

## Resumen

Durante la segunda mitad del siglo XX, la economía española ha estado convulsionada por momentos de auge en el subsector inmobiliario. En este artículo se analizan algunas de las circunstancias que han rodeado a los *booms* inmobiliarios producidos en los últimos años del siglo pasado y primeros del presente siglo XXI, este último todavía en activo.

*Palabras clave:* boom inmobiliario, crédito, vivienda.

## Abstract

During the second half of the 20th century the Spanish economy was convulsed by periods of boom in the property subsector. In this article we analyse some of the circumstances that have surrounded the property booms that took place in the final years of the last century and the early years of the current 21st century, the latter still being active.

*Key words:* property boom, credit, housing.

*JEL classification:* G21, R21.

# LOS BOOMS INMOBILIARIOS EN ESPAÑA. UN ANÁLISIS DE TRES PERÍODOS

Julio RODRÍGUEZ LÓPEZ

Gerente de la Universidad de Alcalá

## I. INTRODUCCIÓN

EN la evolución de la economía española durante la segunda mitad del siglo XX y primeros años del siglo XXI resulta evidente la trascendencia que ejercen los procesos de *boom* o de auge del subsector inmobiliario. Dicha incidencia se ha manifestado a corto plazo, en forma de crecimientos más significativos de la economía española, acompañados de aumentos intensos de la actividad, de los precios inmobiliarios y del empleo en el conjunto del sector de la construcción. Sin embargo, con ser relevante la incidencia a corto plazo de dicha evolución del subsector inmobiliario, las consecuencias de dichos episodios de *boom* parecen prolongarse durante bastante tiempo después, incidiendo sobre todo en la eficiencia y en la capacidad de competir de la economía española.

En este trabajo se analizan algunas de las circunstancias que rodearon a los episodios acaecidos en los períodos 1969-1974, 1986-1991 y 1997-2006, considerándose como no terminado el episodio iniciado a partir de los últimos meses de 1997 y que se prolongaba todavía en el verano de 2006. En los tres períodos citados se reprodujeron situaciones similares, como las ya mencionadas de fuerte aumento del número de viviendas iniciadas, de elevaciones acusadas de los precios de éstas, de descenso de las protegidas en la nueva oferta de viviendas, y de presencia de un

importante déficit exterior en la economía española.

En los tres períodos seleccionados, las circunstancias de la economía española han sido muy diferentes. Así, con el auge registrado al comienzo de la década de los años setenta culminó una etapa de intensa recuperación y de apertura al exterior de la economía española, desarrollada tras las reformas de política económica introducidas en 1959. La recuperación de la economía española descansó por entonces, en gran parte, en la reconstrucción y en el aumento de dimensión del parque de viviendas existente. El auge en cuestión terminó en 1974, tras la aplicación de las medidas de ajuste provocadas por el importante déficit exterior derivado de las fuertes subidas de los precios del crudo de petróleo a fines de 1973.

El segundo período de auge analizado (1986-1991) se derivó sobre todo de los cambios introducidos en el funcionamiento de los sistemas financieros en un amplio número de países occidentales. Como consecuencia de esos cambios, se eliminaron abundantes controles hasta entonces vigentes en dichos sistemas y, sobre todo, los mercados hipotecarios se integraron plenamente en aquellos sistemas financieros. A pesar de los altos tipos de interés vigentes durante todo el período analizado, el fuerte aumento de los créditos hipotecarios y las amplias expectativas de incrementos de los

precios de las viviendas contribuyeron a un alza notable de las compras de viviendas y de los precios inmobiliarios.

Los volúmenes de nuevas viviendas construidas no llegaron a alcanzar en esta etapa la importancia que tienen en los otros dos períodos analizados, en parte por la escasa duración de la misma. El cambio de expectativas derivado de la realidad de la primera guerra del Golfo (1991) y de las medidas de freno al aumento del crédito hipotecario, junto a los más que elevados tipos de interés, contribuyeron al cambio de coyuntura, sobre un trasfondo de profundos desequilibrios en el sector exterior de la economía española.

El tercer episodio de auge, no terminado hasta ahora, ha sido sobre todo consecuencia del *shock* de demanda que han supuesto las excepcionales condiciones de financiación a largo plazo al subsector inmobiliario. El auge en cuestión tiene una duración muy superior a la de los dos episodios precedentes, y su presencia ha permitido que la caída del crecimiento que se produjo entre 2000 y 2003, a causa de los sucesos del 11-M y del «pinchazo» de la burbuja de las cotizaciones bursátiles, quedase en una moderada desaceleración del ritmo de crecimiento en la mayor parte de los países industriales. En el episodio en cuestión ha destacado el intenso volumen de construcción residencial desarrollado y el que alcanzasen una proporción significativa las compras de viviendas por razones de inversión. El auge, en el que los bajos tipos de interés están desempeñando un papel decisivo, se ha extendido a un número amplio de países occidentales, apareciendo España entre los que este episodio ha alcanzado una mayor intensidad y duración.

## II. LOS AUGES INMOBILIARIOS RECIENTES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### 1. Un repaso a la teoría

Las viviendas iniciadas y los precios de venta de las viviendas son variables que resumen la situación del mercado inmobiliario. Las viviendas iniciadas miden la reacción de la nueva oferta de viviendas ante los cambios en los precios y en las ventas del producto en cuestión. Los precios de las viviendas son los de un activo cuyo valor equivale a la suma descontada, con el coste de capital correspondiente, de los alquileres esperados. Dichos precios reflejan, pues, la influencia del mercado de uso de la vivienda, materializada en los alquileres previstos, y también del mercado de capital, puesto que los tipos de interés vigentes son el principal determinante del descuento a efectuar a dicha cadena de alquileres para medir su valor actual.

La evolución de las viviendas iniciadas responde a la relación precio de venta/coste de construcción y al *stock* de viviendas no vendidas por los promotores. También depende de la disponibilidad efectiva de suelo urbanizable calificado y autorizado para la construcción sobre el mismo de las nuevas viviendas. En las etapas de auge inmobiliario, y en especial en las grandes áreas metropolitanas, dicha disponibilidad de suelo resulta decisiva para explicar la evolución de la nueva oferta de vivienda en los diferentes mercados inmobiliarios locales.

Las viviendas iniciadas y los precios de venta de éstas, nuevas y usadas, reflejan la tensión entre el *stock* de viviendas deseado y el existente. Las nuevas viviendas suponen en cada ejercicio una

adición de alcance limitado al *stock* de viviendas (en torno al 2,5-3 por 100 en España, en la actual etapa de auge). Las ventas de viviendas usadas tienen una influencia importante en la oferta disponible en el mercado. En las escasas estadísticas de ventas disponibles en España, las viviendas de segunda mano suponen en torno al 60 por 100 del total de dichas ventas.

La construcción residencial se realiza partir de las viviendas iniciadas. La construcción de una vivienda se desarrolla en un período que oscila entre los 18 y los 24 meses. En cada ejercicio anual, el volumen de obra construida depende de las viviendas iniciadas en el ejercicio en cuestión, de las viviendas iniciadas en ejercicios precedentes y de las viviendas terminadas en el mismo. En España abundan las estadísticas de viviendas iniciadas, en unos casos por medio de indicadores adelantados (visados de los colegios de arquitectos y licencias municipales de obras), en otros casos se trata de indicadores coincidentes (visados de dirección de obra de los colegios de arquitectos técnicos). Las estadísticas de viviendas iniciadas y de precios de viviendas citadas en este trabajo son las que ahora elabora el Ministerio de Vivienda.

