

# ***La burbuja inmobiliaria: causas y responsables***

MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA

Resulta que una generación de españoles va a perder sus ahorros porque los ha dedicado a comprar viviendas cuyo precio se está desmoronando. Así que no podremos contar con lo que esperábamos para la vejez y para nuestros hijos. Y muchos se han endeudado tanto que ahora no pueden hacer frente a sus obligaciones. Resulta además que nos hemos especializado en ser albañiles, fontaneros, electricistas, camioneros, cristaleros, fabricantes de puertas, vigas, grúas, baldosas o lavabos, aparejadores, vendedores de hipotecas, tasadores, registradores y un sinnúmero de ocupaciones relacionadas con la construcción; y que ahora nuestra experiencia laboral ya no vale y tendremos que dedicarnos a otra cosa.

Resulta además que el milagro económico español era un espejismo, porque nos hemos dedicado a construir casas que no habríamos querido construir de haber sabido lo poco que iban a valer en el futuro. Una casa solo vale para vivir en ella y si nadie quiere hacerlo entonces no vale nada. Hemos comprado pisos que están cerrados o a los que vamos unos cuantos días al año, no porque tuviéramos grandes deseos de consumir viviendas sino porque pensábamos que eran una reserva de valor para el futuro.

Resulta además que nuestros bancos y cajas se han dedicado a prestar a empresas promotoras y constructoras, y que muchas de éstas ahora no pueden devolver los préstamos, lo que podría llevar a la quiebra a los bancos y las cajas si es que pudieran quebrar. Resulta además que nuestros ayuntamientos han disfrutado de unos ingresos insostenibles gracias a las recalificaciones de terrenos y que los dispendios a los que nos han acostumbrado se acaban. Resulta además que los coches que hemos comprado en realidad no los podíamos comprar porque éramos menos ricos de lo que creíamos. Y de ahí a una completa distorsión del tejido productivo.

Finalmente, en cuanto este tipo de actividad insostenible se ha parado, la economía ha entrado en recesión. Para contribuir a entender un desvarío de consecuencias tan negativas, en este artículo discutimos la senda que han seguido los precios de la vivienda en España, sus causas, su predictibilidad y lo que podría haberse hecho para evitarla.

## **El crecimiento del sector de la construcción**

El crecimiento de la construcción total ha sido altísimo, del 5% al año en 1996-2007. Entre 1998 y 2007 el parque de viviendas creció en 5.7 millones, casi el 30%. En el tercer trimestre de 2007 la construcción suponía el 13.3% del empleo total, muy por encima, por ejemplo, del 6.7% de Alemania o del 8.5% del Reino Unido.

Varios factores han estimulado la demanda de viviendas. Destacan la expansión económica (en parte debida al propio *boom* inmobiliario) y la consiguiente caída del desempleo, y la reducción de los tipos de interés hipotecarios tras la integración en el euro, del 11% en 1995 al 3.5% en 2003-2005, que a menudo eran negativos tras descontar la inflación. Además, la competencia bancaria ha facilitado el acceso y mejorado las condiciones del crédito hipotecario. También ha aumentado el número de hogares, en especial debido a una entrada masiva de inmigrantes, de alrededor de 4.2

millones en 1996-2007. Por último, ha crecido la compra de inmuebles de familias no residentes, en una magnitud difícil de calcular.<sup>1</sup>

La oferta respondió a la mayor demanda, como los muestran los datos anteriores, pero no pudo satisfacerla completamente, lo que dió lugar a grandes subidas de precios de la vivienda: de una tasa de inflación anual del 1% en 1995-1997 se pasó al 18% en 2003-2004. En media, entre 1995 y 2007 la inflación de la vivienda fue casi del 10% anual.<sup>2</sup>

En realidad, en la medida en que los agentes tengan expectativas de incrementos futuros de los precios de la vivienda y la demanda se vea influida positivamente por ellas, durante un tiempo es posible observar una espiral de crecimiento de la demanda, la oferta y los precios.

