

## Resumen

El mercado de vivienda experimentó en España, junto a otros países desarrollados, un fuerte periodo de expansión entre 1997 y 2007. Dicha situación ha sido generada tanto por la pasividad de la política monetaria como por la introducción del euro. Sin embargo, la crisis del sistema financiero en 2007 supuso problemas de liquidez y de solvencia bancarios que provocaron un fuerte racionamiento del crédito bancario a la vivienda entre 2007 y los primeros meses de 2009. Los menores tipos de interés y el moderado descenso de los precios de la vivienda han contribuido a mejorar las condiciones de accesibilidad al mercado de la vivienda en España en 2009, aunque la economía todavía está lejos de desenvolverse en un marco fluido de financiación crediticia.

*Palabras clave:* mercado de vivienda, crisis del sistema financiero, política monetaria.

## Abstract

The real estate market in Spain experienced, together with other developed countries, a noticeable expansion period between 1997 and 2007. This situation has been generated by the passiveness of the monetary policy as well as the euro currency introduction. However, the financial system crisis in 2007 implied liquidity and solvency banking problems that led to a high rationing within the real estate lending between 2007 and 2009. Lower interest rates and moderate decrease in real estate prices have contributed to improve the accessibility of the Spanish real estate market in 2009, although the economy is still far from developing a fluid financial lending network.

*Key words:* real state market, financial system crisis, monetary policy.

*JEL classification:* E50, G01, G21.

# LA CRISIS DE LOS MERCADOS INMOBILIARIO E HIPOTECARIO. FACTORES EXPLICATIVOS

Julio RODRÍGUEZ LÓPEZ

*Banco de España*

*No cabe duda de que los bancos tienen las llaves del mercado inmobiliario, literal y metafóricamente.*

Daniel Thomas, «We can work it out», *Financial Times*, «Property», (5 de octubre de 2009).

*No cabe duda de que la expansión de la deuda privada, como en una tragedia griega, condenaba a los gobiernos a aumentar masivamente su propia deuda.*

Paul de Grauwe, «Dette: L'explosion est-elle gérable?», [www.telos-eu.com](http://www.telos-eu.com), (7 de octubre de 2009).

## I. INTRODUCCIÓN

EL análisis del mercado de vivienda obliga a seguir la pista a las raíces del comportamiento de la demanda y de la oferta de dicho activo. La demanda de vivienda, procedente de hogares y de inversores, depende sobre todo del contexto macroeconómico general, del ritmo de creación de hogares, de las expectativas de precios, de los tipos de interés y de la disponibilidad de financiación crediticia.

La oferta de vivienda está integrada por el *stock* de vivienda existente y por las adiciones al mismo procedentes de las viviendas iniciadas casi dos años antes. Las expectativas de precios, la disponibilidad y coste del suelo, junto al *stock* de viviendas terminadas y no vendidas, son las variables determinantes de la nueva oferta. Los precios de la vivienda resultan de la intersección demanda-oferta, donde la demanda fluctúa con más inestabilidad que la oferta.

El mercado de vivienda experimentó en España, así como en un amplio número de países desarro-

llados, una fase de intensa expansión entre 1997 y 2007, aproximadamente. Aunque dicha circunstancia no es infrecuente en España, en este caso ha sido más prolongada e intensa que las precedentes, y ello tanto por el carácter permisivo de la política monetaria como por la introducción del euro como divisa.

La acomodaticia política monetaria desarrollada en la fase expansiva citada, junto al intenso ritmo de creación de nuevos hogares, fueron las principales variables explicativas de las elevadas compras de vivienda. No sólo los tipos de interés bajaron con intensidad desde 1990 hasta 2005, sino que mejoraron de forma sustancial las restantes condiciones de financiación crediticia.

Para financiar dicha expansión del crédito, las entidades financieras apelaron significativamente, junto a los depósitos bancarios, a la financiación «de mercado», correspondiente a las emisiones de títulos de renta fija y a la titulización. En los dos casos, dicha apelación al mercado supuso captar recursos empleando como respaldo créditos hipotecarios existentes en el activo

de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito.

La reacción de la nueva oferta a los precios crecientes de la vivienda y a las mayores ventas resultó espectacular. El *stock* de viviendas aumentó a un ritmo medio anual del 2,6 por 100 entre 2001 y 2008, superándose los 25 millones de viviendas al final de 2008. Los precios crecieron a un ritmo casi seis veces superior al de los precios de consumo y los salarios. La intensa inflación de los precios aumentó la intensidad del esfuerzo preciso para acceder a la vivienda en propiedad en España al final de la etapa de expansión.

La crisis financiera iniciada en Estados Unidos en 2007 se extendió al resto del mundo a través del sistema financiero. Los problemas de liquidez y de solvencia bancarios provocaron un fuerte racionamiento del crédito bancario a la vivienda entre 2007 y los primeros meses de 2009. El mayor coste de capital y el aumento del parque de viviendas habían desacelerado el aumento de precios entre 2005 y 2007, pero esta evolución resultó superada a la baja por la restricción crediticia citada.

Las entidades de crédito retornaron a los depósitos como fuente básica de financiación. Los menores tipos de interés y el moderado descenso de los precios de la vivienda han contribuido a mejorar las condiciones de accesibilidad a este mercado en España en 2009, aunque la economía todavía está lejos de desenvolverse en un marco fluido de financiación crediticia.

## II. MERCADO DE VIVIENDA. DEMANDA Y OFERTA DE VIVIENDA

La demanda de vivienda para uso procede de los hogares, cuyo

total supone una cifra elevada (en España había 14,2 millones en 2001, según el *Censo de vivienda* de dicho año, y 17,1 millones en el 2º trimestre de 2009, según la *Encuesta de población activa* del INE). El conjunto de los hogares experimenta adiciones procedentes de los nuevos hogares creados y reducciones derivadas de los desaparecidos, básicamente como consecuencia de factores demográficos.

Las variables que más influyen sobre la demanda de vivienda son las correspondientes a la intensidad del proceso de creación de nuevos hogares, al entorno macroeconómico, al nivel de precios reales de la vivienda, a los tipos de interés y a las expectativas de revalorización. Los niveles de precios y los tipos de interés actúan con signo negativo, mientras que la creación de hogares y las expectativas de revalorización actúan con signo positivo. La dependencia del acceso a la vivienda en propiedad respecto de la disponibilidad de financiación implica que la demanda de vivienda depende directamente del ritmo de concesión de nuevos créditos a los compradores.

Junto a la demanda de vivienda para uso, importa la demanda de la vivienda-activo, ligada a las expectativas de rentabilidad derivadas del alquiler y de las variaciones de su precio. La rentabilidad está asociada con las expectativas de revalorización de la vivienda derivadas de los cambios en los precios de venta de la misma. Se considera que en los últimos años ha existido un exceso de confianza en la vivienda como inversión. Su atractivo descansa en su fácil comprensión, pues la casa adquirida se puede ver todos los días (Shiller, 2009).

Las variables explicativas de la demanda de vivienda se pueden

clasificar en reales y financieras (Banco Central Europeo, 2006). Las variables reales más relevantes son los precios de venta de las viviendas, la creación de nuevos hogares y la renta disponible real de las familias. Las variables financieras se refieren a las condiciones de financiación (tipos de interés, plazo, relación préstamo/valor y disponibilidad de financiación), que afectan a las posibilidades de acceso a la vivienda, sobre todo en los países en los que predomina la vivienda en propiedad.

En cuanto a la oferta de viviendas, dicha magnitud se obtiene agregando al *stock* de viviendas existente la oferta de nuevas viviendas. En cada periodo de tiempo el parque de viviendas sufre una depreciación, manifestada en el envejecimiento y en la desaparición de numerosas viviendas. La nueva oferta de viviendas corresponde a las viviendas terminadas y puestas en el mercado en un periodo de tiempo determinado. Las viviendas terminadas dependen de las viviendas iniciadas unos dos años antes (periodo medio de construcción). Las iniciadas dependen, a su vez, de las expectativas de beneficios de los promotores, asociadas con los precios esperados, junto al precio y disponibilidad del suelo y el nivel del *stock* de viviendas terminadas y no vendidas.

El ritmo de construcción de nuevas viviendas tiene una dependencia acentuada respecto de los procesos políticos y administrativos de tramitación. El precio del suelo no es una variable exógena, y se basa en la demanda de vivienda. Los restantes costes de construcción de la vivienda (salarios, materiales) responden a condicionantes externos. La elasticidad de la oferta de nuevas viviendas suele ser reducida, y el poder explicativo de las variables determinantes resulta in-

ferior al de las funciones de demanda de vivienda. La oferta de vivienda es rígida a corto plazo y flexible a medio y largo plazo.

La demanda de vivienda, por el contrario, sufre cambios significativos en un espacio de tiempo reducido. La rigidez de la oferta de vivienda a corto plazo explica el papel destacado de los factores de demanda en la evolución de los precios de la vivienda.

Los precios de mercado de la vivienda resultan de la tensión oferta-demanda de ésta, y están conectados con las condiciones de los mercados de capitales, en especial con los tipos de interés.

### III. EL MERCADO DE VIVIENDA EN ESPAÑA. DIEZ AÑOS DE EXPANSIÓN (1997-2007)

La economía española ha registrado desde los años cincuenta del siglo pasado numerosos episodios de auge de los mercados de vivienda (años sesenta, 1971-73, 1985-90), seguidos de ajustes sustanciales a la baja de dichos mercados. Las limitaciones de la base productiva han provocado elevados déficits externos en las etapas de auge de la demanda interna producidos por los impulsos procedentes de la construcción residencial. El intenso déficit exterior alcanzado en tales auges ha actuado como factor desencadenante del ajuste. Este último descansó en el pasado en políticas estabilizadoras de la demanda, que desviaban ésta hacia el resto del mundo.

La última burbuja inmobiliaria de la economía española tuvo lugar entre 1997 y 2007 (Rodríguez López, 2009). En 2005 se alcanzó el máximo nivel de ventas de

viviendas (987.500). En 2006 se registró el nivel más elevado de viviendas iniciadas (865.600), y en el primer semestre de 2007 se logró el más alto nivel de construcción residencial, el 9,3 por 100 del PIB. Los precios de las viviendas crecieron en dicha década algo más del 195 por 100, esto es, un aumento medio anual nominal del 11,4 por 100. En 1997 eran precisos 4,5 salarios anuales para comprar una vivienda de 90 metros cuadrados construidos, mientras que en 2007 dicho valor equivalía a 9,2 salarios anuales.

