



# PATRIMONIO FAMILIAR Y CRISIS INMOBILIARIA. LA APUESTA POR EL ALQUILER

José Manuel Naredo.

Doctor en Ciencias Económicas

Profesor (ad honorem) de la Escuela Técnica Superior de Arquitectura de Madrid

## 1. DIAGNÓSTICO: CONSECUENCIAS DE LA CRISIS INMOBILIARIA SOBRE LOS HOGARES

El diagnóstico del presente condiciona las propuestas y la evolución de los acontecimientos en el futuro. Por ejemplo, la negación primero por gobiernos y analistas de la existencia misma de la burbuja inmobiliaria, el posterior vaticinio de que se produciría un «aterrizaje suave»,...o los continuados anuncios de la aparición de «brotes verdes», contribuyeron a desactivar el temprano reconocimiento y tratamiento de los problemas que aquejaban a la economía española. Ahora, tras un lustro de crisis y dejación inmobiliaria, estos problemas han ido aflorando y pidiendo soluciones cada vez con mayor premura. Con la creación del «banco malo»<sup>1</sup>, que se hará cargo de los descartes inmobiliarios de las entidades financieras lastradas por la crisis, tocará a su fin un forcejeo de valoraciones que se ha venido manteniendo hasta el momento. Suena la hora de la verdad en la que las valoraciones y acuerdos adoptados cerrarán algunas de las indeterminaciones pendientes sobre quiénes acabarán

<sup>1</sup> En el Consejo de Ministros del 31 de agosto de 2012 se decidió crear en España la Sociedad de Gestión de Activos, conocida como el «banco malo», para permitir a la banca trasladarle los «activos tóxicos» y sanear, así, sus balances, siguiendo el ejemplo de Irlanda. Conviene recordar que ese país está saliendo mejor parado de la crisis porque en él, además de haber tenido comparativamente menos peso el monocultivo del ladrillo, se reconocieron tempranamente y sin tapujos las minusvalías inmobiliarias y se creó el «banco malo» hace ya dos años. Es decir, que en ese país se reconocieron y trataron los problemas con mayor diligencia que en el nuestro.

pagando el festín de plusvalías inmobiliarias que ha vivido la economía española durante un largo decenio. Pues, como todo movimiento especulativo, la burbuja inmobiliaria ha sido un juego de suma cero, en el que las plusvalías realizadas por ciertas personas o entidades, han de acabarlas pagando otras. En lo que sigue enjuiciaremos la situación de los hogares, en relación con las entidades financieras e inmobiliarias, y comentaremos las posibles medidas a adoptar para paliar los daños económicos y sociales asociados a la crisis.

Empecemos situando el último boom inmobiliario en un contexto amplio para apreciar sus rasgos específicos. Mi larga experiencia me ha permitido vivir como analista los tres últimos ciclos inmobiliarios (Gráfico 1) cuyas fases de auge y de declive marcaron el pulso de la economía española. El primero de ellos fue el auge de los sesenta y primeros setenta –caracterizados como los «años del desarrollo» y del «urbanismo salvaje»– que marcó en su día un máximo histórico de construcción y subidas de precios inmobiliarios. Ese boom se hundió con los programas de ajuste que exigieron las llamadas crisis petrolíferas de los setenta, siguiéndole un decenio de atonía inmobiliaria. El segundo boom inmobiliario<sup>2</sup> se desató tras la adhesión de España a la Unión Europea (UE), al calor de la entrada de capitales y empresas extranjeras deseosas de hacer negocio en el nuevo país de

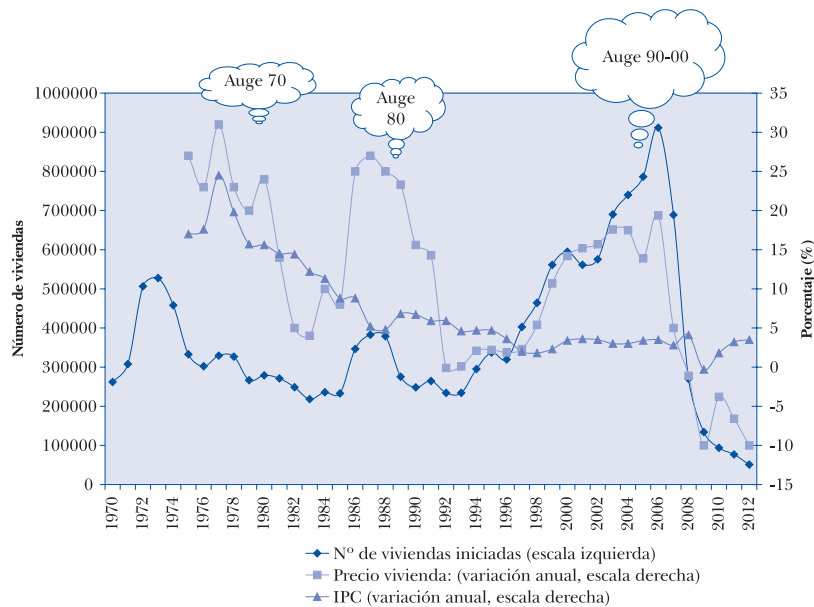
<sup>2</sup> Analizado en Naredo, J.M. (1996) *La burbuja inmobiliaria-financiera y su incidencia en la coyuntura reciente (1985-1995)*, Madrid, Siglo XXI de España.



la Europa comunitaria, con dos novedades a resaltar. En primer lugar, se produjo cuando el crecimiento demográfico y migratorio interno había venido remitiendo desde principios de los setenta, recortando las previsiones demográficas y las futuras necesidades de vivienda. En segundo lugar, a diferencia de lo que había ocurrido en el pasado, el notable crecimiento de los precios inmobiliarios no formaba parte ya de un fenómeno inflacionista generalizado, sino que se solapó con una notable desaceleración del crecimiento de los precios al consumo. Lo cual acentuó enormemente el diferencial entre el crecimiento de los precios inmobiliarios y la moderación de los precios al consumo, haciendo mucho más llamativas las plusvalías obtenidas en relación con los ingresos ordinarios. Se ensanchó también la brecha que se abría entre los enriquecidos propietarios y el resto de la población, contribuyendo a extender los afanes especu-

lativos al calor de las intensas revalorizaciones inmobiliarias. Pues esta burbuja afectó básicamente a los precios, pero no tanto al volumen construido, ya que la construcción de viviendas a penas superó, en dos ocasiones, el medio millón de viviendas anuales. Esta burbuja murió por estrangulamiento financiero tras los festejos de 1992<sup>3</sup>, cuando el endeudamiento y el enorme déficit exterior del país, tuvo que corregirse con tres devaluaciones sucesivas de la peseta, que acumularon una caída en su cotización próxima al 40 %, y un importante programa de ajuste. Pero el estancamiento económico y la atonía del mercado inmobiliario duraron poco porque, con la entrada en el euro, la bajada de los tipos de interés y un marco institucional propicio, la economía española emprendió una huída hacia adelante desencadenando una nueva burbuja especulativa mucho más importante que la anterior.

GRÁFICO 1. CICLOS INMOBILIARIOS, 1970-2007



Fuente: Actualización de Naredo, Carpintero y Marcos. FUNCAS, 2007.

<sup>3</sup> En 1992 coincidieron dos eventos que arrastraron importantes inversiones en la construcción de inmuebles e infraestructuras: las Olimpiadas de Barcelona y el V Centenario del descubrimiento de América, celebrado por todo lo alto con la Exposición Universal de Sevilla, que justificó la primera línea de tren de Alta Velocidad (AVE) construida en España.



La intensidad y duración sin precedentes del último *boom* inmobiliario (1997-2007) vino alimentada por los medios de financiación también sin precedentes que logró la economía española al amparo del euro, unidos a las enormes rebajas del tipo de interés y el alargamiento de los plazos, que incentivaron notablemente el endeudamiento hipotecario, con un marco institucional que hacía muy atractiva la inversión inmobiliaria, tanto para promotores como para compradores, al prometer importantes plusvalías y contar con una fiscalidad favorable. La crisis bursátil de principios de siglo (2000-2003), unida a las sucesivas rebajas del tipo de interés acentuaron el huracán de dinero presto a invertirse en ladrillos, al que se añadió otro de fondos estatales y europeos orientados a financiar infraestructuras que hoy se revelan a todas luces sobredimensionadas<sup>4</sup>.

Un rasgo diferencial del pasado *boom* inmobiliario respecto a los precedentes fue el mayor afán de comprar viviendas como inversión, unido a la mayor presencia de compradores extranjeros. Cuando las gestoras de inversiones pasaron a ofrecer, junto a los productos financieros, productos inmobiliarios que se podían comprar viéndolos por *internet*, el mercado inmobiliario español pasó a competir con ventaja con los mercados financieros a la hora de atraer el ahorro de los potenciales inversores. Se desató así la espiral propia de las burbujas especulativas, en las que se compra porque se piensa que los precios van a subir y los precios suben porque aumentan las compras, cada vez más financiadas con créditos.

