



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

**Grado en Administración y Dirección
de Empresas**

**La Burbuja Inmobiliaria en
España.**

Presentado por:

Ignacio Carretero del Barrio

Tutelado por:

Jesús María Gómez García

Valladolid, 12 de julio de 2018.

RESUMEN

Este trabajo tiene como fin analizar la denominada “*burbuja inmobiliaria*” ocurrida en España entre los años 1996 y 2014, identificando sus causas y consecuencias en la economía española, con especial énfasis en las que afectan a las actividades constructoras e inmobiliarias.

Para ello, el trabajo parte de la definición de varios conceptos previos, para adentrarse, posteriormente, en el análisis de las diversas fases que pueden identificarse en dicha “burbuja inmobiliaria”. En primer lugar, la fase de formación, de 1996 a 2003, describiendo sus factores desencadenantes y sus primeras manifestaciones. A continuación, se examina el *boom inmobiliario* propiamente, entre los años 2004 y 2008, describiendo sus características y realizando una comparativa internacional. Finalmente, se realiza un análisis de la etapa de crisis posterior y de la situación actual del sector inmobiliario.

Palabras clave: España, burbuja inmobiliaria, crisis económica.

Códigos JEL: L74, L85, N64

ABSTRACT

The purpose of this work is to analyse the so-called “*real estate bubble*” that happened in Spain between 1996 and 2014, identifying its causes and consequences in the Spanish economy, focusing on the construction and real estate activities.

To do this, the work starts defining some previous concepts. Entering, later, in the various phases in which the real estate bubble can be divided. In the first place, the training phase, from 1996 to 2003, describer its triggering factors and its first manifestations. Next, the real estate boom itself is examined, between 2004 and 2008, describing its characteristics and making an international comparison. Finishing, an analysis is made of the subsequent crisis and the current state of the real estate sector.

Key words: Spain, real estate bubble, economic crisis.

JEL Codes: L74, L85, N64

Índice General

RESUMEN.....	1
1 INTRODUCCIÓN, OBJETIVOS Y METODOLOGÍA	5
1.1 Introducción.....	5
1.2 Objetivos	6
1.3 Metodología	6
2 CONCEPTUALIZACIONES PREVIAS.....	8
2.1 Conceptos relacionados con el sector inmobiliario.	8
2.2 Concepto de “burbuja especulativa”.....	9
3 FORMACIÓN DE LA “BURBUJA INMOBILIARIA” (1996-2003)	12
3.1 Antecedentes	12
3.2 Desarrollo (1996-2003)	14
3.2.1 Factores determinantes.	15
3.2.2 Primeras manifestaciones.	22
4 EL BOOM INMOBILIARIO (2004-2008).....	26
4.1 Manifestación en el ámbito constructor e inmobiliario.	26
4.2 Comportamiento del sector financiero y del mercado bursátil.....	31
4.3 Actuación de la Administración Pública.....	33
4.4 Comparativa internacional.....	34
5 CRISIS INMOBILIARIA Y SITUACIÓN ACTUAL (2008-2018).....	36
5.1 Pinchazo de la burbuja.....	36
5.2 Estado actual del sector inmobiliario.....	43
6 CONCLUSIONES	49
7 BIBLIOGRAFÍA	52
8 ANEXO	59

Índice de Gráficos

Gráfico 2.1. La burbuja de los tulipanes (1636-1637).....	11
Gráfico 3.1. Evolución precio vivienda (1986-2003).....	13
Gráfico 3.2. Visados de obra nueva España (1995-2003).....	14
Gráfico 3.3. Crecimiento del PIB y del sector constructor (1996-2003).....	15
Gráfico 3.4. Tipo de interés real e inflación en España (1996-2003).....	17
Gráfico 3.5. Licitación oficial España (1995-2003).	19
Gráfico 4.1. Visados de obra nueva (1996-2007).....	26
Gráfico 4.2. Precio del m2 vivienda libre (1996-2008).....	28
Gráfico 4.3. Ocupados y tasa de desempleo en el sector construcción (1996-2007).....	30
Gráfico 4.4. Crédito destinado a la adquisición vivienda, sector constructor y actividades inmobiliarias (1995-2007).	32
Gráfico 4.5. Recaudación del Estado, Corporaciones Locales e ITPAJD (1999-2007).....	33
Gráfico 4.6. Comparativa en la construcción de vivienda: EE. UU., Francia y España (1996-2010).....	34
Gráfico 5.1. Viviendas Iniciadas (2006-2013).....	37
Gráfico 5.2. Precio del m2 de la vivienda libre (2007-2014).....	37
Gráfico 5.3. Crecimiento PIB y sector constructor (2007-2013).	38
Gráfico 5.4. Ocupados y pardos en el sector constructor (2007-2014).	40
Gráfico 5.5. Volumen producción sector constructor (2007-2013). España vs UE 2010=100.	42
Gráfico 5.6. Viviendas iniciadas (2014-2018).....	43
Gráfico 5.7. Transacciones inmobiliarias de viviendas (2013-2017).	45

Índice de Tablas

Tabla 3-1. Coste recaudatorio de la desgravación del IRPF.	20
Tabla 3-2. Alusiones a la "burbuja inmobiliaria" en la prensa española	23
Tabla 3-3. "Burbuja inmobiliaria" según institución.....	23
Tabla 3-4. Descomposición del precio medio de la vivienda.....	25
Tabla 4-1. Demanda de viviendas (2003-2008). Escenario central.....	27
Tabla 4-2. Tasa de variación de la compensación real y nominal (%).	29
Tabla 5-1. Porcentaje de variación de los subsectores: Edificación.....	39
Tabla 5-2. Ratio de créditos dudosos.....	41
Tabla 5-3. Las SOCIMI más importantes en España.	48

1 INTRODUCCIÓN, OBJETIVOS Y METODOLOGÍA.

1.1 Introducción.

Las burbujas especulativas son fenómenos económicos vienen produciéndose con cierta regularidad desde hace ya varios siglos¹. En el caso concreto de España, la burbuja especulativa con más relevancia hasta el momento actual es la denominada “*burbuja inmobiliaria*”, que se desarrolló a lo largo del periodo 1996-2014 y cuyos efectos continúan aún presentes en la economía de nuestro país.

Las burbujas inmobiliarias manifiestan sus efectos principalmente en las actividades constructoras e inmobiliarias, las cuales tienen gran relevancia en la economía de los actuales Estados². Dichas actividades se caracterizan, además, por mostrar un fuerte carácter procíclico y una alta volatilidad en cuanto a la demanda, lo que les predispone a experimentar períodos de alto crecimiento combinados con otros de profunda recesión y a la formación de burbujas especulativas. Paralelamente, debido al importante “efecto de arrastre” que estas actividades ejercen sobre otros sectores (mercado laboral, recaudación impositiva, sector financiero y bursátil, etc.), sus fluctuaciones acaban también afectando al resto de la economía.

El sector inmobiliario español presenta, por su parte, una serie de factores que le hacen particularmente tendente a padecer este tipo de fenómenos especulativos, tales como la relativa ausencia de políticas públicas anticíclicas, el bajo porcentaje de vivienda en alquiler frente a vivienda en propiedad, o la elevada inseguridad jurídica ocasionada por los continuos cambios en los Planes Generales de Ordenación Urbana (P.G.O.U.) en los municipios.

¹ La primera burbuja especulativa de la que se tiene constancia es la de los tulipanes, entre los años 1936 y 1937 y que será objeto de atención en páginas posteriores.

² “Los niveles normales de actividad de la construcción (...) arrojaría un valor en torno al 7-9 por 100 en el VAB y en torno al 7,5-10,5 por 100 en el empleo” (Consejo Económico y Social, 2016, pp.18).

