

CAPÍTULO 4

25 años de crédito y vivienda: un modelo residencial en cuestión

Ignacio Ezquiaga

*Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la UAM,
colaborador de Funcas y Afi*

La burbuja, su crisis y el largo proceso de desapalancamiento posterior ponen de manifiesto la relevancia de analizar el periodo desde el punto de vista de la calidad del flujo de crédito y del funcionamiento sesgado de los procesos de concesión de financiación que realiza principalmente la industria bancaria. El canal crediticio se interrumpió a partir de 2008 y hubo de ser reparado mediante las capitalizaciones privadas y públicas (2010-2012) con un alto coste en pérdidas para los inversores privados y para el Gobierno. Además, se llevó a cabo una profunda reforma y una amplia reestructuración y concentración. El sistema, pues, ya no financia burbujas inmobiliarias, pero nos preguntamos por qué la salida de la crisis no ha resuelto también los problemas del mercado de la vivienda. En el modelo residencial, basado en la propiedad y el mercado libre, descansa en gran medida la respuesta: a pesar de que el crédito fluye de nuevo eficientemente, el mercado de la vivienda ha seguido siendo incapaz de crear vivienda asequible a lo largo de toda la estructura social. Esto ha terminado por generar una edificación de vivienda nueva que está por debajo de las necesidades derivadas del proceso de creación de hogares. Una suerte de escasez crónica que deja fuera, sobre todo, a los jóvenes.

La limitada reconducción de los precios tras 2008 y su repunte posterior ponen de manifiesto un mercado que parece haber estado formando precios y cantidades al margen de las condiciones materiales y necesidades del grueso de las capas sociales que buscan su primera vivienda. Estamos ante una extrema dualidad. Mientras padres y abuelos disponen de viviendas principales que se han revalorizado históricamente, lo que les ha permitido pagar sus deudas y liberar ahorro, sus hijos, están en la situación opuesta, lo que lastra el potencial productivo de nuestro país. La brecha de asequibilidad de los jóvenes es tan abrupta que, en ausencia de un mercado de alquiler de vivienda, el impulso de las políticas públicas debería concentrarse en segmentar el mercado, incentivando la transformación del modelo residencial. Esto implica la recuperación del instrumento de la vivienda protegida, ahora en alquiler. Tiempo es de reequilibrar el modelo residencial.

■ 1. UNA VISIÓN DE CONJUNTO

Este trabajo, que actualiza y sintetiza el más amplio expuesto en Ezquiaga (2024), revisa las relaciones entre crédito y vivienda en el último cuarto de siglo en España, es decir, desde que nuestro país entrara a formar parte de la Unión Económica y Monetaria (UEM) hasta nuestros días, pasando por la burbuja inmobiliaria, su crisis, la devaluación interna y la recuperación tras la pandemia. La asequibilidad de la vivienda habitual es el centro de atención.

El marco conceptual que adoptamos es el de la *visión desde el crédito*. El papel del canal crediticio es esencial para entender el origen de las crisis financieras, cuando la calidad del flujo de crédito durante los periodos de euforia –con excesos de endeudamiento– y pánico –con racionamiento del crédito– determinan, por sí mismos, un impacto adicional y relevante en la economía y el empleo. Cuando explota una burbuja inmobiliaria y el pánico sustituye a la euforia previa, el crédito que había regado con preferencia determinadas actividades se interrumpe o raciona para toda la economía, convirtiéndose en un factor clave que conduce a decisiones de balance de empresas y hogares, más allá del sector en cuestión. Cada nuevo episodio de crisis financiera resalta la importancia para un crecimiento sostenible de la calidad y estabilidad con que se desarrollan los procesos que determinan los flujos de crédito a empresas y a hogares.

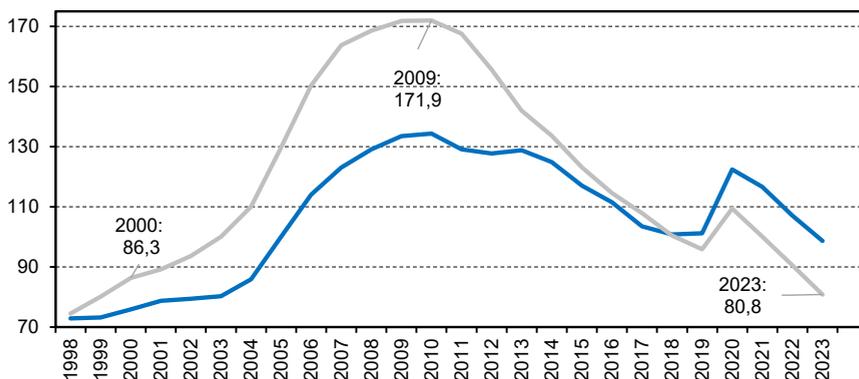
Así, los fallos de mercado derivados de una información imperfecta y asimétrica deben conducir a profundizar en lo que Bernanke (1993) y (2018) denomina el *proceso de crédito*, es decir, el conjunto de los sistemas de regulación, de generación, captación y tratamiento masivo de información, así como de gestión interna, relacionadas con los procesos de calificación de riesgos, de aprobación de concesiones, consumo de recursos propios y seguimiento de los riesgos de crédito en las instituciones encargadas de financiar una economía, fundamentalmente los bancos y los mercados de capitales.

En este contexto, la concentración de riesgo inmobiliario en los balances bancarios durante el periodo de la burbuja inmobiliaria española es analizada aquí como un deficiente funcionamiento de la maquinaria crediticia, de igual forma que, en sentido opuesto, el corte o restricción en el suministro de crédito a toda la economía, como ocurrió posteriormente a su explosión en 2008. La intensidad de la crisis y de la recesión en España, más allá del entorno global, fue proporcional a la magnitud con que el entorno propicio al optimismo y el fallo de la industria de la concesión de crédito, asumiendo riesgos desproporcionados en el mercado inmobiliario, provocó un evento crediticio sistémico, que interrumpió la financiación a los bancos españoles y, a su vez, a la propia economía.

La resolución y capitalización del sistema –a manos privadas y públicas–, la asunción de las pérdidas correspondientes y la concentración y reestructuración de los bancos, que precisó de cuatro largos años de aguda incertidumbre, para la restau-

Gráfico 1

EL DESAPALANCAMIENTO DEL BALANCE: SALDOS DE CRÉDITO Y DEPÓSITOS DEL SISTEMA CREDITICIO SOBRE PIB (EN PORCENTAJES)