### 2. Auges inmobiliarios y crecimiento de la economía

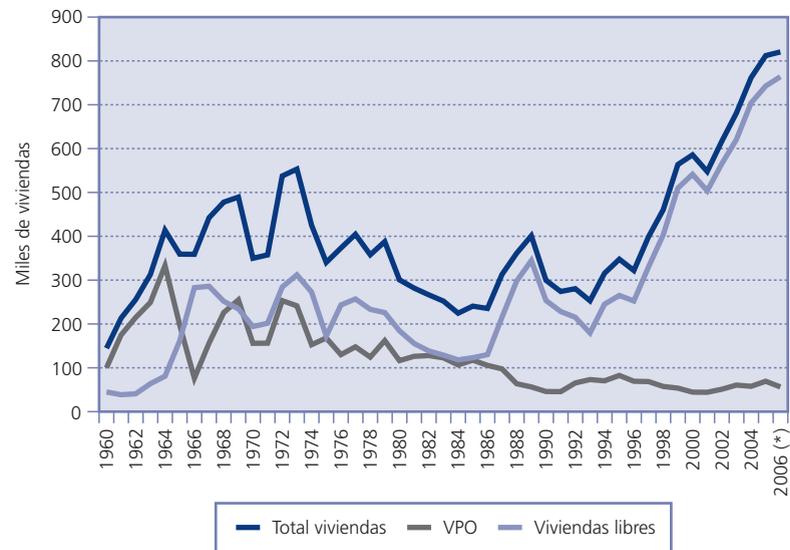
Tras la Guerra Civil, y en especial después del Plan de Estabilización de 1959, las etapas de mayor crecimiento y de expansión, en general, de la economía española han estado asociadas con episodios de fuerte auge de la construcción, en especial de la residencial, y de los precios de las viviendas. Las estadísticas corres-

pondientes a las viviendas iniciadas (gráficos 1 y 2) señalan a los ejercicios anuales de 1973, 1989 y 2004-2005 como los que registraron niveles más elevados de viviendas iniciadas. En los tres casos citados, los ejercicios en cuestión culminaron etapas prolongadas de evolución al alza de los mercados de vivienda en España.

El primero de los tres períodos de auge se desarrolló entre 1969 y 1974, culminando una larga etapa de apertura al exterior de la economía española y de reconstrucción del maltrecho parque de viviendas de España del final de los años cincuenta. El segundo episodio seleccionado se desarrolló básicamente en la segunda mitad de la década de los años ochenta, entre 1986 y 1991, paralelo a los procesos de apertura y desarrollo de los mercados hipotecarios en los países industriales. El último y más reciente episodio, que en 2006 no puede darse aún por rematado, a la vista de la persistente evolución alcista de los más destacados indicadores, se inició en los meses finales de 1997, y ha resultado ser el más prolongado de aquellos sobre los que se dispone de información cuantitativa. El episodio citado ha coincidido con la introducción del euro como moneda única en doce estados miembros de la Unión Europea.

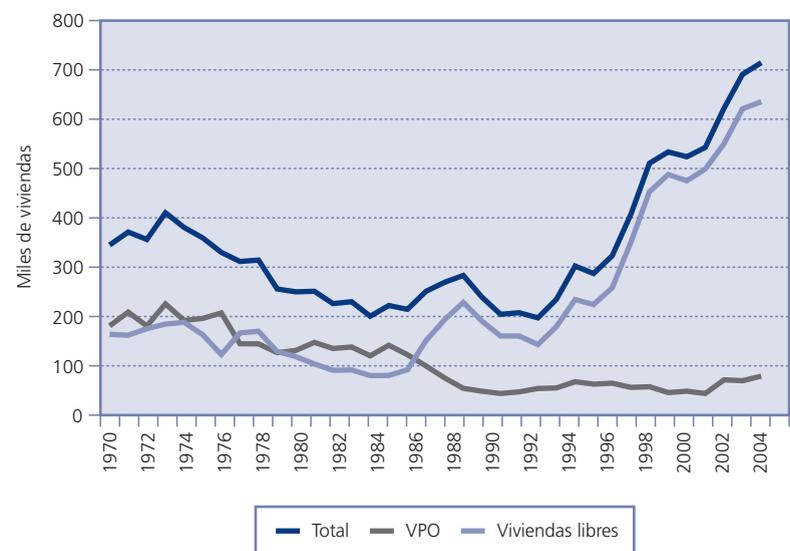
Los datos de la Contabilidad Nacional de España revelan cómo las etapas de mayor ritmo de crecimiento de la economía española han coincidido con fases de fuerte expansión del conjunto de la construcción (gráfico 3). En los años en los que se alcanzó el nivel más elevado de actividad constructora y, en general, de aumento de los precios inmobiliarios, el notable ritmo de crecimiento del PIB fue ampliamente superado por la tasa de aumento real de la construcción.

**GRÁFICO 1**  
**VIVIENDAS: PROYECTOS VISADOS POR COLEGIOS DE ARQUITECTOS.**  
**TOTALES ANUALES, 1960-2005**



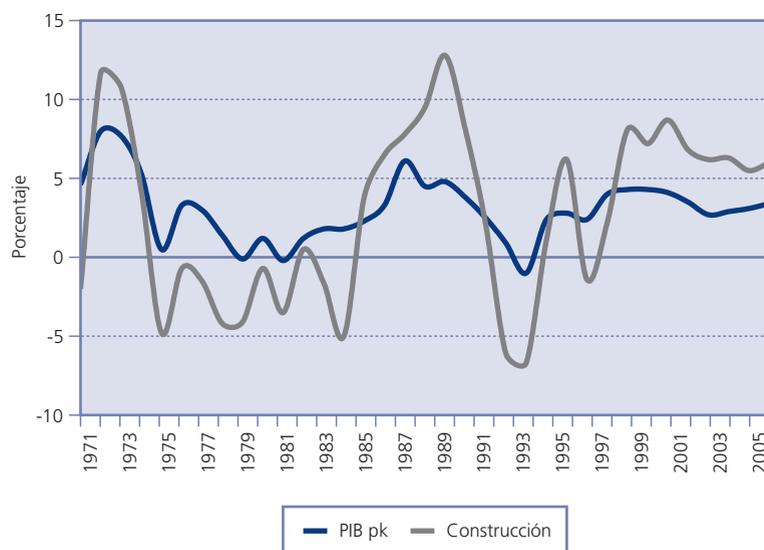
(\*) Previsión, con datos hasta marzo.  
Fuente: CSCAE.

**GRÁFICO 2**  
**VIVIENDAS INICIADAS. ESPAÑA.**  
**ESTIMACIÓN DEL MINISTERIO DE VIVIENDA. 1970-2005**



Fuente: MVIV.

GRÁFICO 3  
**PIB Y CONSTRUCCIÓN.**  
**TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO, 1971-2005**



Fuente: INE.

Durante las etapas de *boom* inmobiliario se reforzó el peso de la construcción residencial dentro del conjunto del sector de la construcción, y se registraron espectaculares tasas de aumento del crédito inmobiliario (crédito destinado a la promoción, construcción y compra de viviendas). El final de las dos primeras etapas de auge antes citadas coincidió con la aparición de un importante déficit exterior de España frente al resto del mundo. Esta situación ha vuelto a reproducirse con cierta intensidad en el actual período de auge, a la vista de los elevados déficit de la balanza corriente de la economía española en el bienio 2004-2005.

Junto a lo anterior, en las etapas *post-boom*, que han sido las de crecimiento más mediocre de la economía española (1975-1984 y 1992-1996), el sector de la construcción registró retrocesos reales acusados, que afectaron negativamente al crecimiento de la eco-

nomía. Los planes de estabilización, las devaluaciones de la peseta y el aumento del desempleo fueron elementos dominantes de tales etapas de «crecimiento débil» de la economía y de hundimiento fuerte de la construcción.

### 3. El auge de 1969-1974. El final de una etapa de intenso crecimiento

Durante más de treinta años, el ejercicio de 1973 presentó el nivel anual máximo alcanzado en la historia económica de España en materia de proyectos de viviendas (696.500 fue el número de proyectos de viviendas visados por los colegios de arquitectos en dicho ejercicio). El período 1969-74 fue la fase final de una etapa de intenso crecimiento medio de la economía española iniciada en 1961, una vez puestas en marcha las medidas de ajuste incluidas en el Plan de Estabilización de 1959 (cuadro n.º 1).

La fase en cuestión fue posiblemente la más brillante, en materia económica, de la etapa de gobierno franquista (1939-1974) en lo que a crecimiento económico se refiere, superando entonces en intensidad de crecimiento al resto de las economías occidentales por primera vez en mucho tiempo. El ritmo medio de crecimiento económico fue del 6,4 por 100 en el conjunto de la etapa analizada. A lo largo de la década de los años sesenta se habían sucedido varios períodos de fuerte desequilibrio exterior de España, que frenaron de forma significativa el destacado ritmo de crecimiento antes mencionado.

En la etapa analizada se produjo una expansión clara en el número de hogares creados, que debieron aproximarse a los 300.000. En dicha etapa todavía se estaba sustituyendo una proporción sustancial del más que obsoleto parque de viviendas español de la posguerra civil, y la presión demográfica era bastante importante por estas fechas. La cifra media anual de viviendas iniciadas entre 1970 y 1974 fue de casi 375.000 (la media anual de proyectos visados por los arquitectos fue de 515.000). Bastantes de los trabajadores españoles en Europa pagaban desde la emigración las viviendas que se construían en España. Junto a lo anterior, como en gran parte de la década de los años setenta, en dicha etapa debió ser espectacular el ritmo de construcción de viviendas secundarias en España, que pudo superar las 110.000 viviendas al año.

