claro a futuro es el de mantener el crecimiento del margen en el contexto de la atonía del crédito y en general del balance. La demanda de reservas bancarias sigue siendo muy elevada. Los bancos de la eurozona –y del mundo industrializado– mantienen una preferencia por la liquidez y por la calidad que poco tiene que ver con los tipos de interés. Estos estaban antes por debajo de cero y ahora son claramente restrictivos, pero la demanda de reservas excede el coeficiente de caja en varios billones de euros desde 2011.

### ■ 3. MEJORA DE LOS DESEQUILIBRIOS Y AUMENTO DEL DÉFICIT DE VIVIENDA: PERSPECTIVAS

En nuestra opinión, la economía española está viviendo en los dos últimos años un cambio estructural, cuyo principal indicador es el retorno al crecimiento del PIB y del empleo y el saldo positivo de la balanza por cuenta corriente, con una caída pronunciada de la deuda externa, y el crecimiento del crédito nulo. A lo largo de los últimos años, conforme la economía salía de los años de restricciones a la movilidad internacional y a pesar de la crisis del gas y del petróleo derivadas de la guerra en Ucrania, se ha dibujado un nuevo perfil macro, en el que la inversión no residencial se recupera lenta pero con firmeza y el crédito no levanta el vuelo.

La inversión en vivienda sigue siendo muy baja, apenas se ha recuperado desde los mínimos, posteriores al ajuste del crédito. Esto es dramático, teniendo en cuenta el déficit de vivienda en relación con los hogares, y tiene un impacto social muy negativo, que afecta a los tramos de población joven.

El sistema financiero ha superado su crisis y se encamina a consolidar niveles atractivos de rentabilidad que permitan mejorar su solvencia y estabilidad. Ya no financia burbujas. El viejo modelo residencial, sin embargo, no ha sido sustituido por otro más eficiente, que permita dar soluciones asequibles a los jóvenes. Las políticas públicas de vivienda siguen siendo raquíticas, la oferta de alquiler es precaria y, sobre todo, los precios no son asequibles para amplias capas de la sociedad.

El sistema bancario es ahora rentable, se ha concentrado, reestructurado y reformado tras la crisis, está supervisado desde el nivel europeo del BCE, y ya no financia promociones residenciales que no muestren viabilidad mediante suficiente proporción de ventas efectivas firmes sobre plano. La demanda potencial de vivienda no se traduce en compras efectivas porque la asequibilidad no es masiva, se concentra en las rentas más acomodadas. La construcción de viviendas está ralentizada, las transacciones inmobiliarias se concentran casi exclusivamente a la vivienda de segunda mano. Los jóvenes no pueden acceder a la propiedad a los precios actuales. Los altos precios del mercado de la propiedad han dejado fuera de ésta a las nuevas generaciones en la edad de formación del hogar.

El mercado es actualmente incapaz de dar solución a la demanda potencial de vivienda derivada de la formación potencial de hogares. El punto crítico es el precio de las viviendas y su relación con el esfuerzo de sus compradores potenciales, que a su vez es la base de la concesión de crédito. La situación es especialmente llamativa, toda vez que existe evidencia de una sobreabundancia de suelos urbanizables sin desarrollar, creada tras la reforma de la ley del suelo de 1998 y visible en solares y campos abandonados a medio urbanizar en nuestras ciudades.

En este contexto de escasez de viviendas verdaderamente asequibles para la demanda potencial de nuevos hogares, mientras existe un excedente masivo de suelos urbanizables, nos preguntamos sobre la crisis del modelo residencial espa-

ñol y sobre si es posible atisbar un cambio. Se observa una incapacidad de dar solución a las necesidades de vivienda que exige la sociedad. Las señales actuales apuntan a un serio problema de asequibilidad. Creemos que éste no es consecuencia del reciente ascenso de los tipos de interés del mercado –fijos o variables— sino que tiene un origen anterior: el ascenso sobre los mínimos de 2014 del precio de las viviendas en propiedad y en alquiler, agudizado por la escalada en las grandes ciudades, más allá de la mejora que ha tenido lugar desde entonces en los salarios brutos.

Junto a esta incapacidad del mercado, dadas las restricciones derivadas de la naturaleza de suelos y viviendas, para satisfacer la demanda de los hogares potenciales, otro aspecto relevante de la estela de la burbuja es el de la desigualdad entre generaciones, en el seno de las familias y de la sociedad. Dos son sus fuentes:

1. La originada por un parque de vivienda, propiedad casi exclusiva de hogares, que se ha revalorizado exponencialmente en los últimos cincuenta años. Los abuelos y padres de los jóvenes actuales no solo accedieron a la propiedad –en contraste con sus hijos y nietos– sino que sus viviendas han generado unas inmensas plusvalías latentes, incluidas las de VPO, más cuantiosas cuanto más antiguas son las viviendas. La corrección de precios 2008-2014 fue poco significativa en esta situación. El valor de la propiedad inmobiliaria de los hogares ha aumentado la divergencia entre la distribución de la renta y la de la riqueza en el seno de los hogares, así como ha aumentado las diferencias, a lo largo del ciclo vital, de riqueza entre jóvenes y mayores.
2. Además, esta situación las conduce al alquiler, no porque éste sea más accesible –que lógicamente no lo es– sino porque arrendando, los jóvenes y otros grupos vulnerables consiguen una flexibilidad adaptativa en forma de pisos compartidos, habitaciones subalquiladas y otras fórmulas para compartir las cargas. Frente a ello la demanda se ha encontrado con frecuencia ante una oferta atomizada, poco profesional y que en periodos alcistas ha jugado la baza de la escasez para elevar inapropiadamente sus precios, más en las grandes ciudades. Las SOCIMI no han sido útiles para generar un industria sólida del alquiler residencial. En la medida en que tampoco se ha desarrollado una oferta pública, el mercado del alquiler aparece desdibujado, con una demanda circunstancial y oferta que no consigue acceso a suelos a precios compatibles con la asequibilidad de los alquileres.