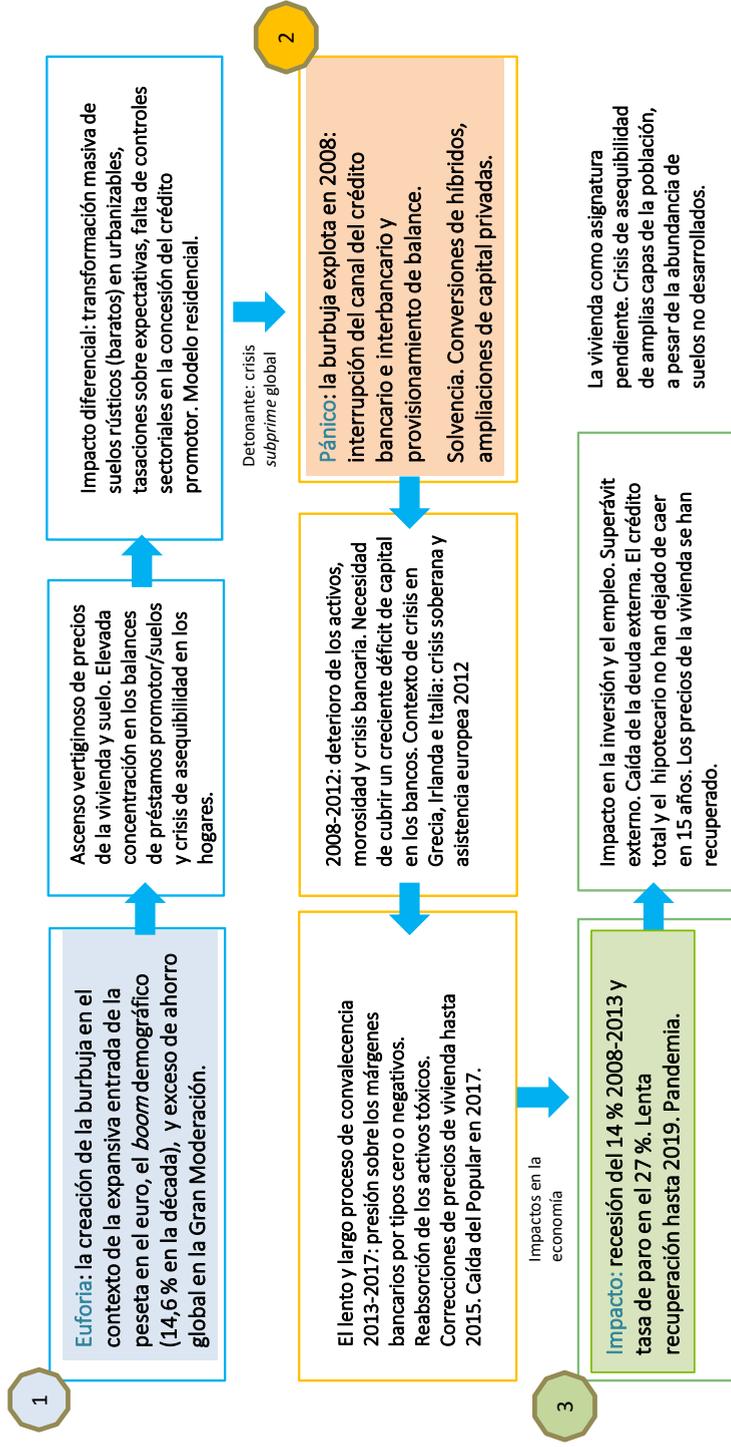


Fuente: Banco de España.

ración del canal crediticio, con la recapitalización y reestructuración que impulsaron las autoridades españolas y europeas. Sin embargo, la caída posterior de los tipos de interés hasta niveles negativos y el bajo crecimiento económico, la deflación salarial y el elevado desempleo configuraban un escenario difícil para la normalización del mercado inmobiliario y la necesaria recuperación de la rentabilidad del capital bancario. Entre 2013 y 2021, el sistema hubo de enfrentarse a un proceso de masiva absorción de activos inmobiliarios y a una reestructuración de costes, mientras los márgenes de intereses sufrían mínimos históricos que no habían sido previstos en los planes de reestructuración. El retorno de la inflación a la salida de la pandemia en 2022 y 2023 ha aliviado las cuentas bancarias, gracias a la normalización de los tipos de interés, pero los balances, todavía en bajos niveles históricos por la caída continuada del crédito, sigue lastrando el negocio bancario español.

Ha sido este un largo periodo de transformación de la economía española (ver recuadro 1), que se ha fortalecido en muchos aspectos, mejorando sus desequilibrios y superando su dependencia histórica de la construcción residencial, pero precisamente la vivienda, que fue el centro de la burbuja y su crisis, sigue siendo su gran asignatura pendiente, con una producción en niveles inferiores a los necesarios para cubrir la creación de hogares. La demanda potencial de primera vivienda sigue sufriendo niveles de precio no asequibles en relación con las rentas de los grupos sociales a los que está asociada. El resultado es un déficit de hogares jóvenes de unos 1,6 millones. El modelo residencial debe evolucionar para completar el mercado libre y la propiedad con el alquiler masivo y la intervención pública en el lado oferta mediante vivienda protegida.

CRÉDITO Y VIVIENDA EN EL PERIODO 1998-2023



■ 2. LA BURBUJA INMOBILIARIA Y SU LEGADO EN LOS BALANCES BANCARIOS

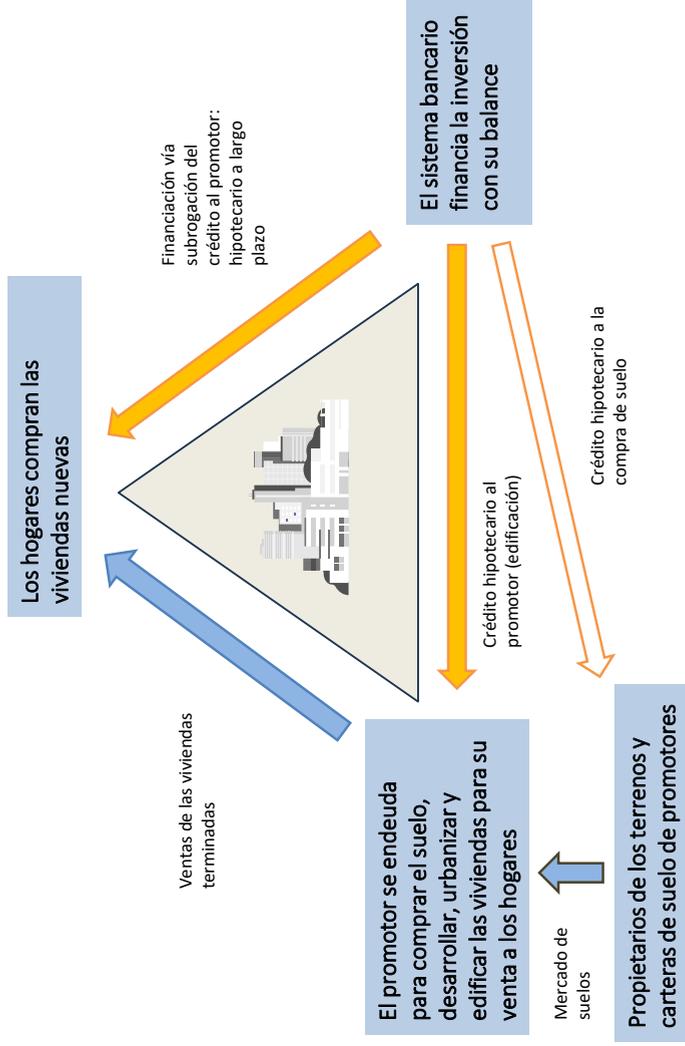
Los dos factores que podemos destacar como diferenciales en la crisis española iniciada en 2008 fueron su magnitud devastadora y su extensión temporal. La crisis fue la consecuencia –en un entorno adverso de crisis internacional– de la deriva a que previamente había conducido, durante la fase de euforia de la burbuja, el modelo residencial español y el fallo de mercado que la maquinaria crediticia de los bancos ni detectó ni corrigió. Los rasgos del caso español, concretamente la sobre-dimensión y concentración del riesgo inmobiliario, convirtieron un proceso que, en otras circunstancias, quizá hubiera supuesto un *boom* moderado, en una de las mayores crisis económicas, políticas y sociales vividas por nuestro país.