Entre 1970 y 1974 los tipos de interés a largo plazo se situaron en las proximidades del 9 por 100, mientras que el aumento medio anual del índice de precios de consumo (IPC) fue del 9,8 por 100, lo que implicó unos tipos de interés negativos. La alta inflación esti-

CUADRO N.º 1

**ECONOMÍA ESPAÑOLA: AUGES INMOBILIARIOS RECIENTES**  
**Comparación. Variaciones medias anuales (porcentaje)**

|  | 1970-1974 | 1986-1991 | 1998-2005 |
|--|-----------|-----------|-----------|
| 1. Precios de las viviendas:                           |           |           |           |
| 1.1. Aumentos nominales .....                          | 9,1 (b)   | 16,3      | 12,0      |
| 1.2. Aumentos reales (a) .....                         | -0,7      | 9,9       | 8,8       |
| 2. Viviendas iniciadas (miles)                         |           |           |           |
| Estimación Ministerio Vivienda-aparejadores .....      | 372,7     | 243,8     | 570,1     |
| Visados colegios arquitectos .....                     | 444,8     | 314,1     | 628,8     |
| 3. PIB Crecimiento medio real .....                    | 6,4       | 4,1       | 3,6       |
| 4. Hogares. Variación media:                           |           |           |           |
| 4.1. Relativa .....                                    |           |           | 2,2       |
| 4.2. Absoluta (media) (miles).....                     | 260,7     | 217,1     | 365,0     |
| 5. Tipos de interés medios:                            |           |           |           |
| 5.1. Nominales.....                                    | 9,3 (c)   | 13,9      | 4,5       |
| 5.2. Reales (a) .....                                  | -0,5      | 7,5       | 1,3       |
| 6. Proporción VPO iniciadas sobre total viviendas..... | 43,1      | 22,9      | 8,9       |

(a) Deflactados con el IPC.

(b) Se emplea como estadística de los precios de la vivienda a los módulos de las VPO interpolados.

(c) Se emplea como indicador de los tipos de interés de mercado a las medias anuales de los rendimientos internos de las obligaciones a diez años.

Fuente: Ministerio de Vivienda, INE, Banco de España, colegios de arquitectos.

Apéndice estadístico del trabajo de Julio Rodríguez, «Una estimación de la función de inversión en vivienda en España», Banco de España, *Estudios Económicos*, n.º 13; número de vivienda en España. Banco de España, *Estudios Económicos*, n.º 13, 1978.

mulaba el acceso a la compra de vivienda. Una inflación de dos dígitos reduce sustancialmente en un plazo no muy largo el alcance real de las cuotas derivadas del pago de unos préstamos, que por entonces lo eran a tipo fijo. No se dispone de estadísticas de precios de viviendas para el período objeto de análisis. El aumento medio anual de los módulos de las viviendas protegidas entre 1969 y 1974 fue el 9,1 por 100. Ello indica que los crecimientos anuales efectivos de los precios de las viviendas en España en el mercado libre debieron superar ampliamente al 10 por 100 en dicha etapa.

En cuanto al elevado volumen de viviendas de protección oficial (VPO) por entonces construidas, una parte sustancial de las casi 200.000 viviendas protegidas iniciadas en 1970-1974 (más del 70 por 100 de los nuevos hogares creados) no se destinaba precisa-

mente a los hogares con ingresos más reducidos. La política de vivienda primaba por entonces al objetivo de fomento de la actividad, vía VPO, sobre el de facilitar el acceso a la vivienda a los hogares españoles. De ese modo, dicha política, que fomentaba el acceso a la vivienda en propiedad, era más bien una política que hacía posible dicho acceso a la vivienda en propiedad por parte de las clases medias.

La relativa prosperidad económica del franquismo terminal acabó abruptamente con la implantación de los ajustes necesarios para superar la crisis de balanza de pagos que ocasionó la intensa elevación de los precios del petróleo a fines de 1973. Mientras que la cuenta de capital de la economía española había registrado un superávit claro en 1973, en 1974 la necesidad de financiación saltó de golpe hasta el -3,3 por

100 del PIB. Dicho cambio fue consecuencia de los altos precios del petróleo y de la notable pujanza de la demanda interior. Se alcanzó en 1976 el máximo nivel de déficit exterior corriente de los años setenta.

En pocos casos la economía española ha pasado en tan breve plazo desde la euforia de 1973 a la depresión, como sucedió en 1974, una depresión que estuvo acompañada de una inflación de dos dígitos durante bastante tiempo. El declive iniciado a partir de 1974 en la construcción residencial se prolongó hasta bien avanzada la década de los ochenta, alcanzándose la cifra mínima de 200.000 viviendas iniciadas en 1984. El paralelo comportamiento mediocre de la economía española en este período culminó con los retrocesos reales del PIB registrados en los ejercicios de 1979 y 1981.

#### 4. El auge de 1986-1991. Una etapa de crédito caro, pero abundante

En 1985, tras el citado período de débil crecimiento económico 1975-1984, mejoraron en España las condiciones de plazo y relación préstamo/valor de los préstamos hipotecarios para la compra de vivienda. Esta evolución se derivó, entre otros factores, de las reformas introducidas en la normativa del mercado hipotecario en 1981 y 1982, que facilitaron, sobre todo, la refinanciación de los préstamos hipotecarios (se desarrollaron las cédulas y bonos hipotecarios) y que acompañaron a la eliminación de las restricciones cuantitativas al crecimiento de los agregados monetarios y de los controles de los tipos de interés.

Los cambios citados permitieron, sobre todo, el alargamiento de los plazos de los préstamos hipotecarios de mercado y un sensible aumento de la relación préstamo/valor. Los objetivos de la reforma hipotecaria citada no se consiguieron del todo en este período, como lo indica el que las participaciones hipotecarias, previstas en la nueva legislación, apenas se desarrollaron. Dicho paso era imprescindible para poder dar de baja en los balances bancarios a los créditos hipotecarios objeto de titulización, circunstancia que se produjo a partir de una nueva normativa introducida posteriormente, en 1991 y 1992.

Junto a dichos cambios normativos, el Real Decreto 2/1985 (Decreto Boyer) introdujo medidas estimulantes de la demanda inmobiliaria, entre las que destacó la flexibilidad total introducida en la fijación de los alquileres, tras un largo período de rigidez casi absoluta en la evolución de éstos. Tras la puesta en marcha de dicho decreto, se introdujo la

desgravación fiscal a la compra de segundas viviendas y la posibilidad de transformar las viviendas en locales de negocios. Se trataba, sobre todo, de impulsar el crecimiento a través de la demanda interna, dentro de la cual sería la construcción residencial la variable que podía contribuir de forma más rápida a la consecución de dicho objetivo.

En 1985 estaba vigente el Plan Cuatrienal de Vivienda 1984-1987, segundo de los planes de vivienda que sucedieron a la eliminación de los coeficientes de inversión obligatoria, aunque en la segunda parte de los años ochenta retrocedió la oferta de viviendas protegidas. Estos planes han garantizado, desde el comienzo de la década de los ochenta, la financiación de volúmenes significativos de promoción y compra de nuevas viviendas de protección oficial.

Los aumentos nominales de los precios de la vivienda fueron del 16,3 por 100 en el promedio de 1986-1991 (\*), 9,9 por 100 en términos reales. Las viviendas iniciadas crecieron rápidamente hasta 1989, situándose en una media de 245.000 al año, nivel inferior al del auge precedente y al posterior de 1997-2006. Durante este período, los importantes retrocesos de los precios de las acciones a partir de octubre de 1987 favorecieron la demanda de vivienda con fines de inversión. Los tipos de interés permanecieron elevados durante todo este episodio, tanto los nominales como los reales, actuando como factor impulsor de la demanda el importante crecimiento de la oferta de préstamos hipotecarios registrado durante esta etapa y la presencia de expectativas de crecimiento intenso de los precios inmobiliarios, que impulsaron la demanda de vivienda para inversión.

Los nuevos aumentos de los tipos de interés de 1990-1991, unidos a la fuerza de los aumentos de los precios de venta de mercado (gráfico 4), dispararon el esfuerzo de acceso a la vivienda. Esta circunstancia, junto al racionamiento del crédito inmobiliario introducido en 1990 por la autoridad monetaria de aquel momento y las deprimidas expectativas que provocó la primera guerra del Golfo en el mismo ejercicio, forzó el fin de un *boom* que vino a durar unos cinco años.