### **¿Ha habido una burbuja especulativa?**

Una burbuja se caracteriza por la presencia de altos volúmenes de transacciones a precios muy distintos del valor económico fundamental. No es fácil de identificar, por la dificultad para calcular bien este último valor. A menudo la identificación se realiza a posteriori, tras un colapso brusco de los precios. No obstante, en el mercado inmobiliario, por su escasa liquidez, ese colapso es más lento que en los mercados financieros e inicialmente se manifiesta más en las cantidades que en los precios. En España la venta de viviendas se ha desplomado en 2008, calculándose que a finales del año había entre 650.000 y 1.3 millones de viviendas nuevas sin vender.<sup>3</sup>

En todo caso, la revalorización de la vivienda en España en 1997-2007 ha sido del 191% según *The Economist*, la segunda mayor de la OCDE y superior a la de países donde no se duda de la existencia de una burbuja, como el Reino Unido (168%) o Estados Unidos (85%). En cuanto a la caída, según el INE, en el tercer trimestre de 2007 el precio de la vivienda nueva ha subido un 3.7% en términos interanuales y el de la vivienda usada ha caído un 11.4%, frente a tasas respectivas de aumento del 9.2% y el 7.5% un año antes. La rapidez y la magnitud de estos cambios apuntan a una burbuja.

Más rigurosamente, los factores fundamentales antes citados (la expansión, los tipos de interés, etc.) no explican por sí solos los precios alcanzados. Las estimaciones disponibles, por ejemplo las del Servicio de Estudios del Banco de España, indican que los precios observados estaban muy por encima de los niveles justificados por los fundamentos económicos. Esta sobrevaloración se cifraba entre el 8% y el 20% ya en 2003 y entre el 24% y el 35% en 2004.<sup>4</sup> Así, parece claro que una parte significativa de la inflación de la vivienda se ha debido a motivos especulativos: la gente compraba casas como inversión, porque esperaba que se revalorizasen. Además, se consideraban una inversión segura, frente al riesgo de los activos financieros revelado por el desplome de las bolsas de valores de 2002.

Vale la pena señalar que una burbuja no tiene nada que ver con los estados de optimismo o pesimismo colectivos que puedan asociarse con niveles de actividad

---

<sup>1</sup> Banco de España (2008), *Informe Anual 2007*, capítulo 2.

<sup>2</sup> En 2005 se produce un cambio de metodología en la serie de datos.

<sup>3</sup> García-Montalvo, J. (2008), "El sector inmobiliario español a principios del siglo XXI: entre la demografía y las expectativas", *CLM Economía*, 11, pp. 57-79.

<sup>4</sup> Banco de España (2005), *Informe Anual 2004*, pp. 40-41.

económica altos o bajos, por la vía de un mecanismo de expectativas autocumplidas. En el caso de una burbuja los precios no cumplen su función como mecanismo para la asignación correcta de recursos y se producen errores reales. Si la burbuja es grande y duradera, la mala asignación de recursos de ahorradores, empresas y trabajadores puede causar una cuantiosa destrucción de riqueza real.

### **¿Se sabía que había una burbuja?**

Desde 2002 el Banco de España ha alertado sobre la sobrevaloración de la vivienda, aunque ha sido demasiado optimista sobre la probabilidad de que fuera “compatible con una reabsorción paulatina y ordenada”, quizá porque temía pinchar la burbuja. En 2003 *The Economist* estimaba la sobrevaloración en España en el 52%. En 2004 el Fondo Monetario Internacional la situaba en el 20-30%. Entre los economistas españoles, José García-Montalvo la cifraba en 2003 en un 28.5%, indicando: “En resumen es muy probable que el mercado inmobiliario español sea una bomba de relojería esperando a ser detonada”.<sup>5</sup> No obstante, tanto altos cargos políticos como empresarios negaron repetidamente y hasta fechas recientes que hubiera una burbuja.<sup>6</sup>