Esto define diferencias sociales en el presente que es preciso estudiar en detalle y responder con las políticas adecuadas. Que los jóvenes puedan considerarse un grupo vulnerable por su dificultad de acceso a la vivienda no tiene sentido, dado su peso en la población total. Que las soluciones se dejen al devenir familiar, a través de herencias y daciones en pago, con tratamientos fiscales blandos, en mayor o menor medida, según las comunidades autónomas, no hace sino aumentar el riesgo para la cohesión social que estas desigualdades producen.

Superada la crisis, con el sistema financiero ajustado y reformado, el que la vivienda siga siendo un problema de primera magnitud en familias con jóvenes y para los propios jóvenes, nos muestra que, más allá de los vaivenes cíclicos, el modelo residencial español está en crisis. Aquí hemos apuntado algunos rasgos de esta crisis y de su origen, pero es necesario que futuras investigaciones profundicen en sus efectos sobre la oferta de viviendas y la formación de hogares. La vivienda debe volver a ser el centro de las políticas públicas, por sus efectos sobre el ahorro y la estabilidad social.

La cuestión es si debe seguir haciéndose hincapié en las políticas de demanda o si deben reactivarse las viejas políticas de oferta, con las VPO como principal instrumento. En la medida en que pensamos que es el alto precio de la vivienda y del alquiler el elemento clave del puzle del mercado residencial, que deja fuera de la asequibilidad a una parte relevante de la población, deben estudiarse políticas que incidan sobre la accesibilidad a la vivienda de amplios grupos sociales, como los jóvenes.





## **BIBLIOGRAFÍA**



- AFI. (2003). *Presente y futuro de las cajas de ahorros*. Monografías, Estudios Sectoriales. A Coruña: Fundación Caixa Galicia
- AFI. (2022). *1987-2022, 35 años de economía y finanzas en España*. Madrid: AFI Escuela.
- AHNERT, T., ANAND, K. y KÖNIG, P. J. (2022). Real interest rates, bank borrowing and fragility. *ECB Working Papers*, núm. 2755.
- ALONSO-ROBISCO, A. y CARBO, J. M. (2023). Aprendizaje automático en modelos de concesión de crédito: oportunidades y riesgos. En S. Carbó, J. J. Ganuza, D. Peña y P. Poncela, *Análisis financiero y big data* (capítulo III). Madrid: Funcas.
- ALLEN, F. (1990). The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation. *Journal of Financial Intermediation*, marzo, pp. 3-30.
- ARRUÑADA, B. (2022). Comentarios a las nuevas regulaciones del alquiler. *Apuntes Fedea*, abril.
- ARRUÑADA, B. (2023). Un nuevo rumbo para la política de vivienda. *Fedea Policy Paper*, junio.
- ASPRIMA. (2023). El problema de la vivienda sí tiene solución. Análisis histórico y situación actual de la vivienda asequible. Documento. Asociación de Promotores Inmobiliarios de Madrid (ASPRIMA).
- AYUSO, J. y RESTOY, F. (2006). *ouse Prices and Rents in Spain: does the Discount Factor matter?* *Documentos de Trabajo*, núm.0609. Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA. (2017). *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*. Madrid.
- BAUDINO, P., HERRERA, M. y RESTOY, F. (2023). The 2008-14 banking crisis in Spain. *FSI Crisis Management Series*, num. 4. Basilea: Bank for International Settlements. [www.bis.org/fsi/fscims4.pdf](http://www.bis.org/fsi/fscims4.pdf)
- BELLOD, J. F. (2014). El fracaso de las instituciones presupuestarias en las entidades locales. *Auditoría Pública*, núm. 63, pp. 83-94.
- BENEYTO, J. M. y PAMPILLÓN, R. (2023). *La Alternativa. Desafíos políticos y económicos en el nuevo ciclo*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- BERNANKE, B. S. (1993). Credit in the Macroeconomy. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*. Primavera.
- BERNANKE, B. S. (2000). *Essays on the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press.
- BERNANKE, B. S. (2012). On the Implications of the Financial Crisis for Economics , discurso ante la Conferencia patrocinada por Bendhein Center for Finance y Center for Economic Public Policy Studies, Princeton, New Jersey, 24 de septiembre. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/bernanke20100924a.pdf>
- BERNANKE, B. S. (2018). The Real Effects of Disrupted Credit: Evidence from the Global Financial Crisis. *Broking Papers on Economic Activity*, otoño.