La balanza de pagos corriente de la economía española volvió a registrar déficit significativos en esta etapa (gráfico 5), en especial a partir de 1989, lo que impulsó la adopción de medidas estabilizadoras de la demanda, un tanto al estilo de los viejos planes de antaño. Durante el desarrollo de la etapa de auge analizada, la adquisición de viviendas con fines de inversión desempeñó un papel destacado y retrocedió la oferta de vivienda protegida, que no volvería después a alcanzar unos niveles de actividad como los de 1987 (gráficos 1 y 2).

Tras el breve, pero intenso, auge de los precios de las viviendas del período analizado, después de 1991 se registraron descensos nominales de los precios de las viviendas en España en 1992-1993. Entre 1991 y 1997 el aumento medio anual de dichos precios fue sólo del 1,1 por 100, lo que contrastó con un crecimiento paralelo de los precios de consumo en un 4,2 por 100. Dicha evolución supuso un retroceso acumulado real de dichos precios del 21,7 por 100 en dicho período, circunstancia que, sin duda, contribuyó a la intensidad de las subidas posteriores.

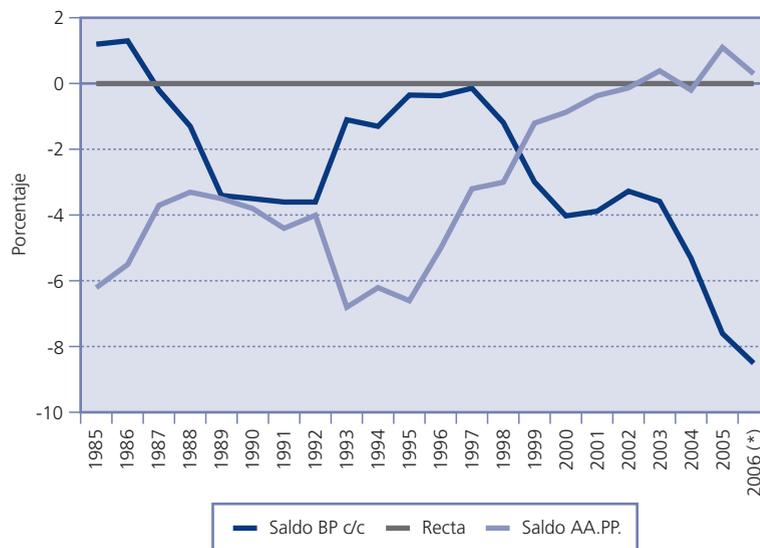
Entre 1992 y 1996 los volúmenes de construcción de viviendas retrocedieron hasta niveles si-

**GRÁFICO 4**  
**PRECIOS DE LAS VIVIENDAS.**  
**TASAS INTERANUALES DE CRECIMIENTO, 1988-2006**



(\*) Primer trimestre.  
Fuente: Ministerio de Vivienda (1995-2006) y Ministerio Fomento (1988-1995).

**GRÁFICO 5**  
**ESPAÑA. SALDOS DE BALANZA DE PAGOS Y DE LAS**  
**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. PORCENTAJES DEL PIB, 1985-2006**



(\*) Previsión.  
Fuente: INE y MEH.

milares a los del período inmediatamente anterior a 1985. En esta etapa se recuperó la construcción de VPO, estimulada por la mayor rentabilidad de dicho tipo de viviendas en las fases de coyuntura inmobiliaria deprimida y por la debilidad de la demanda de vivienda libre, cuyos precios nominales presentaron la habitual rigidez a la baja. La supresión de la desgravación fiscal a la compra de segunda vivienda en 1991 frenó algo la demanda de vivienda secundaria.

La recuperación de la VPO se vio favorecida por el desarrollo desde el Ministerio de Obras Públicas, a partir de 1991, de una política bastante más dinámica que la del pasado inmediatamente anterior en cuanto a fomento de nuevas viviendas de dichas características. El RD 1932/1991 implantó el nuevo Plan de Vivienda 1992-1995, que reforzó la oferta de nuevas VPO respecto del período inmediatamente anterior.

En resumen, la mayor integración de los mercados hipotecarios con el resto del sistema financiero, la posibilidad abierta de generar préstamos a largo plazo a partir de recursos captados a la vista, el fin de las restricciones al crecimiento de la financiación hipotecaria y de los controles sobre los niveles de los tipos de interés, y la desregulación general de los sistemas financieros, facilitaron una mejora sustancial en las condiciones de los préstamos inmobiliarios, en especial de los destinados a la compra de vivienda, tanto en España como en un amplio número de países occidentales. Puede decirse que la gran expansión del crédito hipotecario, que se manifestó en el fuerte aumento de la proporción de dicho crédito respecto del PIB, se inició en el período de auge 1986-1991.

Los tipos de interés fueron elevados a lo largo del período 1986-1991, pero la presencia de unas expectativas claramente extrapolativas en el período citado, respecto de la continuidad de las condiciones del mercado inmobiliario, permitieron la rápida expansión de los precios de las viviendas y de las ventas. El volumen de viviendas construidas no alcanzó los niveles de la etapa previa de auge del comienzo de los años setenta, quizá por la propia brevedad del período de auge inmobiliario y por las exigencias de tiempo que conlleva el desarrollo de una promoción inmobiliaria.

#### **5. 1998-2006. El primer episodio inmobiliario del siglo XXI. El auge que no cesa**

El auge inmobiliario iniciado a fines de 1997 no ha terminado en el verano de 2006. El citado período se está aproximando en duración a los nueve años, muy por encima de los cinco-seis años correspondientes a los dos episodios precedentes. Junto a la mayor duración, el auge en cuestión se está revelando como especialmente intenso en cuanto a aumentos de los precios y también en el volumen de obra construida. En primer lugar, en cuanto a intensidad de los aumentos de precios (gráfico 4), la menor inflación general dominante ha dado lugar a que el ritmo de aumento real de los precios (el 8,8 por 100 fue el crecimiento medio en 1998-2005) no quede muy lejano del correspondiente al auge precedente (9,9 por 100).

En segundo lugar, en cuanto a la obra edificada, el auge actual está resultando por completo excepcional, tanto por el elevado número de viviendas iniciadas (casi 575.000 en 1998-2004), que está superando el «record» anual de 700.000 en 2004-2005, como por

la importante superficie construida. De acuerdo con estimaciones del Ministerio de Vivienda, se habría pasado así desde un total de 20,9 millones de viviendas en noviembre de 2001, según el Censo de Vivienda de dicho año, a un total de 22,6 millones de viviendas al final de 2004.

Según dicha estimación, el aumento del parque de viviendas en el trienio 2001-2004 superó al 8 por 100, lo que puede implicar un crecimiento decenal de casi el 30 por 100, notablemente superior al de los dos censos de vivienda previos (1991 y 2001), de persistir dicha tendencia después de 2004. Mientras que en 2001 la proporción de viviendas no principales, básicamente secundarias y vacías, suponía en España el 32,3 por 100 del total de viviendas familiares, en diciembre de 2004 dicha proporción del tipo citado de viviendas era del 35,7 por 100 del total. El aumento del número de viviendas secundarias y vacías en la segunda parte del último auge inmobiliario ha superado ampliamente al de las viviendas principales. Destacó asimismo, junto al fuerte aumento relativo del parque de viviendas en Andalucía (10,9 por 100), el más intenso de entre todas las autonomías, la fuerte presencia de las viviendas no principales en Castilla y León (55,4 por 100 del total) y en la Comunidad Valenciana (casi el 42 por 100).

Un trabajo reciente de Marcos, Carpintero y Naredo (2005) ha puesto de manifiesto cómo entre 1997 y 2004 el valor del parque de viviendas existente en España ha registrado un aumento medio anual del 14,8 por 100, resultante tanto del crecimiento de la superficie destinada a vivienda en un promedio del 1,6 por 100 en dicho período como de los mayores precios de las viviendas, que aumentaron en una media del 13 por 100.

Los aumentos mayores de valor del patrimonio español de vivienda tuvieron lugar en las autonomías mediterráneas, junto a la Comunidad de Madrid y el País Vasco. Tras el auge inmobiliario, se han acentuado profundamente las diferencias de valor del parque de viviendas de los distintos territorios de España, llevando la peor parte en dicho proceso la zona noroccidental (Galicia, Castilla y León, Asturias), que ha visto descender su participación en el valor total del citado patrimonio inmobiliario de España.