El modelo residencial español, cuya estructura triangular sintetizamos en el recuadro 2, junto a la producción total de vivienda desde 1980, destaca por la confluencia de un mercado de vivienda orientado a la propiedad con un sistema bancario clave para su financiación. La burbuja dual –tanto por su componente de volumen como por el de precios– estuvo financiada masivamente en los balances de los bancos mediante crédito, pero el origen de la crisis inmobiliaria de 2008 no está en el crédito a los hogares, sino en la parte destinada a la promoción. La morosidad del crédito inmobiliario llegó a ser el 70 % de la mora total del crédito. 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.

El descenso de nivel general de los tipos de interés, al transitar de la peseta al euro, o el alto dinamismo demográfico son factores clave en el contexto del cambio de milenio, pero no alcanzan a explicar la burbuja y su explosión. Para ello hay que detenerse en las dinámicas urbanísticas, y crediticias que con carácter sistémico se reprodujeron a sí mismas en el periodo, al calor de la euforia e incorporando elementos idiosincráticos, como detalla el recuadro 3

El saldo vivo de crédito a promociones alcanzó el 30 % del PIB durante la burbuja. El de la construcción, el 15 %. Juntos llegaron, pues al 45 % del PIB, mientras el conjunto de la industria no alcanzaba el 15 % o los demás servicios no sobrepasaban el 38 % del PIB. La parte *oculta* del iceberg del modelo residencial llegó a ser cercana a la financiación de vivienda adquirida por los hogares, que representaba entonces un 60 % del PIB. El núcleo central de la burbuja inmobiliaria descansa en el cambio cultural provocado por la ola de recalificación impulsada desde 1989 por la reforma de la ley estatal del suelo, a la que siguieron leyes autonómicas y muchas revisiones del planeamiento urbanístico. En muchos municipios, los suelos rústicos pasaron a ser urbanizables si no estaban explícitamente protegidos.

EL MODELO RESIDENCIAL DOMINANTE EN ESPAÑA: PROPIEDAD Y MERCADO LIBRE

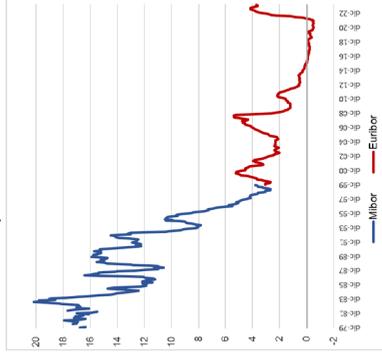


El modelo **residencial** dominante en España: propiedad y mercado libre

LA (RE)CREACIÓN DE LA BURBUJA 1999-2008: FASE DE EUFORIA, EL PLANEAMIENTO Y EL PAPEL DEL CRÉDITO BANCARIO

Contexto, de la estabilidad a la euforia:

- La entrada de la peseta en el euro 1999



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

- El *boom* demográfico (14,6 % de aumento en la década de 2000).
- Exceso de ahorro global en la Gran Moderación: flujos de capital excedentarios desde Alemania y otros países hacia EE. UU., RU o España.

Una burbuja dual:

1

Ascenso vertiginoso de precios de la vivienda y suelo. Crisis de asequibilidad en los hogares. Esfuerzo por encima 30 % a lo largo de toda la burbuja.

2

Producción masiva de viviendas en el mercado libre, con escaso impacto de la VPO

Modelo residencial español: tendencia a una elevada concentración inmobiliaria. Los bancos veían como mecánica la futura subrogación de estos préstamos en préstamos a los hogares, futuros clientes fieles. Debilitamiento de la inversión pública en VPO.

Elementos diferenciales detectados:

- Cambios masivos en el planeamiento urbano: transformación masiva de suelos rústicos no protegidos en urbanizables (desde 1998).
- Las tasaciones y valoraciones de las hipotecas de promotores incluían expectativas urbanísticas de los suelos (desde 1998). Se infravaloró la incertidumbre sobre el desarrollo y el mercado.
- Excesos de concentración en promoción y suelos en el sistema bancario: lagunas de información, controles sectoriales o provisiones especiales y consumo de recursos propios en la concesión de préstamos a la promoción o al suelo.
- La exposición inmobiliaria era trasversal y similar en todos los bancos. La diferencia residía en su peso sobre el balance consolidado.

Los precios del suelo reclasificado a urbanizable se multiplicaron en varias veces y, al incorporar las expectativas optimistas en sus valoraciones y tasaciones, registraron alzas brutales, monetizándose, además, en un amplio mercado de compraventa de terrenos, financiado por el crédito promotor de los bancos. Gran parte de los suelos financiados no llegaron a construirse y el excedente de suelos urbanizables que no han llegado a desarrollarse en el planeamiento equivale a unos 1,4 millones de viviendas (ver Ezquiaga, 2024).

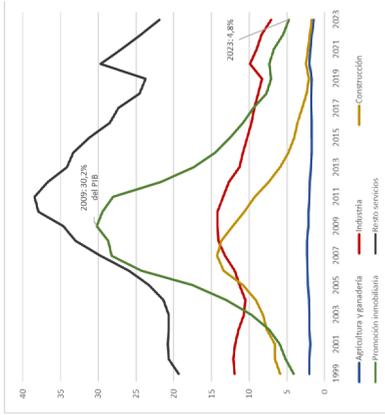
La masiva creación de crédito inmobiliario implicó una asunción y concentración de riesgos que no hacía, sino poner de manifiesto un funcionamiento ineficiente de la maquinaria crediticia: aunque los expedientes de riesgo fueran detallados y profundos en relación con cada acreditado o grupo individual, 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 sistémico —o lo que hoy denominaríamos macro prudencial—, que sí 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 y a que esta no se detectara en toda su dimensión sectorial hasta pasada ya la burbuja.

El papel moderador y referente que la vivienda protegida había tenido en los ochenta y noventa fue diluyéndose ante el espejismo de un mercado todopoderoso y 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 a consecuencia de las crecientes asimetrías en la asequibilidad que en media pronto habían superado el umbral de esfuerzo del 30 % y se situaban hacia 2007 por encima del 50 %. Los indicadores de ventas de las promociones caían y se iba acumulando un *stock* de viviendas sin vender que los balances de las empresas promotoras no podían soportar.

La burbuja vino de la mano, fundamentalmente, de la fase de la promoción. El endeudamiento de las familias para su vivienda aumentó vía subrogaciones desde los préstamos promotor, 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, dado el deterioro rápido de la asequibilidad. 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.