Otro rasgo diferencial del pasado boom inmobiliario es que generó un enorme volumen de construcción nueva (Gráfico 1). El hecho de que entre 2002 y 2007 se construyeran todos los años en España más viviendas que en Francia y Alemania juntas, cuando estos dos países triplican a España en población y la duplican en territorio, evidencia que este boom inmobiliario no solo se caracterizó por el fuerte crecimiento de

los precios, sino también por el gran volumen de construcción nueva reclamando, así, una financiación mucho mayor que los anteriores períodos de auge. El pasado boom inmobiliario incrementó en más de una cuarta parte el stock de viviendas, haciendo de España el país con más viviendas por habitante de la UE. España ha cubierto, así, sobradamente el «déficit» de viviendas con relación a la población, pero no las necesidades de vivienda de ésta, habida cuenta que las especulaciones subidas de precios se han simultaneado con una presencia cada vez más reducida de vivienda social. Como consecuencia de ello, España ostenta también el récord europeo en porcentaje de viviendas secundarias y desocupadas. Se plantea así la gran paradoja que enfrenta un stock de viviendas sobredimensionado e ineficientemente utilizado, junto a necesidades de vivienda insatisfechas, agravadas por la ola de desahucios originada por la crisis, haciendo que afloren de nuevo fenómenos de chabolismo e infravivienda que parecían haberse resuelto hace décadas.

El notable crecimiento de los precios inmobiliarios observado durante el auge, hizo que las revalorizaciones patrimoniales contribuyeran mucho más al enriquecimiento de los hogares propietarios de inmuebles de lo que lo hacían sus ingresos ordinarios. En efecto, el Gráfico 2 muestra cómo durante el pasado ciclo alcista, el aumento anual del patrimonio neto, espoleado por dichas revalorizaciones, no solo superó muy ampliamente el ahorro anual de los hogares, sino también su renta disponible. Este panorama explica la preferencia de los hogares por los activos inmobiliarios frente a los activos financieros. Preferencia que se acentuó por la mitología que enfrentaba la supuesta gran seguridad y rentabilidad de la inversión inmobiliaria<sup>5</sup> a la muy baja rentabilidad de los activos financieros de renta

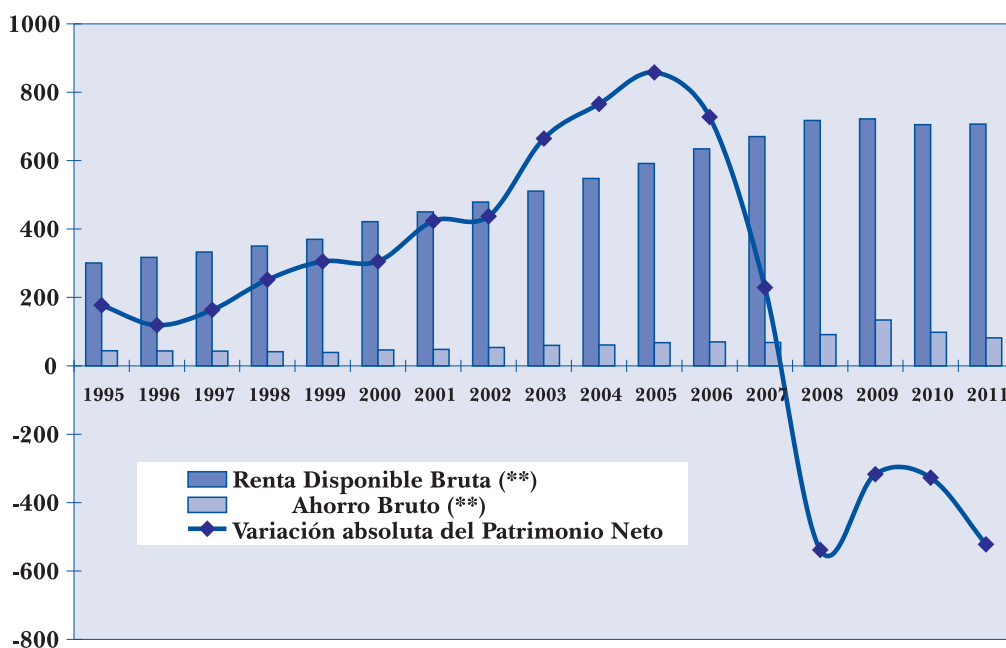
<sup>4</sup> Segura, F. (2012) *Infraestructuras de transporte y crisis*, Madrid, Libros en Acción.

<sup>5</sup> Se aseguraba que los precios de los inmuebles jamás caerían o que, todo lo más, mostrarían un «aterrizaje suave». Véase Naredo, J.M., «Mitos inmobiliarios de nuestro tiempo», *La Vanguardia*, 22-11-2005. Véase también el trabajo publicado con el mismo título en *El ecologista*, nº 46, 2005, pp. 27-29.

fija y al riesgo y la incertidumbre de los activos de renta variable que se abrió tras la crisis bursátil de principios de siglo. Frente a la vivienda como bien de uso, el pasado boom inmobiliario acentuó la percepción de la vivienda como un interesante y sólido producto de inversión para colocar el ahorro de los hogares, que aventajaba en seguridad y rentabilidad a los productos financieros. Es evidente que la presente crisis inmobiliaria ha

echado por tierra el mito de la solidez inmobiliaria, al mostrar que la inversión «en ladrillos» no estaba exenta de riesgos al acusar iliquidez y/o fuertes minusvalías. El Gráfico 2 muestra también las minusvalías patrimoniales de los hogares ocasionadas por la crisis y la caída de los precios inmobiliarios a partir de 2007, haciendo que el anterior «efecto riqueza» mudara en «efecto pobreza».

**GRÁFICO 2. VARIACIONES ANUALES DEL PATRIMONIO NETOS DE LOS HOGARES EN RELACIÓN CON SUS FLUJOS DE RENTA Y AHORRO, 1995-2011**  
Millones de euros



(\*\*) Debido al cambio de base la serie no es totalmente homogénea: entre 1995-1999 (base 1995) y para el período 2000-2007 (base 2000).

El principal talón de Aquiles del pasado boom inmobiliario ha sido su creciente necesidad de financiación, que succionó el ahorro y reclamó el fuerte endeudamiento de los hogares, llamados a pagar en última instancia ese «producto final» inmobiliario que son las viviendas. Habida cuenta que, sobre todo, es la compra de vivienda nueva la que reclama un esfuerzo financiero neto por parte de los hogares, ya que las compraventas de vivienda usada transcurren normalmente dentro del propio colectivo de hogares. El Gráfico 3 muestra

cómo el trepidante crecimiento de la inversión en ladrillo de los hogares, se produjo a costa de recortar su inversión financiera (medida por sus operaciones financieras netas). La tijera que abrían las dos curvas representadas en el gráfico mostraba un comportamiento económico a todas luces insostenible, sobre todo cuando en los cuatro últimos años del boom las operaciones financieras netas de los hogares se hicieron negativas. Es decir, que los hogares, en vez de aportar ya recursos al sistema financiero, se los demandaban para

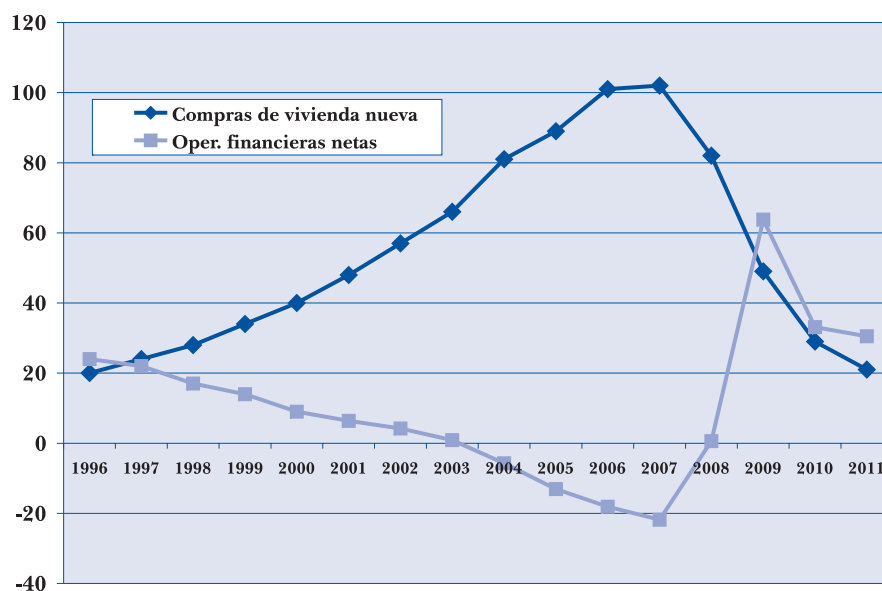


seguir invirtiendo en ladrillos. Lo cual rompía con la normalidad enseñada en los manuales de economía, que da por supuesto que el ahorro de los hogares genera la capacidad de financiación que las instituciones financieras movilizan para satisfacer la tradicional necesidad de financiación de las empresas. Pero en los cuatro últimos años del boom, no solo las empresas demandaban financiación, sino también los hogares, con lo que las instituciones financieras tuvieron que endeudarse frente al exterior para seguir financiando la burbuja inmobiliaria. En estos cuatro años se multiplicó casi por cuatro el pasivo neto exigible de la economía española frente al exterior, correspondiendo el grueso de esta deuda a las entidades financieras. Se forzó, así, la situación cada vez más desequilibrada y dependiente que llevó a la economía española a la lamentable situación actual: tras el pinchazo de la burbuja, la elevada exposición de las entidades financieras autóctonas al riesgo inmobiliario trajo consigo la desconfianza, la «sequía de créditos» y los planes de salvamento, reconversión y ajuste de todos conocidos.