En cuanto a los aumentos medios de precio y de superficie, en el trabajo citado se destaca el que las comunidades de Madrid y de Murcia han crecido por encima de la media nacional tanto en superficie como en precio. En el caso de Murcia se advierte que se trata de una autonomía volcada hacia la construcción de viviendas de temporada, adquiridas con frecuencia por razones de inversión. En el caso de Madrid, donde la proporción de la población inmigrante es una de las más elevadas de España, deben de haber influido numerosos factores para que tenga lugar un aumento tan espectacular del valor del *stock* de viviendas. Entre esos factores destacan las notables compras de vivienda efectuadas con fines de inversión y la dificultad para que la construcción residencial aumente a ritmos similares a los de autonomías con menores problemas de disponibilidad de suelo.

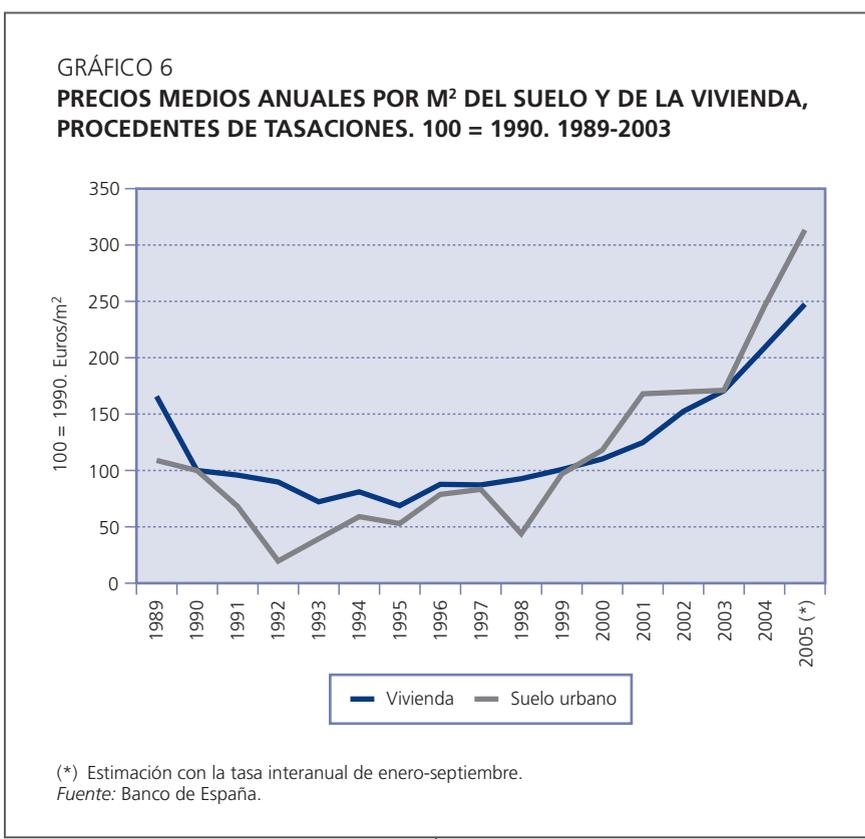
De lo anterior no debe deducirse que para frenar el fuerte aumento de los precios en la Comunidad de Madrid, derivado de una demanda de alto componente especulativo, deba de eliminarse cualquier tipo de cautela medioambiental o tenga que sacrificarse innecesariamente la calidad de vida de las ciudades de esta autonomía.

Dicha impresión parece desprenderse del contenido del Informe de los Expertos sobre la revisión de la Ley del Suelo de Madrid, realizado a petición del gobierno de esta comunidad autónoma.

En la etapa de auge inmobiliario analizada, los tipos de interés no sólo han sido muy reducidos, en especial una vez descontada la inflación, sino que no han dejado de disminuir hasta fines de 2005, de forma que en este año el tipo de interés medio de la financiación inmobiliaria era negativo. Junto a lo anterior, la vivienda protegida ha tenido un peso limitado dentro de la nueva oferta, alcanzando la menor proporción respecto del número de nuevos hogares en el conjunto de los tres períodos analizados (16 por 100). La evolución de los precios de las viviendas y del suelo ha sido muy paralela, destacando el hecho de que los precios del suelo fluctúan de forma más irregular que los de las viviendas. El coste del suelo refleja en su evolución una incidencia mayor de las expectativas sobre el mercado inmobiliario que en el caso de los precios de las viviendas (gráfico 6).

Los aumentos reales acumulados de precios de la vivienda registrados en España entre 1996 y 2004 (178 por 100) han presentado una mayor intensidad que en la eurozona (30 por 100), Estados Unidos (50 por 100) y Reino Unido (115 por 100). El proceso de rápida elevación de los precios de las viviendas, de prolongada duración de dichos aumentos y de desarrollo de importantes volúmenes de construcción residencial no ha sido una exclusiva de España a partir de 1997. (FMI, 2004 y OCDE, 2005).

En los abundantes análisis realizados sobre el auge citado, que ha tenido lugar en un amplio nú-



mero de países industriales, se atribuye el papel explicativo más relevante a los descensos registrados en los tipos de interés desde la segunda parte de la década de los años noventa. Los descensos en cuestión serían la expresión de una política monetaria de carácter ampliamente laxo, que reforzó dicho carácter tras los sucesos del 11-M, coincidiendo con la profunda crisis bursátil de 2000-2003.

Dichos descensos, unidos a una mejora sustancial de las restantes condiciones de financiación por las entidades de crédito (plazo de los préstamos, relación préstamo/valor), reforzaron, en primer lugar, la demanda de consumo de los hogares. Los más altos precios de las viviendas, al acrecentar la riqueza inmobiliaria de los hogares, fortalecieron, en una segunda vuelta, las posibilidades de endeudamiento de éstos, con lo que

se estimuló de nuevo el consumo privado de forma significativa, aunque el proceso en cuestión ha presentado intensidades muy distintas dentro de los diferentes países occidentales.

El auge inmobiliario, y la consiguiente expansión de la demanda interna a través de la inversión en vivienda y del consumo, han dado lugar a que las consecuencias deflacionarias de la crisis bursátil citada hayan sido menores de lo que hubiese sucedido en ausencia del proceso analizado. El auge inmobiliario persistió en la etapa de débil crecimiento económico desarrollada entre 2001 y 2003. Sin embargo, se considera que la citada expansión de la demanda interna ha traído como consecuencia un aumento importante del endeudamiento de los hogares, cuyo nivel de ahorro ha descendido de forma espectacular en numerosos países, entre ellos España.

Ha aumentado la vulnerabilidad de segmentos significativos de la población ante circunstancias tales como subidas de los tipos de interés o crecimientos no previstos del desempleo. Por otra parte, se considera que la relación entre los precios de las viviendas y los de los alquileres se ha situado en posiciones muy por encima de sus niveles de equilibrio, situación que se corregirá de una u otra forma (elevando los alquileres o estabilizando, o incluso bajando, los precios de las viviendas).

La persistencia de unos elevados precios de venta de las viviendas está expulsando del mercado a los hogares que acceden por primera vez a éstas, lo que refleja la fuerza de la demanda de vivienda para inversión en el actual auge y el ascenso de los precios de venta de las viviendas hasta unos niveles que resultan difícilmente accesibles para los jóvenes hogares. (Mouillart y Vaillant, 2004; Barter, 2005; Samuelson, 2005).

En algunos países se ha observado una estabilización, e incluso un ligero descenso, de los precios de las viviendas entre 2004 y 2005. En tales casos (Reino Unido, Australia, Holanda) no se han producido episodios de descensos importantes de los precios nominales de las viviendas. Se ha comprobado asimismo que el fin de la expansión de los precios inmobiliarios ha estado acompañado de un menor aumento del consumo privado, dejando de actuar en aquéllos el efecto riqueza positivo derivado del crecimiento de la riqueza inmobiliaria, con lo que se ha desacelerado de forma severa el ritmo de crecimiento de la economía (Bonner, 2005).