- BERNANKE, B. S. (2022). *21st Century Monetary*. Nueva York, W.W: Norton & Company.
- BERNANKE, B. S. y BLINDER, A. (1988). Credit, Money, and Aggregate Demand. *American Economic Review*, mayo, pp. 435-39.
- BERNANKE, B. S. y GERTLER, M. (1989). Agency Cost, Net Worth and Business Fluctuations. *American Economic Review*, marzo, pp. 14-31.
- BERNANKE, B. S. y GERTLER, M. (1990). Financial Fragility and Economic Performance. *Quarterly Journal of Economics*, febrero, pp. 87-114.
- BINI SMAGHI, L. (2008). Restarting a Market: The Case of the Interbank Market. *ECB Conference on Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices, Frankfurt, 1 December*. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/sp081201.en.html>
- Boch, J. (2022). *La patria en la cartera. Pasado y presente de la corrupción en España*. Barcelona: Ariel.
- BUUNDICK, B. y SMITH, A. L. (2020). Policymakers have options for additional accommodation: forward guidance and yield curve control. *Economic Bulletin*. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- CANTOR, R. y WENNINGER, J. (1993). Perspective on the Credit Slowdown. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, primavera 1992-93.
- CARBÓ, S. (2011). Algunas claves del futuro del sistema bancario. *Papeles de Economía Española*, núm. 130. Madrid: Funcas.
- CARBÓ, S., PEDAUGA, L. E. y RODRÍGUEZ, F. (2011). La reordenación bancaria española. *Papeles de Economía Española*, núm. 130. Madrid: Funcas.
- CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (2018). El futuro de la rentabilidad bancaria, ¿tecnología o una nueva demanda? *Papeles de Economía Española*, núm. 155. Madrid: Funcas.
- CARRASCOSA, A. (2019). El Mecanismo Único de Resolución Bancaria. *Revista de Estabilidad Financiera*, núm. 36, primavera. Banco de España.
- CETORELLI, N., MANDEL, B. H. y MOLINEAUX, L. (2012). The Evolution of Banks and Financial Intermediation: Framing the Analysis. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, julio.
- CETORELLI, N. y PERISTIANI, S. (2012). The role of banks in asset securitization. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, julio.
- CLAEYS, G. (2021). What Are the Effects of the ECB's Negative Interest Rate Policy? *Monetary Dialogue Papers*. Bruegel.
- CŒURÉ, B. (2019). The effects of APP reinvestments on euro area bond markets. Closing remarks de *ECB's Bond Market Contact Group*, 12 June, ECB. [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190612\\_1~1a3bede969.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190612_1~1a3bede969.en.html)
- CUBILLAS, E. y SUÁREZ, N. (2018). El crédito bancario tras la crisis financiera. *Papeles de Economía Española*, núm. 155. Madrid: Funcas.
- DE BARRÓN, I. (2012). *El hundimiento de la banca*. Madrid: Catarata.
- DE LA DEHESA, G. (2009). *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*. Madrid: Alianza Editorial.
- DE LA DEHESA, G. (2018). *La crisis de la Eurozona ¿Una crisis autoinfligida?* Madrid: Alianza Editorial.
- DE GUINDOS, L. (2016). *España amenazada*. Barcelona: Península.
- De Guindos, L., Martínez-Pujalte, V. y Sevilla, J. (2009). *Pasado, presente y futuro de las cajas de ahorro*. Pamplona: Aranzadi, Thompson.
- DE JUAN, A. (2017). *De buenos banqueros a malos banqueros*. Madrid: Marcial Pons.

- DE SANTIAGO, E. (2023). La situación actual del planeamiento municipal en España: un complejo panorama de luces y sombras. *Ciudad y Territorio*, núm 217, otoño. <https://doi.org/10.37230/CyTET.2023.217.23>
- DE LA TORRE, F. (2023). *Y esto, ¿quién lo paga?* Barcelona: Debate.
- DELGADO, M. (2022). El sistema de tasación hipotecaria en España. *Discursos*, Jornada: “40 años del Mercado Hipotecario. Tendencias y Retos del Sector”, Banco de España.
- DIAMOND, D. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, pp. 393-414.
- DIAMOND, D. y DYBVIK, P. (1983). Banks Runs, Deposit Insurance and Liquidity. *Journal of Political Economy*, junio, pp. 401-419.
- DÍEZ, J. C. (2011). Crisis de la deuda europea: ¿crisis de emergentes o de sumergidos. *Papeles de Economía Española*, núm. 130. Madrid: Funcas.
- DÍEZ GUIJARRO, J. R. (2018). La política monetaria en la encrucijada. *Papeles de Economía Española*, núm. 155. Madrid: Funcas.
- DIONI LÓPEZ, J. (2021). *La España de las piscinas. Cómo el urbanismo liberal ha conquistado España y transformado su mapa político*. Barcelona: Arpa y Alfíl Editores.
- DOMÈNECH, A. (2016). *Geografía de los desahucios en España: las viviendas de segunda mano propiedad de la SAREB como indicador de la desigualdad urbana post-crisis*. Trabajo Fin de Master dirigido por Aaron Gutiérrez. Barcelona: Universitat Rovira i Virgili.
- EBA. (2023). *Asset Encumbrance Report*. European Banking Authority, julio.
- ECB. (2009). Liquidity hoarding and interbank market spreads. *Financial Stability Review*, Special Features, junio.
- EICHENGREEN, B. (2015). *Hall of Mirrors*. Oxford University Press.
- EKAIZER, E. (2018). *El libro negro. Cómo falló el Banco de España a los ciudadanos*. Barcelona: Espasa.
- ESCRIVÁ, J. L. y MALO DE MOLINA, J. L. (1991). La instrumentación de la política monetaria española en el marco de la integración europea. *Documentos de trabajo*, núm. 9104. Banco de España, Servicio de Estudios.
- EZQUIAGA, I. (2000). Suelo, catastro e Impuesto de Bienes Inmuebles. *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, núm. 4, dedicado a “La reforma de la financiación local en España”, pp. 199-232.
- EZQUIAGA, I. y AMOR, J. M. (2023). El ascenso de los tipos de interés, el exceso de liquidez y el balance del BCE. *Cuadernos de Información Económica*, 296, septiembre-octubre.
- EZQUIAGA, J. M. (2023). La ciudad que queremos, los planes que necesitamos: ampliando los horizontes políticos del planeamiento urbano. *Ciudad y Territorio*, núm. 217, otoño. <https://doi.org/10.37230/CyTET.2023.217.3>
- FAMA, E. (1980). Banking in the Theory of Finance. *Journal of Monetary Economics*, enero, pp. 39-57.
- FERNÁNDEZ ORDOÑEZ, M. Á. (2011). Rueda de Prensa sobre la reestructuración del sector bancario español y el Real Decreto-ley para el reforzamiento del sistema financiero, 12 de febrero.
- FERNÁNDEZ ORDOÑEZ, M. Á. (2016). *Economistas, políticos y otros animales*. Barcelona: Península.
- FERREIRA, T. y DAVIN, C. (2022). Longer-run neutral rates in major advanced economies. *FEDS Notes*. Federal Reserve Board.
- FISHER, S. (2017). The low level of global real interest rates. Speech, Federal Reserve Board.
- FONSECA, L. et al. (2023). The inversion of the yield curve and its information content in the euro area and the United States. *Economic Bulletin*, 7/2023. Banco central Europeo.