Frente a la idea que apunta, para escabullir responsabilidades, que la crisis vino de fuera

sorprendiendo a la economía española, hay que recordar que el mercado inmobiliario español empezó a mostrar síntomas de agotamiento antes de que explotara la crisis financiera internacional. El declive de la inversión extranjera en inmuebles y el aumento de la inversión en el extranjero, y en otros sectores, de las propias empresas inmobiliarias españolas, venían ya anticipando con varios años de adelanto el agotamiento del negocio inmobiliario autóctono. Por otra parte, los precios de los anuncios de venta de viviendas empezaron a caer ya de forma continuada desde abril de 2007, es decir, varios meses antes de que la explosión de las hipotecas *subprime* estadounidenses marcara en agosto de ese año el punto de arranque de la crisis internacional, que culminaría un año más tarde con la bancarrota de Lehmann-Brothers. La crisis internacional no motivó el pinchazo de la burbuja inmobiliaria autóctona, que se manifestaba ya con anterioridad, sino que la agravó al cortar la liquidez foránea que la venía alimentando y al motivar la crisis del euro y las políticas de ajuste que acentuaron la espiral depresiva de la economía española.

**GRÁFICO 3. INVERSIÓN EN VIVIENDA E INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES**  
(Miles de millones de euros)



Fuente: Actualización de Navedo, Carpintero y Marcos, FUNCAS, 2009.

Como se observa en el Gráfico 3, la inversión en ladrillo de los hogares inflexionó en 2007 e inició una caída fuerte y continuada en 2008, a la vez que repuntaba en ese mismo año la inversión financiera de los hogares, que aceleró su recuperación en 2009, con un aumento espectacular que algunos bautizamos como «el ahorro del miedo», al interpretarlo como una toma de conciencia de la población de la gravedad de la crisis que se avecinaba. A partir de ese año la espiral depresiva que se instala en la economía española forzó, tanto la caída de la inversión en ladrillo, como la de la inversión financiera de los hogares. Pues el aumento de las ya muy elevadas tasas de paro y las nuevas caídas de la renta disponible de los hogares, hizo que disminuyeran a la vez su consumo y su ahorro. Las Cuentas Trimestrales del INE muestran que la tasa de ahorro de los hogares, tras su repunte inicial, entra en caída libre desde el cuarto trimestre de 2009. Y esta caída se mantiene en los dos primeros trimestres del año en curso (últimos datos disponibles<sup>6</sup>), sin que se vean síntomas de recuperación en un futuro próximo<sup>7</sup>.

En un artículo entregado en 2007, justo antes de que explotara el *affaire* de las hipotecas *subprime* estadounidenses, concluíamos diciendo que «la exposición de la economía española a los riesgos inmobiliarios supera, en todos los aspectos, a la de los otros países considerados [incluido Estados Unidos]. Cuando la suerte ya está echada, el que los riesgos teóricos indicados se traduzcan en efectivos y afecten en mayor o menor medida a la economía en su conjunto, dependerá de la habilidad con la que se gestione la crisis inmobiliaria que se avecina»<sup>8</sup>. Ahora podemos decir que la crisis se gestionó de la peor manera posible: nuestros gobernantes no solo metieron la cabeza

debajo del ala esperando ingenuamente que pasara el chaparrón, sino que negaron reiteradamente los problemas, en vez de tratar de darles solución. Además la falta de información solvente y actualizada sobre los precios de mercado de los inmuebles, contribuyó a demorar este ajuste, desatando un forcejeo de valoraciones en el que los agentes económicos más afectados por las minusvalías inmobiliarias se han venido resistiendo a reconocer la caída de los precios de mercado en toda su dimensión.

En efecto, como ya hemos indicado en otro volumen de esta misma colección<sup>9</sup>, por muy sorprendente que parezca, no existe información directa y actualizada de los precios a los que efectivamente se realizan las transacciones del mercado inmobiliario, lo cual es grave, cuando el valor de las operaciones inmobiliarias ha venido superando ampliamente, en nuestro país, al de las operaciones bursátiles. En España se ha venido utilizando el índice de precios de la vivienda que elabora trimestralmente el Ministerio de Fomento para seguir la evolución del mercado y valorar el stock de viviendas, dado que era la única información disponible con cobertura nacional<sup>10</sup>. Pero este índice no recoge los precios a los que efectivamente se realizan las transacciones de viviendas, sino los precios que imputan a las viviendas las empresas de tasación de inmuebles que, como veremos, muestran una sospechosa aversión a la baja. Pues además de los normales desfases entre tasaciones y precios de mercado, el hecho de que las empresas de tasación trabajen mayoritariamente para entidades financieras<sup>11</sup> interesadas en soslayar el desplome de sus garantías hipotecarias hace dudar de la indepen-

<sup>6</sup> Véase el gráfico sobre la evolución de la tasa de ahorro de los hogares incluido en la *Nota de prensa* del INE de 2 de octubre 2012 (p. 4), con datos de la *Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Segundo trimestre de 2012*.

<sup>7</sup> Cabe remitir, en este mismo volumen, a las previsiones de Ángel Laborda, sobre la renta y el ahorro de los hogares.

<sup>8</sup> Naredo, J.M., Carpintero, O. y Marcos, C. (2007) «Boom inmobiliario, ahorro y patrimonio de los hogares: evolución reciente y comparación internacional», *Cuadernos de Información Económica*, nº 200, sept./oct. 2007, p. 84.

<sup>9</sup> Naredo, J.M. y Carpintero, O. (2010) «Patrimonio inmobiliario y financiero de los hogares: tendencias y convergencia española con los estándares europeos», *Ahorro familiar*, Fundación de Estudios Financieros (FEF), Papeles de la Fundación, nº 39, p.100-101.

<sup>10</sup> Véase página Web del Ministerio de Fomento, estadísticas, *Índice General de Precios de la Vivienda*, Madrid.

<sup>11</sup> Un reciente informe del Banco de España confirma de nuevo la elevada concentración de las empresas tasadoras y su fuerte dependencia de entidades de crédito: Banco de España, (2012): «Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2011», *Boletín Económico*, septiembre, 2012, pp. 91-106.





dencia de esta fuente. Y, para colmo, esta aversión a la baja se agrava en el índice de precios de la vivienda que calcula el Ministerio de Fomento: resulta sorprendente que este índice, elaborado cada tres meses a partir de los precios de tasación, empezara a caer con casi un año más tarde que los propios precios de tasación (tal y como se aprecia en el informe del Banco de España sobre las empresas tasadoras al que acabamos de referirnos: ver Gráfico 2 (a), p. 94).

En los últimos años dos nuevas fuentes rompieron el monopolio que venía ejerciendo el índice mencionado. Por una parte el INE elabora desde 2007 un nuevo índice de precios de la vivienda a partir de los precios escriturados por los notarios, como se viene haciendo en otros países europeos<sup>12</sup>. El problema estriba en que, en España, los precios de mercado suelen situarse por encima de los escriturados, que están ligados a fines recaudatorios ajenos a la coyuntura inmobiliaria, lo que explicaría también cierta aversión a la baja. Además, la experiencia de otros países denota que la evolución de los precios proporcionados por los notarios y registradores observa también un retraso de varios meses respecto a los precios de mercado, en consonancia con el tiempo transcurrido entre el acuerdo de la transacción y la formalización e inscripción de la escritura. Con lo cual tampoco cabe esperar que esta fuente refleje de modo fidedigno la caída de los precios de mercado. Por otra parte, Fotocasa<sup>13</sup> viene elaborando desde hace tiempo un nuevo índice mensual de precios de la vivienda a partir de los precios de los anuncios que, aunque también difieran de los de mercado, establecen una cota máxima bastante fiable. Cota máxima, porque las crisis inmobiliarias son fértiles en rebajas y «gangas», y los vendedores más necesitados de liquidez acaban vendiendo a precios bastante inferiores a los de los anuncios. Los precios de las subastas y ofertas de empresas inmobiliarias y bancos orientadas a saldar sus stocks, marcarían

la banda baja en la evolución de los precios, aunque lamentablemente no existe ningún índice que agregue esta información. Cabe concluir que las tres fuentes indicadas muestran caídas de precios de la vivienda bien diferentes, pero en todo caso, inferiores a las de mercado que no salen en la foto de nuestras precarias estadísticas. El Gráfico 4 muestra las discrepancias que existen entre los tres índices comentados. Se observa que durante la fase alcista del ciclo, los precios de los anuncios y los de tasación, recogidos en el índice del Ministerio de Fomento, siguen una evolución similar. Pero estos índices se divorcian cuando sobreviene la crisis: el de los anuncios inflexiona mucho antes y con mayor intensidad que los otros dos índices recogidos en el gráfico. Este divorcio da lugar a diferentes imágenes de la incidencia de la crisis sobre el patrimonio inmobiliario de los agentes económicos.