1.2 Objetivos.

Los objetivos principales que se persiguen con la realización de este Trabajo de Fin de Grado son los siguientes:

- Explicar en qué consiste una burbuja inmobiliaria e identificar sus causas en España.
- Analizar sus principales manifestaciones y consecuencias en cada de sus etapas (formación, boom inmobiliario y crisis), tanto en el sector de la construcción e inmobiliario como sobre la economía.
- Examinar la situación del sector inmobiliario español en la actualidad.

1.3 Metodología.

De acuerdo con los objetivos previamente señalados, el trabajo comienza con un apartado dedicado a la definición de unos conceptos previos necesarios para una mejor comprensión de los análisis que se realizarán en epígrafes posteriores. A continuación, el trabajo se estructura en varios apartados, siguiendo las fases en que han tradicionalmente se identifican en una “burbuja inmobiliaria”:

- Comenzando por la “fase de formación”, dónde se examinan sus antecedentes y su desarrollo inicial, identificando sus factores determinantes y primeras manifestaciones. Esta fase se correspondería con el periodo temporal que transcurre entre los años 1996 y 2003.
- Seguidamente, se analizará el “boom inmobiliario”, estudiando sus efectos en la economía española y realizando una comparativa internacional. El período temporal considerado comprende desde el 2004 al 2008.
- Finalmente, se describe la crisis del mercado inmobiliario y la situación actual de las actividades constructoras e inmobiliarias.

El trabajo contiene diversas Tablas y Gráficos para lograr una mejor comprensión de los contenidos y de los diferentes análisis que se llevan a

cabo, utilizando como principales fuentes de datos las estadísticas elaboradas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), por el Ministerio de Fomento y también, en su caso, por Eurostat. Los datos utilizados aparecen recogidos dentro de un Anexo que se incluye al final de este trabajo.

Al mismo tiempo, para su elaboración han sido también un gran apoyo y referencia las publicaciones e informes de varias fuentes documentales, destacando las que proceden del BBVA Research y las del Banco de España, así como diversas publicaciones académicas consultadas sobre el tema. Todas estas referencias se encuentran consignadas en la bibliografía final y también a lo largo del texto, en varias notas al pie de página.

Las limitaciones más relevantes han estado relacionadas con cambios en metodología de ciertas estadísticas, como por ejemplo la modificación del código de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) en el año 2009, y las que afectan al empleo de los datos del Índice de Precios de la Vivienda (IPV) del INE, ya que éste no se hizo público hasta el año 2008; por ello, en su lugar, se ha hecho uso de otras fuentes alternativas de precios, como los elaborados por la empresa “Sociedad de Tasación”.

2 CONCEPTUALIZACIONES PREVIAS.

A fin de procurar una mejor comprensión del contenido del presente trabajo, en este apartado se definen, primeramente, varios conceptos vinculados al desarrollo de la actividad inmobiliaria. Posteriormente, se explica qué se entiende por una “burbuja especulativa”, así como sus principales factores causantes, sus fases y se presentan algunos ejemplos.

2.1 Conceptos relacionados con el sector inmobiliario.

-Una de las actividades más relevantes dentro del sector inmobiliario es la promoción inmobiliaria. Esta actividad consiste en “*la compra de terrenos y edificaciones para su posterior venta y/o arrendamiento o para su urbanización, parcelación, construcción y/o rehabilitación*” (Pavón, 2018). Esta actividad no se debe confundirse con la que realiza el constructor, cuya tarea es la de edificar la obra programada por el promotor inmobiliario³.

- Por otro lado, y no menos importante, destaca el agente inmobiliario. Teniendo encomendadas tareas de mediación en el ámbito de la compraventa y alquiler en operaciones inmobiliarias (terrenos, viviendas...). A diferencia de los anteriores no está definido en ninguna ley de nivel estatal pero sí a nivel autonómico⁴.

- Por su relevancia dentro del sector inmobiliario, también conviene delimitar qué se entiende “vivienda de protección oficial” (VPO). Se trata de un tipo de viviendas cuyo precio máximo, tanto para la adquisición como para el alquiler, está limitado. A cambio de dicha restricción los promotores perciben ayudas de la administración. Su principal objetivo facilitar a la población con rentas bajas el acceso a la vivienda. No todo tipo de vivienda puede acceder a

³ Para una definición técnica de ambas figuras, acudir a los artículos 9 y 11 de la Ley 39/1999. B.O.E- <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1999-21567>.

⁴Artículo 55 de la Ley 18/2007. B.O.E- <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2008-3657>.

este régimen, para ello deben cumplir determinados requisitos establecidos por la Administración competente⁵.

- Por último, los Planes Generales de Ordenación Urbana (P.G.O.U.), elaborados por los Ayuntamientos, ostentan un papel esencial al establecer la clasificación de los suelos⁶, determinando el desarrollo urbanístico de la ciudad (dónde, cuándo, cuánto y qué se puede construir), dividiéndose en:

-Suelo urbano: Se puede edificar al cumplir con los requisitos técnicos correspondientes.

-Suelo rústico: No se puede edificar al gozar de protección, por motivos históricos, científicos, ganaderos, etc.

-Suelo urbanizable: Suelo que no cumple las características anteriores y no está urbanizado. Todavía no es posible edificar.

2.2 Concepto de “burbuja especulativa”.

Una “burbuja especulativa” se define como *“un crecimiento no sostenible del precio de un activo, inmobiliario o financiero. En particular, una “burbuja” surge cuando los precios del activo aumentan por encima de lo que justificaría la evolución de sus “fundamentos” económicos. La desviación de ese comportamiento “fundamentado” se traduce en unas tasas de crecimiento de los precios “injustificadas” y no sostenibles a largo plazo”* (Balmaseda, Ignacio, & Sebastián, 2002).

Los factores que tradicionalmente se consideran que tienen más influencia tienen en la formación de burbujas especulativas y, más en concreto en las de naturaleza inmobiliaria, son los siguientes (Trias de Bes, 2010; García Montalvo, 2007; Díaz Campos, 2008):

⁵La política de vivienda es una competencia transferida a las CCAA. Por tanto, cada cual puede establecer los requisitos que estime oportunos.

⁶ Artículo 10 de la Ley 5/1999. B.O.E: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1999-12599&p=20170706&tn=0>.

- Las expectativas irreales alejadas de los valores fundamentales y de las leyes de la oferta y la demanda. Esenciales para fijar correctamente el precio de cualquier activo. Por ello, suele afirmarse que las burbujas son irracionales y muy frágiles, al tener como único fundamento la confianza de que en un futuro el precio del activo subirá como lo ha venido haciendo en el pasado. Consiguientemente, cuando desaparezca la confianza depositada en él, la burbuja “estallará”.
- Las falsas perspectivas sobre la economía (evolución del desempleo, de la renta per cápita...).
- La política monetaria (tipos de interés artificialmente bajos y exceso de liquidez).
- El apoyo de los gobiernos negando su existencia y fortaleciendo sus pilares con medidas procíclicas.
- El factor envidia entre los agentes (suele ejemplificarse con la expresión siguiente: “*tu vecino se enriquece*”).

Asimismo, dentro de las burbujas especulativas se han llegado a identificar una serie de fases principales que se pueden apreciar, en mayor o menor medida, en cualquier burbuja especulativa (Minsky, 1992):

- Desplazamiento: Los inversores empiezan a fijarse en nuevos activos (tulipanes, bitcoin, TIC, inmobiliarios...).

- Despegue: Los precios comienzan a subir lentamente, atrayendo cada vez a más y más inversores, generalmente institucionales o mayoristas, lo que termina por cimentar la base de la burbuja.

- Euforia: Entran todo tipo de inversores (más en concreto, los minoristas) y el precio en el mercado de los activos se incrementan considerablemente, alcanzando su precio máximo.