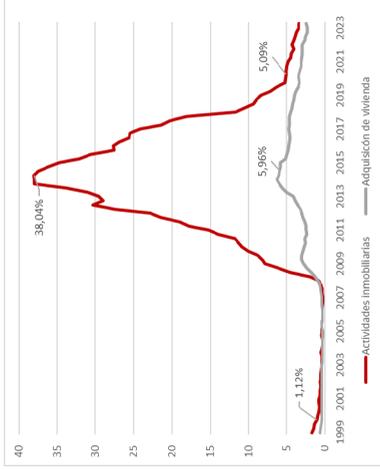
EL SESGO EN LA ASIGNACIÓN DE RECURSOS FINANCIEROS EN FAVOR DEL RIESGO INMOBILIARIO DURANTE LA BURBUJA CONDUJO A LA CONCENTRACIÓN DE LA MORA Y AL DETERIORO BRUTAL DE LOS BALANCES DEL SISTEMA CREDITICIO CUANDO EXPLOTÓ LA BURBUJA

Sesgo de asignación: masas de crédito a las distintas actividades
(En porcentaje del PIB)



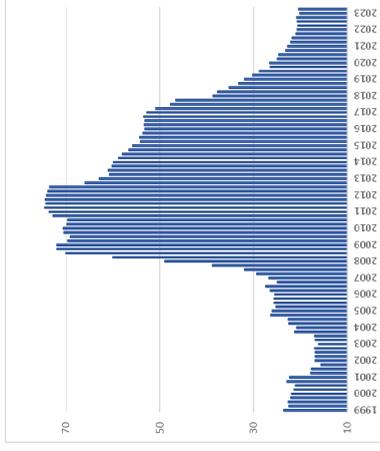
Fuente: *Boletín Estadístico del Banco de España.*

Las tasas de morosidad del crédito a servicios inmobiliarios fueron muy superiores a las de hogares para vivienda...
(Porcentajes)



Fuente: *Boletín Estadístico del Banco de España.*

...ello, unido a la concentración inmobiliaria, hizo que el peso de la morosidad inmobiliaria sobre la del total del crédito fuera tan destructiva (Porcentajes de la mora inmobiliaria y de construcción sobre la mora del crédito total)

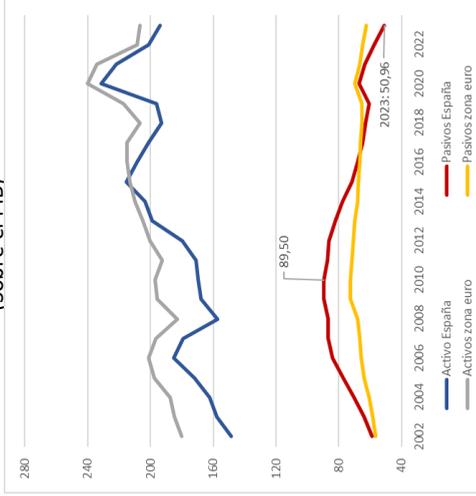


Fuente: *Boletín Estadístico del Banco de España.*

La burbuja generó un sesgo de asignación de recursos financiero: el peso del crédito a las distintas actividades inmobiliarias como porcentaje del PIB alcanzó tasas históricas. La explosión de la burbuja elevó la mora inmobiliaria hasta el 38 % mientras la mora de las hipotecas de particulares no llegó al 6 %. Por eso la morosidad inmobiliaria llegó a ser el 70 % de la morosidad total del sistema crediticio.

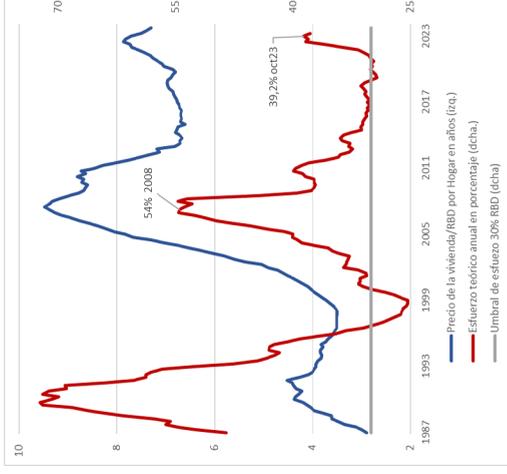
LOS HOGARES AUMENTARON SU ENDEUDAMIENTO DESTINADO A LA VIVIENDA, PERO SU MOROSIDAD FUE LIMITADA Y SU IMPACTO NO PUEDE CONTARSE ENTRE LOS DESENCADENANTES DE LA CRISIS BANCARIA. AHORA ESTÁ POR DEBAJO DEL EQUIVALENTE EN LA UE

Evolución de activos y pasivos financieros de los hogares en España y la UEM (Sobre el PIB)



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

La asequibilidad de vivienda de los hogares: esfuerzo financiero teórico y ratio del precio



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

En un modelo residencial como el español desde los primeros 2000, casi exclusivamente fundamentado en la propiedad y en el mercado libre, la financiación al comprador final era contemplada como una consecuencia automática de la mecánica de la subrogación del préstamo promotor.

Esta ilusión termina con la explosión de la burbuja, pero su efecto en los precios y en la asequibilidad de la vivienda parecen bastante limitados.

■ 3. CRISIS Y REFORMA BANCARIA

Cuando la burbuja inmobiliaria explotó, el mercado pasó de la euforia, con crédito en abundancia y un sesgo inmobiliario en su asignación, al pánico, con la restricción o el corte de suministro. Ello ponía de manifiesto los efectos de las carencias de información y criterio en el seno de los procesos de decisión de la maquinaria de la concesión del crédito y en el control de riesgos durante la burbuja. Además, la falta de flexibilidad del formato jurídico de una parte del sistema bancario, el sector de las cajas de ahorros, retardó la reacción de todo el sistema. En contraste con los bancos, estas 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. No es hasta 2009 y 2010 que se alcanzan los primeros hitos importantes: la reforma de las cajas, la creación del FROB o la realización de fusiones que aumentarían la capacidad de resistencia del sistema, mientras, el alargamiento de las restricciones en el crédito interbancario –fuente básica de la liquidez–, a pesar del papel de prestamista de última instancia adoptado por el BCE, daba paso a un cuestionamiento en el mercado de la solvencia y de la calidad del balance.

Cuando los promotores, que habían concentrado la concesión de crédito del sistema bancario –fueran bancos o cajas– no pudieron hacer frente a sus obligaciones, agotando sus disponibilidades líquidas y acumulando los activos inmobiliarios sin salida, se paralizaron las construcciones, sus préstamos se convirtieron en tóxicos y generaron una morosidad que llegó a ser el 70 % de toda la morosidad del sistema. Las ejecuciones, liquidaciones y daciones en pago trasladaron los activos de los promotores a los bancos, generando pérdidas a sus financiadores y cuestionando su propia viabilidad. Los bancos, insertos ya en una crisis sistémica global, restringieron la concesión de nuevos créditos a toda la economía, provocando la recesión y el círculo vicioso del deterioro del resto de sus activos.