La evolución del patrimonio en vivienda de los hogares, muestra comportamientos bien diferentes según se valore utilizando uno u otro de los índices de precios comentados. El Gráfico 5 da cuenta de ello. Si se valora el patrimonio en vivienda con los precios del Ministerio de Fomento, se observa que sigue manteniendo un fuerte ritmo de crecimiento en 2007 y 2008, mientras que si se valora con los precios de Fotocasa, para las viviendas usadas, y con los del INE, para las nuevas, entonces el valor del patrimonio inflexiona en 2007 y cae ya con fuerza en 2008, manteniendo en los años sucesivos tasas de caída superiores a las que se derivan de aplicar los precios del Ministerio de Fomento. Y, recordemos, las minusvalías del patrimonio en vivienda serían más dramáticas si se valorara a precios de mercado, ya que sin duda observan caídas superiores a las de los anuncios.

La evolución de los activos no financieros de los hogares viene marcada por la de su patrimonio en vivienda, dado el gran peso que la vivienda tiene entre estos activos<sup>14</sup>. El Gráfico 6 mues-

<sup>12</sup> INE, *Índice de Precios de la Vivienda* (Base 2007).

<sup>13</sup> Fotocasa-IESE, *Índice Inmobiliario*, Madrid. ([www.fotocasa.es](http://www.fotocasa.es)).

<sup>14</sup> Se puede confirmar este punto en el trabajo para la FEF de Naredo, J.M. y Carpintero, O. (2010) ya citado en la nota nº 9.

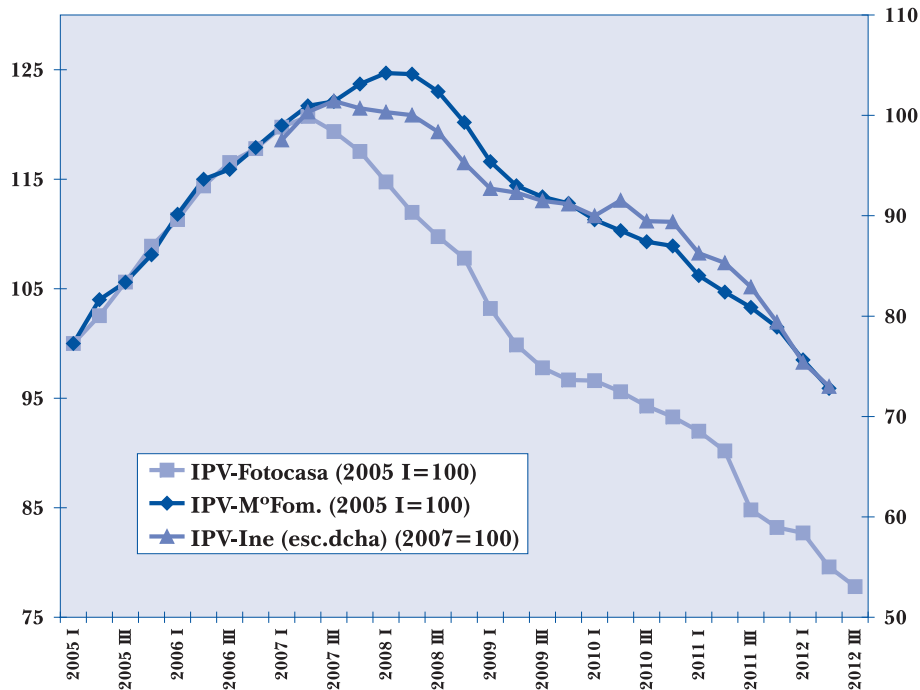


tra que estos activos inician una caída fuerte y continuada desde 2007, así como la caída más moderada que observan los activos financieros, a la vez que los pasivos de los hogares se mantienen, en vez de desinflarse, evidenciando una mayor caída de su patrimonio neto. La comprometida situación patrimonial de los hogares se complementa con la que muestra el creciente peso de los pasivos con relación a su renta disponible. En el Gráfico 7 se constata que, mientras al inicio del pasado boom inmobiliario la deuda de los hogares se situaba bien por debajo de su renta disponible, al final del mismo se acabó situando bien por encima, habida cuenta que el crecimiento de los pasivos superó con creces al de la renta. En este gráfico se aprecia también que, una vez iniciada la crisis se rompe el crecimiento de la deuda, que pasa a estancarse o a mostrar tenues síntomas de caída. Pero el hecho de que la renta disponible pase también a estancarse y a caer, sin que se esperen repun-

tes próximos, señala la dificultad de los hogares para desapalancarse acelerando la devolución de sus préstamos.

El Cuadro 1 adjunto, subraya que la situación crítica de los hogares se agrava en los escalones más bajos de renta, al resultar en ellos cada vez más gravoso hacer frente al servicio de la deuda. En efecto, según la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España, el 40 % de los hogares endeudados con rentas más bajas, pasó de destinar al servicio de la deuda el 25 % de su renta en 2002, al 33 % en 2008. A la vez que el porcentaje de este grupo de hogares que destinaba más del 40 % de sus ingresos al pago de deudas, subió del 21 % en 2002, al 37 % en 2008. Y cabe esperar que los datos de la EFF de 2011, todavía no publicados, sean aún más dramáticos, al mostrar que el servicio de la deuda reclama cada vez mayores porcentajes de ingresos de los hogares más modestos. Esta situación acentúa los problemas de impago, de ejecución

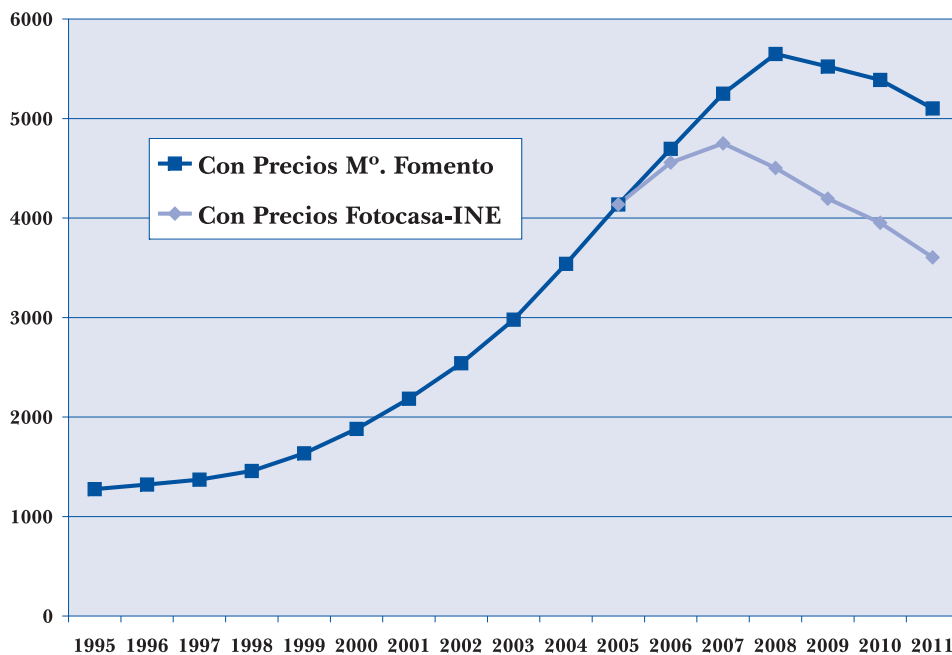
**GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DE LOS DISTINTOS ÍNDICES DE PRECIOS DE LA VIVIENDA**



Fuente: Actualización de Naredo y Carpintero, Papeles de la FEF, n° 39, 2010.



**GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO EN VIVIENDA CON PRECIOS DEL M<sup>o</sup> DE FOMENTO Y PRECIOS DE FOTOCASA (USADAS)-INE (NUEVAS)**  
(miles de millones de euros)



Fuente: Actualización de Naredo y Carpintero, Papeles de la FEF, n<sup>o</sup> 39, 2010.

de hipotecas y de desahucios, con graves consecuencias económicas, para la banca, y sociales, para los hogares, sobre todo cuando son despojados de sus viviendas habituales. En el período 2007-2011, se desencadenaron 349.438 procedimientos de ejecución hipotecaria<sup>15</sup> y los datos parciales del año en curso muestran que al finalizar 2012 se sobrepasarán ampliamente los 400 mil expedientes de desahucio.