- FRIEDMAN, B. M. (1993). The Minsky Cycle in Action: But Why? *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Primavera 1992-93.
- FRIEDMAN, B. M. (2011). Reconstructing Economics in Light of the 2007-? Financial Crisis. *Journal of Economic Education*, 41(4), pp. 391-397.
- FROB. (2019). *10 años del FROB 2009-2019. Una década por la estabilidad financiera*. Madrid.
- GARCÍA DELGADO, J. L. (ed.). (1990). *La economía española de la transición a la democracia*. Madrid: Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS).
- GARCÍA MARTÍN, F. M., ROS, M. SILVENTE, M. J., SÁNCHEZ BALSALOBRE, P. F. y BERNAL, A. (2022). Murcia y el Plan general de 2001: de la planificación a la ejecución del urbanismo expansivo. *Ciudad y Territorio*, núm. 212, verano. <https://doi.org/10.37230/CyTET.2022.212.4>
- GARCÍA MONTALVO, J. M. (2008). *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero*. Barcelona: Antonio Bosch.
- GARCÍA MONTALVO, J. M. y MÁS, M. (2000). *La vivienda y el sector de la construcción en España*. Valencia: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), Ed. Caja de Ahorros del Mediterráneo.
- GARCÍA-LAMARCA, M. (2023). *Préstamos fallidos, personas fallidas. Vida y lucha contra la deuda hipotecaria*. Barcelona: Bellaterra Edicions.
- GEITHNER, T. (2008). Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System. Discurso en el Economic Club of New York. Nueva York: Federal Reserve Bank of New York.
- GEITHNER, T. (2014). *Stress Test. Reflections on financial crisis*. Nueva York: Crown Publicers.
- GIL, J., VIDAL, L. y MARTÍNEZ, M. Á. (2023). *¿Cómo afectará el control de precios de los alquileres a los caseros?* Barcelona: La Hidra Cooperativa, Institut de Recerca Urbana.
- GIL CALVO, E. (2009). *Crisis Crónica. La construcción social de la Gran Recesión*. Madrid: Alianza Editorial.
- GONZÁLEZ-BERENGUER, J. L. (1997). *La financiación del urbanismo y el precio de los terrenos*. Madrid: Editorial Montecorvo.
- GOWAN, P. (2009). Crisis in Heartland. *New Left Review*, 55, enero-febrero.
- GROSSMAN, R. S. (2010). *Unsettled Account. The evolution of banking in the industrialized world since 1800*. Princeton University Press.
- GUINEA, L., PUNCH, L. A. y RUIZ, J. (2022). News-Driven Housing Booms: Spain Versus Germany. *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 23(1), <https://doi.org/10.1515/bejm-2021-0116>
- GULATI, C. y SMITH, A. L. (2022). The evolving role of the Fed's balance sheet: effects and changes. *Economic Review*, 4Q. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- GUTIÉRREZ ROZAS, L. (2023). El Banco Central Europeo y la estabilidad financiera: un cuarto de siglo de evolución y transformación (1998-2023). *Revista de Estabilidad Financiera*, núm. 44, primavera. Banco de España. <https://doi.org/10.53479/30055>
- HARDOUVELIS, G. y WIZMAN, T. (1992). The relative Cost of Capital for Marginal Firms over the Business Cycle. *Quarterly Review*, otoño, pp. 59-68. Federal Reserve Bank of New York
- HARTMANN, P. y VALLA, N. (2008). The Euro Money Markets. En X. Freixas, P. Hartmann y C. Mayer (eds.), *Handbook of European Financial Markets and Institutions*. Oxford University Press.
- HUERTA, B. (2009). *Promotores de la crisis*. Madrid: LID Editorial.
- KOO, R. C. (2009). *The Holy Grial of Macroeconomics*. Singapore: John Wiley & Sons.
- KOO, R. C. (2015). *The Escape from Balance Sheet Recession and The QE Trap*. Singapore: John Wiley & Sons.

- LANE, P. R. (2019). Determinants of the real interest rates. Speech. ECB.
- LANE, P. R. (2023). Central bank liquidity: a macroeconomic perspective. Speech. ECB.
- LEAL-MALDONADO, J. y MARTÍNEZ DEL OLMO, A. (2021). El ocaso de un modelo de vivienda de difícil reemplazo. *Ciudad y Territorio*, vol. LIII, monográfico. <http://doi.org/10.37230/CyTET.2012.M21.03>
- LEVINE, R. More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Julio/Agosto, Vol. 85, Núm. 4, julio/agosto.
- LOSADA, R. (2007). *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*. Monografía, 14. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- MÁILLO BELDA, J. E. (2023). *Bankia desde dentro*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- MAZZUCATO, M., RYAN-COLLINS, J. y GOUZOU LIS, G. (2023). Mapping modern economic rents: the good, the bad and the grey areas. *Cambridge Journal of Economics*, 47.
- MENÉNDEZ SARRIÉS, N. (2015). *Bankia confidencial*. Barcelona: Planeta.
- MENÉNDEZ SARRIÉS, N. (2018). *Ajuste de cuentas*. Libros.com
- MICÓ-MILLÁN, I. (2023). The Effects of Inheritance and Gift taxation on Upward Wealth Mobility at the Bottom: lessons from Spain. *Tesis doctoral*, imico.uc3m.es.
- MINSKY, H. P. (1993). On the Non-Neutrality of Money. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, primavera 1992-93.
- MINSKY, H. P. (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. Nueva York: McGraw Hill.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, junio, pp. 261-97.
- NAREDO, J. M. (1996). *La burbuja inmobiliario-financiera en la coyuntura económica reciente (1985-1995)*. Madrid: Siglo XXI.
- OBSERVATORIO DE LA DIGITALIZACIÓN FINANCIERA (ODF). (2023). *La digitalización como eje de la transformación bancaria*. Funcas-KPMG.
- OBSERVATORIO DE VIVIENDA Y SUELO. (2020). *Boletín Especial Vivienda Social*. Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana (MTMAU).
- OBSERVATORIO DE VIVIENDA Y SUELO. (2022). *Boletín Especial Alquiler Residencial*. Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana (MTMAU).
- ONTIVEROS, E. (2019). *Excesos. Amenazas a la prosperidad global*. Barcelona: Planeta.
- ONTIVEROS, E., BERGES, Á. y MANZANO, D. (2022). 35 años de historia económico-financiera española. En AFI, *1987-2022, 35 años de economía y finanzas en España*. Madrid: AFI Escuela.
- PANETTA, F. (2022). Normalising monetary policy in non-normal times. *Discurso*, 25 de mayo. European Central Bank (ECB).
- PAREJA, M. y SÁNCHEZ, M. T. (2012). La política de vivienda en España: lecciones aprendidas y retos de futuro. *Revista Gallega de Economía*, vol.21, núm.2, diciembre.
- PAREJO, L. y ROGER, G. (2007). *Comentarios a la Ley de Suelo (Ley 8/2007, de 28 de mayo)*. Madrid: Iustel.
- PATEL, R. y MEANING, J. (2022). *Can't we just print more money?* Penguin Random House .
- PELLICER, LL. (2014). *El vicio del ladrillo. La cultura de un modelo productivo*. Madrid: Catarata.