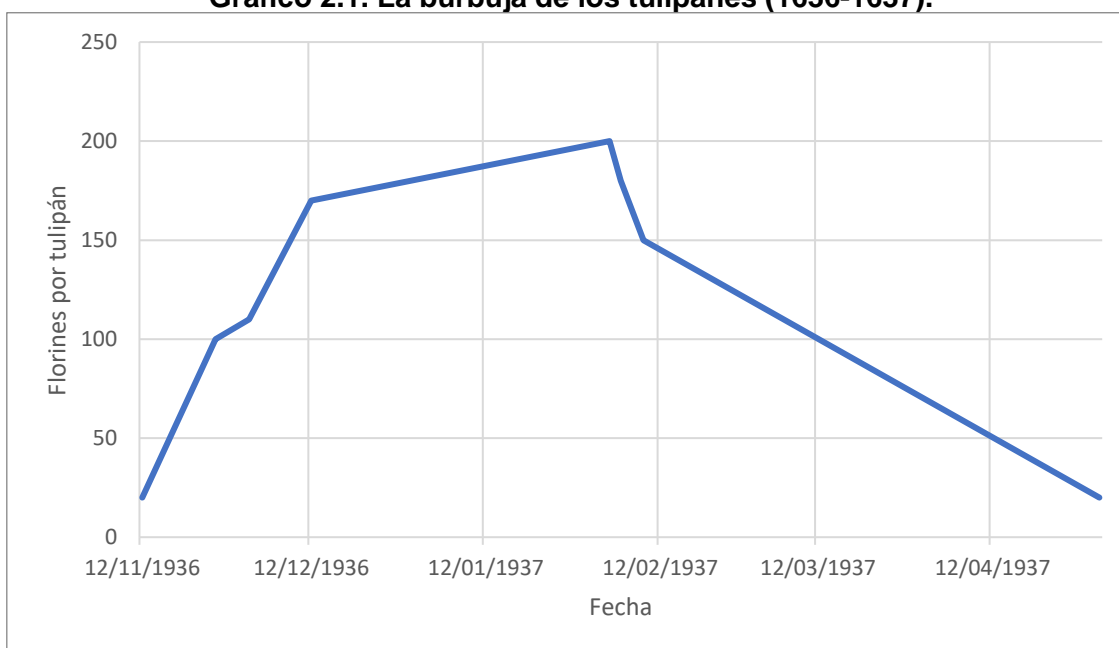
- Toma de ganancias: En este momento, la mayoría grandes inversores y fondos de inversión venden sus posiciones con elevadas ganancias y el resto de las agentes tendrán en su poder los activos sobrevalorados. Estimar

cuándo estallará la burbuja es casi imposible, solo a posteriori se podrá conocer el momento exacto en que se alcanzó el precio máximo.

-Pánico: En esta fase el precio de los activos cae abultadamente y muchos inversores estarán dispuestos a vender a cualquier precio.

A lo largo de la historia han existido numerosos ejemplos de burbujas especulativas. La primera de la que se tiene constancia fue la conocida como “*chifladura de los tulipanes*” (Pinel, 2018) . Así, entre noviembre de 1636 a febrero de 1637, el precio del bulbo del tulipán se multiplicó por cerca de cien veces (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1. La burbuja de los tulipanes (1636-1637).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Renta 4 Banco (Tabla A-18).

Otro ejemplo muy conocido fue la burbuja de las “*punto-com*” y que tuvo lugar entre los años 1997 y 2001. De hecho, en España se produjo uno de los casos más ejemplificativos de esta burbuja especulativa, que se materializó en la sociedad “Terra”, cuya cotización en bolsa se revalorizó más de un 1.000% en apenas tres meses⁷ (Cinco Días, 2005).

⁷ Del 17 de noviembre de 1999, fecha de su salida a Bolsa, al 25 de febrero de 2000.

3 FORMACIÓN DE LA “BURBUJA INMOBILIARIA” (1996-2003).

En este apartado se describirá el estado de la economía española, haciendo hincapié en la situación de las actividades promotoras y constructoras, durante la etapa previa a la fase en que tiene lugar el desarrollo de la “burbuja inmobiliaria”, y que se acota entre los años 1996 y el 2003. Año, en el que la burbuja empezó a ser más que evidente, aunque ya desde el año 2002 diversos informes y estudios avisaban de su posible existencia⁸.

Antes de estudiar la “burbuja inmobiliaria”, conviene destacar que el sector constructor e inmobiliario se caracterizan por ser procíclicos⁹ y su alta volatilidad. Lo mismo sucede respecto a los precios de la vivienda y las transacciones inmobiliarias, tal y como afirman algunos estudios (Muelbauer y Murphy, 1997; Ortalo-Magné y Rady, 1999). Presentando mayores tasas de fluctuación que el resto de los indicadores económicos. Como consecuencia, durante los ciclos económicos expansivos presentan tasas de variación superiores al resto de los indicadores económicos, y al contrario en ciclos económicos recesivos.

3.1 Antecedentes.

Tras la entrada en la Comunidad Económica Europea (CEE) en 1986, España experimentó un elevado crecimiento económico reflejándose en el crecimiento del PIB, de los salarios, reducción del desempleo, incremento de la inversión pública y privada y aumento del precio de la vivienda, entre otros. Modernizándose y convergiendo con el resto de los países europeos, tal y como manifiesta Malo de Molina (2008).

Este ciclo económico finalizó en el año 1992, momento en el que tuvieron lugar dos eventos de gran importancia en España. Por un lado, la

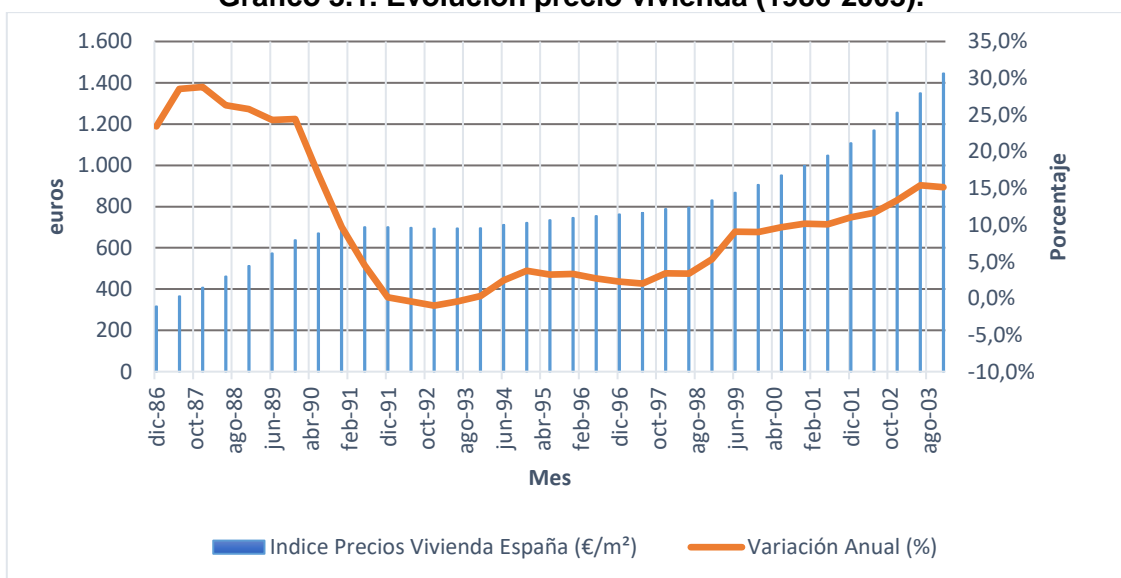
⁸ A dichos informes y estudios se hace referencia en un epígrafe posterior del trabajo.

⁹ Es decir, que su evolución sigue la misma dirección que el ciclo económico.

Exposición Universal (Expo) de Sevilla¹⁰ (junto a la inauguración de la línea de AVE Madrid-Sevilla); y por el otro, la celebración de los Juegos Olímpicos de Barcelona¹¹, que precisaron grandes volúmenes de inversión pública para su puesta en marcha. Tras ellos, se produjo una etapa de recesión, no solo influida por el descenso de inversión pública en España, sino también por la fragilidad del contexto internacional, destacando la crisis económica de Japón y la Guerra del Golfo, que provocó que el precio del petróleo se duplicase.