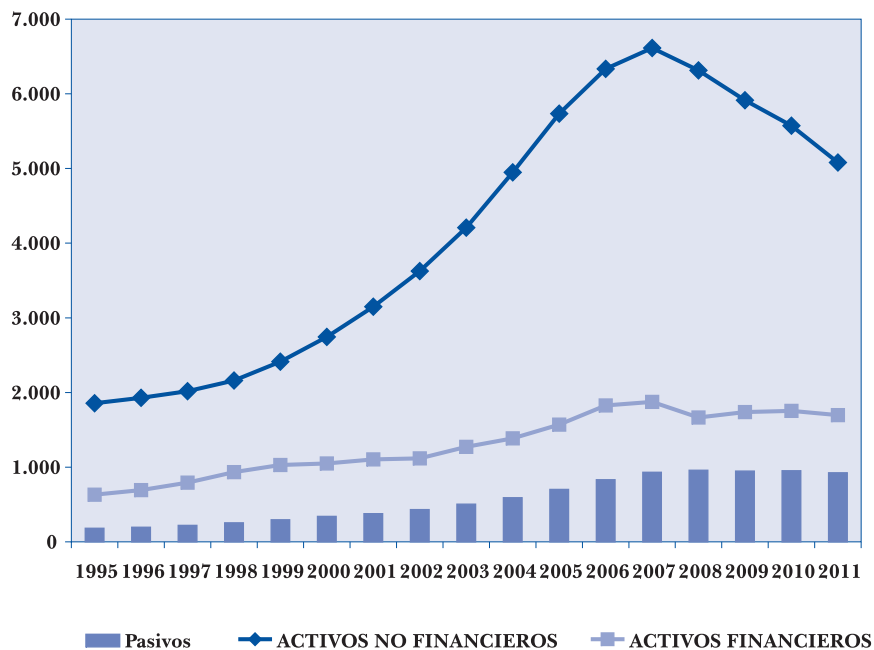
El Gráfico 8 presenta una estimación de la situación de las personas físicas propietarias de bienes inmuebles residenciales según su endeudamiento, elaborada relacionando los datos del Catastro con los de la EFF. La crisis actual abre la brecha entre dos colectivos de personas físicas propietarias de viviendas diferentes: el de los endeudados y el de los que no lo están. Cerca de la mitad

de los propietarios están endeudados y su deuda inmobiliaria explica hoy el 90 % de esta deuda (correspondiendo en un 61 % a financiar su vivienda principal). Después hemos estimado el colectivo de propietarios endeudados con problemas de pagos<sup>16</sup> que se multiplica por seis entre 2002 y 2011, acercándose en este último año a los dos millones de personas. Valga esta estimación para resaltar sobre todo el rápido aumento de este colectivo, que evidencia la dimensión social de una crisis que se agrava cuando la deuda con dificultades de pago afecta a la vivienda habitual y desencadena expedientes de desahucio que atentan directamente contra el derecho a la vivienda enunciado en la propia Constitución.

<sup>15</sup> Colau, A. y Adriá, A. (2012) *Vidas hipotecadas. De la burbuja inmobiliaria al derecho a la vivienda*, Barcelona, Cuadrilátero Libros, p. 231.

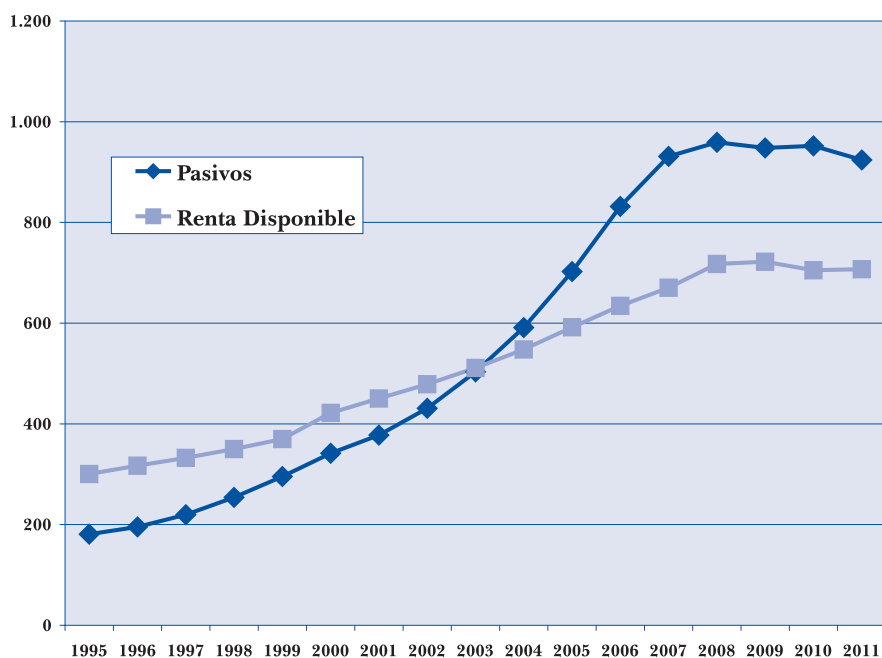
<sup>16</sup> Se ha supuesto que tienen problemas de pago dos tercios de los propietarios que destinan más del 40 % de sus ingresos al servicio de la deuda, que se estima que aumenta del 7 al 17 y al 30 % entre 2002, 2008 y 2011, pasando de 298 mil en 2002, a 1.866 mil en 2011.

**GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS DE LOS HOGARES**  
(Millones de euros)



Fuente: Actualización de Naredo, Carpintero y Marcos, FUNCAS, 2007.

**GRÁFICO 7. DEUDA Y RENTA DISPONIBLE DE LOS HOGARES**  
(Millones de euros)

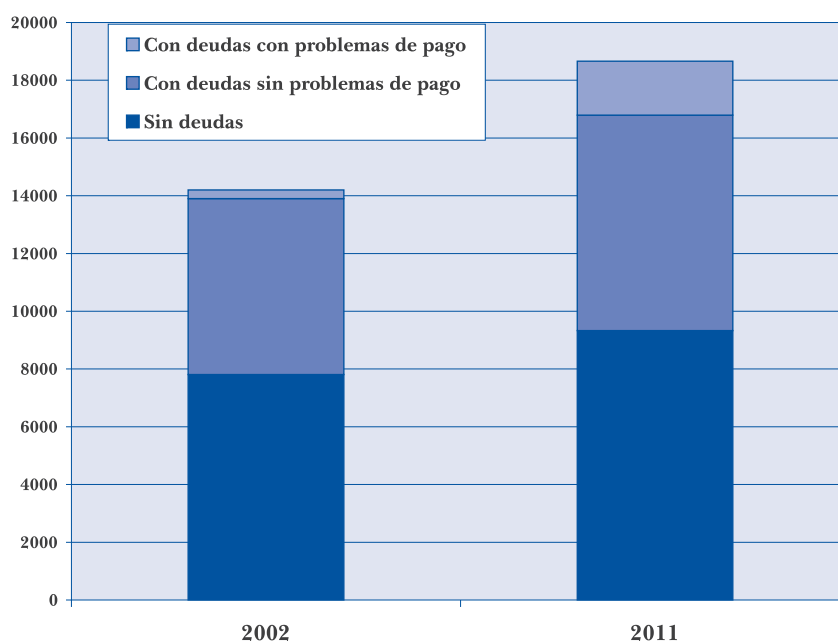


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del B. de E.

**CUADRO 1. PORCENTAJE DE LA RENTA QUE LOS HOGARES ENDEUDADOS DESTINAN A PAGOS POR DEUDAS**

	Ratio (en %) de pago de deudas/renta		% de hogares con Ratio superior al 40 %	
	2002	2008	2002	2008
Total hogares	14	19	7	17
40% con rentas más bajas	25	33	21	37

Fuente: EFF; Banco de España.

**GRÁFICO 8. PERSONAS FÍSICAS PROPIETARIAS DE BIENES RESIDENCIALES SEGÚN SU ENDEUDAMIENTO (MILES)**


Fuente: Elaboración propia con datos del Catastro y de la EFF del B. de E.

## 2. PERSPECTIVAS Y PROPUESTAS

Las perspectivas de desapalancamiento de los agentes económicos analizadas en los informes financieros habituales<sup>17</sup> consideran dos posibili-

dades de reducir el ratio deuda/renta disponible: por aumentos en el denominador o por disminuciones del numerador. En efecto, la deuda de los agentes económicos se hará menos gravosa si se reduce dicha deuda o también si aumenta su renta disponible, ya sea en términos reales o por simple inflación. En un futuro inmediato ambas vías de desapalancamiento resultan poco viables para los hogares españoles. Pues se prevé que la

<sup>17</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro 6.1 sobre «El proceso de desapalancamiento del sector privado en España», *Informe anual 2011*, Banco de España, pp. 145-146.



inflación sea baja y que, en vez de aumentar, su renta disponible disminuya, por menores remuneraciones y mayores impuestos. Lo cual dificulta, también, la posibilidad de reducir la deuda anticipando su amortización<sup>18</sup>. Sin embargo, la llamada «sequía de créditos», unida las perspectivas inciertas de la crisis, hizo que la contratación de nuevos préstamos cayera por debajo de la amortización de los antiguos, contribuyendo moderadamente a reducir la deuda de los hogares. Pero es la vía económica y socialmente más temida de los impagos, la que tiene más visos de seguir reduciendo con fuerza la deuda de los hogares en el futuro, al hacer que la banca acabe provisionando y eliminando de sus balances un creciente volumen de préstamos fallidos.