El proceso de restauración del canal crediticio se concentró en España en los cuatro largos años (2008-2012) en los que, mientras se avanzaba en reformas, concentraciones y recapitalizaciones, el deterioro de los activos inmobiliarios seguía aumentando, la economía entraba en recesión y la financiación de la economía sufría restricciones y cortes en un contexto de renacionalización de los flujos financieros transfronterizos en el seno de la UEM. Así, las medidas adoptadas por las autoridades españolas se quedaban cortas muy rápidamente.

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 activos ponderados por riesgo o 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 imposible para las entidades con balances españoles, 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 o sin iniciar, deteriorando su valor, 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 14 % y el paro alcanzó una tasa del 27 %.

Era una carrera contrarreloj en la que las soluciones –más capital para permitir mayor saneamiento que restaurara el canal del crédito– 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 del euro entraba en una crisis general alimentada por la mala digestión de las intervenciones. La reforma combinó soluciones privadas y públicas para el saneamiento de los balances y la cobertura de las necesidades de capital, necesitó de la asistencia europea en 2012 y permitió finalmente, a través de una intensa reducción de la capacidad instalada en España, una reestructuración general, así como el avance de la unión bancaria.

La perspectiva del abismo asomaba en instituciones, empresas, familias y bancos cuando, con los mercados en crisis, el Estado tuvo que solicitar, cuatro años después de 2008¹, en 2012, la asistencia financiera de la UE para capitalizar con dinero público a un conjunto de entidades. Tal era el punto 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, como estaba haciendo el Reino Unido o el propio EE. UU. para amortiguar la caída de demanda agregada. Todo ello hizo que España hubiera de acudir al apoyo de la UE, que fue condicionado a un abanico amplio de reformas

¹ 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 para 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 plena crisis de los mercados de deuda pública y del propio euro, España solicitó en 2012 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 desigual. *Un 35 % del sistema precisó ayudas de capital públicas*, bien para reestructurarse –una parte en forma de préstamos capitalizables ya devueltos– o bien para su resolución y absorción por otra entidad más fuerte.

y a un diseño específico de la recapitalización: mantenimiento de la marca solo en entidades viables, creación de un banco malo al que se transferiría en núcleo tóxico de los activos –los inmobiliarios–, contribución a las pérdidas de los inversores privados proporcional tanto en el capital como en los niveles subordinados de las entidades con ayudas públicas.

Así, dos oleadas de reformas estructurales 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 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, en 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.

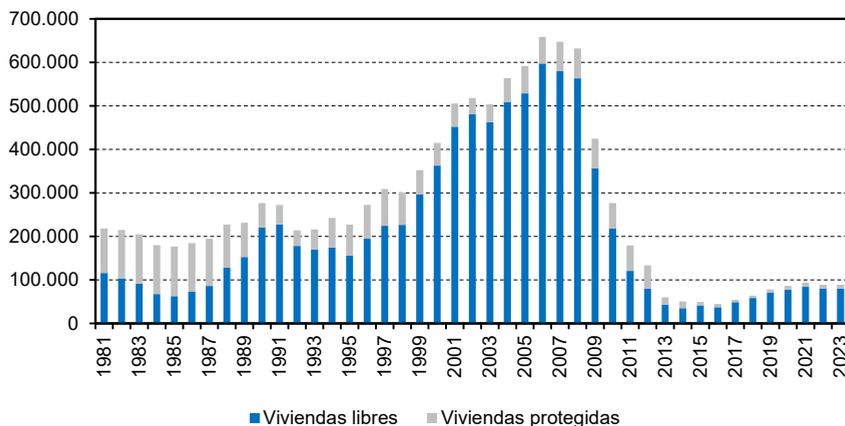
■ 4. DOS LEGADOS DE LA BURBUJA: SUELOS NO EJECUTADOS Y CRISIS DE CREACIÓN DE HOGARES JÓVENES

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. 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 derivada de la guerra en Ucrania, se ha dibujado un nuevo perfil macro, en el que la inversión no residencial se recupera lentamente, pero con firmeza, pero el peso del crédito sobre el PIB sigue cayendo y la inversión en vivienda sigue siendo muy baja, apenas se ha recuperado desde los mínimos, posteriores a la crisis de 2008. La edificación de vivienda nueva, que no ha llegado a las 100.000 ni en 2022 ni en 2023, va por detrás del ritmo de la creación potencial de hogares, que el INE estima en el doble (ver gráfico 2).

Dos aspectos clave ayudan a interpretar la complejidad actual del mercado de la vivienda. Ambos son parte del legado de la burbuja inmobiliaria y constituyen un embalsamiento paralelo de demanda y de oferta: el excedente de suelos no ejecutados y la crisis y caída de los hogares jóvenes en un contexto de afloración de desigualdades de impacto generacional. El aumento de los precios de la vivienda observado desde 2014 –en media, por encima en 2024 de los niveles de 2008– ha ido expulsado del mercado la demanda por creación de hogares –jóvenes e inmigración–. Ésta ha quedado *embalsada* por el retraso de la emancipación y por los alquileres compartidos. Unos 1,6 millones de hogares potenciales. Mientras, paradójicamente, la escasez de vivienda convive con una sobreabundancia de suelos urbanizables a la espera de desarrollo y ejecución: son suelos con una capacidad

Gráfico 2

EVOLUCIÓN ANUAL DE LAS VIVIENDAS TERMINADAS LIBRES Y PROTEGIDAS 1981-2023



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

para edificar más de 6,8 millones de viviendas (ver cuadro 1) y su situación urbanística es la de *suelos urbanos no consolidados* o *suelos urbanizables delimitados o sectorizados*, es decir, terrenos que disponen de un planeamiento en desarrollo y –por alguna razón– paralizado desde hace 20 años. Su ejecución supondría ampliar en nada menos que un 25 % el parque existente. A estas cifras habría que incorporar los *suelos urbanizables no delimitados y no sectorizados*, para los que sería temerario estimar una cifra de viviendas edificables. Ambos completan el paisaje de los nuevos “descampados urbanos” que caracteriza nuestras ciudades desde la crisis financiera. Este excedente de suelos sin ejecutar es parte de la terrible herencia de la burbuja y del planeamiento extensivo que la acompañó. Han cambiado de manos masivamente, pero difícilmente puede decirse que los activos dañados entonces, objeto de saneamiento durante la crisis bancaria, hayan vuelto masivamente al mercado después de una asunción suficiente de deterioros y de una gestión urbanística activa. El excedente de suelos sin ejecutar se distribuye geográficamente de forma heterogénea, pero salvo en algunas ciudades –como Barcelona, ya sin suelo de estas clases– y áreas turísticas, es significativo en toda España. La dinamización de esta oferta de vivienda potencial (“embalsada”), permitiría cubrir el déficit de vivienda actual solo con que se ejecutara en una parte. Por eso, además de otras medidas a corto plazo, es importante explicar qué factores están detrás de este excedente en cada municipio, así como los incentivos para que propietarios, promotores –cuyo tamaño quizá exija una dimensión muy superior a la actual– y autoridades urbanísticas desarrollen el planeamiento que permita terminar su transformación en suelos finalistas, en solares objetivables para conseguir licencia para edificar. Por otra parte, es poco comprensible que la reforma de la ley