El contexto social de la etapa 1997-2007 fue de amplia complicidad social en los excesos entonces producidos en la construcción de nuevas viviendas. Aparentemente, todos los agentes sociales ganaban con el continuo subir de los precios de las viviendas y del suelo, sobre todo las administraciones públicas más favorecidas por el proceso. En el periodo citado se duplicó el PIB por habitante de España y se registraron importantes niveles de inmigración. Tales flujos migratorios fueron primero consecuencia y después causa de más construcción residencial. El «círculo virtuoso» descrito parecía que iba a durar para siempre.

La burbuja inmobiliaria registrada en la primera década del siglo XXI en un amplio número de países desarrollados es uno de los ejemplos históricos más destacados entre las burbujas especulativas sufridas por la humanidad. Los tulipanes holandeses del siglo XVII y las acciones de la Compañía de los Mares del Sur en el Reino Unido en el siglo XVIII son algunos de los fenómenos especulativos desarrollados hace más tiempo. La pasada «manía de las hipotecas» tiene mucho en común con la «manía de los tulipanes» (García Montalvo, 2008).

En numerosos trabajos de investigación se advirtió que el proceso de aumento continuado de los precios de las viviendas podría terminar en una burbuja, con unas consecuencias poco agradables. El Fondo Monetario Internacional anticipó en 2003 que las burbujas inmobiliarias tienen un impacto más negativo sobre la actividad y el empleo que las producidas en el mercado de acciones (FMI, 2003).

En España, desde 2002 (Balmaseda, San Martín y Sebastián, 2002) se estimó que la sobrevaloración del precio de la vivienda ascendía a un 28 por 100, cuando todavía quedaban casi cinco años más de expansión del mercado de vivienda. A partir de 2003 las opiniones sobre la situación del mercado de vivienda se dividieron entre los que defendían la existencia de la burbuja y los que negaban su existencia. Estos últimos justificaban los aumentos continuados de los precios de la vivienda por el funcionamiento de las variables básicas.

Se citaba con frecuencia en España a la reducción del tamaño de los hogares como variable decisiva de la mayor demanda. Se trataba de sustentar en algunos mitos populares la justificación del aumento permanente de los precios de las viviendas, como los de que «el precio de la vivienda no puede bajar», y el que popularizó un anuncio de radio, «no tire el dinero, compre».

Una encuesta realizada en Estados Unidos en el mismo año (Case y Schiller, 2004) reveló que una alta proporción (50 por 100) de las compras de vivienda se estaban haciendo con fines de inversión, estimulados por los altos y continuados aumentos de los precios de las viviendas. Resulta evidente la presencia de inverso-

res entre los compradores de viviendas en España, en especial entre los adquirentes extranjeros, a los que se les ha presentado con frecuencia como futuros habitantes permanentes de España.

Entre 1997 y 2007 se produjo en España, en fin, una fuerte canalización de recursos hacia el mercado inmobiliario, en especial en materia de suelo y de crédito, lo que iba a ocasionar, con alta probabilidad, abundantes desequilibrios, y también iba a afectar de forma negativa a la capacidad de competir de la economía española. Se comentan a continuación los aspectos relativos a la demanda y a la oferta de vivienda, así como a la evolución de los precios en el periodo 1997-2007.

## 1. La demanda de vivienda

Existe un acuerdo generalizado en considerar a la acomodaticia política monetaria desarrollada en la

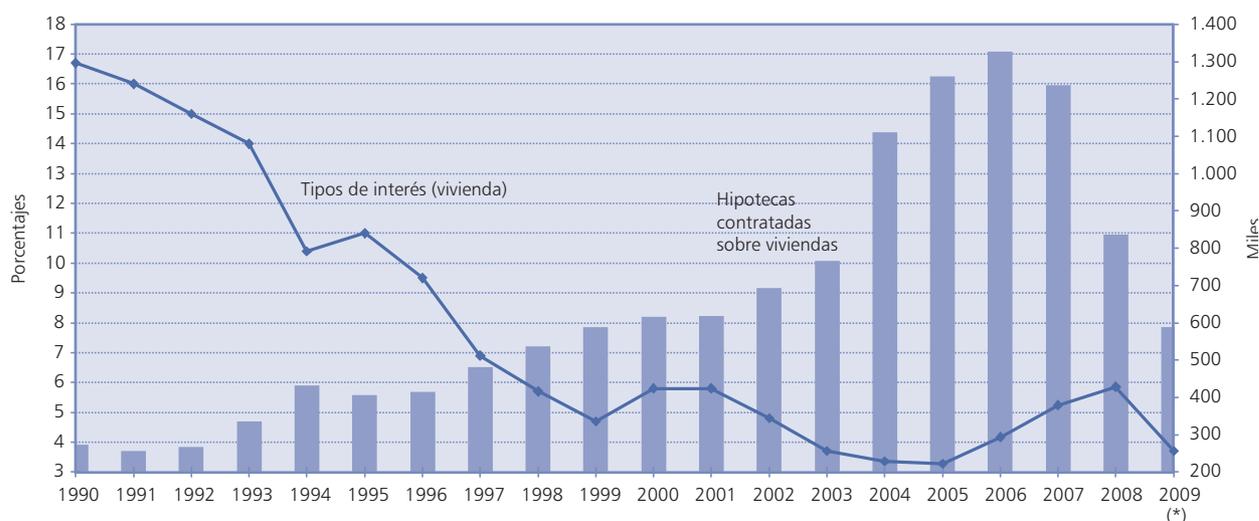
etapa de auge citada como un factor decisivo en el desarrollo de una expansión tan intensa de la demanda de vivienda. Dicha política se manifestó en los bajos tipos de interés de intervención de los bancos centrales. Los menores tipos de interés se trasladaron a los mercados mayoristas de dinero y a los créditos a comprador de vivienda, a la vez que se dispuso de liquidez suficiente para impulsar de forma acusada el crecimiento de dichos créditos. La intensa competencia entre las entidades de crédito dio lugar a una mejora general en las condiciones de financiación diferentes al tipo de interés (aumento del plazo, elevación sustancial de la relación préstamo/valor).

En el caso de España, los indicadores disponibles relativos a las magnitudes monetarias reflejan en su evolución el comportamiento expansivo del mercado de vivienda. Así, los tipos de interés a comprador de vivienda, que siguen con ligero retraso la evolu-

ción del euribor a doce meses, retrocedieron con fuerza entre 1990 (el tipo medio en este año fue el 16,7 por 100) y 1999 (4,70 por 100). Tras un breve repunte alcista en 2000, los tipos volvieron de nuevo a descender hasta el verano de 2005. En este último ejercicio se registró el menor nivel medio anual de dichos tipos (3,28 por 100) desde 1990 (gráfico 1).

El número total de hipotecas registradas con garantía de viviendas pasó desde 479.300 en 1997 hasta un máximo de 1.324.500 en 2006. En torno al 80 por 100 de dichos préstamos hipotecarios se destina a la compra de vivienda. Junto al aumento de los préstamos hipotecarios, destacó el fuerte empuje del crédito inmobiliario, destinado al mercado de vivienda. Dicho crédito incluye los componentes relativos a promotor, constructor y comprador de vivienda. El total citado aumentó entre 1997 y 2007 a un ritmo del 22,5 por 100, por encima del

GRÁFICO 1  
TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS A COMPRADOR DE VIVIENDA (MEDIAS ANUALES)  
Y NÚMERO DE HIPOTECAS CONTRATADAS SOBRE VIVIENDAS (TOTALES ANUALES) 1990-2009



(\*) Previsión con datos correspondientes a la media enero-julio para el número de hipotecas sobre viviendas, y media enero-agosto para los tipos de interés.  
Fuentes: Banco de España e INE.

18 por 100 correspondiente al crédito al sector privado de la economía en el mismo periodo.

El conjunto del crédito inmobiliario vio ascender su participación en la cartera de créditos al sector privado desde el 39,9 por 100 hasta el 60,1 por 100 en 2007. El componente correspondiente al crédito a promotor creció por encima del resto, concretamente a un ritmo medio anual del 33 por 100 entre diciembre de 1997 y el mismo periodo de 2007. El ritmo medio correspondiente a comprador de vivienda fue del 20 por 100 (gráfico 2).

El saldo de los créditos a promotor suponía, a 31 de diciembre de 1997, el 3,7 por 100 del PIB de España, mientras que en la misma fecha de 2007 dicho saldo equivalía al 28,9 por 100. El

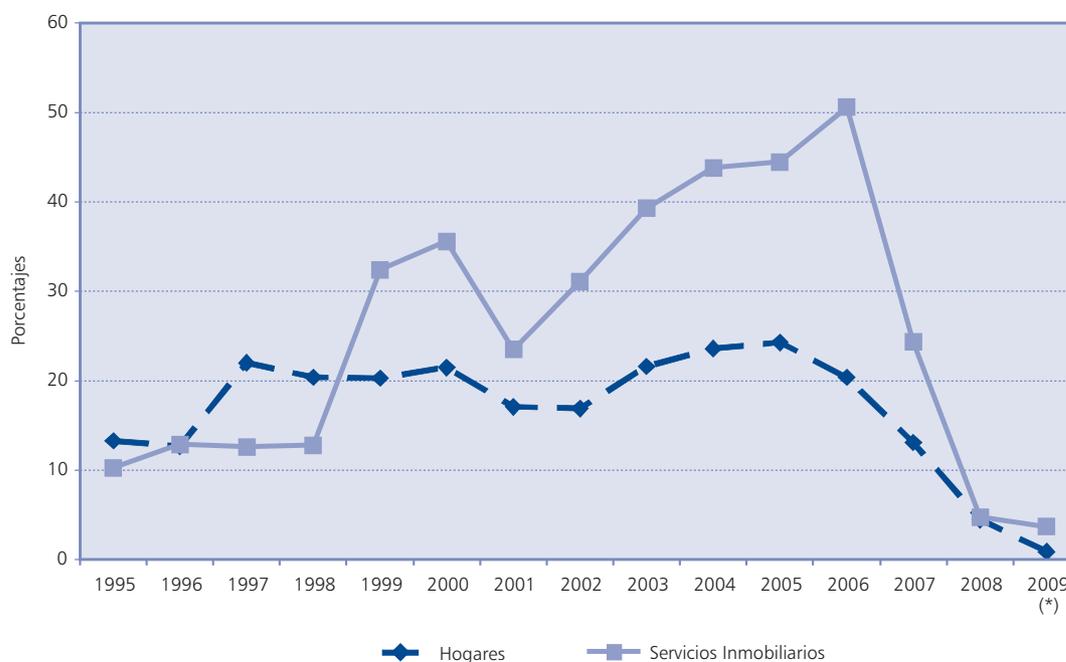
crecimiento del crédito a comprador de vivienda superó en España al correspondiente al conjunto de la Eurozona. Según el Banco Central Europeo (BCE, 2009), entre 1999 y 2007 el crédito a comprador de vivienda aumentó a un ritmo medio del 11,5 por 100 entre 1999 y 2007 en la Eurozona, mientras que en España dicho aumento se aproximó al 20 por 100 en el mismo periodo de tiempo.