En el Reino Unido se procedió a reducir de nuevo los tipos de in-

terés a corto plazo en el verano de 2005. En dicha actuación influyó la debilidad del consumo asociada con el cambio de signo en el mercado inmobiliario y con la consiguiente debilidad de la demanda interna. Frente a la situación de dicho grupo de países, la prolongada duración de la expansión de los precios y de las elevadas ventas de viviendas en Estados Unidos ha puesto, asimismo, de manifiesto la trascendencia de las adquisiciones de viviendas realizadas con fines de inversión en dicho país, situación que también se ha advertido en otros países, como es el caso de Francia (Mouillart y Vaillant, 2004). El que la situación de constante aumento de las viviendas y de volúmenes significativos de ventas de viviendas se prolongue por más tiempo depende sobre todo de las opiniones del público acerca de lo que se consideran precios normales de aquéllas (Schiller, 2005).

### III. LA AUSENCIA DE RESTRICCIÓN EXTERIOR EN EL RECIENTE AUJE INMOBILIARIO EN ESPAÑA

Como ya se ha indicado, el auge inmobiliario desarrollado en España después de 1997 ha coincidido con la implantación del euro como moneda única en la eurozona y con el acceso de España a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria prevista en los tratados constitutivos de la UE. La peseta se ha integrado en el euro a lo largo del período citado, y esta circunstancia está resultando por completo determinante de la prolongada duración e intensidad del presente episodio de *boom* inmobiliario en España.

El control de la política monetaria en la citada área económica ha pasado al Banco Central Europeo (BCE), cuyo objetivo funda-

mental es el del control de la inflación. Desde su implantación en 1999, el euro ha pasado por diferentes avatares, destacando la intensa revalorización registrada en los últimos años frente al dólar, que ha reducido la competitividad de la eurozona. Esta nueva situación ha coincidido con la impetuosa entrada de China en la escena económica mundial. La política china de tipo de cambio ha mantenido hasta ahora «pegada» la paridad de su moneda, el yuang, al dólar, lo que ha contribuido a que los excedentes de balanza de pagos de dicho país alcanzasen niveles elevados.

Una parte sustancial de los excedentes de balanza de pagos de China se ha colocado en deuda pública norteamericana a bajos tipos de interés. Ello ha contribuido a los reducidos niveles alcanzados por los rendimientos de los bonos públicos y privados. Los tipos de interés a largo plazo han continuado situados en unos niveles extremadamente bajos, lo que ha facilitado la continuidad del auge inmobiliario. Esta situación de bajos tipos a largo se ha reproducido incluso en países en los que la autoridad monetaria correspondiente ha procedido a realizar elevaciones importantes en los tipos de intervención monetaria a corto plazo, como es el caso de Estados Unidos.

La curva de tipos de interés se comprimó en 2005, aproximándose sustancialmente los tipos de interés a corto plazo a los tipos a largo. En este período, el BCE ha mantenido el tipo de interés de intervención en un 2 por 100 en 2004-2005. Esta actuación ha sido objeto de abundantes críticas desde los países de la eurozona más afectados por un crónico débil crecimiento. Resulta evidente que los tipos del BCE han influido en la situación de aumento

interanual prolongado del crédito inmobiliario en España, donde dicha magnitud ha crecido en los últimos años cerca del 30 por 100 en tasa interanual. Dentro de dicho ritmo de aumento del crédito inmobiliario (promoción, construcción y compra de vivienda) el crédito a promotor inmobiliario continuó aumentando en 2005 a un ritmo superior al 40 por 100 interanual.

En este contexto general, la evolución de la economía de la eurozona se caracteriza tanto por la debilidad del crecimiento como por mantener una posición de equilibrio de balanza de pagos. Existe un conjunto de estados miembros con una posición deficitaria externa habitual (Portugal, España y Grecia), mientras que el «núcleo duro» de países, Alemania en especial, garantizan de momento, con su fuerte superávit externo, el equilibrio exterior de dicha área económica. De este modo, la presencia de déficit externos de elevada intensidad en los países antes citados, como es el caso de España en 2004-2005, no genera mayores problemas en la eurozona, a la vista de la participación reducida de los mismos en el conjunto de la actividad productiva.

De lo anterior se deriva que el déficit exterior de España no plantea la necesidad de una reacción a corto plazo por parte de la política económica. Dicho dato viene a ser un testigo de la posible pérdida de competitividad de dicha economía, y también refleja el aumento de los precios del crudo de petróleo. La financiación externa del déficit se ve favorecida por el hecho de contraerse dicha deuda externa en euros, con lo que lo relevante para los mercados es la calidad del prestatario y no la salud global de la economía española.

En mayo de 2005 el 12 por 100 del saldo vivo de los créditos a comprador de vivienda en España correspondía a créditos titulizados, cuya refinanciación descansa en la colocación de los correspondientes bonos de titulización en el euromercado, lo que implica que el auge inmobiliario español actual está siendo financiado en gran parte mediante recursos captados por las entidades de crédito fuera de España.

La trascendencia de dicha circunstancia para la continuidad del auge inmobiliario resulta más que evidente. En la España de 2006 el amplio déficit exterior no obliga a realizar políticas de ajuste interno, ante la nula incidencia de dicho déficit sobre la posición de la moneda única. El endurecimiento de la política económica, en especial de la política monetaria, era habitual en las fases terminales de los episodios de auge precedentes.

En las etapas citadas, al retroceder las ventas de viviendas tras la adopción de las medidas de ajuste, las entidades financieras debían de adquirir forzosamente una parte notable de los nuevos inmuebles no vendidos, a los que daban salida mediante ventas durante períodos de tiempo prolongados. Esta situación, en la que los activos reales de dicha procedencia aparecían en los balances activos de dichas entidades, afectaba negativamente a los resultados de éstas.

Al igual que en numerosos países de la OCDE, el endeudamiento de los hogares ha crecido de forma notable en España después de 1997. La tasa de ahorro familiar, según el INE, ha retrocedido desde el 13,4 por 100 de la renta disponible de los hogares hasta el 10,5 por 100 en 2004. Frente a dicho descenso de la tasa de ahorro fa-

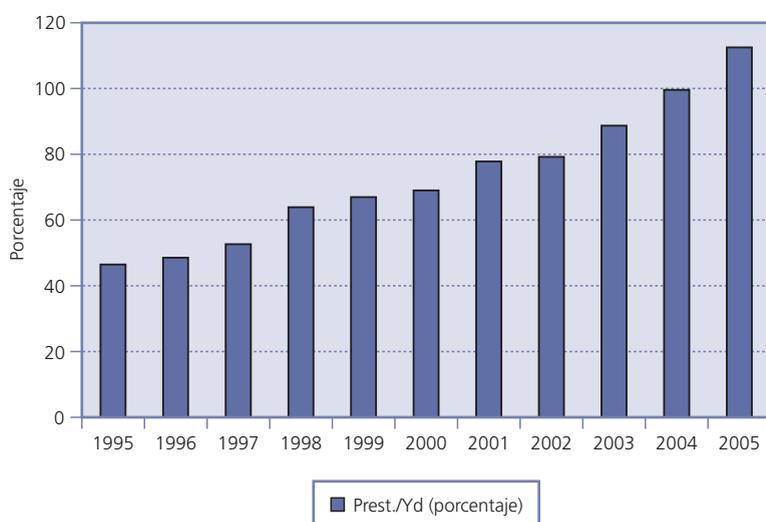
miliar, las compras de viviendas efectuadas, tanto para fines de uso como con propósitos de inversión, han contribuido a que el saldo de los préstamos concedidos por las entidades financieras a los hogares haya crecido hasta suponer, a 31 de diciembre de 2005, el 112,5 por 100 de la renta disponible de los hogares (52,7 por 100 en 1997), según las Cuentas Financieras del Banco de España (gráfico 7). Dicha proporción es de las más elevadas dentro de la UE y de la Eurozona, destacando en especial su rápido crecimiento en los últimos años.

El aumento de los pasivos financieros de los hogares ha resultado ser, pues, muy superior al de los activos financieros (gráfico 8) durante este período, situándose en niveles muy reducidos o negativos el ahorro financiero, esto es, el que queda después de atender a las elevadas exigencias del servicio de los créditos con los que se han adquirido las viviendas. La situación de endeudamiento familiar hasta aquí resumida puede continuar profundizándose si persisten las claves del esquema de crecimiento seguido en España entre 1998 y 2005.

Es evidente que los altos precios actuales de las viviendas garantizan un nivel global aceptable de solvencia al conjunto de los hogares, pero dicha solvencia depende pesadamente del mantenimiento de los altos precios de las viviendas. Respecto de estos últimos, nada garantiza que puedan mantenerse indefinidamente en los más que altos niveles del momento, en especial si se produjese un movimiento alcista de los tipos de interés, que afortunadamente no es algo que esté a la vista.