Durante estos años, como resultado de la citada recesión económica, los precios de la vivienda en España sufrieron una brusca ralentización, llegando incluso a observarse fugaces tasas de crecimiento negativo en su evolución (Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1. Evolución precio vivienda (1986-2003).



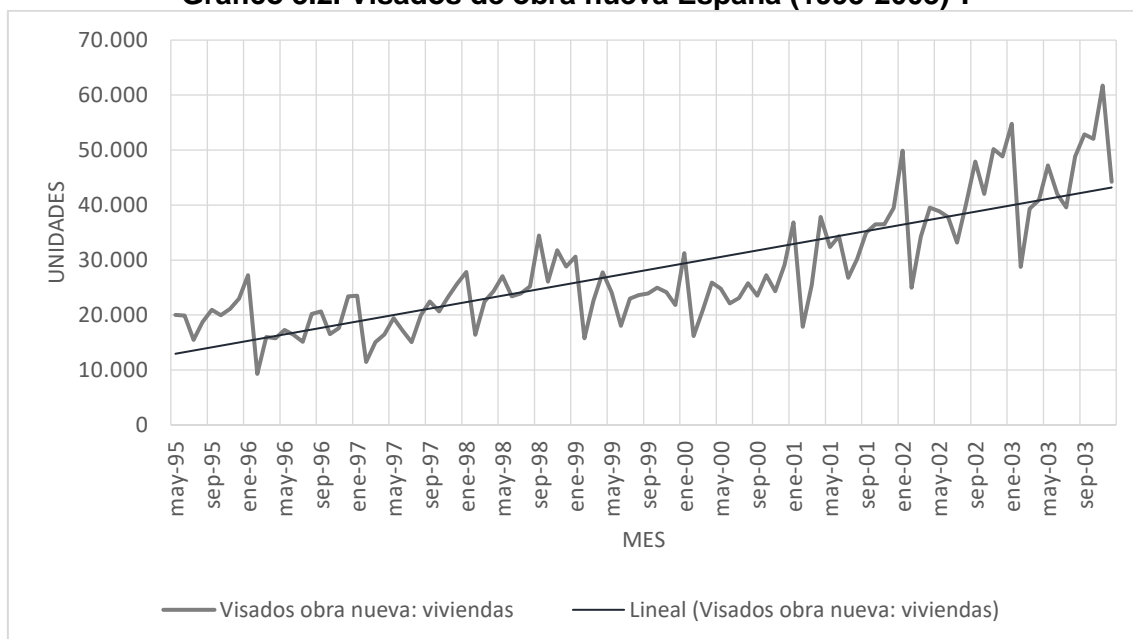
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Sociedad de Tasación (Tabla A-1).

Al mismo tiempo, se produjo un estancamiento y posterior decrecimiento de la actividad constructora residencial desde mediados de 1995 hasta el tercer cuarto de 1997. Pero, a partir de entonces, cambia la tendencia y se aprecia un crecimiento a ritmo muy elevado del sector constructor, tal y como pone de manifiesto el Gráfico 3.2.

¹⁰ Invirtiéndose en Andalucía alrededor de 1 billón de pesetas de ese año (Rivera, 2012).

¹¹ Entre inversión pública y privada se destinó cerca de 1 billón de pesetas (Brunet, 2012).

Gráfico 3.2. Visados de obra nueva España (1995-2003)*.



*Autorizaciones de obra nueva.

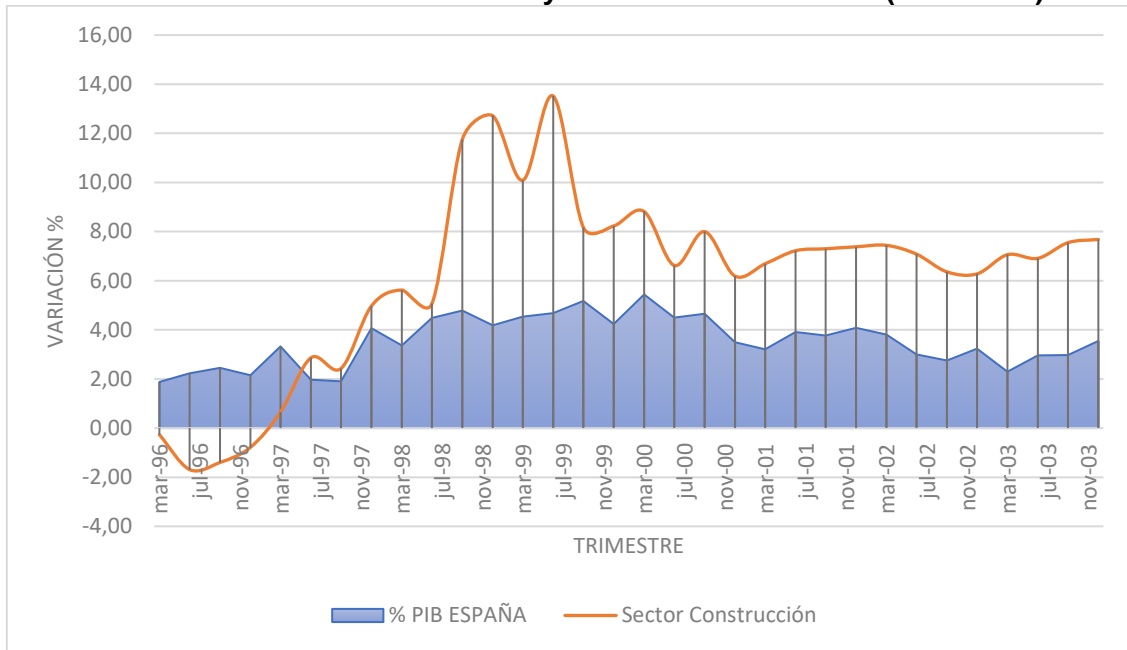
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento (Tabla A-2).

3.2 Desarrollo (1996-2003).

La fase durante la que puede decirse que comenzó a desarrollarse de forma cada vez más evidente una “burbuja inmobiliaria” en España comprendería los siguientes ocho años, entre 1996 y el año 2003. Durante este período, la economía española experimentará una nueva etapa de auge, caracterizada por mostrar unas altas tasas de crecimiento. Así, en media, la economía española creció al 3,9% anual y de forma ininterrumpida, destacando el gran dinamismo del sector constructor, como se puede observar en el Gráfico 3.3. Entre los años 1997 y 2002, el PIB español creció un 26% mientras que el VAB de la construcción lo hacía en un 71,5%, aportando el 15,2% del crecimiento total de la economía española. Por su parte, entre 1998 y 2002 se iniciaron, en media anual, unas 540.000 viviendas¹², lo que hizo aumentar el stock de viviendas en España un 14,2% (García Montalvo, 2003).

¹² Durante el ciclo económico expansivo anterior la media de viviendas iniciadas alcanzó la cifra de 350.000 al año.

Gráfico 3.3. Crecimiento del PIB y del sector constructor (1996-2003).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (Tabla A-3).

3.2.1 Factores determinantes.

A continuación, se identificarán los factores que contribuyeron a la creación de la citada “burbuja inmobiliaria” en España:

- En primer lugar, cabe reseñar que, al igual que en el ciclo económico anterior, entre los años 1996-2003 el crecimiento económico se tradujo en el incremento del PIB, del PIB per cápita, reducción del desempleo y de los salarios nominales. Sin embargo, no se reflejó en un aumento del poder adquisitivo, ya que la tasa de inflación creció en mayor cuantía que los salarios nominales, generándose un fenómeno de ilusión monetaria¹³ y, consiguientemente, una falsa sensación de aumento de (véase Tabla A-4 del Anexo). Lo que produjo una desconexión total respecto al comportamiento de los precios de la vivienda, cuyo precio medio creció en términos reales¹⁴ al 8% anual en ese mismo periodo anual (Sociedad de Tasación, 2018)¹⁵.