La tendencia alcista de los créditos a la vivienda entre 1999 y 2007 estuvo impulsada, según el BCE (2009), por el continuo y prolongado aumento de los precios de la vivienda, y también por la favorable situación macroeconómica de la Eurozona, puesta de manifiesto en los importantes aumentos del PIB y de la renta real disponible de los hogares en dicho periodo.

Entre 1997 y 2007 resultó así posible financiar un crecimiento muy rápido y prolongado del crédito a la vivienda mediante el recurso de las entidades de crédito a la financiación de mercado. Dicha financiación supuso una alternativa al sistema tradicional, apoyado en los depósitos al por menor. Estos últimos han sido la fuente básica y tradicional de financiación de tales préstamos. En la Eurozona, donde los créditos hipotecarios y a la vivienda se ocasionan en su mayor parte en las entidades de crédito, la proporción de los préstamos bancarios financiados mediante depósitos descendió desde el 63 por 100 en 1999 hasta el 55 por 100 en 2007.

En el periodo de expansión citado, dentro de la importante apelación al mercado, destacaron los componentes relativos a las

GRÁFICO 2  
CRÉDITO INMOBILIARIO, A PROMOTOR (SERVICIOS INMOBILIARIOS) Y A COMPRADOR DE VIVIENDA, 1995-2009.  
VARIACIONES INTERANUALES, A 31 DE DICIEMBRE



(\*) Junio de 2009 sobre el mismo mes del año anterior. Banco de España

emisiones de valores distintos a las acciones (cédulas hipotecarias en el caso de España) y a la titulación (los créditos se venden a un emisor de bonos de titulación hipotecaria para vivienda, pudiendo darse o no de baja en el activo de la entidad prestamista).

Mientras que en la Eurozona la cuota de la financiación de mercado sobre los créditos-vivienda creció en once puntos porcentuales entre 1999 y 2007, en el caso de España la cuota en cuestión llegó a ascender al 35 por 100 en dicho periodo, destacando en particular el auge de la titulación. La apelación a los mercados exteriores por medio de emisiones de títulos de renta fija —básicamente cédulas hipotecarias, respaldadas por amplias carteras de créditos hipotecarios— y de bonos de titulación, correspondientes a créditos a comprador de vivienda, fue la vía general de actuación de las entidades de crédito en España.

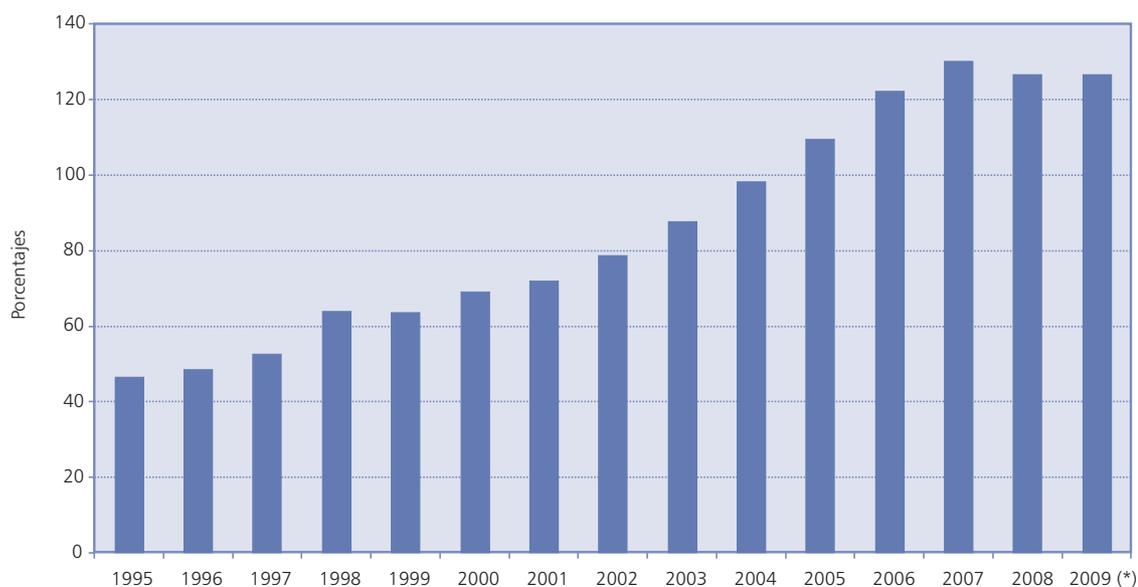
La actuación citada resultó decisiva para cubrir la «brecha» producida entre créditos y depósitos. El saldo del crédito de las entidades financieras llegó a situarse en España en 2007 por encima del correspondiente a los depósitos. Según el BCE (2009), el auge de la titulación durante la década que terminó en 2007 relajó los criterios de aprobación de nuevos créditos y permitió intensos aumentos del crédito a la vivienda.

El endeudamiento familiar ascendió en España desde el 52,7 por 100 de la renta disponible de las familias en 1997 hasta el 130,1 por 100 en 2007 (gráfico 3). La relación con el PIB de los préstamos familiares pasó desde el 35,4 por 100 de 1997 hasta el 83,6 por 100 en 2007. Esta elevación resultó ampliamente superior a la de la media de la Eurozona en el mismo periodo de tiempo, donde ascendió al 40 por 100 en 2007. Alrededor del 90 por 100

de los nuevos créditos formalizados a comprador de vivienda lo fueron a interés variable con actualización anual, por encima del 60,5 por 100 alcanzado por dichos créditos en la Eurozona en 2004 (BCE, 2009). En la mayor parte de los casos, la indexación se efectuó en España empleando al euríbor a doce meses como indicador de referencia. En los créditos a interés variable, el riesgo de crédito se traslada al prestatario, por lo que la situación de este último resulta muy dependiente de las condiciones del mercado de capitales.

Junto a las favorables condiciones crediticias, el fuerte aumento de la población impulsó asimismo la demanda de vivienda a través de la creación de nuevos hogares. Mientras que en la Eurozona el aumento medio de la población fue del 0,4 por 100 entre 1999 y 2008, en España dicho aumento ascendió al 1 por 100.

GRÁFICO 3  
PROPORCIÓN PRÉSTAMOS A HOGARES/RENTA DISPONIBLE DE LAS FAMILIAS. SERIE 1995-2008 (PORCENTAJE)



(\*) Previsión.

Fuente: Banco de España

El crecimiento poblacional resultó impulsado por la intensa inmigración, con lo que la población extranjera residente pasó desde 637.000 en 2008 hasta 4,5 millones en 2007 (gráfico 4). La proporción de inmigrantes sobre la población total de España creció desde el 1,6 por 100 de la población de 1998 hasta casi el 10 por 100 en 2007.

Según la *Encuesta de población activa* (EPA) del INE, el número de hogares aumentó en España entre 1997 y 2007 (cuarto trimestre) a un ritmo medio anual del 2,73 por 100, equivalente a un aumento anual de dicha variable de casi 389.000 nuevos hogares. El perfil de la evolución de la serie de hogares plantea dudas respecto de la calidad de dicha información, a la vista de la persistencia de un ritmo elevado de creación de hogares en el bienio 2008-2009 (gráfico 5).

La evolución del empleo resulta más coherente en su evolución con la demanda de vivienda, aunque la cifra absoluta de hogares creados en el periodo citado, según la EPA, se aproxima más a las previsiones del número de hogares efectuadas a partir de los datos demográficos (Rodríguez López y Fellinger, 2008). El empleo aumentó a un ritmo medio del 3,4 por 100 entre 1997 y 2007, correspondiente a una variación media anual de 542.100 puestos de trabajo, según la Contabilidad Nacional Trimestral.

El intenso ritmo de creación de nuevos hogares, las positivas condiciones macroeconómicas generales y, sobre todo, la presencia de una financiación crediticia abundante y barata, alimentada en gran parte a través de las apelaciones a los mercados exteriores, fueron los factores básicos que impulsaron el «tirón» de la demanda de vivienda entre 1997 y 2007.

## 2. La oferta de vivienda

Por el lado de la oferta, destacó la política favorable a la oferta de nuevas viviendas, por parte de ayuntamientos y comunidades autónomas, mediante la importante calificación de suelo como urbanizable residencial. La normativa estatal de suelo de los gobiernos de España anteriores a 2004 había fomentado las expectativas de crecimientos permanentes del precio de la vivienda. Así, en el preámbulo del principal texto normativo sobre suelo anterior a 2004 (Ley 6/1998, de 13 de abril, sobre Régimen del Suelo y Valoraciones, *BOE* de 14 de marzo de 1998) se señalaba que resultaba necesario aumentar de forma sustancial el suelo urbanizable, para así disminuir los precios del suelo y de la vivienda.