- POSNER, E. A. (2021). *How antitrust failed workers*. Nueva York: Oxford University Press.
- POZSAR, Z., ADRIAN, T., ASHCRAFT, A. y BOESKY, H. (2012). Shadow banking. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, julio.
- RATO, R. (2023). *Hasta aquí hemos llegado*. Barcelona: Península.
- RAYA, J. M. y GARCÍA MONTALVO, J. M. (2023). Reformas sensatas para una vivienda accesible. En T. ROLDAN *et al.*, *Un país posible*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- RODRÍGUEZ, E. (2016). *La política en el ocaso de la clase media. El ciclo 15M-Podemos*. Madrid: Traficantes de Sueños.
- RODRÍGUEZ ZAPATERO, J. L. (2013). *El dilema. 6000 días de vértigo*. Barcelona: Planeta.
- RODRÍGUEZ-CASTELLANOS, A., PEÑA-CEREZO, M. Á., IBÁÑEZ-HERNÁNDEZ, F. J. y PÉREZ MARTÍNEZ, M. A. (2013). Análisis del mercado del rating de las emisiones de titulización en España (1993-2011). *Análisis Financiero*, núm. 121
- RODRÍGUEZ-SUÁREZ, I., ÁLVAREZ DEL VALLE, L., FERNÁNDEZ-RAMÍREZ, C. y HERNÁNDEZ-AJA, A. (2023). El imposible acceso a la vivienda de Madrid: cuando los precios superan a las rentas. *Ciudad y Territorio*, vol. LV, núm. 215, primavera. <http://doi.org/10.37230/CyTET.2023.215.4>
- ROGOFF, K. S., ROSSI, B. y SCHMELZING, P. (2022). Long-run trends in long-maturity real rates 1311-2021. *Working Paper*, 30475, septiembre. National Bureau of Economic Research (NBER).
- Roldán, J. M. La unión bancaria. *Papeles de Economía Española*, núm. 155. Madrid: Funcas.
- ROUBINI, N. y MIHN, S. (2011). *Crisis Economics. A crash course in the future of finance*. Londres: Penguin Books.
- RUBIO, A. (2022). *España fea. El caos urbano, el mayor fracaso de la democracia*. Barcelona: Debate.
- SAN JUAN, L. (2023). El desajuste entre las oferta y la demanda de vivienda, y su relación con los precios. *Boletín Económico*, 2023T2, 09. Madrid: Banco de España. <https://doi.org/10.53479/30189>.
- SAN MARTÍN, I. (1998). Precios y accesibilidad familiar a la vivienda. En *El precio de la vivienda y la formación del hogar*. Barcelona: Centre de Cultura Contemporània de Barcelona.
- SAURINA, J. y TRUCHARTE, C. (2017). *Las provisiones contracíclicas del Banco de España, 2000-2016*. Madrid: Banco de España.
- SEBASTIÁN, M. (2015). *La falsa bonanza*. Barcelona: Península.
- SINAI, A. (1993). Financial and Credit Cycles—Generic or Episodic? *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Primavera 1992-93.
- SCHNABEL, I. (2022a). The globalization of inflation. Discurso, 11 de mayo. European Central Bank (ECB).
- SCHNABEL, I. (2022b). Monetary policy and the Great Volatility. Discurso, 27 de Agosto. European Central Bank (ECB).
- SCHNABEL, I. (2022c). Monetary policy in a cost-of-living crisis. Discurso, 30 de septiembre. European Central Bank (ECB).
- SCHNABEL, I. (2023). Back to normal? Balance sheet and interest rate control. Discurso, 27 de marzo. European Central Bank.
- STRAHAN, P. E. (2003). The Real Effects of US Banking Deregulation. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Julio/Agosto, Vol. 85, núm. 4.
- TALTAVULL, P. y JUÁREZ, F. (2015). Una serie histórica de precios residenciales para España. *Ciudad y Territorio*, núm.186, pp. 639-656.