Cuadro 1

**SUELOS EN DESARROLLO NO EJECUTADOS
VIVIENDAS PREVISTAS NO EJECUTADAS EN ÁREAS DE DESARROLLO
DEL PLANEAMIENTO MUNICIPAL
(SUELOS URBANOS NO CONSOLIDADOS Y SUELOS URBANIZABLES
DELIMITADOS Y SECTORIZADOS)**

	Número de viviendas			Parque de viviendas (2021)	Peso de viviendas no ejecutadas sobre parque (%)
	Previstas	Porcentaje ejecutado	No ejecutadas		
Andalucía	1.865.975	29,6	1.313.646	4.674.873	28,1
Aragón	228.136	30,0	159.695	841.365	19,0
Asturias, Principado de	145.578	19,9	116.608	674.343	17,3
Baleares, Illes	137.729	42,9	78.643	652.122	12,1
Canarias	364.207	29,4	257.130	1.088.727	23,6
Cantabria	91.139	14,3	78.106	383.643	20,4
Castilla y León	921.435	12,7	804.413	1.829.955	44,0
Castilla-La Mancha	997.494	21,5	783.033	1.347.300	58,1
Cataluña	732.224	28,0	527.201	3.915.129	13,5
Comunitat Valenciana	1.215.710	36,1	776.839	3.285.786	23,6
Extremadura	348.558	20,3	277.801	698.505	39,8
Galicia	361.151	20,8	286.032	1.757.787	16,3
Madrid, Comunidad de	759.940	43,8	427.086	2.957.295	14,4
Murcia, Región de	750.489	17,4	619.904	844.266	73,4
Navarra, Comunidad Foral de	128.568	33,8	85.112	331.104	25,7
País Vasco	178.434	37,9	110.808	1.075.077	10,3
Rioja, La	104.192	31,2	71.684	211.332	33,9
Ceuta	8.145	68,3	2.582	28.314	9,1
Melilla	7.810	73,5	2.070	29.391	7,0
	9.346.914	27,5	6.778.392	26.626.314	25,5

Nota: Estimaciones del Ministerio de Vivienda y Agenda urbanaa partir del planeamiento vigente en 2023, actualizadas vía imágenes de satélite. Estas cifras no incluyen los suelos clasificados en los planeamientos como urbanizables sin delimitar.

Fuentes: Sistema de Información Urbana, 2023 (Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana) y Censo de Población y Viviendas (INE).

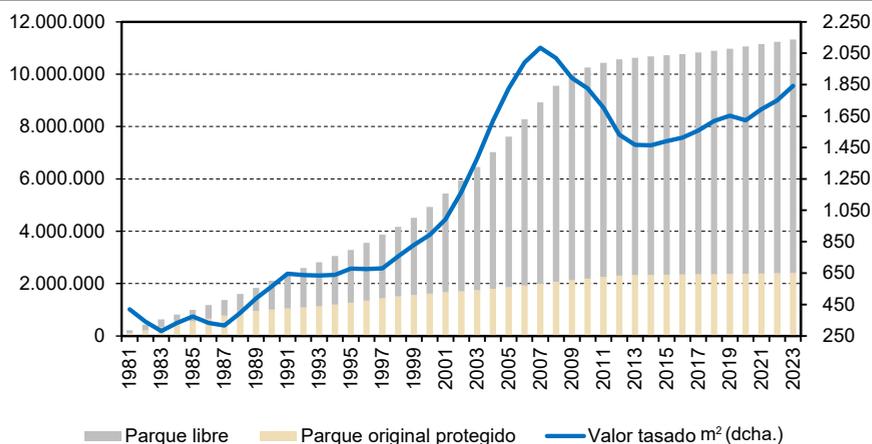
del suelo pactada ya por el gobierno con los agentes involucrados, que implicaría un importe cambio estructural en favor de este objetivo, precisamente en estas circunstancias siga bloqueada.

Otro aspecto relevante de la estela de la burbuja es la afloración de *desigualdades sociales* con dimensiones generacionales, en el seno de las familias y de la sociedad. Dos son sus fuentes. Un efecto precio y un efecto asequibilidad. El parque de vivienda originado antes de 2008, adquirido por hogares encabezados

por personas ahora en edades avanzadas, se ha revalorizado exponencialmente en los últimos 50 años (gráfico 3). Los abuelos y padres de los jóvenes actuales no solo accedieron a la propiedad —en contraste con sus hijos y nietos—, en parte gracias a la vivienda protegida, sino que hasta 2008 sus viviendas han generado unas significativas plusvalías latentes, incluidas las originariamente protegidas y hoy “fungibles” con el resto, más cuantiosas cuanto más antigua ha sido su compra de las viviendas. La corrección de precios 2008-2014 fue poco significativa y solo temporal y la evolución posterior muestra nuevas subidas de precio, aunque ahora sin compras masivas de vivienda nueva. El valor de la propiedad inmobiliaria de los hogares ha aumentado la divergencia en la distribución de la riqueza.

Gráfico 3

ACUMULACIÓN DE LAS VIVIENDAS TERMINADAS DE 1980 A 2023 (IZQ.) Y PRECIO TASADO DEL M²



Fuente: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

Además, el ascenso de precios ha ido dejando fuera del mercado la demanda potencial por formación de hogares de los jóvenes. La asequibilidad potencial de esto se han visto presionada en términos de renta: los hogares jóvenes son ya, después de los mayores de más de 75 años, el grupo de hogares con menor renta. Han sufrido más los efectos de la crisis de 2008, como puede observarse en los cuadros 2 y 3. Sus medianas de renta son superiores a las correspondientes a los percentiles de renta más bajos, pero su evolución ha divergido respecto a la de los demás grupos. Mientras estos descendían su renta mediana después de 2008, en coherencia con la estrategia de devaluación interna adoptada por el país, hará después recuperar niveles de 2002 en estos dos últimos años de la Encuesta, los hogares jóvenes se han ido descolgando de la tendencia general y no parecen haberse recuperado con el resto.

Cuadro 2

MEDIANA DE RENTA TOTAL DE CADA HOGAR SEGÚN PERCENTIL DE RENTA

	Menor del 20 %	Entre 20 y 40 %	Entre 40 y 60 %	Entre 60 y 80 %	Entre 80 y 90 %	Entre 90 y 100 %	Todos los hogares
2002	11,0	22,0	33,5	49,7	73,3	115,5	33,5
2005	8,9	19,2	30,7	46,0	68,8	113,4	30,8
2008	9,7	20,4	32,4	47,0	66,5	103,7	32,5
2011	10,2	18,3	29,5	44,2	65,5	105,6	29,5
2014	9,8	17,4	26,6	39,9	58,2	91,6	26,6
2017	10,7	19,5	29,0	43,1	62,8	98,8	29,0
2020	10,8	21,0	32,1	46,0	66,3	101,8	32,1
2022	10,8	20,9	32,4	48,2	71,4	113,2	32,4

Nota: El valor mediano está expresado en miles de euros y en términos reales (año base 2022).