En los diez años comprendidos entre 1998 y 2007 la super-

GRÁFICO 4  
POBLACIÓN EXTRANJERA RESIDENTE EN ESPAÑA, 1998-2009, A 1º DE ENERO. MILES DE PERSONAS

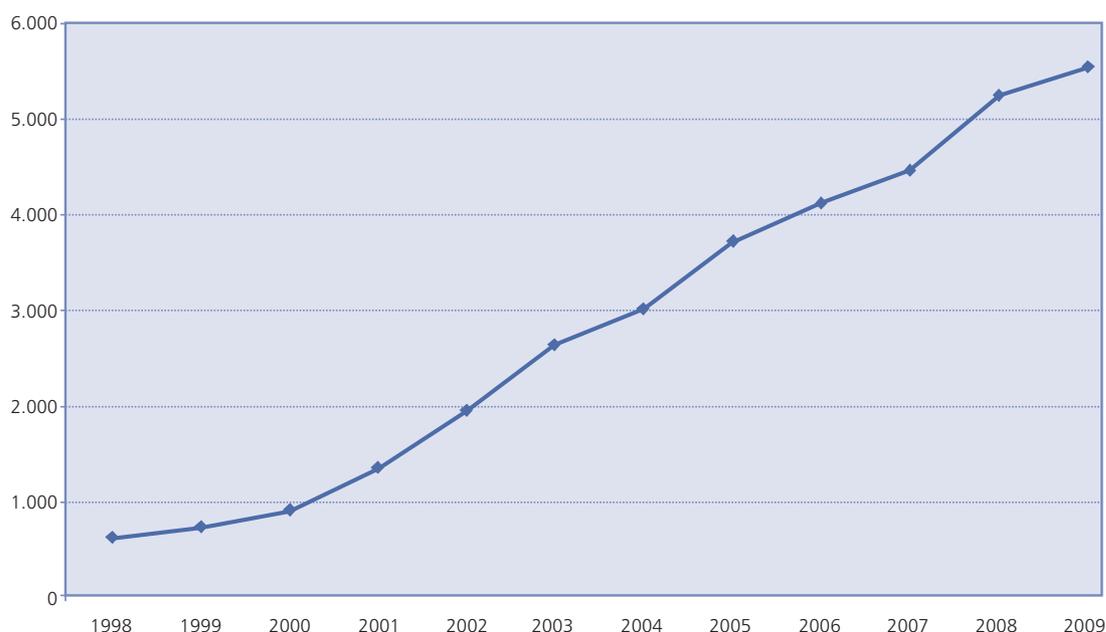
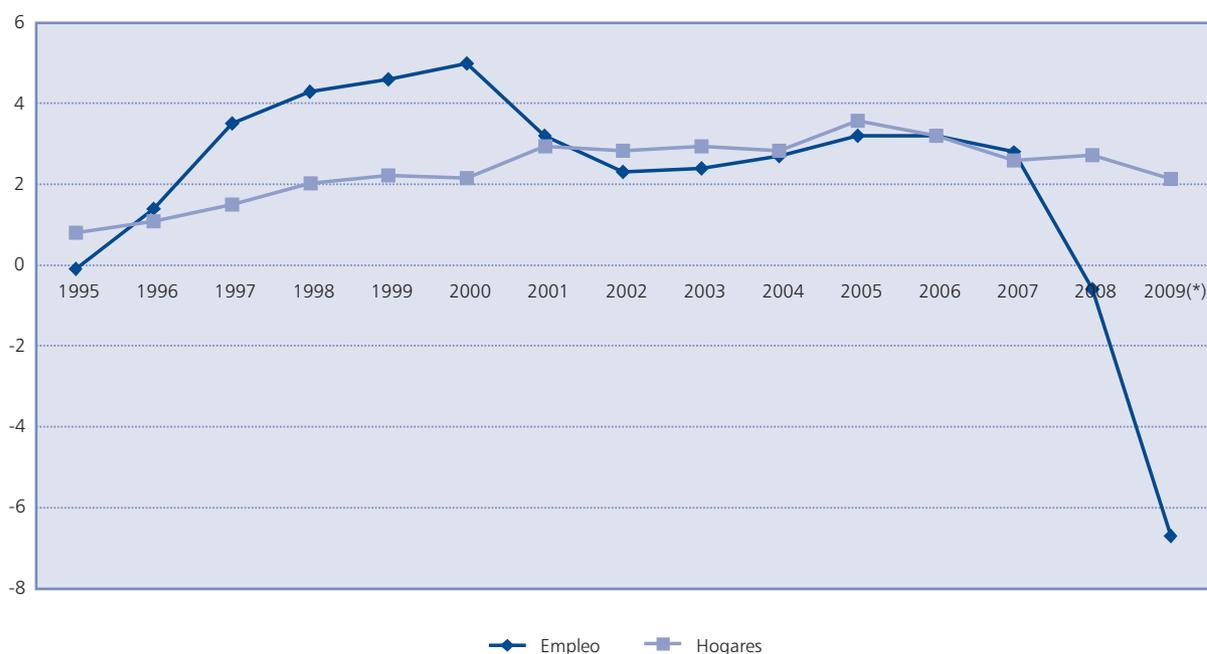


GRÁFICO 5  
**EMPLEO (CONTABILIDAD NACIONAL TRIMESTRAL) Y HOGARES (ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA).  
 VARIACIONES INTERANUALES (EN PORCENTAJE), 1995-2009**



(\*) Previsión.

ficie a construir, según las licencias municipales de obras, ascendió a 811,5 kilómetros cuadrados, equivalente al 0,16 por 100 de la superficie total de España. Dicha superficie evolucionó de forma paralela a las viviendas a iniciar, de acuerdo con el indicador de licencias municipales de obras (gráfico 6). El total de viviendas de construcción autorizada pasó desde las 293.000 de 1997 hasta un máximo de 735.000 en 2006, retrocediendo dicho indicador desde la segunda mitad de 2007.

La debilidad de las haciendas locales, donde tienen un alto peso los tributos ligados al mercado de vivienda (35 por 100-40 por 100), contribuyó asimismo a que los ayuntamientos calificasen el máximo posible de suelo como urbanizable residencial. En términos

generales, entre 1997 y 2007 no hubo, pues, una restricción de oferta desde los ayuntamientos al aumento del *stock* de viviendas, sino que más bien tuvo lugar una fuerte reestructuración del suelo no rústico hacia la construcción residencial.

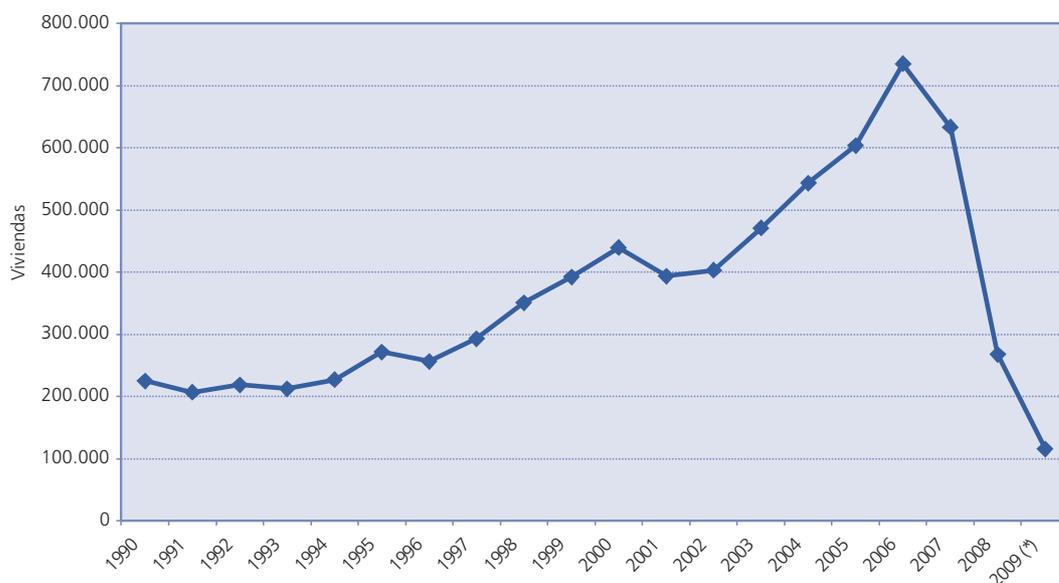
Dicha reestructuración del destino del suelo y de la actividad productiva dio lugar a que se generase un modelo productivo apoyado en la construcción residencial, cuya consecuencia más primaria fue el retorno a un elevado déficit exterior, que en 2007 superó al -10 por 100 del PIB de la economía española.

La reacción de la nueva oferta de viviendas ante las favorables expectativas del mercado resultó, pues, espectacular. Las viviendas iniciadas, estimadas con los

visados de dirección de obra de los colegios de arquitectos técnicos, publicados por el Ministerio de Fomento, pasaron desde las 338.000 de 1997 hasta un máximo de 865.600 en 2006 (gráfico 7). En los diez años del periodo 1998-2007 se inició un total de viviendas superior a los seis millones.

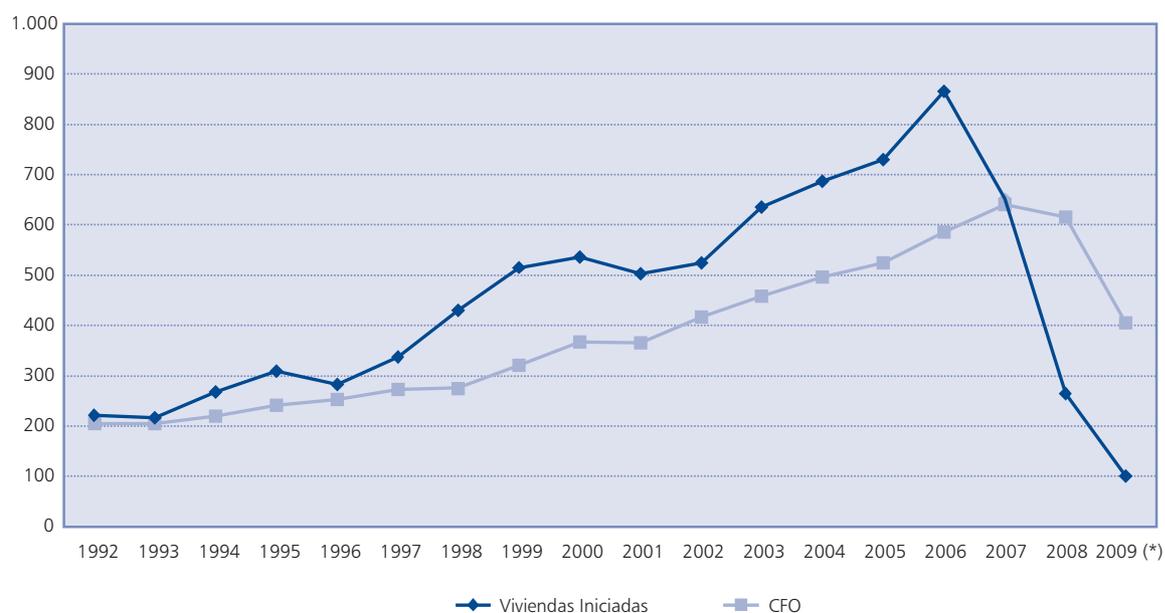
Las viviendas terminadas en dicho periodo se aproximaron a los 4,5 millones, lo que implica que, al llegar el cambio al mercado de la vivienda en 2007, eran abundantes las obras en curso. Todo esto suponía que un número importante de viviendas iniciadas en la etapa de auge iban a salir al mercado en las condiciones que éste presentaría en 2007-2009, bien diferentes a las vigentes en el momento de adoptarse la decisión de construir.