### **¿Eran los responsables políticos conscientes de la burbuja?**

El programa electoral del PSOE de 2004 hablaba de apostar “por un nuevo modelo de crecimiento más sólido que el actual”. Su candidato a presidente del gobierno decía: “Como tenemos un modelo económico basado en la construcción y en la hipoteca, las familias españolas están hoy más endeudadas que nunca en su historia”. Y el entonces coordinador del programa económico del PSOE afirmaba: “Esa política de alquileres que proponemos (...) evita que la gente, ante un cambio de expectativas, se ponga a vender y se produzca un desplome de precios, lo cual sería catastrófico”. Ciertamente, el entonces ministro de economía del PP declaraba: “La verdad es que estamos asentados en un ciclo largo y con pocas incertidumbres. Eso es indiscutible. Y lo importante es que es un modelo duradero”.<sup>7</sup>

### **¿Podría haberse hecho algo para evitar la burbuja?**

Atajar una burbuja es más fácil (técnicamente) si se cuenta con la herramienta adecuada: los tipos de interés. Es más difícil si no se tienen, como en España, que los ha dejado en manos del Banco Central Europeo –que durante mucho tiempo los mantuvo demasiado bajos para las necesidades de la economía española–. No obstante, pensamos que las siguientes medidas, orientadas a conocer realmente el nivel de precios de la vivienda y a reducir las distorsiones fiscales que hacían artificialmente rentable este tipo de inversión, hubieran mitigado la burbuja.

---

<sup>5</sup> Banco de España (2005), *Informe Anual 2004*, p. 41. “Castles in hot air”, *The Economist*, 29-3-2003. International Monetary Fund (2004), “2004 Spain Article IV, Staff Report”. García-Montalvo, J. (2003), “La vivienda en España: desgravación, burbujas y otras historias”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, FUNCAS, 78, pp. 1-43.

<sup>6</sup> Ver “Los que negaron la burbuja inmobiliaria”, [www.burbuja.info/inmobiliaria/burbuja-inmobiliaria/66764-los-que-negaron-la-burbuja-inmobiliaria.html](http://www.burbuja.info/inmobiliaria/burbuja-inmobiliaria/66764-los-que-negaron-la-burbuja-inmobiliaria.html).

<sup>7</sup> PSOE, “Merecemos una España mejor”, Programa Electoral Elecciones Generales 2004. Entrevista con José Luis Rodríguez Zapatero, “Si la gente que quiere el cambio respalda al PSOE, podemos lograr la mayoría”, *El País*, 11-3-2004. Entrevista con Miguel Sebastián “El modelo económico del PP es el despilfarro”, *El País*, 24-2-2004. Entrevista con Rodrigo Rato, “Estamos asentados en un crecimiento duradero”, *El País*, 23-2-2004.

1. *Mejorar la información sobre los precios de la vivienda.* A diferencia de otros países, en España no existe información sobre precios reales de transacción. Solo desde 2008 se dispone de datos registrales provenientes de las notarías y solo en forma de índice, no de valor monetario (quizá por sospechar una infradeclaración en los valores escriturados). Hasta entonces solo había series oficiales del Ministerio de Vivienda elaboradas a partir de datos proporcionados por empresas que tasan viviendas con cargo a los clientes, a menudo para la concesión de hipotecas. Por motivos obvios, ésta no es una fuente fiable. Y la política informativa oficial ha sido lamentable. Por ejemplo, ese ministerio anunció en octubre de 2004 que suspendía la publicación de datos de precios de la vivienda, aunque luego rectificó. Acto seguido introdujo un cambio metodológico que sesga la medición de los precios a la baja. ¡En la actualidad este ministerio no ofrece en su página web ningún dato de precios por ciudades anterior a 2005! Y en ningún momento se intentó que el público fuera consciente de la posible sobrevaloración de la vivienda.

Sin embargo, sería posible contar con información sobre el valor real de las transacciones inmobiliarias, por ejemplo recabándola en una de las encuestas a los hogares que realiza el INE o llevando a cabo una encuesta específica para ello, y usarla para corregir la medición de precios de los cambios de calidad de la vivienda.