¹³ Efecto producido cuando un agente económico se guía por variables nominales dejando a un lado el análisis de las variables reales” (Duque Navarro, 2017).

¹⁴ Descontando un 3% de inflación media entre 1996-2003 (OCDE, 2018).

- Un segundo factor es el denominado "efecto llamada de inmigrantes", provenientes tanto del Magreb como de Hispanoamérica. Así, en apenas 6 años, éstos pasaron de 600.000 a 2.600.000 de personas (INE, 2018, a). Este hecho tiene especial relevancia porque explicaría en parte el fuerte crecimiento del precio de la vivienda experimentado (García Montalvo, 2008). Inicialmente, este efecto repercutió sobre el mercado de vivienda de alquiler, y concretamente sobre las más asequibles, provocando un exceso de demanda en dicho segmento; y al mismo tiempo, se generó un gran excedente en viviendas residenciales de "*alto standing*". Sin embargo, de forma progresiva, una vez consiguieron un empleo más estable, la demanda de vivienda por parte de la población inmigrante se trasladó desde el alquiler a la propiedad, "*convirtiéndose en una de las principales causas del elevado incremento del precio de los pisos en dicho periodo*" (Bernardos Domínguez, 2009, pp. 33).

- Un tercer factor nace del compromiso de España por integrarse en la Zona del Euro. Ello provocó la necesidad de realizar fuertes ajustes para poder cumplir los requisitos de convergencia en términos de tasa de inflación¹⁶ y tipos de interés¹⁷, así como en el tipo de cambio y a las finanzas públicas. Lo que se logró, pese a que España siempre se había caracterizado por padecer altas tasas de inflación y elevados tipos de interés (Malo de Molina, 2001), existiendo siempre cierto escepticismo sobre la suficiencia y adecuación de los requisitos acordados para adquirir la moneda única (Muns, Collins, Donges, Feito, & Pastor, 1997).

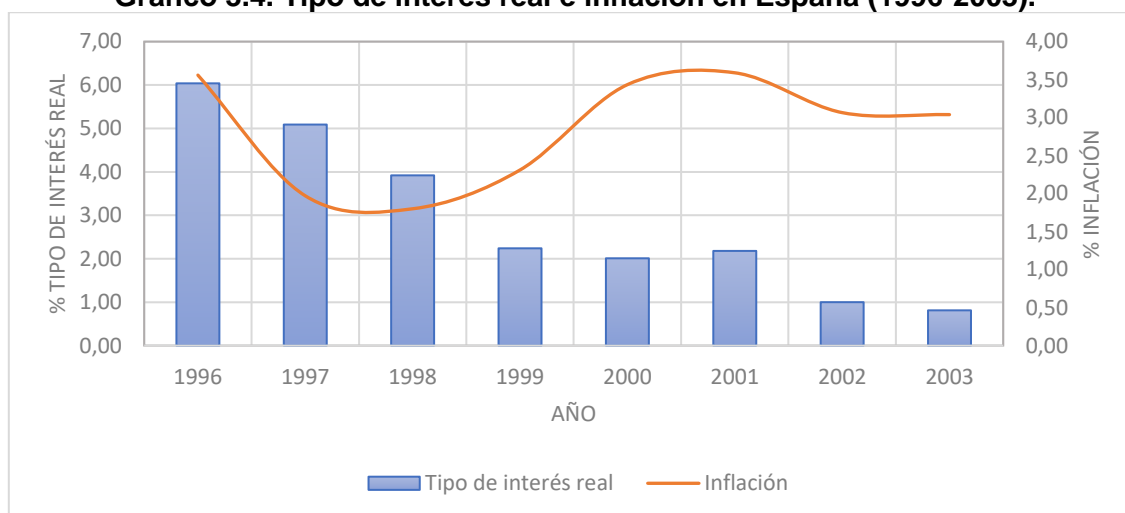
¹⁵ Se utiliza el índice de la Sociedad de Tasación porque el índice de precios ofrecido por el INE (Índice de Precios de la Vivienda - IPV), no se publicará hasta 2008.

¹⁶ La tasa de inflación no puede exceder en más de un 1,5 % la tasa de los tres Estados miembros con mejor comportamiento; y el tipo de interés a largo plazo no debe exceder en más de un 2 % el tipo de los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios.

- Vinculado al anterior factor, adquieren gran relevancia los tipos de interés, ya que como señala (García Montalvo, 1999) constituyen uno de los múltiples, pero al mismo tiempo, principales factores que determinan el precio de la vivienda. Por ejemplo, por cada punto que aumenta el tipo de interés, el precio de la vivienda se reduce en un 0,5% (García-Montalvo y Más, 1999).

El origen del problema surge porque, por un lado, España disminuyó los tipos de interés para cumplir los requisitos de convergencia necesarios para entrar en la Zona del Euro. Y, por otro lado, una vez adoptado el Euro, los tipos de interés reales disminuyeron al mismo tiempo que la tasa de inflación (y los precios de la vivienda) aumentaba, posibilitando el desarrollo de una “burbuja inmobiliaria” (Gráfico 3.4). En relación con este factor, existen estudios que demuestran que, además de la confianza, el exceso de liquidez y unos tipos de interés artificialmente bajos adquieren gran relevancia a la hora de la formación de burbujas especulativas (Taylor, 2009).

Gráfico 3.4. Tipo de interés real e inflación en España (1996-2003).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Comisión Europea (Tabla A-5)

- Un quinto factor es la propia la integración en la Unión Monetaria Europea, ya que una vez se forma parte de ella, la capacidad de actuación de los Estados para hacer frente a este tipo de burbujas especulativas se debilita pues se produce “*la pérdida del manejo del tipo del tipo de interés y del tipo de cambio como instrumentos para la consecución de objetivos económicos propios y en las consecuencias de ello a la hora de corregir la eventual aparición de desequilibrios*” (Malo de Molina, 2001, pp.13). Por tanto, solo cabe

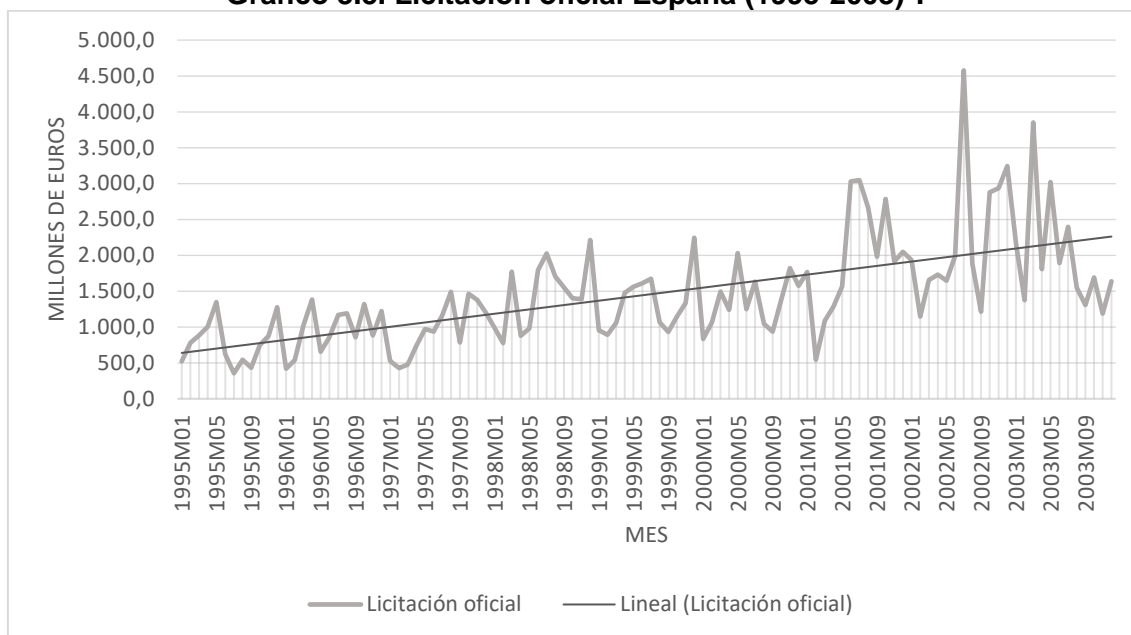
enfrentarse a futuros fenómenos económicos y desequilibrios externos vía de la política fiscal, ajustes estructurales o con medidas regulatorias del mercado. *“La imposibilidad de disponer de una política monetaria propia contribuyó decisivamente a la formación de una burbuja inmobiliaria en España. Con ella, el tipo de interés hubiera sido más elevado, menor el grado de especulación e inferior la demanda de viviendas”* (Bernardos Domínguez, 2009, pp.39).