**GRÁFICO 6**  
**LICENCIAS MUNICIPALES DE OBRAS: VIVIENDAS FAMILIARES DE NUEVA EDIFICACIÓN A CONSTRUIR.**  
**TOTALES ANUALES, 1990-2009**



(\*) Previsión.  
 Fuente: Ministerio de Fomento.

**GRÁFICO 7**  
**VISADOS DE APAREJADORES. VIVIENDAS INICIADAS Y TERMINADAS. SERIE ANUAL, 1992-2009**



(\*) Previsión con datos hasta junio.

El importante ritmo de nuevas construcciones de viviendas se ha advertido asimismo en las estimaciones realizadas por el Ministerio de Vivienda sobre el *stock* de viviendas existente en España. Según dichas estimaciones, de un parque de viviendas de 21 millones a 31 de diciembre de 2001, se ha pasado a un total de 25,1 millones a fines de 2008 (gráfico 8).

La evolución citada implicó un aumento medio anual de dicho parque de viviendas del 2,6 por 100 entre 2001 y 2008, correspondiente a un incremento neto de 583.000 viviendas al año en dicho periodo, 82,6 por 100 de aumento medio. Esto implica la realidad de un amplio número de viviendas en España. En 2003 el número de viviendas por habitante ascendía a 1,48, frente a los 1,17 de la Eurozona (BCE, 2009). Dicha diferencia se ha debido

acrecentar tras la etapa de auge analizada.

La Contabilidad Nacional de España ha puesto de manifiesto el aumento de participación de la construcción residencial en la actividad productiva y en el gasto de la economía española. La inversión en vivienda creció a un ritmo medio anual del 7,7 por 100 en la etapa de auge analizada. Mientras que en 1997 la inversión en vivienda suponía el 4,7 por 100 del PIB a precios corrientes y el 40,9 por 100 de la inversión en construcción, en 2007 dichas participaciones suponían el 9,3 por 100 y el 52,3 por 100, respectivamente.

El impacto multiplicador de esta situación se dejó sentir sobre todo en el gasto de consumo. Los elevados precios de la vivienda impulsaron el consumo financiado con nuevos préstamos, contribu-

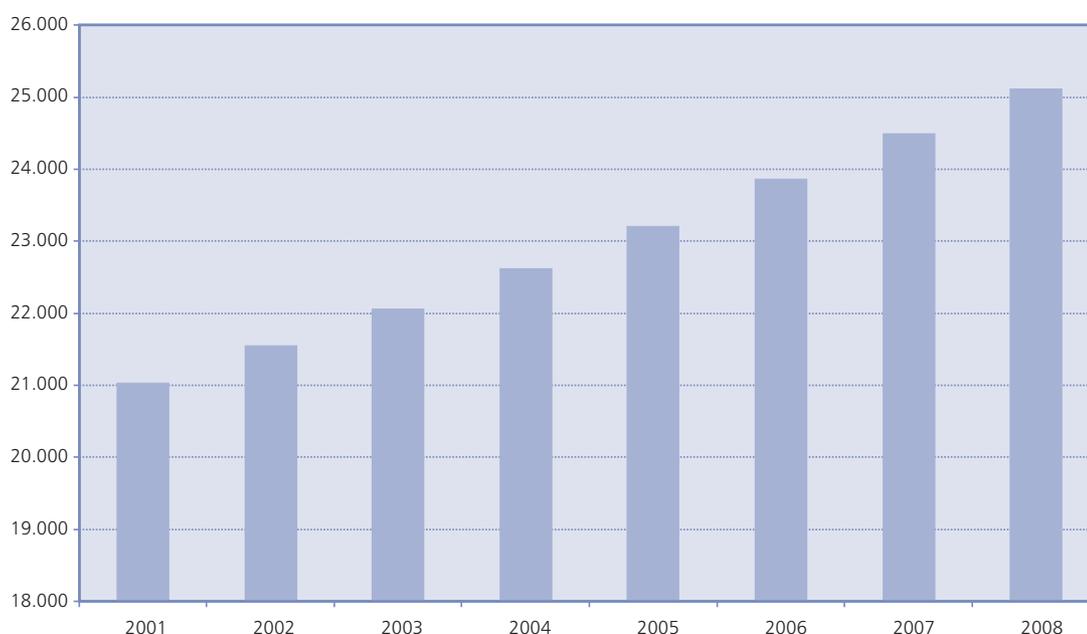
yendo a la intensa elevación de los niveles de endeudamiento familiar. La inversión en vivienda explicó directamente casi medio punto del crecimiento medio de la economía española en el periodo citado.

### 3. Los precios de la vivienda y la accesibilidad

La fuerte demanda de vivienda provocó un aumento fuerte y prolongado de los precios de ésta, además del incremento ya comentado de la oferta de viviendas. Entre 1999 y 2007 el aumento medio real de dichos precios fue del 8,8 por 100, ampliamente superior al de la Eurozona (6,1 por 100) en el mismo periodo de tiempo. Dentro de dicha área (incluidos los dieciseis estados miembros), Chipre registró el mayor aumento acumulado durante el periodo citado, seguido de Eslovenia, España e Irlanda. Alemania

GRÁFICO 8

NÚMERO DE VIVIENDAS (MILES) A 31 DE DICIEMBRE. ESTIMACIÓN DEL MINISTERIO DE VIVIENDA, 2001-2008



Fuente: Ministerio de la Vivienda.

fue la única economía que presentó un descenso de los precios durante el periodo en cuestión.

Los precios de la vivienda crecieron en España en un 188,9 por 100 entre 1997 y 2007, si se emplean los precios medios anuales, correspondiente a un aumento medio anual del 11,2 por 100. El crecimiento acumulado de los precios de consumo en España entre 1997 y 2007 fue del 34,3 por 100, correspondiente a una media anual del 3 por 100 (gráfico 9). El incremento de los precios de la vivienda en España casi multiplicó por seis a los correspondientes a precios y salarios.

En la primera mitad de la década de los años dos mil se produjeron las mayores aceleraciones en los precios de las viviendas en España, mientras que el periodo

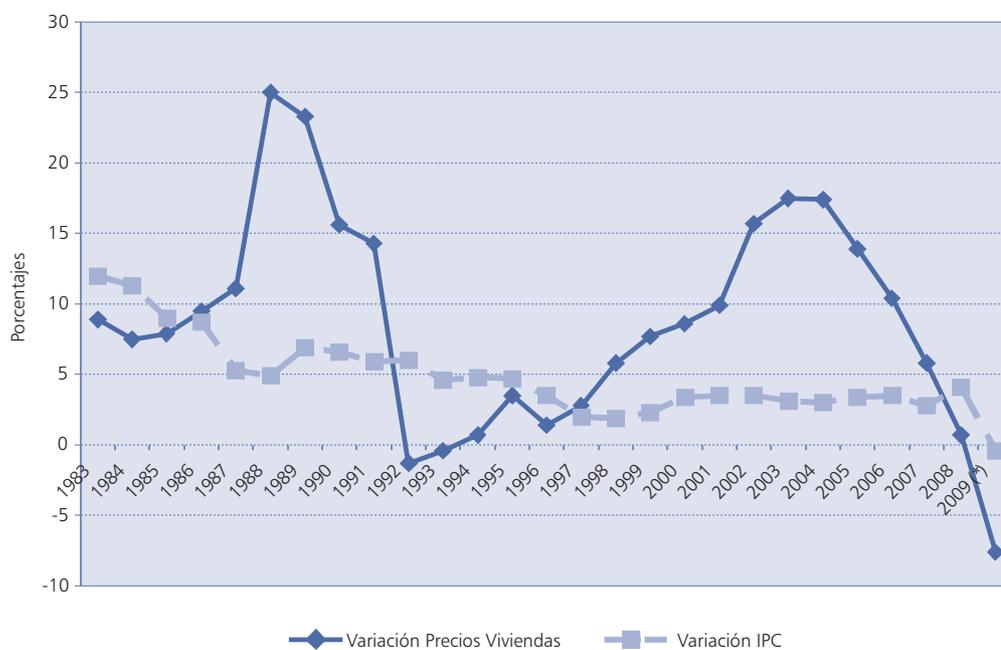
2005-2007 fue de evidente desaceleración. Este menor crecimiento coincidió con la salida al mercado de fuertes volúmenes de viviendas de nueva construcción, así como con la elevación de los tipos de interés a partir de 2005. Desde este año la política monetaria adoptó un perfil más restrictivo. El aumento medio anual de los precios de vivienda del 12,7 por 100 entre 1997 y 2005 se desaceleró hasta el 6,9 por 100 entre 2005 y 2007.

Los mayores aumentos acumulados de los precios de las viviendas entre el cuarto trimestre de 1997 y el mismo periodo de 2007 correspondieron a las comunidades autónomas de Baleares (270,2 por 100), Murcia (258,9 por 100) y Andalucía (240,7 por 100). Los territorios situados en la costa mediterránea experimentaron au-

mentos de precios ampliamente superiores al 196,7 por 100 en que crecieron dichos precios en el conjunto de España. Los menores aumentos fueron los de las comunidades situadas más al interior de la península (Navarra, 114,2 por 100; Castilla y León, 132,6 por 100, y Extremadura, 152,2 por 100) (cuadro n.º 1).

Entre la Comunidad de Madrid y el litoral se situó el territorio nacional menos afectado por el auge inmobiliario. Madrid y las costas fueron los principales focos de atracción del auge inmobiliario, que se dejó sentir más en las provincias situadas en el denominado «arco mediterráneo», donde ha sido mayor la incidencia del adquirente inversor. Esta evolución explicó los menores volúmenes acumulados de viviendas de nueva construcción no vendidas apa-

GRÁFICO 9  
**PRECIOS DE LAS VIVIENDAS E ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. VARIACIONES MEDIAS ANUALES, 1983-2007**



(\*) Media de enero-agosto para el IPC y de los trimestres I y II para el IPV.  
 Fuentes: Ministerio de Vivienda e INE.