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

Cuadro 3

MEDIANA DE RENTA TOTAL POR TRAMOS DE EDAD DE LA CABEZA DEL HOGAR

	Menor de 35 años	Entre 35 y 44 años	Entre 45 y 54 años	Entre 55 y 64 años	Entre 65 y 74 años	Mayor de 75 años	Todos los hogares
2002	36,3	37,7	43,8	39,5	23,9	15,4	33,5
2005	31,3	36,3	41,4	36,7	20,4	13,3	30,8
2008	34,2	38,1	40,4	40,1	23,0	14,2	32,5
2011	31,6	33,2	36,0	35,0	22,9	15,0	29,5
2014	24,3	32,6	29,0	31,4	26,0	16,0	26,6
2017	25,4	34,2	32,1	32,7	28,7	17,6	29,0
2020	31,7	37,3	34,3	35,9	29,1	19,8	32,1
2022	29,1	35,6	36,8	36,1	30,4	21,6	32,4

Nota: El valor mediano está expresado en miles de euros y en términos reales (año base 2022).

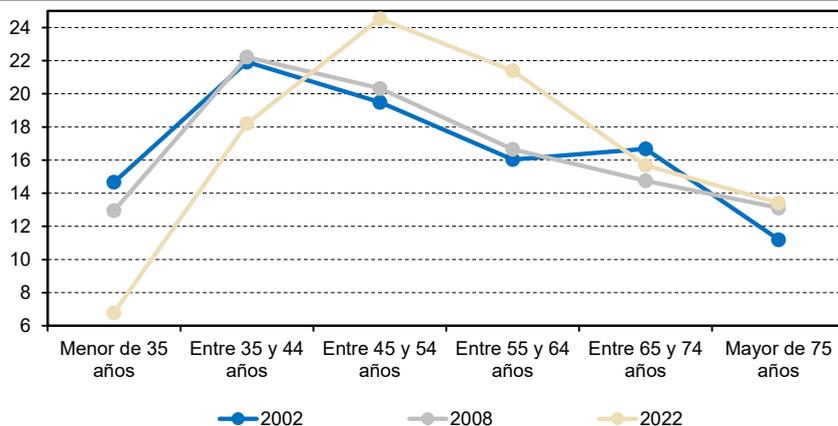
Fuente: Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

Por otra parte, muchos jóvenes se han visto abocados a *retardar la formación de un hogar propio*—como resaltan los gráficos 4 y 5—. Este es un fenómeno que distorsiona las cifras de hogares. Si en 2002 o 2008 los hogares más jóvenes suponían el 15 % del total de hogares, en 2022 no llegaban al 6 %, menos de la mitad. Para mantener las proporciones de 2005, hubieran tenido que crearse más de un millón y medio de hogares formados por jóvenes. Una aproximación al déficit de vivienda asequible para ellos que existiría con datos de 2022.

La parte de los jóvenes que usa el alquiler de vivienda para formar su hogar merece un comentario adicional. Seguramente no se trata de una situación que muchos consideren óptima. Arrendando, los jóvenes y otros grupos de rentas bajas,

Gráfico 4

PERFILES POR EDADES DEL NÚMERO DE HOGARES EN AÑOS DIFERENTES (ESTRUCTURA EN PORCENTAJES)

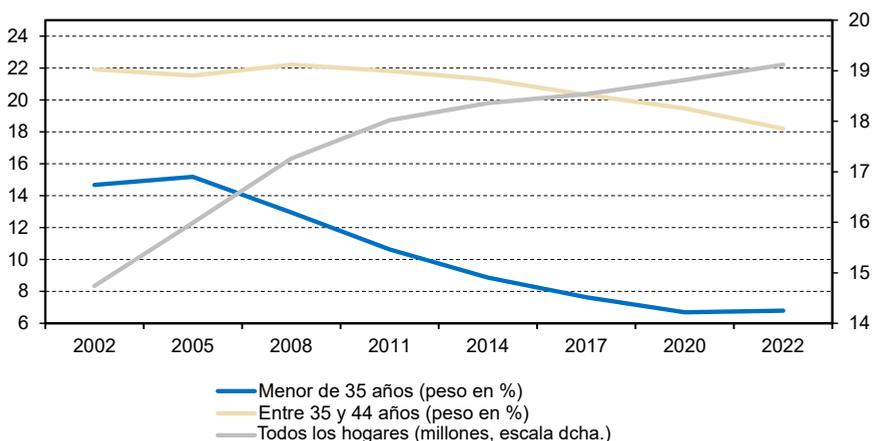


Fuente: Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

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

Gráfico 5

PESOS EN EL TOTAL DE HOGARES Y NÚMERO TOTAL DE HOGARES



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

sus precios, quizá más en las grandes ciudades o en zonas turísticas en competencia con pisos ilegalmente dedicados a un alquiler temporal. Todo ello, sin entrar en un debate sobre la relativa desprotección que la legislación genera en los inquilinos en contextos de ascenso de los precios de alquiler.

Las SOCIMI, que pronto se orientaron al arrendamiento terciario, no han sido útiles para generar una 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 una oferta derivada de la acumulación de pisos sin vender en manos de los herederos de los activos inmobiliarios procedentes de los promotores –comprados por fondos de capital riesgo, que acumulan las mayores carteras, Sareb o los propios bancos.

Esto define diferencias sociales que es preciso estudiar para responder con las políticas adecuadas. Que los jóvenes –más de diez millones de personas– puedan considerarse un grupo vulnerable por su dificultad de acceso a la vivienda no tendría 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, reformado, y supervisado a escala europea², 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: ya no es por causa del crédito, que fluye ahora con normalidad por los canales que determina la asequibilidad de las familias, sino porque estos canales son demasiado estrechos, dejan fuera una parte sustancial de la demanda potencial de creación de hogares, los jóvenes. Por eso parece claro que la vivienda debe volver a ser el centro de las políticas públicas, por sus efectos sobre el ahorro y la estabilidad social, como sucedió en los años ochenta o noventa.

■ 5. CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES: LA NECESIDAD DE REEQUILIBRAR EL MODELO RESIDENCIAL

En España la vivienda ha tendido a ser *cara* en el mercado libre: los periodos en los que el esfuerzo teórico medio de acceso a la vivienda ha estado por debajo del umbral del 30 % han sido la excepción desde los noventa. Para mitigar esta rea-

² Aunque el hecho de que la *demandas de reservas bancarias* sigue siendo muy elevada muestra que cierto grado de incertidumbre financiera global se ha hecho estructural. Los bancos de la eurozona –y del mundo industrializado– mantienen una preferencia por la liquidez y por la calidad de sus activos más líquidos que poco tiene que ver con los tipos de interés. Estos estaban antes de 2021 por debajo de cero y ahora en 2024 son claramente restrictivos, pero la demanda de reservas excede el coeficiente de caja en varios billones de euros desde 2011, poniendo de manifiesto que, a una escala global, la crisis del crédito vivida ha cambiado estructuralmente los hábitos bancarios.

lidad, en los años ochenta y noventa las políticas públicas fueron muy proactivas, desarrollando fuertes programas de vivienda protegida, que permitieron un amplio acceso a la vivienda. Se centraban en la propiedad y combinaban precios menores a los del mercado y subvención a los altos tipos de interés de la peseta, junto a desgravaciones fiscales. El 29 % del parque creado desde entonces nació al amparo de esos programas públicos, en los que el alquiler era marginal y las viviendas pasaban a ser *fungibles* con las libres pasado un tiempo. La burbuja inmobiliaria, sin embargo, creó el espejismo de un modelo residencial sin oferta pública, aumentando la oferta privada y desatando el mayor ascenso de precios y de volúmenes nunca registrado. El mercado corrigió precios entre 2008 y 2014, pero solo hasta niveles de 2004, y estos volvieron a elevarse hasta recuperar –o superar en las grandes ciudades– máximos en 2023 y 2024.