Así las cosas, creo que debería ser tarea de nuestros gobernantes aplicar políticas que contribuyan a la vez a sanear la situación económica y a paliar los efectos más negativos de la crisis, y estas políticas existen. Junto a las dos posibilidades de desapalancamiento indicadas existe una tercera salida: la de organizar conjuntamente una *desinversión inmobiliaria* y un *despalancamiento* de los hogares y entidades inversoras o prestamistas más afectados por la crisis, dando entrada a nuevos actores que se hagan cargo del patrimonio inmobiliario desinvertido para gestionarlo en régimen de alquiler, con un marco institucional propicio para ello. Esta salida ha sido comúnmente silenciada porque, además de exigir un enfoque transdisciplinar que vincule aspectos inmobiliarios, financieros y sociales, conlleva un cambio del propio modelo inmobiliario, asociado a mentalidades e instituciones que han venido ocupando un lugar central en el juego de intereses económico-políticos durante la fase alcista del ciclo y que sigue en pie por inercia, aunque no sirva ya para resolver los problemas que se plantean en el momento actual.

Desde hace tiempo he venido reiterando la insostenibilidad y desmesura del pasado *boom* inmobiliario y el progresivo agotamiento del modelo socio-político-institucional que lo sustentaba. A la vez que hice gravitar la ceguera voluntaria de los gobernantes hacia el agotamiento de ese modelo y su tendencia a perpetuarse, en el hecho de que era «un modelo políticamente fácil: tan sólo se necesitaba dejar que prosiguieran las tendencias en curso [durante el auge] y tratar de aprovecharlas participando en el reparto de las plusvalías a base de recaudar impuestos o mediante concesiones varias...Pero [vaticinaba que] la exhausta capacidad de financiación de los hogares, unida al declive demográfico, plantearían al *boom* inmobiliario un techo ineludible que haría declinar las espectaculares tasas de crecimiento, en precios y en cantidad, del parque de viviendas observadas en los últimos años. Y cuando esto ocurra [decía] llegará un momento más propicio para establecer un marco institucional y unas políticas que, a diferencia de los actuales, faciliten el uso eficiente del patrimonio construido en vez de la construcción nueva, apoyen la vivienda como bien de uso y no de inversión, la vivienda en alquiler frente a la vivienda en propiedad, la vivienda social frente a la vivienda libre,... Se trataría de diseñar, como en otra ocasión había propuesto<sup>19</sup>, una «estrategia de transición» y un «protocolo de mínimos» que faciliten la necesaria reconversión mental e institucional acorde con los propósitos de *sostenibilidad* y *habitabilidad* tantas veces enunciados en los documentos y directivas de la UE. La verdadera asignatura pendiente [insistía] no pasa por seguir favoreciendo, a toda costa, la expansión de un negocio inmobiliario que se revela sobredimensionado e insostenible, sino por proceder a la cada vez más obligada reconversión de las políticas e instituciones relacionadas con el mismo»<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> El desapalancamiento por esta vía se produjo más bien al principio de la crisis, cuando decayeron la inversión en ladrillo y la demanda de créditos, a la vez que aumentaba espectacularmente el ahorro financiero de los hogares. Pero desde finales de 2009, se instaló la espiral depresiva de aumento de impuestos y caída de la renta disponible, del gasto y del ahorro.

<sup>19</sup> Naredo, J.M. (2003) «Instrumentos para paliar la insostenibilidad de los sistemas urbanos», en Arenillas, T. (Coord.), *Ecología y ciudad*, Barcelona, El viejo Topo, pp. 15-58.

<sup>20</sup> Naredo, J.M. (2004) «Perspectivas de la vivienda», *Información comercial española*, nº 315, mayo-junio, 2004, p.153.



Tras cinco años de crisis la situación pide a gritos una reconversión del modelo inmobiliario, orientada sobre todo a rebajar el excesivo endeudamiento y a gestionar con más eficiencia el stock inmobiliario. Se habla de la necesidad de acometer todas las reconversiones habidas y por haber, pero se silencia la más importante y la más relacionada con la crisis: la reconversión inmobiliaria. Esperemos que se acabe imponiendo esta evidente necesidad en beneficio de la mayoría, por encima de conflictos políticos e intereses económicos parcelarios. Cuando, además, para orientar y acometer esa reconversión no es necesario descubrir la pólvora, ni hacer la revolución, basta con mirar más allá de los Pirineos y fijarnos en otros países de capitalismo maduro que cuentan con modelos inmobiliarios que permiten una gestión más razonable su patrimonio,... o seguir orientaciones moderadas que figuran en documentos que van desde el *Libro blanco de la sostenibilidad en el planeamiento urbano*, publicado por el antiguo Ministerio de Vivienda en 2010, hasta el *Libro verde del medio ambiente urbano*, 2012, elaborado por la Agencia de Ecología Urbana de Barcelona, con la ayuda del antiguo Ministerio de Medio Ambiente.

En lo que concierne al tema que nos ocupa, el doble objetivo de utilizar mejor los excesivos stocks inmobiliarios y de reducir las deudas, exige una *reconversión inmobiliaria* orientada a diversificar tanto el panorama inmobiliario como el financiero, rompiendo con el predominio tan absoluto de la vivienda en propiedad. Habría, sobre todo, que establecer un marco institucional favorable a la existencia de entidades mayoristas capaces de financiarse en los mercados, que recojan y gestionen en alquiler buena parte del stock inmobiliario hoy desocupado y/o en venta<sup>21</sup>. Este tipo de enti-

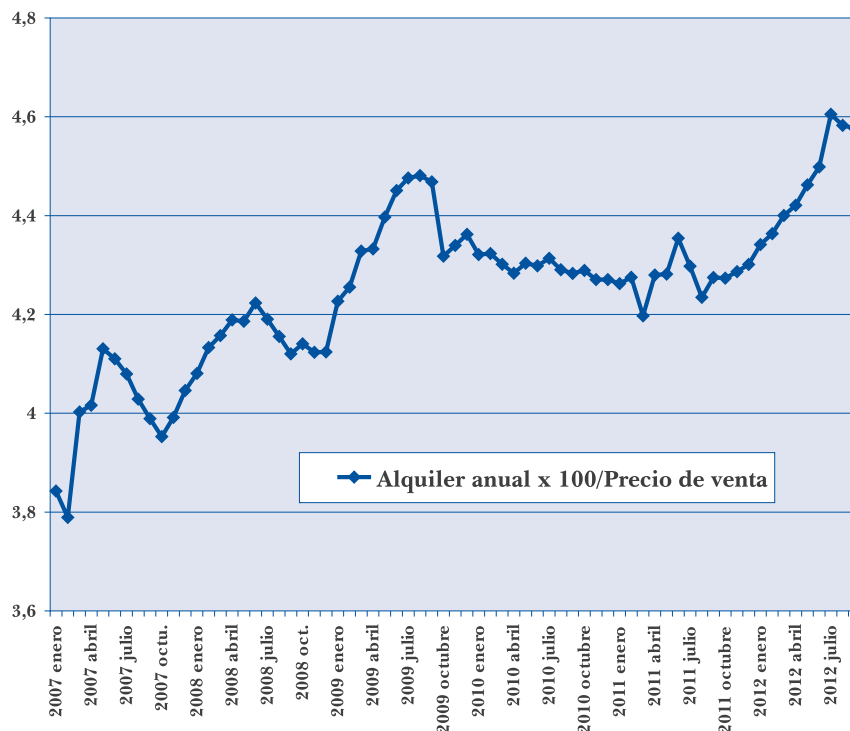
<sup>21</sup> En este sentido apuntan las modificaciones propuestas en relación con el régimen especial de las Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) en el «Proyecto de Ley para dinamizar el Mercado de Alquiler de Viviendas en España», recientemente aprobado, en el Consejo de Ministros del 24 de agosto de 2012. Dichas modificaciones son realizadas con la intención de incentivar la hasta ahora inexistente constitución de estas sociedades, haciéndolas más atractivas para los operadores e inversores

dades, con fuerte presencia en países como Suiza o Alemania, en los que el alquiler es el régimen de tenencia mayoritario de la vivienda, son las que podrían adquirir y dar un uso social y lucrativo al stock inmobiliario infrautilizado y/o con problemas de impago, paliando las necesidades insatisfechas<sup>22</sup>. Se trataría de diversificar el modelo inmobiliario, aumentando el stock de viviendas en alquiler y reconstruyendo el casi desaparecido stock de vivienda social, a la vez que se resuelve el gravísimo problema de los desahucios que afectan a la vivienda habitual de los hipotecados, velando por el derecho a la vivienda de los ciudadanos reconocido en la Constitución. Y, asociado a esa diversificación inmobiliaria, se diversificaría también el mercado financiero, ofreciendo nuevos productos apoyados en un stock de inmuebles en alquiler capaz de asegurar a largo plazo unas rentabilidades razonables más allá de los avatares bursátiles. Se trataría en suma de planificar simultáneamente una *desinversión* inmobiliaria de familias y empresas (inmobiliarias y financieras) para reducir sus excesivos stocks y paliar sus deudas, propiciando la emergencia de entidades que se hagan cargo de ellos.

---

inmobiliarios, tanto nacionales como extranjeros. Así, el Proyecto de Ley, además de flexibilizar algunos de los requisitos para la puesta en marcha de este tipo de entidades (SOCIMI) las exime de impuestos (frente a la tributación actual del 19%), en línea con los Real Estate Investment Trusts (conocidos como REITs) existentes en otros países de nuestro entorno. Pero el desarrollo de esta medida será insuficiente, si no va acompañado de otras que inclinen el conjunto del marco institucional en favor de la reconversión inmobiliaria propuesta, tratando de evitar medidas contradictorias con ella, como lo es, por ejemplo, el empeño de desgravar la compra de viviendas.