CUADRO N.º 1

## PRECIOS DE TASACIÓN DE LAS VIVIENDAS LIBRES (\*) ESPAÑA Y COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Comunidades Autonomas	Precios euros/m <sup>2</sup>	Aumentos 2009/2008(**) (En porcentaje)	Aumentos 2007/1997 (***) (En porcentaje)
1 País Vasco .....	2.780,6	-8,1	207,5
2 C. de Madrid .....	2.665,8	-10,5	182,3
3 Cataluña.....	2304,5	-7,5	205,4
4 Baleares.....	2.207,7	-9,0	270,2
<b>ESPAÑA.....</b>	<b>1.920,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>196,7</b>
5 Cantabria .....	1.850,2	-10,9	171,0
6 Aragón.....	1.745,8	-9,8	225,6
7 Andalucía.....	1.666,0	-7,7	240,7
8 Canarias .....	1.683,2	-8,6	167,0
9 Navarra .....	1.630,2	-6,9	114,2
10 Asturias.....	1611,5	-9,5	161,9
11 C.Valenciana.....	1.544,0	-9,1	218,6
12 La Rioja .....	1.556,7	-3,7	164,1
13 Murcia .....	1.405,0	-11,6	258,9
14 Galicia .....	1.436,4	-8,0	146,0
15 Castilla-León.....	1.399,8	-7,2	132,6
16 Castilla-La Mancha .....	1244,1	-13,0	168,3
17 Extremadura.....	1.009,2	-1,6	152,2
España. Menos de dos años.....	1.923,9	-7,9	185,9
España. Más de dos años .....	1.917,7	-8,6	202,5
<i>Pro-memoria:</i>			
Barcelona (provincia) .....	2.597,8	-7,1	193,6

(\*) Nuevas y de segunda mano.

(\*\*) Segundo trimestre de 2009 sobre el mismo periodo de 2008.

(\*\*\*) Cuarto trimestre de 2007 sobre el mismo periodo de 1997.

El ritmo medio anual de aumento en este periodo fue del 11,9%.

Fuente: Ministerio de Vivienda.

recidos en dicha zona territorial «intermedia» al cambiar el signo del mercado de vivienda.

El aumento acumulado de los precios de la vivienda registrado en España entre 1997 y 2007 superó, pues, ampliamente a los correspondientes a los precios y salarios en el mismo periodo de tiempo, así como al de los ingresos de los hogares. Como antes se indicó, el precio de venta de mercado de una vivienda de 90 metros cuadrados equivalía en 1997 a 4,30 salarios medios anuales, mientras que en 2007 dicho precio medio suponía 9,19 salarios medios anuales.

Si se considera al salario medio (1.892 euros/mes en el segundo trimestre de 2009) como un indicador aproximado de los in-

gresos de los hogares de nueva creación que acceden a una vivienda en propiedad, el auge citado provocó un fuerte aumento en el esfuerzo de acceso a la vivienda para dicho segmento de hogares, a la vista del marcado aumento de los precios de la vivienda, que compensó el efecto opuesto derivado de los menores tipos de interés.

Así, a los precios y tipos de interés de mercado, el servicio del préstamo preciso para acceder a una vivienda de 90 metros cuadrados ascendió desde el 31,3 por 100 de los ingresos familiares de nuevo acceso en 1997 hasta el 58,9 por 100 en 2007. Dicho esfuerzo supera ampliamente al tope máximo habitual, situado en la tercera parte de los ingresos familiares. La dificultad citada se vio

reforzada por lo exiguo del parque de viviendas de alquiler existente en España, especialmente por el reducido parque de viviendas sociales, que no pasa del 2 por 100 del stock total de viviendas (Trilla, 2001).

El elevado esfuerzo de acceso a la vivienda en España resultó sustancialmente mayor en las áreas metropolitanas más dinámicas. Esta situación justifica el desarrollo de una política de vivienda «activa», atenta a facilitar el acceso a la vivienda con un esfuerzo razonable.

#### IV. MERCADO DE VIVIENDA. LA CRISIS (2007-2009)

Como antes se señaló, la etapa de auge del mercado de vivienda comprendida entre 1997 y

2007 no ha sido precisamente la primera de las de dicho tipo por la que ha atravesado la economía española desde la segunda mitad del pasado siglo. En el pasado, en tiempos de la peseta, unos déficit externos relativos muy inferiores a los de 2007 forzaban a desarrollar políticas de carácter estabilizador para corregir el desequilibrio externo.

El euro, al facilitar la financiación exterior de la economía española, permitió que el elevado déficit de la economía española se prolongase durante un largo periodo y alcanzase al 10 por 100 del PIB en 2007. Sin embargo, resulta evidente que la economía española no puede mantener de forma prolongada unos déficit exteriores tan elevados, que la hacen depender significativamente

de la situación de los mercados de capitales.

La dura recesión que ha sucedido al auge que terminó en 2007 presenta elementos diferenciales en relación con etapas equivalentes del pasado. Así, en 2009 no resulta posible emplear la devaluación de la moneda para estimular la demanda exterior. La fortaleza del euro hace más complicado retornar a una senda de crecimiento.

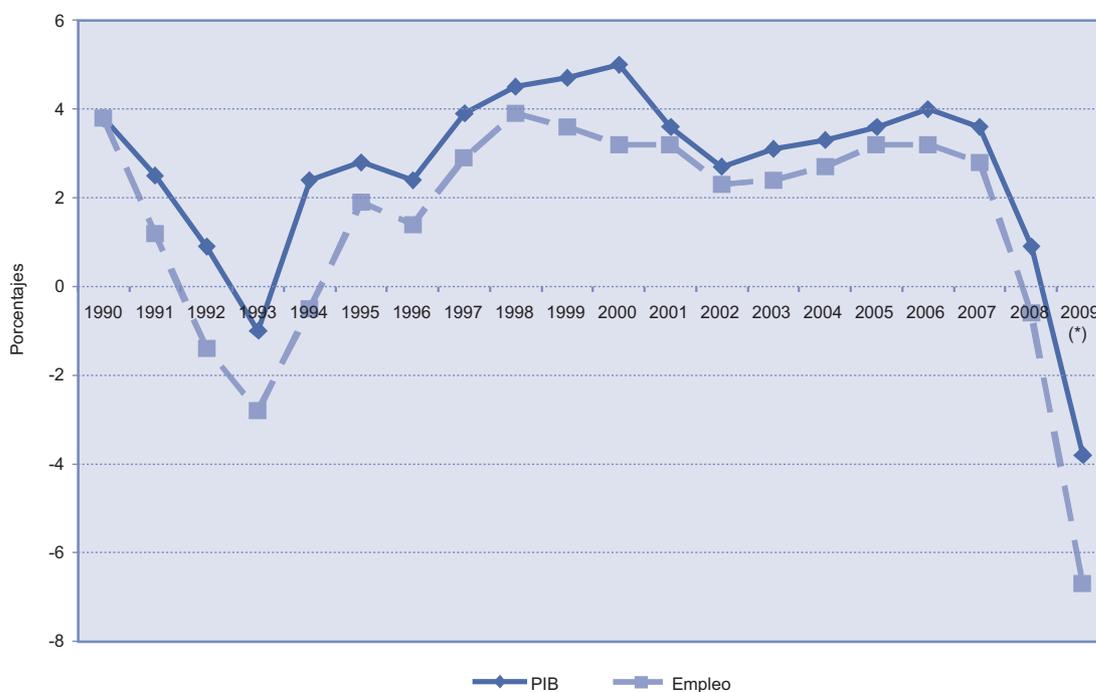
Después de 2007, el perfil del mercado de vivienda registró un cambio espectacular en España y en un amplio número de países desarrollados. El intenso ajuste a la baja de dicho mercado ha tenido lugar en un contexto de crisis económica generalizada. El inicio de las turbulencias financieras de 2007 se situó en Estados Unidos.

La crisis financiera, derivada de la titulización masiva de unos 500.000 millones de dólares de créditos fallidos para compra de vivienda en dicho país, se extendió al resto del mundo a través del sistema financiero y elevó el riesgo crediticio. En España, se observó a partir del tercer trimestre de 2007 una actitud más restrictiva en materia de concesión de nuevos préstamos por parte de bancos y cajas de ahorros.

A continuación, se resumen las principales características de la evolución del mercado de vivienda después de 2007 y se comentan los factores que más han incidido en dicha evolución.

El contexto macroeconómico de la economía española cambió de signo abruptamente a partir de

GRÁFICO 10  
**ESPAÑA. TASAS INTERANUALES DE VARIACIÓN DEL PIB Y DEL EMPLEO (EN PORCENTAJE), 1990-2009**



(\*) Previsión.  
 Fuente: INE.

2008. Los retrocesos del PIB y del empleo registrados desde el segundo trimestre de 2008, junto a los fuertes descensos de los tipos de interés tras el alza de éstos entre 2005 y 2008, son los rasgos dominantes del panorama macroeconómico español de 2009 (gráficos 10 y 11).

La demanda de vivienda descendió en España de forma acusada después de 2007, situándose la previsión de ventas en 2009 más de un 50 por 100 por debajo de las de 2007 (a menos de 400.000 viviendas pueden elevarse las ventas de viviendas en 2009, frente a las 782.000 de 2007). El descenso de las ventas ha dado lugar a una disminución moderada de los precios de las viviendas. Estos últimos han retrocedido en un -8,6 por 100 entre el primer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009, en el caso del

índice apoyado en las tasaciones de viviendas (cuadro n.º 2).

El descenso de precios parece ser más acusado en las viviendas de segunda mano que en las de nueva construcción. Los precios de las viviendas usadas disminuyeron en un -11,2 por 100 en el segundo trimestre de 2009 sobre el mismo periodo del año anterior, frente al -3,9 por 100 de las viviendas de nueva construcción, según el Índice de precios de vivienda (IPV) del INE, apoyado en los precios recogidos en las escrituras de compraventa intervenidas por los notarios. Dicha evolución es posible que se haya derivado de las mayores dificultades de consecución de financiación externa por parte de dicho tipo de vivienda.