- TERÁN, F. (1980). *Planeamiento urbano en la España contemporánea*. Madrid: Alianza Universidad.
- TRILLA, C. y BOSCH, J. (2018). El parque público y protegido de vivienda en España: un análisis desde el contexto europeo. *Documento de Trabajo*, 197/2018. Fundación Alternativas.
- TORRERO MAÑAS, A. (2006). *Crisis financieras. Enseñanzas en cinco episodios*, Madrid: Marcial Pons.
- TORRES, R. (2023). El acceso de los jóvenes a la vivienda. *Cuadernos de Información Económica*, 296, septiembre-octubre.
- UBIDE, A. (2009). Introducción. La crisis crediticia en el siglo XX. En L. DE GUINDOS, V. MARTÍNEZ-PUJALTE y J. SEVILLA (2009), *Pasado, presente y futuro de las cajas de ahorro*. Pamplona: Aranzadi, Thompson.
- UBIDE, A. (2019). *La paradoja del riesgo*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- VAQUER, M. (2007). Constitución, Ley del suelo y ordenamiento territorial y urbanístico. Estudio preliminar en L. PAREJO y G. ROGER, *Comentarios a la Ley de Suelo (Ley 8/2007, de 28 de mayo)*. Madrid: Iustel.
- VERGÉS, R. (1998). El precio de la vivienda urbana. En R. Vergés (ed.), *El precio de la vivienda y la formación del hogar*. Barcelona: Centre de Cultura Contemporànea de Barcelona.
- VERGÉS, R. (2012). Estadísticas de vivienda libre en España 1987-2011. Series operativas de viviendas y precios. *Estadística Española*, vol. 54, núm. 179.
- VICKERS, J. (2014). Banking reform in Britain and Europe. En AKERLOF *et al.*, *What have we learned?* Londres: International Monetary Fund and MIT Press.
- WRAY, L. R. (2016). *Why Minsky matters*. Princeton University Press.
- ZAMORANO, J. (2019). El destino de los patrimonios públicos de suelo en la legislación española. *La administración al día*. Instituto Nacional de la Administración Pública (INAP).



### **NOTA SOBRE EL AUTOR**

**Ignacio Ezquiaga** (Madrid, 1961), es doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid y ha compaginado su carrera académica, como profesor de postgrado y autor de un buen número de contribuciones en el campo de las finanzas, con la profesional, que arrancó en 1984 y le ha permitido acumular una larga experiencia en banca y mercados financieros, durante años de grandes transformaciones. Fue director del servicio de Estudios de Gesmosa, socio fundacional de Afi, CFO de Caja Murcia y BMN y director corporativo de banca privada y gestión de activos en Bankia y Caixabank. Fue miembro de los consejos de administración de varios bancos, compañías de seguros y empresas cotizadas.

En coherencia con una vocación temprana, ha sido profesor invitado en varias universidades y escuelas de postgrado y autor de libros y artículos especializados. Es divulgador en medios, como Expansión o El País, y en redes sociales. Es colaborador de Funcas, AFI y del Máster de Finanzas de la Universidad de Murcia.



**Últimos números publicados**

- N.º 40. DOS ENSAYOS SOBRE FINANCIACIÓN AUTONÓMICA**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Carlos Monasterio Escudero e Ignacio Zubiri Oria.
- N.º 41. EFICIENCIA Y CONCENTRACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL**  
(*Serie ANÁLISIS*),  
por Fernando Maravall, Silviu Glavan y Analistas Financieros Internacionales.
- N.º 42. ANÁLISIS DE REFORMAS DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA PERSONAL A PARTIR DE MICRODATOS TRIBUTARIOS** (*Serie ANÁLISIS*),  
por José Félix Sanz Sanz, Juan Manuel Castañer Carrasco y Desiderio Romero Jordán.
- N.º 43. COMPORTAMIENTO ESTRATÉGICO DE LA BANCA AL POR MENOR EN ESPAÑA: FUSIONES Y ESPECIALIZACIÓN GEOGRÁFICA** (*Serie TESIS*),  
por Cristina Bernad Morcate.
- N.º 44. LA VERTIENTE CUALITATIVA DE LA MATERIALIDAD EN AUDITORÍA: MARCO TEÓRICO Y ESTUDIO EMPÍRICO PARA EL CASO ESPAÑOL** (*Serie TESIS*),  
por Javier Montoya del Corte.
- N.º 45. LA DECISIÓN DE INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS: UN MODELO TEÓRICO CON INVERSIÓN HORIZONTAL Y VERTICAL** (*Serie TESIS*),  
por Jaime Turrión Sánchez.
- N.º 46. FINANCIACIÓN DE LA ENSEÑANZA OBLIGATORIA: LOS BONOS ESCOLARES EN LA TEORÍA Y EN LA PRÁCTICA** (*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Javier Díaz Malledo (coordinador), Clive R. Belfield, Henry M. Levin, Alejandra Mizala, Anders Böhlmark, Mikael Lindahl, Rafael Granell Pérez y María Jesús San Segundo.
- N.º 47. SERVICIOS Y REGIONES EN ESPAÑA** (*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Juan R. Cuadrado Roura y Andrés Maroto Sánchez.
- N.º 48. LAS EMPRESAS DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIO EN ESPAÑA: DEL BOOM A LA RECESIÓN ECONÓMICA** (*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Belén Gill de Albornoz (Dir.), Juan Fernández de Guevara, Begoña Giner y Luis Martínez.
- N.º 49. INSTRUMENTOS PARA MEJORAR LA EQUIDAD, TRANSPARENCIA Y SOSTENIBILIDAD DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES DE REPARTO** (*Serie TESIS*),  
por M.ª del Carmen Boado-Penas.
- N.º 50. EL IMPUESTO DE FLUJOS DE CAJA EMPRESARIAL: UNA ALTERNATIVA AL IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE SOCIEDADES** (*Serie TESIS*),  
por Lourdes Jerez Barroso.
- N.º 51. LA SUBCONTRATACIÓN DE SERVICIOS DE I+D: EVIDENCIA DE EMPRESAS EUROPEAS Y DE EE.UU.** (*Serie TESIS*),  
por Andrea Martínez Noya.
- N.º 52. IMPOSICIÓN EFECTIVA SOBRE LAS RENTAS DEL CAPITAL CORPORATIVO: MEDICIÓN E INTERPRETACIÓN. EL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES EN ESPAÑA Y EN LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA EN EL CAMBIO DE MILENIO** (*Serie ANÁLISIS*),  
por José Félix Sanz Sanz, Desiderio Romero Jordán y Begoña Barruso Castillo.
- N.º 53. ¿ES RENTABLE EDUCARSE? MARCO CONCEPTUAL Y PRINCIPALES EXPERIENCIAS EN LOS CONTEXTOS ESPAÑOL, EUROPEO Y EN PAÍSES EMERGENTES** (*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por José Luis Raymond (coordinador).
- N.º 54. LA DINÁMICA EXTERIOR DE LAS REGIONES ESPAÑOLAS** (*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por José Villaverde Castro y Adolfo Maza Fernández.
- N.º 55. EFECTOS DEL STOCK DE CAPITAL EN LA PRODUCCIÓN Y EL EMPLEO DE LA ECONOMÍA** (*Serie TESIS*),  
por Carolina Cosculluela Martínez.