- Sexto factor, el “estallido” de la burbuja de las “punto-com” porque tras su *“pinchazo”* (en el año 2000), los mercados bursátiles experimentaron una etapa de grandes turbulencias, que se alargó por tres años. Entre el año 2000 y 2003, la Bolsa de Madrid sufrió una caída del 40% (Tabla A-13 del Anexo). Simultáneamente, los precios de la vivienda, cómo se ha puesto de manifiesto anteriormente, ofrecían unas rentabilidades que se encontraban muy por encima de la tasa de inflación, provocando un efecto desplazamiento de la inversión desde el mercado bursátil hacia el sector inmobiliario (convirtiéndose la vivienda en un *“activo refugio”*), lo que estaba también ligado a una idea bastante generalizada entre la población española de que la inversión inmobiliaria es mucho más segura (García Montalvo, 2008). Una afirmación que, tal y como se comentará más adelante, resulta ser falsa.

- Séptimo factor, el papel desempeñado por las Administraciones Públicas desde todos los niveles de gobierno (local, autonómico y estatal). Porque, lejos de tratar de frenar este proceso de especulación mediante la aplicación de políticas anticíclicas¹⁸ (que, por otra parte, son bastante impopulares), continuaron alimentando el mismo, a través del aumento del gasto público, particularmente en obra pública e infraestructuras, tal y como puede observarse en el Gráfico 3.5.

¹⁸ Políticas que tienen por objeto suavizar las fluctuaciones del ciclo económico.

Gráfico 3.5. Licitación oficial España (1995-2003)*.



*Incluye edificación e ingeniería civil.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE (Tabla A-6).

Uno de los principales inconvenientes de una “burbuja inmobiliaria” es la creación de incentivos perversos para las Administraciones Públicas porque, año tras año, reporta cuantiosos aumentos de la recaudación tributaria (véase Tabla A-14 del Anexo). Además, en España existía una inadecuada regulación en el sector inmobiliario (con continuas modificaciones en la Ley del Suelo) tal como se explica a continuación.

- Octavo, a pesar de los múltiples intentos para fomentar el número de viviendas destinadas al alquiler (tratando así de reducir la presión sobre la demanda de viviendas) como fue el conocido Decreto Boyer¹⁹ o mediante deducciones en el IRPF por los rendimientos del capital inmobiliario, la propia Administración Pública contrarrestó estos posibles efectos positivos mediante políticas que incentivaron la compra de viviendas vía deducciones en el IRPF. Debido a la transferencia de competencias fiscales del Estado a las CCAA, en función de en cuál de ellas consideremos, el subsidio oscilaba del 20% al 50%

¹⁹ Real Decreto-Ley 2/1985, de 30 de abril, sobre Medidas de Política Económica. B.O.E.- <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1985-8402>.

del precio de compra. Ello favoreciendo principalmente a las rentas más bajas y más altas, provocando el efecto “U” (García Montalvo,1999, pp.25).

Las medidas destinadas a ayudar a los colectivos más necesitados contribuyeron también a incrementar el precio de la vivienda, porque al tratarse de un bien inelástico, los promotores incorporaron el “subsidio” al precio final de la vivienda, elevando el coste para las cuentas públicas. Entre 1979 y 2010, la desgravación fiscal por adquisición de vivienda tuvo un coste de 77.560 millones de euros y en el periodo 2000-2009 fue de 53.000 millones de euros, que representa aproximadamente el 5% del PIB (Tabla 3-1). El valor máximo se registra en 2006, con cerca del 0,5% PIB (Raya, 2012, pp.2). A ello habría que añadir lo que se dejó de recaudar por IVA al no tributar la vivienda al tipo general. En el año 2003, España compartía, con Dinamarca, el liderazgo en gasto público dedicado a financiar la vivienda, ascendiendo al 1,4% del PIB (Banco Central Europeo, 2003, pp.40).

Tabla 3-1. Coste recaudatorio de la desgravación del IRPF.

Año	Coste recaudatorio
2006	6.311 millones de €
2007	5.217 millones de €
2008	5.418 millones de €
2009	5.049 millones de €
2000-2009	53.000 millones de €

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del informe (Raya, 2012).

- Noveno, uno de los principales problemas es la inseguridad jurídica vinculada a los Planes Generales de Ordenación Urbana (P.G.O.U.), que en principio deberían estar concebidos para no sufrir importantes modificaciones a medio y largo plazo. Sin embargo, en España, dichos Planes suelen alterarse frecuentemente, provocando el pago de una “prima de riesgo” por la compraventa de cualquier parcela, debido a la incertidumbre que genera el no saber si en el corto plazo será o no urbanizable (García Montalvo, 1999).

- Décimo, el rápido incremento de la inversión extranjera en la actividad inmobiliaria entre los años 1996 y 2003 (año en la que alcanzará su máximo

histórico), multiplicándose cerca de 6 veces²⁰ (Rubio de Juan, 2006). Este factor explicativo se podría considerar, a la vez, también como una manifestación clara de la existencia de una “burbuja inmobiliaria”.

- Por último, un elemento de gran importancia, y esencial en cualquier burbuja, es el componente psicológico, y en concreto, las expectativas de los agentes económicos. En el caso español predominaron las siguientes afirmaciones, que resultan fácilmente falsables (García Montalvo, 2008):

- “*El precio de la vivienda nunca baja*”, para contrastar esta cita, muy popular por entonces, solo hacía falta fijarse en el comportamiento de los precios 10 años antes para certificar que, en ciudades como Madrid o Barcelona, tras la crisis económica anterior los precios sufrieron bruscas caídas Montalvo (2003). Afirmación que se vincula con “*la inversión en vivienda es siempre segura*”. También falsa porque, como se puso de manifiesto, en los años 90 se produjo un descenso de su precio. Aunque puede encontrar cierto sustento en la tangibilidad de los activos inmobiliarios.
- “*En ciudades donde hay poco suelo el precio siempre sube más deprisa*”. Falsa, porque en Japón y Hong Kong, durante la crisis asiática, los precios del suelo bajaron. Ello, a pesar de ser países muy densamente poblados²¹.
- “*Los precios en España subirán hasta converger con los niveles UE*”, no siendo posible su aplicación a los bienes inmuebles porque, a diferencia de cualquier otra mercancía, poseen mayor rigidez para su comercialización y “*su precio se fija en mercados locales*” (García Montalvo, 2003, pp.5).

²⁰ Según datos del Banco de España, en 1995, rondaba los 1.100 millones euros, en el 2003 ascendía a 7.000 millones de euros (Rubio de Juan, 2006).

²¹ En Hong-Kong y Japón hay 6.800 y 300 personas por kilómetro cuadrado respectivamente (García Montalvo, 2008), mientras que en España 92 (Datos Macro, 2018).