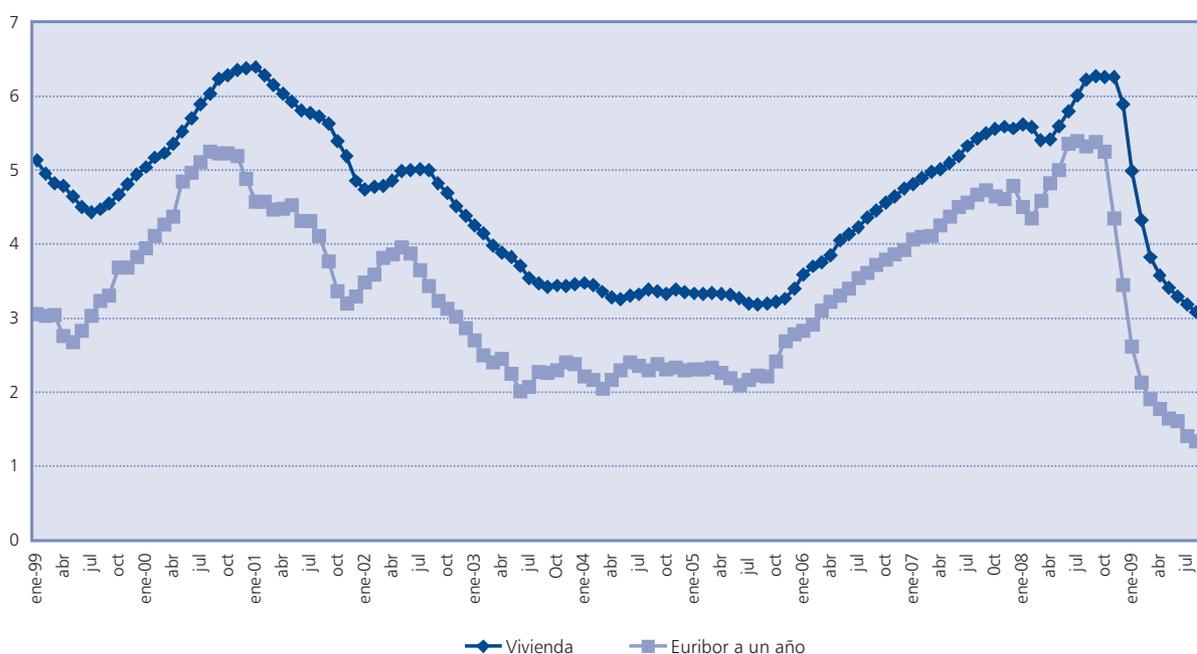
El pilar fundamental del ajuste del mercado de vivienda en España, junto a las menores ventas, es

el acusado descenso de las nuevas ofertas de vivienda, visible en el retroceso de las viviendas iniciadas, que se situarán en torno a las 100.000 en 2009, muy por debajo de las 651.000 de 2007. El descenso de las viviendas terminadas en 2008-2009, frente a las previsiones de aumento de dicha magnitud después de 2007 a causa del alto nivel alcanzado por las iniciaciones en los años precedentes, revela que numerosas promociones de nuevas viviendas no se terminan, y ello por falta de financiación o por las nulas posibilidades de venta.

El retroceso de las iniciaciones de viviendas y la paralización de obras en curso han dado lugar a unos descensos acusados en la inversión en vivienda (-10,3 por 100 en 2008 y -24,5 por 100 previsto para 2009, a precios constantes), cuya participación en el valor corriente del PIB apenas superará al

GRÁFICO 11

**TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS A COMPRADOR DE VIVIENDA Y DEL EURIBOR A DOCE MESES. SERIE MENSUAL (EN PORCENTAJE), 1999-2009**



CUADRO N.º 2

## VIVIENDA. PERIODO DE AUGE (1998-2007) Y CRISIS (2008 Y 2009). RESUMEN DE INDICADORES

	1998-2007 Media anual	2007	2008	2009 (*)
<b>DEMANDA</b>				
1. Hipotecas registradas sobre viviendas .....	872.670	1.235.200	835.100	590.000
2. Compraventas registradas de viviendas .....		782.200	558.400	373.600
3. Empleo.Ocupados EPA.....	540.400	608.000	-98.000	-1.350.000
4. PIB, precios constantes (porcentaje de variación).....	3,8	3,6	0,9	-3,8
5. Tipos de interés, créditos comprador (nominales,medias anuales) (porcentaje).....	4,66	3,28	5,85	3,50
<b>OFERTA</b>				
6. Viviendas iniciadas.....	607.780	651.400	264.800	100.000
7. Viviendas terminadas.....	506.460	641.400	615.100	450.000
<b>Tasas de variación interanual (porcentaje)</b>	<b>1997 a 2007</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009 (*)</b>
<b>OFERTA, CONTABILIDAD NACIONAL</b>				
8. Inversión en vivienda, precios constantes (porcentaje) .....	7,8	3,8	-10,9	-25,0
<b>PRECIOS</b>				
9.Precios de las viviendas .....				
9.1. Tasaciones. (porcentaje) Datos cuarto trimestre .....	11,5	4,8	-3,2	-10,0
9.2. Índice precios vivienda. INE. Total.....		5,7	-5,4	-10,0
9.3. Índice precios vivienda. INE. Segunda mano.....		2,4	-10,7	-12,0
<b>FINANCIACIÓN</b>				
10. Crédito Inmobiliario (**) (porcentaje).....	22,5	15,9	3,9	-1,0
11. Crédito a comprador de vivienda (porcentaje) .....	19,9	13,1	4,5	0,5
12. Crédito a promotor inmobiliario (porcentaje) .....	33,0	24,4	4,8	1,0

Nota: Las tasas de crecimiento del periodo 1998-2007 son las variaciones medias acumuladas de dicho periodo.

Los créditos a comprador y al conjunto del sector privado incluyen los titulizados.

(\*) Previsión

(\*\*) Promotor, comprador y constructor

Fuentes: Ministerio de Fomento, INE; Ministerio de Vivienda, Banco de España.

6 por 100 en este último ejercicio, frente al 9,3 por 100 de 2007.

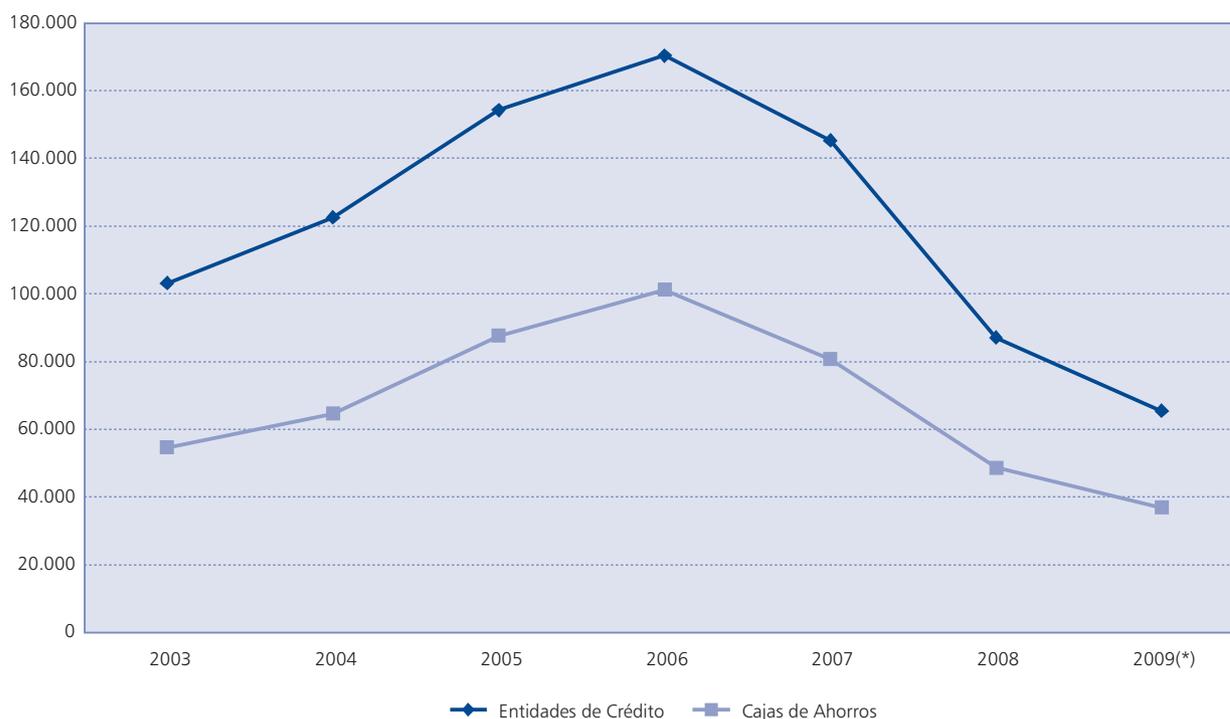
El ajuste del mercado de viviendas por el lado de la «cantidad» puede tener un impacto más negativo sobre el volumen de construcción residencial y sobre el empleo que si los precios presentasen una mayor flexibilidad a la baja. En este sentido, contrasta la evolución seguida en el caso de España con los casos de Estados Unidos y del Reino Unido, donde las disminuciones de los precios de las viviendas han superado el 30 por 100 en la fase de recesión.

Las tasas interanuales de variación del crédito inmobiliario y del

crédito a comprador de vivienda serán ligeramente negativas en 2009. Sin embargo, las nuevas concesiones de crédito a comprador de vivienda parecen recuperarse levemente desde la primavera de 2009. Todo apunta a que el total de nuevos créditos a comprador de vivienda registrará un nuevo descenso en este año, en torno al -20 por 100, continuando los retrocesos experimentados por dicha magnitud en 2007 y 2008 (gráfico 12). La tasa de morosidad (créditos dudosos divididos por el conjunto de la cartera de créditos) ha crecido sobre todo en los créditos a promotor inmobiliario, donde pasó desde el 0,65 por 100 de fines de 2007 hasta el 8,16 por 100 en junio de 2009.

Así pues, la crisis del mercado de vivienda posterior a 2007 se debe sobre todo al descenso de la demanda de viviendas. Hasta dicho ejercicio, la desaceleración del crecimiento del PIB y del empleo, junto a la elevación de los tipos de interés, contribuyeron a frenar de forma moderada dicha demanda. Los precios de las viviendas frenaron su crecimiento en 2006-2007 como consecuencia del moderado endurecimiento de la política monetaria. Esta evolución se advirtió en las elevaciones de tipos de interés adoptadas por numerosos bancos centrales con anterioridad al ya mencionado estallido de la crisis de las *subprime* en Estados Unidos en el verano de 2007.

GRÁFICO 12  
**CRÉDITOS A COMPRADOR DE VIVIENDA. TOTALES ANUALES, MILLONES DE EUROS, 2003-2009**  
 (ESTIMACIÓN, CON DATOS HASTA AGOSTO)



(\*) Previsión.