La cuestión, pues es si debe seguir haciéndose hincapié solo en las políticas de demanda o si deben reactivarse las viejas políticas de oferta, con la protección pública como instrumento. En la medida en que pensamos que es el alto precio de la vivienda o del alquiler el elemento clave del *puzle* del mercado residencial, pues deja fuera de la asequibilidad a una parte relevante de la población, deben estudiarse políticas que complementen el mercado libre. No bastan medidas puntuales, por muy necesarias que sean: revisar las rigideces de la ley del suelo, evitar la proliferación sin control de pisos turísticos o limitar los abusos en las revisiones de precio de los alquileres a particulares. La vivienda protegida tiene en este sentido la ventaja de crear unas condiciones de acceso *segmentadas*, es decir, en discontinuidad a las que rigen el mercado libre, cuya capacidad de adaptación de precios se ha visto desde los años 2000 que es limitada.

La vivienda protegida edificada sobre suelos específicos creados gracias a las reservas determinadas por leyes del suelo y los planeamientos municipales, y derivados de una gestión urbanística proactiva, pueden generar, por sus bajos costes de repercusión, viviendas de alquiler asequibles para una gama amplia de hogares con poderes adquisitivos diferentes que ahora están fuera del mercado libre³. Al

³ El patrimonio municipal de suelo (PMS) se nutre de las entregas o cesiones de suelos libres de cargas que los promotores de una actuación urbanística están obligados a realizar con el fin de que el ayuntamiento pueda ejecutar vivienda protegida a coste suficientemente bajo para poder adecuarse al máximo de precio que determina el módulo. El artículo 18.1.b) 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 entre los deberes del promotor entregar suelo a la administración competente en un porcentaje de la edificabilidad media ponderada de cada actuación urbanística. La legislación autonómica debe fijar dentro de la banda del 5 % al 15 % el porcentaje aplicable. Históricamente se situaba en el 10 %. En la práctica esta vía de creación de suelos gratuitos para la vivienda protegida depende mucho de la voluntad política: la legislación autonómica puede habilitar al promotor a que la entrega de suelo pueda sustituirse por otras formas de cumplimiento del deber, como la entrega dineraria, aunque solo en caso de no poder materializarse este suelo en vivienda protegida. Además, el artículo 20.1 del texto refundido (reformado con la ley de Vivienda para hacerlo más agresivo) obliga a la autoridad competente en el planeamiento a realizar reservas de suelo para vivienda protegida en todas las actuaciones urbanísticas: el 40 % de la edificabilidad media ponderada en las actuaciones sobre suelo rural y el 20 % en las de suelos urbanizados en renovación o reforma.

mismo tiempo, los parques públicos de vivienda pueden contribuir al nacimiento de mercados de alquiler eficientes. La colaboración público-privada puede hacer que estos procesos sean masivos y puedan alcanzarse incidencias significativas que ayuden a responder a las necesidades de las generaciones jóvenes, completando el modelo residencial español con la oferta pública que fue perdiendo durante la burbuja y su crisis.

Aunque el sistema ya no financia burbujas inmobiliarias, el modelo residencial, basado en la propiedad y el mercado libre ha seguido siendo incapaz de un comportamiento eficiente y de crear vivienda asequible para toda la estructura social, lo que ha terminado por generar una edificación, que está por debajo de las necesidades derivadas del proceso de creación de hogares. La burbuja y su crisis terminaron por dismantlar el sistema de asignación de suelos y de edificación de la vivienda protegida que, en décadas anteriores, había completado el mercado libre allá donde este no podía llegar. Aún hoy la oferta de vivienda social es marginal en España, en contraste con lo que sucede en otros países de nuestro entorno. Tiempo es de reequilibrar el modelo residencial.

El alquiler de vivienda es el gran ausente del mercado y quizá no tanto por causa de la demanda como de la oferta. Una oferta de calidad, continua y asequible para los diferentes niveles de poder adquisitivo, sin duda, crearía modelos de negocio a largo plazo, en los que la renta recurrente a cobrar por la institución propietaria, en condiciones de ocupación de las viviendas normalizada, rentabiliza razonablemente la inversión inicial (edificación) así como las inversiones de mantenimiento necesarias para mantener el uso. Con frecuencia olvidamos que el alquiler residencial es un negocio diferenciado de la compraventa que debe fundamentarse en la calidad, la estabilidad y orientarse a la rentabilidad a largo plazo: lo contrario a la especulación inmobiliaria. Una de las claves del futuro de la vivienda, del nuevo modelo residencial, será el alquiler, de titularidad pública o privada. Las administraciones locales, gracias a su rol en las leyes de suelo y en la gestión urbanística, deben jugar un papel esencial en su desarrollo, con la creación y cesión de suelos a costes suficientemente competitivos para ajustarse a las exigencias de las rentas protegidas o tasadas. Hay que movilizar la política local para generar esos suelos cuyo precio sea coherente con el precio final legal de la vivienda protegida de alquiler.

■ REFERENCIAS

- BANCO DE ESPAÑA. (2024). El mercado de la Vivienda en España: evolución reciente, riesgos y problemas de accesibilidad. En *Informe anual 2023* (cap. 4). Banco de España.
- BERNANKE, B. (1993). Credit in the Macroeconomy. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, primavera.
- BERNANKE, B. (2018). The Real Effects of Disrupted Credit: Evidence from the Global Financial Crisis. *Broking Papers on Economic Activity*, otoño.

- EZQUIAGA, I. (2024). *El sistema ya no financia burbujas: escasez de vivienda y caída del crédito. Un análisis del periodo 1889-2023 que cuestiona el modelo residencial español*. Estudios de la Fundación. Serie economía y sociedad, núm. 102. Madrid: Funcas. <http://www.funcas.es/libros>
- LEAL-MALDONADO, J. y MARTÍNEZ DEL OLMO, A. (2021). El ocaso de un modelo de vivienda de difícil reemplazo. *Ciudad y Territorio*, vol. LIII. <http://doi.org/10.37230/CyTET.2012.M21.03>
- TORRES, J. (2024). SAREB y la aplicación del principio de sostenibilidad y utilidad social. En La colaboración público-privada y el reto de la vivienda. Monográfico de la *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, núm. 1/2024.
- TRILLA, C. (2024). La colaboración público-privada y su magnitud cuantitativa para el aumento de la eficiencia del gasto público en el sector de la vivienda en España. En La colaboración público-privada y el reto de la vivienda. Monográfico de la *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, núm. 1/2024.