- *“Mejor comprar que alquilar porque alquilar es tirar el dinero”*, esta afirmación penetró totalmente en la sociedad española. Cuando un agente adquiere una vivienda, más aún si es joven, este será muy probablemente su único activo. Colocando todos *“huevos en la misma cesta”*, siendo muy peligroso desde un punto de vista de sostenibilidad financiera.
- *“La vivienda siempre proporciona una rentabilidad mayor”*. Afirmación totalmente errónea porque las acciones o cualquier otro activo financiero puede dar más rendimiento.
- *“Si hay problemas con el pago se puede reestructurar la deuda con el banco”*. Tiene un límite, siendo la propia vida del adquirente, a lo que hay que sumar el coste en términos de intereses al ejercer dicha opción.
- Por último, en España cada mes se publica un informe sobre los precios de la vivienda, uno por TINSA, otro por Sociedad de Tasación y por el INE (cada una difunde un informe al trimestre) provocando cierta presión en la sociedad y alimentado el proceso al considerar que cada mes el precio de su vivienda era mayor. Sin embargo, la realidad era que los tres informes reiteraban básicamente la misma información, siendo la principal diferencia el momento temporal de su publicación.

3.2.2 Primeras manifestaciones.

Si bien es cierto que el origen de la “burbuja inmobiliaria” se puede vincular con el año 1996, no fue hasta el año 1999 cuando la prensa española comenzó a hacerse eco de dicho fenómeno (Tabla 3-2). A partir de entonces, el número de publicaciones e informes en los que aparece recogida la palabra “burbuja inmobiliaria” crecieron exponencialmente.

Tabla 3-2. Alusiones a la "burbuja inmobiliaria" en la prensa española.

	1999	2000	2001	2002	2003
El País	5	1	9	37	169
La Vanguardia	3	4	8	29	126
Cinco Días	0	0	1	31	142
El Mundo	0	0	3	35	24
ABC	0	0	0	9	79
Total	8	5	21	141	640

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de (García Montalvo, 2008).

A la vez que se publicaban estas informaciones, se divulgaban también diversos informes de organismos tales como el BBVA Research, The Economist e incluso del propio Banco de España que ya alertaban de una sobrevaloración de los precios de la vivienda cercana al 30% (Tabla 3-3).

Tabla 3-3. "Burbuja inmobiliaria" según institución.

Institución	Fecha	Tamaño de la burbuja	Método
Situación Inmobiliaria BBVA	Diciembre 2002	28%	Regresión de precios
FUNCAS	Abril 2003	28.5%	Ratio precio/alquileres
The Economist	Julio 2003	30%-52%	Ratio precio/alquileres
Banco de España	Septiembre 2003	8%-20%	Regresión-ratio alquiler/precio

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de (García Montalvo, 2003).

Hasta el punto que se llega a señalar que: *"La diferente evolución de las magnitudes económicas y las del mercado inmobiliario está dando lugar a incertidumbres sobre la existencia de una burbuja inmobiliaria."* (BBVA Research, 2002, pp. 3). A lo que se añadía que: *"Además, la capacidad de pago de las familias se está deteriorando desde 1999. El aumento de los precios por encima de la capacidad de pago de los agentes indicaría que existe el riesgo de burbuja"* (BBVA Research, 2002, pp.16). Incluso el Banco de España advirtió que *"Los niveles actuales evidencian una cierta sobrevaloración"* (Banco de España, 2002, pp.20). No obstante, dicha institución esquivaba el uso de la palabra "burbuja" lo que provocó muchas críticas (García Montalvo, 2008). Las advertencias procedían también de

medios especializados extranjeros: *“Over the past few years, house prices have been booming almost everywhere except Germany and Japan. Since the mid-1990s, house prices (...) Spain (...) have all risen by more than 50% in real terms (...) Within the next year or so those bubbles are likely to burst, leading to falls in average real house prices of 15-20%”*²² (The Economist, 2003).

En cuanto a las valoraciones, se ha estimado que, del 28% de la sobrevaloración que se produjo entre 1999 y 2002, 12,7 puntos porcentuales se debían al “efecto euro”²³ y “efecto refugio”, los restantes 15,3 puntos a “expectativas no fundamentales de revalorización”. *“Con los datos hasta el tercer trimestre de 2002, más del 50% de la revalorización del precio relativo de la vivienda de este último año se debe al fenómeno de la “burbuja”* (Balmaseda, Ignacio, & Sebastián, 2002, pp.31).

Pese a todas las advertencias, en octubre de 2003, el Presidente José María Aznar declaró: *“Vamos a construir el año que viene 650.000 nuevas viviendas, más que Francia y Alemania juntas”* y Rodrigo Rato (nombrado presidente del FMI meses más tarde) *“Creo que nadie puede pensar, sensatamente, que estamos ante una burbuja inmobiliaria”* (La Sexta, 2017). Algunos años antes, en 1998, para solucionar el incipiente problema de falta de vivienda, el gobierno de José María Aznar promulgó la Ley del Suelo²⁴, en cuya exposición se establecía lo siguiente *“Dada la situación del mercado de suelo y la vivienda se hace necesaria la aprobación de unas primeras medidas que*

²² Traducción: “En los últimos años, los precios de las casas han experimentado un boom en casi todos los lugares excepto Alemania y Japón. Desde mediados de los 90, los precios de la vivienda en España han aumentado un 50%. En el próximo año más o menos la burbuja estallará, con una caída en el precio entre el 15- 20%”.

²³ El primero de esos efectos consiste en que el afloramiento de efectivo atesorado ante el canje de monedas y billetes de pesetas a euros pudo estimular la compra de bienes de consumo y de activos inmobiliarios. Y el segundo que, ante el deterioro de los activos bursátiles, los inversores podrían haberse “refugiado” en los activos inmobiliarios” (Balmaseda, Ignacio, & Sebastián, 2002, pp. 31).

²⁴ Ley 6/1998, de 13 de abril, sobre régimen de suelo y valoraciones. B.O.E: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1998-8788>

ayudarán a incrementar la oferta de suelo con la finalidad de abaratar el suelo disponible. (...) Orientadas a simplificar los procedimientos y a acortar los plazos vigentes. Se conseguirá así avanzar en el logro del objetivo público de garantizar con mayor facilidad el acceso a la vivienda y reducir la enorme discrecionalidad ahora existente”.

En principio, la Ley parecía estar bien encaminada porque pretendía, como se establece en su exposición de motivos, aumentar la cantidad de suelo urbanizable; es decir, sobre el que se puede construir vivienda, para lograr una bajada de su precio al incrementar la oferta y, a su vez, conseguir que el precio de la vivienda fuese menor. El problema se encuentra en que el precio del suelo se determina, no tanto por el suelo disponible o su oferta, que es muy inelástica (por su propia naturaleza), sino por la cantidad de viviendas que se pueden construir en él y, lógicamente, el precio que se puede obtener por ellas (García Montalvo, 1999). Por consiguiente, intentar solucionar dicho problema centrándose en este factor no es lo más acertado.

Además, el suelo es uno de los múltiples factores que afecten al coste producción de una vivienda, como recoge la Tabla 3-4. La influencia final del precio del suelo varía según el ciclo económico y el área metropolitana. Destaca el caso de Madrid, donde llegó a representar el 42% del precio en 1988 (García Montalvo, 1999).

Tabla 3-4.Descomposición del precio medio de la vivienda.

Factor	Total=100%
Coste de edificación y venta	60,03%
Coste total del suelo	24,30%
Beneficio industrial	9,23%
IVA sobre el precio de venta	6,40%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de (García Montalvo, 1999).