La Contabilidad Nacional de España ha reflejado, por su parte, la realidad de unas modifica-

GRÁFICO 7  
ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS.  
PROPORCIÓN DE LA RENTA DISPONIBLE FAMILIAR

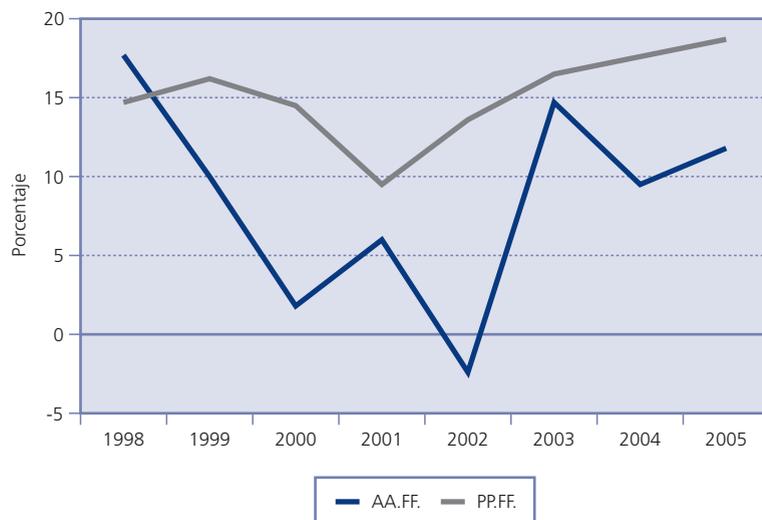


Fuente: BDE e INE.

ciones notables en las posiciones de los diferentes sectores institucionales, reflejadas en los cam-

bios de signo de los saldos de las correspondientes cuentas de capital (cuadro n.º 2). Mientras que

GRÁFICO 8  
HOGARES. ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS.  
CRECIMIENTOS ANUALES (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de España.

en 1997 la situación global de la economía española era de superávit exterior, evidenciada en una capacidad de financiación equivalente al 1,51 por 100 del PIB, dicho superávit pasó a convertirse en una posición deficitaria a partir de 1999, fluctuando el déficit exterior global entre el -1,5 por 100 y el -2,5 por 100 del PIB en 2001-2003, déficit que llegó a provocar una necesidad de financiación equivalente al -4,22 por 100 del PIB en 2004, estimándose que en 2005 el déficit de balanza de pagos puede ascender al -7,6 por 100 del PIB (gráfico 5).

Mientras que el conjunto de las administraciones públicas (AA.PP.) se ha aproximado hacia una posición de equilibrio en 2003-2004 tras el elevado déficit público de 1997 (-3,18 por 100 del PIB), la posición de los hogares se ha modificado sustancialmente, pasando desde una posición de capacidad de financiación positiva en 1997, equivalente al 4,31 por 100 del PIB, hasta un superávit de solo el 0,12 por 100 en 2004 (gráfico 9). En las cuentas de capital de la nación la posición deficitaria de las empresas es lo habitual, aunque en el caso de España dicha posición deficitaria se debe a la situación de las empresas no financieras.

#### IV. LOS CAMBIOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA TRAS EL ÚLTIMO BOOM

El auge inmobiliario desarrollado «a toda marcha» en España entre 1997 y 2006 está teniendo unas consecuencias importantes sobre la actuación de nuestra economía. El amplio alcance de dicho auge ha facilitado, directamente y a través de una fuerte expansión inducida del consumo de los hogares (Bover, 2005), un

CUADRO N.º 2

**SALDO CUENTA DE CAPITAL ECONOMÍA ESPAÑOLA**  
Porcentajes del PIB

|           | Total | Hogares-IPFL | Administraciones públicas | Empresas | Empresas no financieras |
|-----------|-------|--------------|---------------------------|----------|-------------------------|
| 1995..... | 1,00  | 5,37         | -6,64                     | 2,28     |                         |
| 1996..... | 1,19  | 4,98         | -4,95                     | 1,17     |                         |
| 1997..... | 1,51  | 4,31         | -3,18                     | 0,38     | -0,4                    |
| 1998..... | 0,22  | 3,24         | -3,03                     | 0,02     | -1,1                    |
| 1999..... | -0,98 | 2,03         | -1,18                     | -1,82    | -2,3                    |
| 2000..... | -2,47 | 1,33         | -0,90                     | -2,90    | -3,7                    |
| 2001..... | -2,25 | 0,78         | -0,39                     | -2,65    | -4,2                    |
| 2002..... | -1,56 | 0,83         | -0,14                     | -2,26    | -3,7                    |
| 2003..... | -2,09 | 0,27         | 0,41                      | -2,76    | -4,2                    |
| 2004..... | -4,22 | 0,12         | -0,30                     | -4,04    | -4,8                    |

Fuente: INE y Banco de España.

crecimiento más que notable de la demanda interna que, corregido a la baja por la intensa decaída del resto del mundo (las importaciones crecen más que las exportaciones), ha permitido un crecimiento del PIB sensiblemente superior al del resto de la

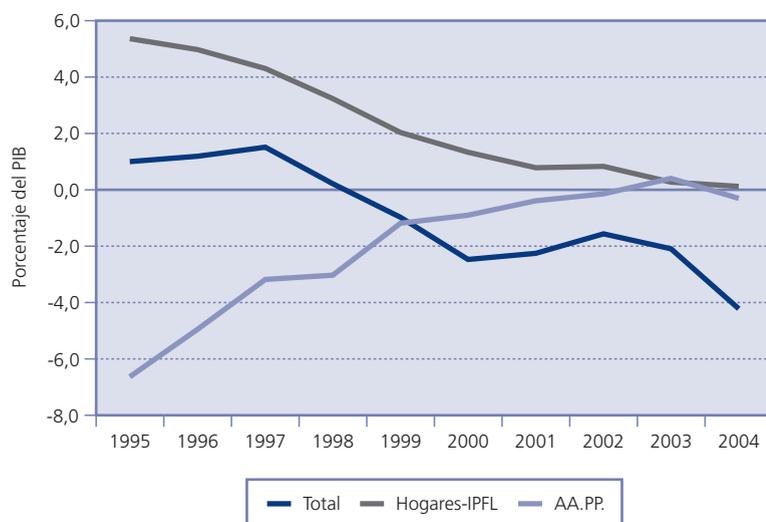
eurozona. Esta evolución ha aproximado sustancialmente el nivel de desarrollo de la economía española, medido por el PIB por habitante, al de la media de la UE-15.

El mayor crecimiento económico no ha impedido que los altos

precios inmobiliarios hayan contribuido a reducir la capacidad de acceso de los nuevos hogares a la vivienda, equivaliendo el precio de la vivienda a más de nueve veces el salario anual en 2006. Esta circunstancia, en la que los altos precios de la vivienda como activo quedan muy por encima de lo que permiten adquirir los niveles salariales vigentes, se ha complicado a lo largo del último boom inmobiliario, sobre todo por la baja presencia de la nueva oferta de viviendas protegidas en los últimos años (gráfico 10), y también por la reducida oferta de viviendas sociales promovidas por las propias administraciones públicas y por cooperativas (gráfico 11), que son las más sociales de cuantas viviendas se construyen en España. Dicho tipo de viviendas supusieron en 2004 solo el 4 por 100 del total de viviendas terminadas, según la estadística de certificaciones de fin de obra de los colegios de arquitectos técnicos.

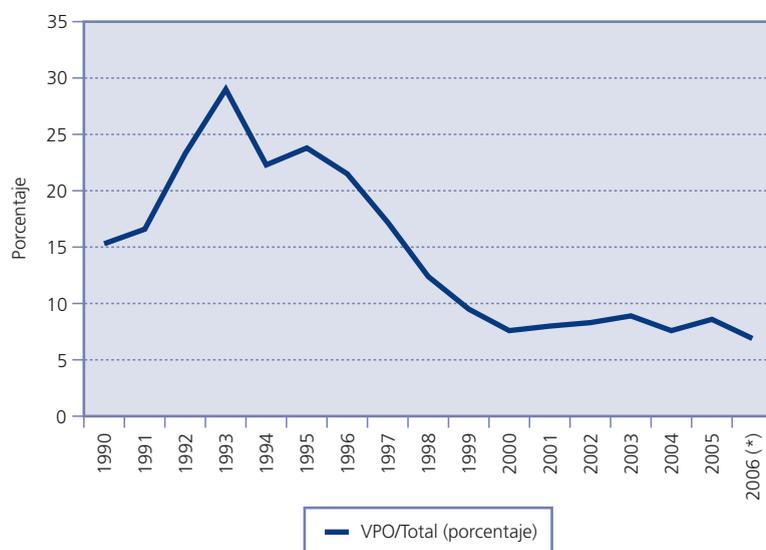
El euro, los bajos tipos de interés y la presencia creciente de inmigrantes han sido factores que han contribuido al positivo ritmo de crecimiento de la economía española en los últimos años. Tras el todavía vigente auge inmobiliario de 1997-2006, la economía española ha experimentado cambios notables en su composición productiva y en sus niveles de productividad y de eficiencia. El creciente peso de los gobiernos autónomos en el proceso de asignación de recursos en el conjunto de la economía de España también está contribuyendo a los cambios en marcha en la economía española. La actuación de dichos gobiernos, junto a los ayuntamientos, resulta por completo determinante en cuanto al destino del nuevo suelo urbanizado, circunstancia que incide de forma sustancial sobre la competitividad de la economía.