- N.º 56. LA PROCICLICIDAD Y LA REGULACIÓN PRUDENCIAL DEL SISTEMA BANCARIO**  
*(Serie TESIS)*,  
por Mario José Deprés Polo.
- N.º 57. ENSAYO SOBRE ACTIVOS INTANGIBLES Y PODER DE MERCADO DE LAS EMPRESAS. APLICACIÓN A LA BANCA ESPAÑOLA** *(Serie TESIS)*,  
por Alfredo Martín Oliver.
- N.º 58. LOS ATRACTIVOS DE LOCALIZACIÓN PARA LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS. EXPLOTACIÓN DE LA ENCUESTA SOBRE ATRACTIVOS DE LOCALIZACIÓN** *(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD)*,  
por Encarnación Cerejijo, David Martín, Juan Andrés Núñez, Jaime Turrión y Francisco J. Velázquez.
- N.º 59. ESTUDIO ECONÓMICO DE LOS COSTES DE LA ENFERMEDAD: APLICACIÓN EMPÍRICA AL CASO DEL ALZHEIMER Y LOS CONSUMOS DE DROGAS ILEGALES** *(Serie TESIS)*,  
por Bruno Casal Rodríguez.
- N.º 60. BUBBLES, CURRENCY SPECULATION, AND TECHNOLOGY ADOPTION** *(Serie TESIS)*,  
por Carlos J. Pérez.
- N.º 61. DISCAPACIDAD Y MERCADO DE TRABAJO: TRES ANÁLISIS EMPÍRICOS CON LA MUESTRA CONTINUA DE VIDAS LABORALES** *(Serie TESIS)*,  
por Vanesa Rodríguez Álvarez.
- N.º 62. EL ANÁLISIS DE LOS IMPUESTOS INDIRECTOS A PARTIR DE LA ENCUESTA DE PRESUPUESTOS FAMILIARES** *(SERIE ANÁLISIS)*,  
por José Félix Sanz Sanz, Desiderio Romero Jordán y Juan Manuel Castañer Carrasco.
- N.º 63. EUROPA, ALEMANIA Y ESPAÑA: IMÁGENES Y DEBATES EN TORNO A LA CRISIS** *(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD)*,  
por Víctor Pérez-Díaz, Juan Carlos Rodríguez y Elisa Chulía.
- N.º 64. INTEGRACIÓN, INMIGRANTES E INTERCULTURALIDAD: MODELOS FAMILIARES Y PATRONES CULTURALES A TRAVÉS DE LA PRENSA EN ESPAÑA (2010-11)** *(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD)*,  
por Enrique Uldemolins, Alfonso Corral, Cayetano Fernández, Miguel Ángel Motis, Antonio Prieto y María Luisa Sierra.
- N.º 65. SOSTENIBILIDAD DEL SISTEMA DE PENSIONES DE REPARTO EN ESPAÑA Y MODELIZACIÓN DE LOS RENDIMIENTOS FINANCIEROS** *(Serie TESIS)*,  
por Clara Isabel González Martínez.
- N.º 66. EVOLUCIÓN DE LAS FUNDACIONES BANCARIAS ITALIANAS: DE HOLDING DE SOCIEDADES BANCARIAS A UN MODELO INNOVADOR DE "BENEFICIENCIA PRIVADA"** *(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD)*,  
por Paolo Barolì, Claudia Imperatore, Rosella Locatelli y Marco Trombetta.
- N.º 67. LAS CLAVES DEL CRÉDITO BANCARIO TRAS LA CRISIS** *(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD)*,  
por Santiago Carbó Valverde, José García Montalvo, Joaquín Maudos y Francisco Rodríguez Fernández.
- N.º 68. ENTRE DESEQUILIBRIOS Y REFORMAS. ECONOMÍA POLÍTICA, SOCIEDAD Y CULTURA ENTRE DOS SIGLOS** *(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD)*,  
por Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez.
- N.º 69. REFORMA DEL MERCADO DE SERVICIOS PROFESIONALES EN ESPAÑA** *(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD)*,  
por María Paz Espinosa, Aitor Ciarreta y Aitor Zurimendi.
- N.º 71. BUILDING A EUROPEAN ENERGY MARKET: LEGISLATION, IMPLEMENTATION AND CHALLENGES** *(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD)*,  
por Tomás Gómez y Rodrigo Escobar.