2. *Reducir la desgravación a la vivienda en el impuesto sobre la renta,* que sesga fuertemente las decisiones de inversión de los hogares hacia la vivienda frente a otros activos y, junto con la ley de arrendamientos, favorece la vivienda en propiedad (81.3% de los hogares en 2005) frente al alquiler. En 2002, el 79.7% de la riqueza bruta de los hogares correspondía a bienes inmuebles, frente al 75.5% de Italia o el 38.4% de Estados Unidos. En 2005 el porcentaje era ya del 80%.<sup>8</sup> En 1998 el gobierno del PP redujo la altísima desgravación existente, pero después no se ha avanzado por esta vía.

3. *Aumentar la presión inspectora sobre las empresas y las transacciones inmobiliarias.* Estimaciones recientes sitúan a España en 2004-2005 como el tercer país desarrollado con mayor economía sumergida (20.5% del PIB oficial), tras Grecia e Italia. Este porcentaje solo se ha reducido en 2.2 puntos desde 2000. Probablemente una parte importante de la actividad oculta se canaliza a través del mercado inmobiliario. El Sindicato de Técnicos del Ministerio de Hacienda estima la evasión fiscal en el sector inmobiliario en unos 8.600 millones de euros anuales (alrededor del 0.8% del PIB).<sup>9</sup>

### **¿Por qué no se intentó atajar la burbuja?**

En primer lugar, porque la construcción es un sector intensivo en mano de obra, lo que es importante en un país con una tasa de paro estructuralmente alta. En segundo lugar, porque un aumento del valor de la vivienda favorece al votante mediano, que es propietario de su vivienda. Y en tercer lugar, porque el sector inmobiliario genera

---

<sup>8</sup> Bover, O., C. Martínez-Carrascal y P. Velilla (2005), "La situación patrimonial de las familias españolas: Una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido", *Boletín Económico*, Banco de España, Abril, pp. 112-133. Banco de España (2007), "Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005", Banco de España, *Boletín Económico*, Diciembre, pp. 30-65.

<sup>9</sup> Schneider, F. (2007), "Shadow economies and corruption all over the world: New estimates for 145 countries", *Economics*, 2007-9. "La evasión fiscal en el sector inmobiliario ronda los 8.600 millones de euros anuales", *El Mundo*, 11-11-2007.

cuantiosos ingresos fiscales para el sector público, a los niveles nacional, autonómico y municipal. Por ejemplo, en 2004 suponía el 60% del presupuesto (excluyendo pasivos y transferencias corrientes) de la ciudad de Valencia y el 50% del de Madrid.<sup>10</sup>

El gobierno del PP se equivocó con su ley de liberalización del suelo de 1998. Creía que con más suelo aumentarían las viviendas y bajarían los precios. Craso error. Se compraban y se construían viviendas no porque fueran baratas sino porque eran caras y se tenían expectativas de que lo fueran aun más en el futuro. Así, la ley del suelo echó leña al fuego de la burbuja, desencadenando una frenética actividad recalificadora gracias a la cual los gobernantes locales veían llenarse las arcas municipales (cuando no sus propios bolsillos).<sup>11</sup> Por su parte, los intentos del gobierno del PSOE de fomentar la vivienda protegida y en alquiler y su nueva ley del suelo de 2007 han sido totalmente ineficaces. En realidad se ha limitado a cabalgar la burbuja hasta sus últimos estertores.

En definitiva, ambos gobiernos han fallado en un asunto crucial: preservar a los ciudadanos de desmanes económicos que se lleven por delante sus ahorros, su empleo y su prosperidad. Es un fracaso del que se debe aprender para el futuro y por el que procede pedir responsabilidades.

---

**Manuel Arellano** y **Samuel Bentolila** son profesores del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI).

15 de Enero de 2009.

---

<sup>10</sup> García-Montalvo, J. (2005), “Algunas reflexiones sobre la tributación y las desgravaciones a la vivienda”, *Economistas*, pp. 191-197.

<sup>11</sup> Ver “Corrupción urbanística en España”, [es.wikipedia.org/wiki/Corrupción\\_urbanística\\_en\\_España](http://es.wikipedia.org/wiki/Corrupci3n_urbanística_en_España).