GRÁFICO 9  
**CUENTA DE CAPITAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.**  
SALDOS SECTORIALES



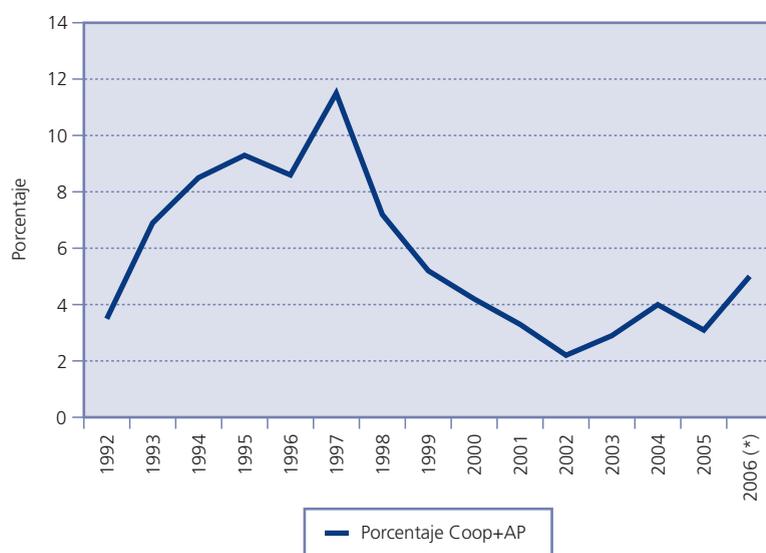
Fuente: INE y BDE.

GRÁFICO 10  
**PROPORCIÓN DE VIVIENDAS PROTEGIDAS SOBRE TOTAL DE PROYECTOS DE VIVIENDAS, 1990-2006**



(\*) Previsión 2006 con datos hasta marzo.  
 Fuente: Colegios de arquitectos.

GRÁFICO 11  
**VIVIENDAS PROMOVIDAS POR COOPERATIVAS Y EMPRESAS PÚBLICAS. PROPORCIÓN SOBRE EL TOTAL, 1992-2006**



(\*) Datos hasta marzo.  
 Fuente: Ministerio de Fomento, colegios de aparejadores.

En 2005 (cuadro n.º 3), la participación de la construcción en la demanda, en la oferta productiva y en el empleo de España se había reforzado sustancialmente respecto de los niveles de 1997, año del inicio del *boom* en cuestión. Esta situación se está reforzando en 2006, a la vista del mantenimiento en este ejercicio del patrón de crecimiento de años anteriores. Junto a esta circunstancia, y como consecuencia de ella, el crédito bancario se ha reestructurado sustancialmente a favor del crédito inmobiliario, mientras que ha descendido la cuota correspondiente al crédito destinado a otras actividades productivas. La productividad no ha crecido apenas en el período citado, consecuencia en gran parte del fuerte apoyo de la economía en la construcción y en los servicios más asociados con ésta, donde es muy intenso el empleo de mano de obra. El retroceso de participación en el PIB y en el empleo de los sectores industriales implica una menor presencia de actividades provistas de mayores niveles de competitividad.

Junto al intenso endeudamiento de los hogares, destacó en España, después de 1997, la pérdida de presencia en la actividad y en el empleo de los sectores productores de mercancías (agricultura-ganadería-pesca e industria, excluida construcción), esto es, sectores sometidos a una competencia internacional más intensa. La hostelería, los servicios inmobiliarios, los servicios a empresas, el comercio, y los transportes y comunicaciones parecen haber sido las ramas de actividad cuya participación se ha reforzado más, tras el paso por España del periódico «huracán» que supone una etapa tan prolongada de expansión apoyada en gran parte en la construcción residencial y en las actividades derivadas y asociadas con ella.

CUADRO N.º 3  
ECONOMÍA ESPAÑOLA 1997-2005  
Porcentajes

|  | 1997    | 2005    |
|--|---------|---------|
| 1. Construcción participación:                       |         |         |
| 1.1. PIB (demanda).....                              | 11,5    | 17,1    |
| 1.2. Empleo.....                                     | 9,5     | 13,9    |
| 2. Aportación aumento PIB .....                      | 6,6     | 28,6    |
| 3. Vivienda/construcción.....                        | 40,9    | 51,4    |
| 4. Inversión vivienda/PIB .....                      | 4,7     | 8,8     |
| 5. Crédito inmobiliario/crédito sector privado ..... | 39,6    | 60,3    |
| 6. Crédito promotor/credito inmobiliario .....       | 12,4    | 21,9    |
| 7. Crédito inmobiliario/PIB.....                     | 39,6    | 79,8    |
| 8. Viviendas iniciadas.....                          | 323.200 | 729.600 |
| 9. Sector primario + industria + energía.....        | 24,9    | 19,0    |
| 10. Saldo BP C/C/ PIB .....                          | 2,1     | -7,6    |

Fuente: Estimación propia, INE, BDE.

Como antes se observó, las etapas de actuación más mediodere de la economía española fueron las que sucedieron a los auges inmobiliarios del pasado, en los que la restricción exterior provocó la realización de ajustes bastante más intensos de los que ahora resultarían precisos para mejorar la competitividad de la base productiva. La diversificación de esta última debe figurar entre las asignaturas pendientes de los responsables de la política económica en los tres ámbitos, estatal, autonómico y local, de las administraciones públicas en España. Al nuevo Plan de Vivienda 2005-

2008 le corresponde la complicada tarea de contribuir a atenuar el serio problema de acceso a la vivienda, que se ha acentuado tras una etapa tan prolongada de intensas elevaciones de los precios de mercado de las viviendas.

#### NOTAS

(\*) Se emplea en general la estadística de precios de la vivienda del Ministerio de Vivienda, basada en los precios de tasación, en la que destaca el empleo del número de tasaciones como factor básico de ponderación de los precios medios obtenidos para cada intervalo de precios absolutos de la vivienda. Puesto que dicha serie se ha iniciado en 1995, las tasas de aumento de los precios de 1985-1991 se han obtenido con la estadística de precios

de la vivienda del Ministerio de Fomento (1987-2004), donde el principal factor de ponderación es el número de viviendas de cada distrito censal.

#### BIBLIOGRAFÍA

- BARKER, Kate (2005), «The housing market and the wider economy», *Bank of England Quarterly Review*, primavera.
- BONNER, Raymond (2005), «A soft landing so far, as Australian real estate bubble ends», *International Herald Tribune*, 6 de julio.
- BOVER, Olympia (2005), «Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: Resultados a partir de la EFF», Banco de España, *Boletín Económico*, mayo.
- EUROPEAN COMMISSION (2005), Focus: «Housing markets and the business cycle in the euro area», *Quarterly Report in the Euro Area*, volumen 4, n.º 2.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL —FMI— (2004), «Tres cuestiones actuales de política económica», *World Economic Outlook*, septiembre.
- MARCOS, C.; CARPINTERO, O., y NAREDO, J. M. (2005), «El patrimonio de vivienda y su distribución regional», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 186, mayo/junio.
- MOUILLART, Michel, y VAILLANT, Véronique (2004), «Accession a la propreté. Un marché plus sélectif des particuliers plus endettés», *Banquemagazine*, diciembre.
- OCDE (2005), «Recent house developments: the role of fundamentals», *Economic Outlook*, número 78, diciembre.
- SAMUELSON, Robert J. (2005), «When home are castles», *The Washington Post*, 14 de julio.
- SCHILLER, Robert J. (2005), «Bubble, bubble, housing trouble?», *The Wall Street Journal*, 2 de junio.