- N.º 72. ESSAYS IN TRADE, INNOVATION AND PRODUCTIVITY**  
*(Serie TESIS),*  
por Aránzazu Crespo Rodríguez.
- N.º 73. ENDEUDAMIENTO DE ESPAÑA: ¿QUIÉN DEBE A QUIÉN?**  
*(SERIE ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Analistas Financieros Internacionales (AFI).
- N.º 74. AGENTES SOCIALES, CULTURA Y TEJIDO PRODUCTIVO EN LA ESPAÑA ACTUAL**  
*(SERIE ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Víctor Pérez-Díaz, Juan Carlos Rodríguez, Joaquín Pedro López-Novo y Elisa Chuliá.
- N.º 75. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO Y LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN: ESPAÑA EN EL CONTEXTO EUROPEO**  
*(SERIE ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Joaquín Maudos.
- N.º 76. EFICIENCIA DE LOS SISTEMAS REGIONALES DE INNOVACIÓN EN ESPAÑA**  
*(SERIE ANÁLISIS),*  
por Mikel Buesa, Joost Heijs, Thomas Baumert y Cristian Gutiérrez.
- N.º 77. ENCOURAGING BLOOD AND LIVING ORGAN DONATIONS**  
*(Serie TESIS),*  
por María Errea y Juan M. Cabasés (director).
- N.º 78. EMPLEO Y MATERNIDAD: OBSTÁCULOS Y DESAFÍOS A LA CONCILIACIÓN DE LA VIDA LABORAL Y FAMILIAR** *(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Margarita León Borja (coordinadora).
- N.º 79. PEOPLE MANAGEMENT IN MICRO AND SMALL COMPANIES - A COMPARATIVE ANALYSIS. EMPLOYEE VOICE PRACTICES AND EMPLOYMENT RELATIONS,**  
*(Serie ANÁLISIS),*  
por Sylvia Rohlfel, con la colaboración de Carlos Salvador Muñoz y Alesia Slocum.
- N.º 80. LA CRISIS, ¿UNA OPORTUNIDAD PARA LA ECONOMÍA SOCIAL ESPAÑOLA**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Pierre Perard.
- N.º 81. UN TRIÁNGULO EUROPEO: ELITES POLÍTICAS, BANCOS CENTRALES Y POPULISMOS**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Víctor Pérez Díaz, Juan Carlos Rodríguez y Elisa Chuliá.
- N.º 82. EL MERCADO ESPAÑOL DE ELECTRICIDAD**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Aitor Ciarreta, María Paz Espinosa y Aitor Zurimendi.
- N.º 83. THREE ESSAYS IN LONG-TERM ECONOMIC PERSISTENCE**  
*(Serie TESIS),*  
por Felipe Valencia Caicedo.
- N.º 84. ROLE OF MICROPARTICLES IN ATHEROTHROMBOSIS**  
*(Serie TESIS),*  
por Rosa Suades Soler.
- N.º 85. IBERISMOS. EXPECTATIVAS PENINSULARES EN EL SIGLO XIX**  
*(Serie TESIS),*  
por César Rina Simón.
- N.º 86. MINING STRUCTURAL AND BEHAVIORAL PATTERNS IN SMART MALWARE**  
*(Serie TESIS),*  
por Guillermo Suárez-Tangil.
- N.º 87. LA VOZ DE LA SOCIEDAD ANTE LA CISIS**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Víctor Pérez-Díaz.

- N.º 88. ECONOMÍA SUMERGIDA Y FRAUDE FISCAL EN ESPAÑA: ¿QUÉ SABEMOS? ¿QUÉ PODEMOS HACER?**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Santiago Lago Peñas.
- N.º 89. CONSTRUCCIÓN EUROPEA, IDENTIDADES Y MEDIOS DE COMUNICACIÓN**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Víctor Pérez-Díaz, Juan Carlos Rodríguez y Josu Mezo.
- N.º 90. LA INTEGRACIÓN DE LOS INMIGRANTES EN EUROPA Y EN ESPAÑA: MODELOS E INDICADORES PARA LAS POLÍTICAS PÚBLICAS**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Cayetano Fernández, Alfonso Corral, Antonio Prieto María Luisa Sierra y Enrique Uldemolins
- N.º 91. SOLEDAD, DISCAPACIDAD Y MERCADO DE TRABAJO**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Miguel Ángel Malo y Ricardo Pagán
- N.º 92. CRISIS ECONÓMICA Y DESIGUALDAD DE LA RENTA EN ESPAÑA. EFECTOS DISTRIBUTIVOS DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Samuel Calonge Ramírez y Antonio Manresa Sánchez
- N.º 93. LAS DESIGUALDADES ECONÓMICAS EN ESPAÑA: REALIDADES Y PERCEPCIONES**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
- N.º 94. INNOVACIÓN, CRECIMIENTO Y COMPETITIVIDAD: EL PAPEL DE LA POLÍTICA TECNOLÓGICA EN ESPAÑA**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Joost Heijs, Mikel Buesa, Delia Margarita Vergara, Cristian Gutiérrez, Guillermo Arenas y Alex Javier Guerrero
- N.º 95. 40 AÑOS DE DESCENTRALIZACIÓN EN ESPAÑA (1978-2018): BALANCE Y PERSPECTIVAS**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Santiago Lago Peñas
- N.º 96. EVALUACIÓN DE RESULTADOS EN SALUD: VALOR Y SOSTENIBILIDAD PARA EL SISTEMA NACIONAL DE SALUD**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Javier Soto, José Manuel Martínez Sesmero, Miguel Ángel Casado, Miguel Ángel Calleja y Félix Lobo (Directores)
- N.º 97. LA CULTURA ECOLÓGICA DE LOS EUROPEOS: PERCEPCIONES, ACTITUDES Y COMPORTAMIENTOS**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Juan Carlos Rodríguez
- N.º 98. ENVEJECIMIENTO Y CAPITAL SOCIAL: LA IMPORTANCIA DE LAS REDES DE AMIGOS Y LA PARTICIPACIÓN SOCIAL EN EL BIENESTAR INDIVIDUAL**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Miguel Ángel Malo y Ricardo Pagán
- N.º 99. CUARENTA AÑOS DESPUÉS: LA SOCIEDAD CIVIL ESPAÑOLA, DE UN PRIMER IMPULSO A UNA LARGA PAUSA**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
- N.º 100. TRES APROXIMACIONES A LA IGUALDAD SOCIAL EN ESPAÑA: RENTAS DISPONIBLES, RENTAS AMPLIADAS Y OCUPACIONES**  
(*Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD*),  
por Eduarso Bandrés, Juan Carlos Rodríguez y Julio Carabaña

**N.º 101. LA INDUSTRIA DE LAS VACUNAS TRAS LA PANDEMIA DE LA COVID-19. LA PERSPECTIVA INTERNACIONAL**  
**(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Félix Lobo



*Información:*

Funcas

Caballero de Gracia, 28

28013 Madrid

Teléfono: 91 596 54 81

Fax: 91 596 57 96

[publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)

[www.funcas.es](http://www.funcas.es)

ISBN 978-84-17609-72-6