Fuente: Banco de España.

Las turbulencias producidas en los mercados de capitales a partir de dicha fecha dieron lugar a un proceso de restricción o de racionamiento del crédito, situación que se ha prolongado hasta bien avanzado el ejercicio de 2009. El periodo de mayor restricción correspondió al otoño de 2008, en especial tras las tensiones acaecidas en septiembre de dicho año con motivo de la quiebra del banco de inversiones Lehman Brothers.

La expresión «racionamiento del crédito» se emplea para designar el fallo de los tipos de interés para ajustarse de forma rápida a efectos de equilibrar los mercados financieros. La presencia del racionamiento del crédito

implica inestabilidad en las fuentes de financiación de las entidades de crédito. Se ha observado que en los inicios de las etapas de recesión del mercado de vivienda el racionamiento del crédito es el responsable en una proporción muy elevada del efecto inicial, descendiendo su trascendencia a lo largo del tiempo (De Leeuw y Gramlich, 1969). Dicha actuación resulta de difícil medida estadística, empleándose con frecuencia como indicador la desviación de los aumentos del crédito sobre su tendencia en los últimos años (Rodríguez, 1978).

El descenso de los precios de las viviendas y los menores tipos de interés han contribuido a me-

jorar en 2009 el esfuerzo preciso para acceder a una vivienda en España. Es posible que todavía resulten necesarios mayores descensos de precios para conseguir un ajuste mayor en el mercado de la vivienda.

Será necesario, además, que se restablezca un ritmo más fluido de nuevas concesiones de crédito para normalizar la situación de este mercado, en el que todavía resulta elevado el stock de viviendas terminadas y no vendidas. El total citado pudo superar las 900.000 viviendas al inicio de 2009. Dentro del mismo destacaron los altos niveles de viviendas no vendidas existentes en las comunidades de Valencia (228.500), Andalucía (126.300), Castilla-La Mancha

(110.000) y Madrid (95.900) (cuadro n.º 3).

De acuerdo con los resultados de algunos trabajos econométricos referidos a la evolución del precio de la vivienda en España, el stock de viviendas y el coste de capital —tipos de interés, más depreciación y fiscalidad, menos las expectativas de precios de las viviendas— (gráfico 13) explicaron aceptablemente el comportamiento de los precios medios de la vivienda en España hasta 2007 (Rodríguez López y Fellinger, 2007). A partir de las turbulencias de 2007, el papel del ra-

cionamiento de crédito por parte de las entidades financieras ha sido el principal factor explicativo del acusado descenso de las transacciones del mercado de vivienda.

El fin de los aumentos de precios de las viviendas expulsó del mercado al comprador inversor, que había supuesto casi el 50 por 100 de las compras en la etapa de auge. Los precios siguen siendo elevados respecto de los niveles de ingresos de los hogares españoles en 2009. Todo indica que el ajuste del mercado de la vivienda será prolongado, y el descen-

so de los precios continuará algún tiempo.

Las entidades de crédito han retornado en gran parte a los depósitos como vía principal de financiación desde el inicio de la crisis, manteniéndose la titulización a efectos de financiación por la autoridad monetaria. Está por ver cuál será la evolución futura de este mecanismo de alimentación financiera de bancos y cajas de ahorros. Será difícil que en la Unión Europea se vuelvan a repetir operaciones en las que el crédito titulado desaparezca plenamente del balance de dichas entidades.

CUADRO N.º 3

**ESTIMACIÓN DEL STOCK DE VIVIENDAS NO VENDIDAS. DIFERENCIAS ENTRE VIVIENDAS TERMINADAS Y VENTAS DE VIVIENDAS DE NUEVA CONSTRUCCIÓN, 2005-2008**

Comunidades autónomas y provincias	CFO	CVNR	VTnV	Comunidades autónomas y provincias	CFO	CVNR	VTnV
<b>Andalucía</b> .....	<b>467.142</b>	<b>340.890</b>	<b>126.252</b>	<b>Castilla-La Mancha</b> .....	<b>163.514</b>	<b>53.510</b>	<b>110.004</b>
Almería .....	60.400	48.959	11.441	Albacete .....	14.032	9.615	4.417
Cádiz .....	60.797	72.384	-11.587	Ciudad Real .....	32.186	11.732	20.454
Córdoba .....	28.124	18.828	9.296	Cuenca .....	7.668	1.866	5.802
Granada .....	60.592	33.444	27.148	Guadalajara .....	27.299	14.747	12.552
Huelva .....	30.690	29.348	1.342	Toledo .....	82.329	15.550	66.779
Jaén .....	25.009	13.573	11.436	<b>Cataluña</b> .....	<b>289.812</b>	<b>228.830</b>	<b>60.982</b>
Málaga .....	117.270	74.919	42.351	Barcelona .....	154.898	142.535	12.363
Sevilla .....	84.260	49.435	34.825	Girona .....	48.615	33.272	15.343
<b>Aragón</b> .....	<b>60.269</b>	<b>39.722</b>	<b>20.547</b>	Lleida .....	23.068	21.577	1.491
Huesca .....	17.496	7.763	9.733	Tarragona .....	63.231	31.446	31.785
Teruel .....	3.822	2.396	1.426	<b>Comunidad Valenciana</b> .....	<b>415.658</b>	<b>187.176</b>	<b>228.482</b>
Zaragoza .....	38.951	29.563	9.388	Alicante .....	165.516	94.922	70.594
<b>Asturias</b> .....	<b>50.377</b>	<b>30.720</b>	<b>19.657</b>	Castellón .....	130.408	27.759	102.649
<b>Baleares</b> .....	<b>49.384</b>	<b>40.528</b>	<b>8.856</b>	Valencia .....	119.734	64.495	55.239
<b>Canarias</b> .....	<b>93.048</b>	<b>85.366</b>	<b>7.682</b>	<b>Extremadura</b> .....	<b>21.607</b>	<b>19.328</b>	<b>2.279</b>
Las Palmas .....	41.435	43.484	-2.049	Badajoz .....	5.826	13.279	-7.453
Santa Cruz de Tenerife .....	51.613	41.882	9.731	Cáceres .....	15.781	6.049	9.732
<b>Cantabria</b> .....	<b>43.603</b>	<b>23.638</b>	<b>19.965</b>	<b>Galicia</b> .....	<b>117.733</b>	<b>71.525</b>	<b>46.208</b>
<b>Castilla y León</b> .....	<b>123.583</b>	<b>69.608</b>	<b>53.975</b>	A Coruña .....	53.794	32.737	21.057
Ávila .....	11.985	5.133	6.852	Lugo .....	14.685	7.673	7.012
Burgos .....	21.316	14.785	6.531	Ourense .....	10.157	7.983	2.174
León .....	18.759	14.696	4.063	Pontevedra .....	39.097	23.132	15.965
Palencia .....	7.291	3.138	4.153	<b>Madrid</b> .....	<b>225.179</b>	<b>129.316</b>	<b>95.863</b>
Salamanca .....	16.071	8.581	7.490	<b>Murcia</b> .....	<b>127.406</b>	<b>60.243</b>	<b>67.163</b>
Segovia .....	12.086	3.792	8.294	<b>Navarra</b> .....	<b>30.156</b>	<b>23.244</b>	<b>6.912</b>
Soria .....	4.174	2.414	1.760	<b>País Vasco</b> .....	<b>62.295</b>	<b>44.451</b>	<b>17.844</b>
Valladolid .....	23.969	11.258	12.711	Álava .....	15.473	6.651	8.822
Zamora .....	7.932	5.811	2.121	Guipúzcoa .....	19.079	14.326	4.753
<b>La Rioja</b> .....	<b>25.787</b>	<b>12.575</b>	<b>13.212</b>	Vizcaya .....	27.743	23.474	4.269
				<b>España</b> .....	<b>2.366.553</b>	<b>1.460.670</b>	<b>905.883</b>

Fuente: Elaboración a partir de los certificados de fin de obra y de las compraventas registradas, Ministerio de Fomento e INE.

GRÁFICO 13  
**INVERSIÓN EN VIVIENDA. COSTE DE CAPITAL, 1980-2009**

(En porcentaje)



(\*) Previsión.

#### BIBLIOGRAFÍA

BALMASEDA, Miguel; SAN MARTÍN, Ignacio, y SEBASTIÁN, Miguel (2002), «Una aproximación cuantitativa a la «burbuja» inmobiliaria», BBVA, *Situación Inmobiliaria*, diciembre.

BANCO CENTRAL EUROPEO —BCE— (2006), «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la Zona del Euro», *Boletín Mensual*, febrero.

— (2009), «Financiación de la vivienda en la Zona del Euro», BCE, *Boletín Mensual*, agosto.

CASE, Karl E., y SHILLER, Robert J. (2004), «Is there a bubble in the housing market?», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 2.

DE LEEUW, F., y GRAMLICH, E.M. (1969), «A study of the market for new housing units», *Proceeding of the business and economic statistics section*, American Statistical Association: 702-712.

DIPASQUALE, Denise, y WHEATON, William C. (1996), *Urban Economics and Real State Markets*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL —FMI— (2003), «When the bubbles Bursat», *World Economic Outlook*, abril.

GARCÍA MONTALVO, José (2008), *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero. Crónica de un desenlace anunciado*, Antoni Bosch, Editor S.A.

RODRÍGUEZ, Julio (1978), «Una estimación de la función de inversión en viviendas en España», Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios Económicos*, n.º 13.

RODRÍGUEZ LÓPEZ, Julio (2009), «El colapso de la burbuja inmobiliaria y sus consecuencias», *Temas*, julio-agosto.

RODRÍGUEZ LÓPEZ, Julio, y FELLINGER, Erica (2007), «El mercado de la vivienda en España. Previsiones 2007-2009», Ministerio de Vivienda, *Estudios y Estadísticas*, noviembre.

— (2008), «Hogares en España. Proyecciones 2001-2012», Ministerio de Vivienda, *Estudios y estadísticas*, noviembre.

SHILLER, Robert (2009), «In defense of financial innovation», *Financial Times*, 28 de septiembre.

TRILLA y BERNALT, Carme (2001), *La política de vivienda en una perspectiva europea comparada*, Fundación «La Caixa», Colección Estudios Sociales, n.º 9.

— (2008), «Hogares en España. Proyecciones 2001-2012», Ministerio de Vivienda, *Estudios y estadísticas*, noviembre.