<sup>22</sup> Atendiendo a la experiencia de otros países, este tipo de entidades encargadas de la gestión del parque de viviendas en alquiler, libre o social, podrían tener estatutos bien diversos, siendo públicas, privadas, mixtas o cooperativas, con o sin ánimo de lucro, pero estando sujetas, en cualquier caso, a la regulación de funciones y al régimen económico-tributario específicamente establecido para ellas en la legislación, como ocurre con el ejemplo de los REITs antes mencionado. Para más detalles remito a mi trabajo con Óscar Carpintero, publicado en el volumen nº 39 de Papeles de la Fundación (FEF), en el que se precisaban algo más estos extremos (véase el apartado «4. Las salidas pasan por la diversificación inmobiliaria y financiera», pp. 106-110) y a Naredo, J.M. y Montiel, A. (2011) *El modelo inmobiliario español y su culminación en el caso valenciano*, Barcelona, Icaria, donde de compara con otros modelos inmobiliarios.

**GRÁFICO 9. PORCENTAJE DE RENTABILIDAD ANUAL DEL ALQUILER RESPECTO AL PRECIO DE VENTA DE LA VIVIENDA**

Fuente: Elaboración propia con datos de FOTOCASA.

El Gráfico 9 pone de manifiesto que al desvanecerse e invertirse la trepidante revalorización inmobiliaria observada durante el auge, mejoraron las perspectivas del alquiler. Al comparar, con datos de Fotocasa<sup>23</sup>, el alquiler anual con el precio de venta se observan rentabilidades del alquiler crecientes que alcanzan el 4,6 %, ofreciendo un margen que justificaría la actividad de entidades mayoristas en este campo, habida cuenta la gran seguridad de este tipo de inver-

siones. Sin embargo, además de contar con un marco institucional propicio, su desarrollo exigiría disponer de informaciones solventes sobre los precios y la composición del stock inmobiliario que, como se ha indicado, son bastante deficientes. La puesta en marcha de la reconversión propuesta contribuiría a clarificar ambos extremos.

En lo referente a los precios, la cotización en los mercados financieros de las nuevas entidades mayoristas de alquiler, aportaría la prueba del nueve sobre la solvencia de las valoraciones inmobiliarias al uso. Sin perjuicio de lo ya dicho sobre la conveniencia de mejorar la información sobre los precios inmobiliarios elaborando estadísticas más fiables y completas,... o generalizando e impulsando la transparencia del sistema de subastas, la cotización en los mercados financieros de las entidades mayoristas antes mencionadas, clarificaría por fin el confuso panorama

<sup>23</sup> En desinterés por el alquiler del modelo inmobiliario imperante es tal que no hay ningún índice oficial de precios del alquiler: solo existe el precio de los anuncios de alquiler de FOTOCASA. Pues hay que advertir los alquileres recogidos por el INE para construir el apartado Vivienda del Índice de Precios al Consumo, se actualizan y evolucionan más o menos de acuerdo con este índice, al referirse al panel de hogares que colabora periódicamente en la elaboración del mismo y no a los alquileres nuevos, que son los que vienen acusando caídas significativas durante la crisis (recogidas por el índice de FOTOCASA).





actual, sentando una base firme para orientar la toma de decisiones inversoras en este campo.

El buen conocimiento de la composición del stock inmobiliario, de su ubicación geográfica, de la naturaleza de sus propietarios,...así como de las necesidades que podría cubrir, son fundamentales para propiciar la *desinversión inmobiliaria* y el *desapalancamiento* propuestos. Pues la clave del éxito pasa por facilitar la función intermediadora entre los propietarios endeudados o necesitados de liquidez y las necesidades de inmuebles y viviendas, permitiendo que el uso más eficiente del stock rentabilice el esfuerzo de inversión en este campo. Las nuevas entidades mayoristas que intervengan en el mercado de alquiler, libre y social, deberían de facilitar esa labor de intermediación. Para ello se ha de contar con un marco institucional adecuado, que prevea, además, un tratamiento diferenciado atendiendo a la naturaleza y situación de los propietarios de inmuebles candidatos a la *desinversión* y el *desapalancamiento*. Por ejemplo, entre las personas físicas propietarias de viviendas, con deudas hipotecarias y dificultades de pago, hay que diferenciar aquellas que disponen solo de la vivienda principal, de las que cuentan con varias viviendas, como inversión suntuaria y/o especulativa más o menos encubierta<sup>24</sup>. La situación actual del mercado inmobiliario hace que estas últimas se enfrenten a problemas de iliquidez o de fuertes minusvalías que frenan su posible desinversión y desapalancamiento. Para ellas podría ser una solución ceder la propiedad o la gestión de algunas de sus viviendas a sociedades mayoristas especializadas en alquilarlas. Como también estarían interesadas en que se facilitara la

<sup>24</sup> La EFF refleja una concentración más moderada en la propiedad de la vivienda de las personas físicas, que en la propiedad de los activos financieros (en parte, porque los más ricos suelen tener sus inmuebles a nombre de sociedades). La información catastral permite conocer el número de recibos de inmuebles que concentra un mismo titular. Así, pudimos analizar que, en 1992, el 3,4 % de los personas físicas titulares de bienes urbanos contaba con 5 o más recibos y concentraba cerca del 20 % del valor (Gómez de Enterría, P. y Naredo, J.M. (1996) «Composición y distribución del patrimonio inmobiliario urbano», en VVAA (1996) *La desigualdad de recursos*, Madrid, Fundación Argentea&Visor Distrib., pp. 215-255).

generalización y transparencia del régimen de subastas inmobiliarias, para agilizar el mercado de compra-venta. El principal problema surge en el caso de las personas endeudadas y con dificultades de pago que solo disponen de su vivienda habitual, sobre la que se cierne la amenaza del desahucio. Este grave problema humanitario encontraría solución facilitando la dación en pago y transfiriendo la vivienda a entidades de vivienda social que mantengan en su domicilio al antiguo propietario, ahora como inquilino, con el compromiso de pagar un alquiler moderado acorde con sus ingresos<sup>25</sup>. El hecho de que sea la banca –receptora de importantes ayudas financieras estatales– la que se enfrenta al problema de los desahucios, podría facilitar esta operación orientada a reducir, a la vez, su deuda con el Estado y su activo inmobiliario, cediendo el inmueble objeto del crédito fallido a una entidad de vivienda social. Se trataría, en suma, de facilitar una reducción de su balance al recortar, a la vez, sus deudas y sus activos inmobiliarios.

El hecho de que en los últimos años haya ganado peso la parte del stock de vivienda que está en manos de entidades inmobiliarias y financieras, hace que ocupen un lugar importante en la reconversión propuesta. El Gráfico 10 muestra que más de la mitad de los dos millones del stock de viviendas que se mantienen en venta o en construcción se encuentran en manos de este tipo de entidades. Y el Gráfico 11 confirma la creciente importancia que han venido adquiriendo las inscripciones catastrales a nombre de personas jurídicas. Lo cual ha llegado a modificar el panorama de la propiedad de inmuebles residenciales. Los gráficos 12 y 13 presentan este panorama en 1992 y en 2011, mostrando que se ha duplicado el porcentaje de los titulares que son personas jurídicas (distintas de las entidades públicas) pasan-

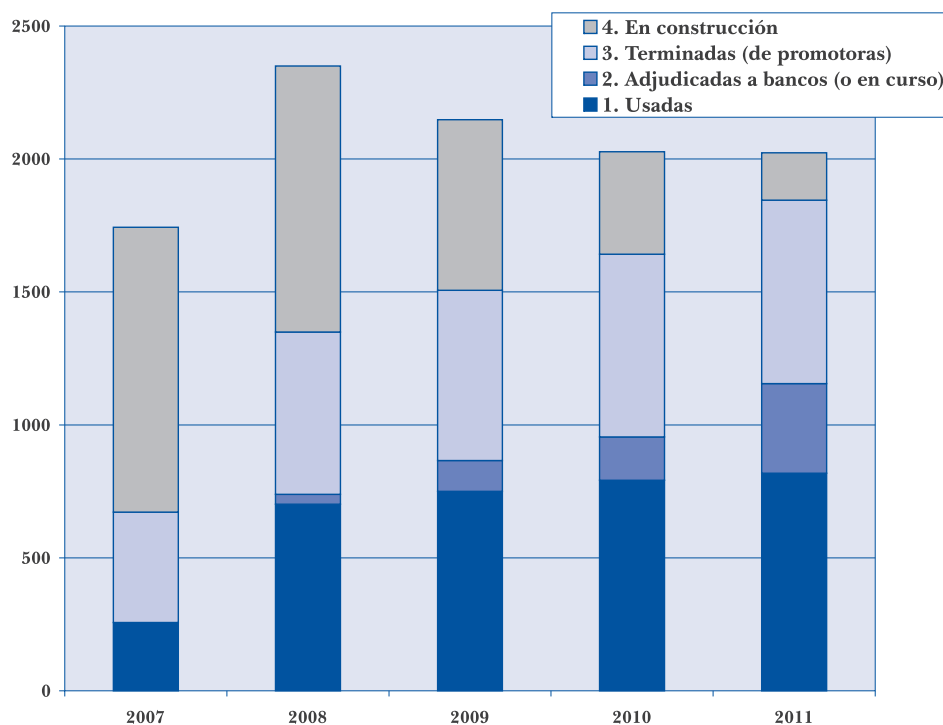
<sup>25</sup> Algunas entidades financieras han llegado de motu propio a soluciones de este tipo, acordando con el propietario hipotecado la dación en pago y su permanencia en la vivienda como inquilino con el pago de una renta moderada, en vez de forzar judicialmente su desalojo y su persecución como deudor.



do del 4 al 8 % y controlando un porcentaje de valor muy superior. De esta manera, aunque el peso de las personas físicas siga siendo bien mayoritario entre los propietarios de bienes inmuebles residenciales, las operaciones de *desinversión* y *desapalancamiento* propuestas

deben de abordarse simultáneamente para hogares y empresas financieras e inmobiliarias. Con todos ellos han de trabajar las nuevas entidades mayoristas de alquiler para redondear y rentabilizar el patrimonio inmobiliario objeto de su gestión.

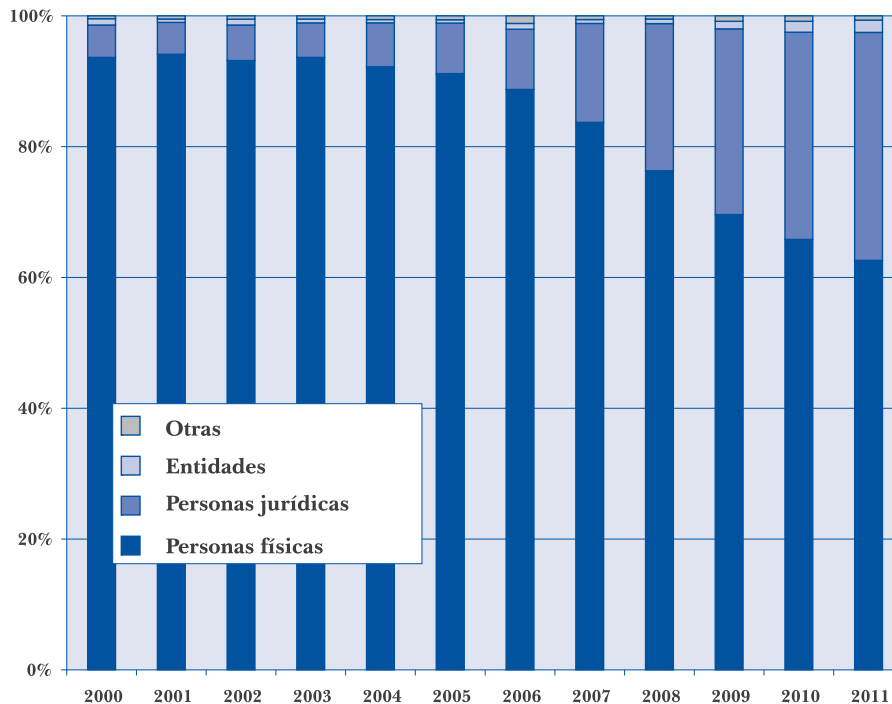
GRÁFICO 10. STOCK DE VIVIENDAS EN VENTA O EN CONSTRUCCIÓN (MILES)



Fuente: RR Acuña & Asociados.

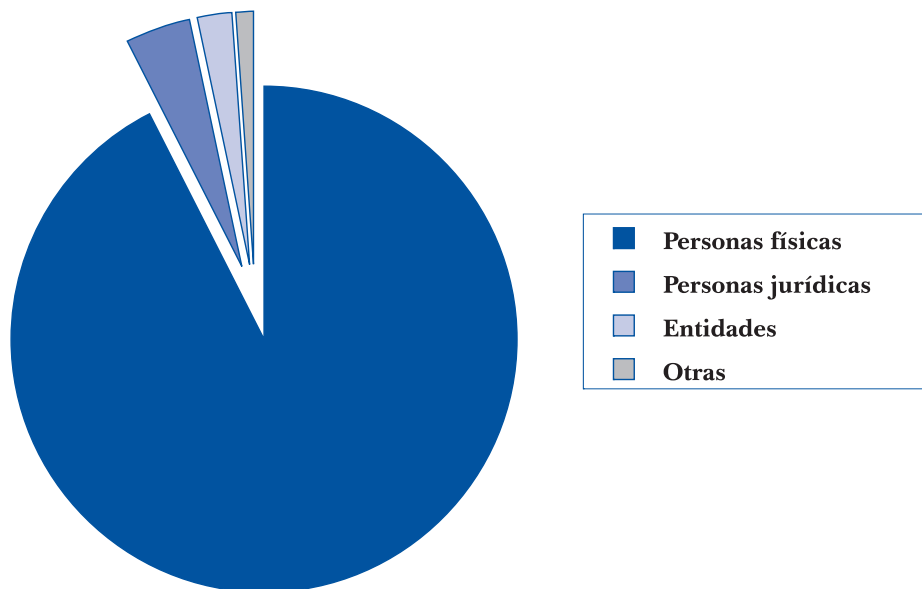


**GRÁFICO 11. INSCRIPCIONES CATASTRALES DE BIENES INMUEBLES RESIDENCIALES POR TITULARES**

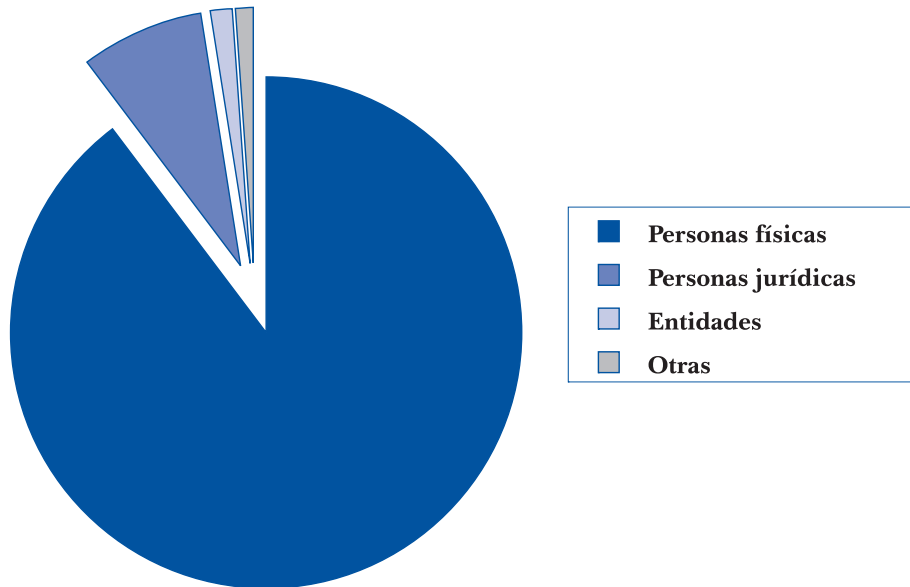


Fuente: Elaboración propia con datos del Catastro.

**GRÁFICO 12. TITULARIDAD EN 1992 DE LOS BIENES INMUEBLES RESIDENCIALES**



Fuente: Elaboración propia con datos del Catastro.

**GRÁFICO 13. TITULARIDAD EN 2011 DE LOS BIENES INMUEBLES RESIDENCIALES**

Fuente: Elaboración propia con datos del Catastro.

### 3. CONCLUSIONES

De lo anterior se concluye que, con su desmesurada dimensión, la reciente burbuja inmobiliario-constructiva pasará a la historia como un episodio singular e irrepetible. Que el modelo inmobiliario que la propició está agotado y reclama su reconversión, para resolver los problemas actuales, a saber: un *stock inmobiliario sobredimensionado e ineficientemente utilizado* y un *excesivo endeudamiento y/o falta de liquidez* de hogares y empresas, junto a *necesidades de vivienda insatisfechas*. Que la solución de los problemas de endeudamiento y vivienda de los hogares debe buscarse conjuntamente con la solución de los problemas de la banca y las empresas inmobiliarias. Y que estas soluciones exigen la entrada de nuevos actores en el monocorde escenario inmo-

biliario: la entrada de entidades mayoristas del alquiler, libre y social, que facilite la *desinversión y el desapalancamiento inmobiliarios* propuestos, diversificando tanto el panorama inmobiliario, como el financiero. Tras cinco años de crisis y dejación inmobiliaria, ya va siendo hora de que se hable de la necesidad de acometer una *reconversión inmobiliaria* que ayude a solucionar conjuntamente los principales problemas arriba indicados, como tarea prioritaria para reconducir razonablemente la precaria situación actual. La constitución del «banco malo», ya mencionado, para recoger los excesivos e improductivos stocks inmobiliarios de las entidades financieras y empresas asociadas, hace todavía más urgente y oportuno avanzar hacia una solución como la indicada.