4 EL BOOM INMOBILIARIO (2004-2008).

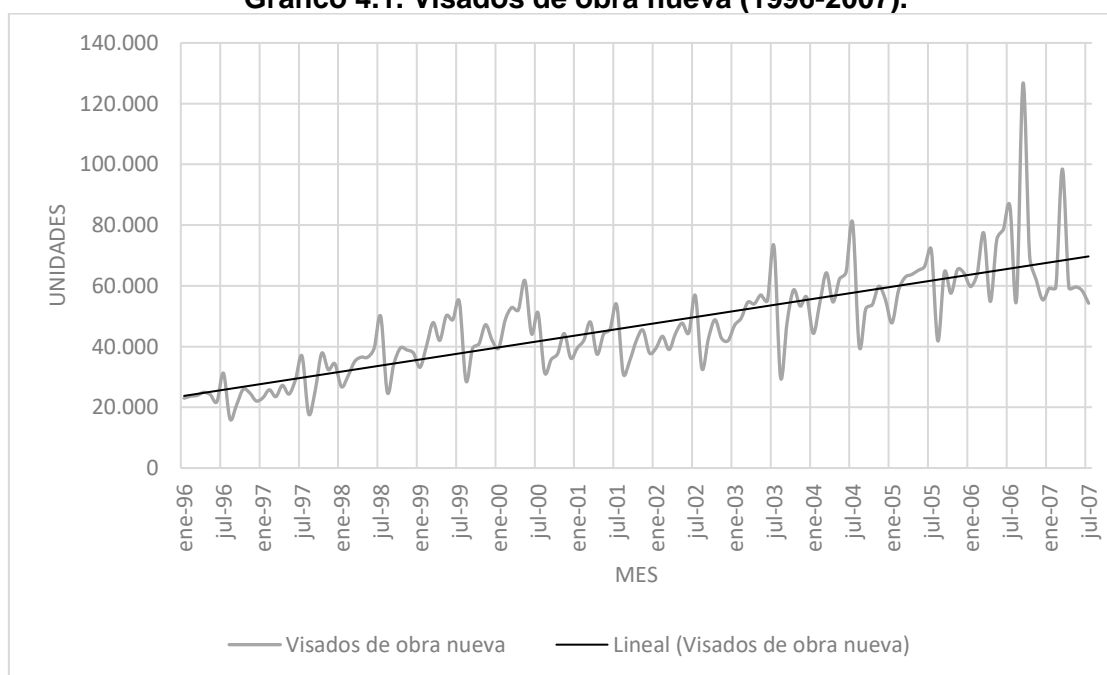
Una vez señalados los factores que condujeron al desarrollo de la “burbuja inmobiliaria” en España y sus primeras manifestaciones, se analizan a continuación sus efectos en el periodo 2004-2008. Cabe señalar que, si bien el “pinchazo” en la construcción de viviendas tuvo lugar entre finales de 2006 y mediados de 2007, los precios continuaron creciendo hasta junio de 2008.

4.1 Manifestación en el ámbito constructor e inmobiliario.

- Construcción de viviendas.

Entre enero de 2004 y julio de 2007 (fecha en que comienza a debilitarse la construcción) se concedieron una media de 64.000 visados de obra nueva al mes. Solo en 2006 se otorgaron 865.000 visados y se iniciaron 760.000 viviendas²⁵. Triplicando ambas variables la actividad del año 1996 (Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1. Visados de obra nueva (1996-2007).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (Tabla A-2).

²⁵ Entre 1998 y 2005 se duplicó el número de viviendas visadas al año y las VPO iniciadas se incrementaron en un 56%, alcanzando la cifra de 69.350 unidades (Banco de España, 2018, a).

- Demanda y stock de vivienda.

Unas 700.000 viviendas se iniciaron anualmente durante estos años y ello, a pesar de que las previsiones más optimistas realizadas por agencias especializadas situaban la demanda real de viviendas aproximadamente en 475.000 al año (Tabla 4-1), en la confianza en que el stock fuera absorbido por la demanda extranjera. Según el Ministerio de Fomento, en el año 2006, la cantidad de viviendas compradas por extranjeros fue de 96.000, lo que supone un máximo histórico.

Tabla 4-1. Demanda de viviendas (2003-2008). Escenario central.

Año	Total	Principales	Secundarias Españoles ²⁶	Secundarias Extranjeros	Inversión
2002	646,541	307,800	108,429	114,612	115,700
2003 (p)	584,948	261,700	87,171	87,877	148,200
2004 (p)	561,598	240,833	90,705	83,405	146,655
2005 (p)	497,152	242,111	71,962	79,104	103,975
2006 (p)	482,652	242,111	78,778	81,546	80,217
2007 (p)	465,950	242,111	75,519	84,053	64,267
2008 (p)	454,329	242,111	70,810	86,628	54,780
Media	475,021	242,111	74,267	82,833	75,810
% medio		50,97%	15,63%	17,44%	15,96%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos (AFI, 2003).

Como resultado, las transacciones inmobiliarias alcanzaron el máximo en 2006, con 955.000 operaciones (12% más que en 2004) (Tabla A-9 del Anexo). El dilema era que muchas viviendas se quedaban vacías, comprándose por motivos especulativos de cara a obtener rentabilidad en el futuro (García Montalvo, 2008). Ello, en parte se explica porque, desde los años 80, los rendimientos de alquilar una vivienda frente a revenderla eran menores²⁷ a pesar de las medidas introducidas por los gobiernos para hacer

²⁶ El porcentaje de segundas residencias de los españoles es la segunda más alta de la UE, solo detrás de Grecia (de María Navacerrada, 2015).

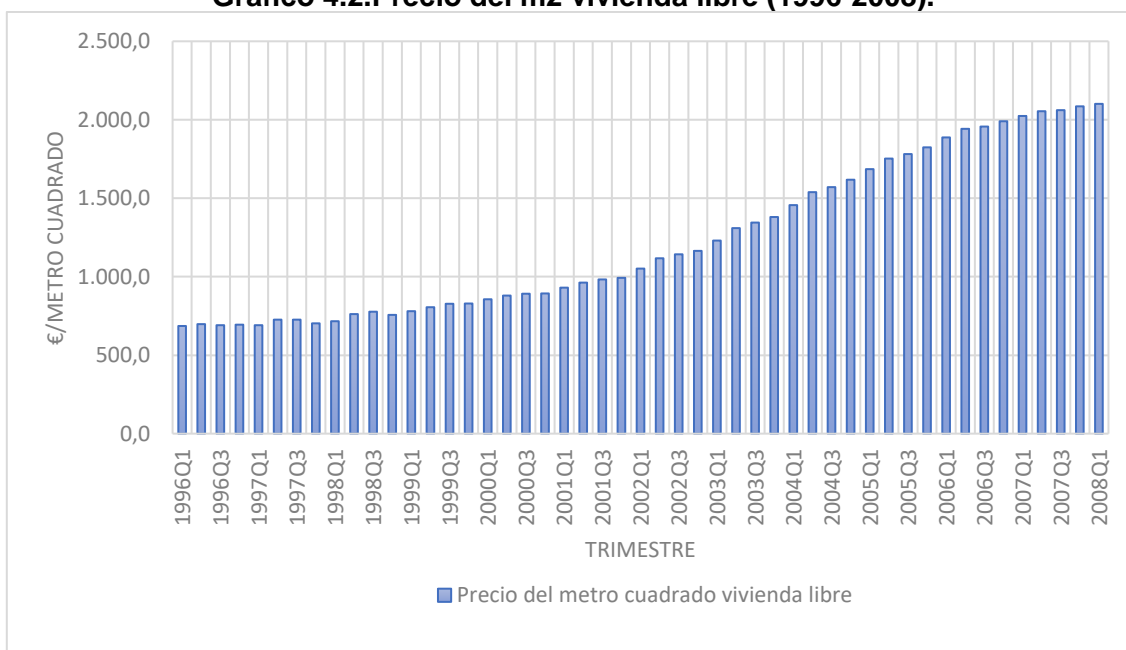
²⁷ Entre el año 1999 y el 2007, la rentabilidad por revender la vivienda se situó en el 20%. Mientras que la rentabilidad por alquilar en 1999 era del 6,5% y en el año 2007 del 2,9% (Banco de España, 2018, a).

más atractivo el arrendamiento de inmuebles. En el año 2006, solo una parte del aumento de la demanda de la vivienda se podía explicar por factores vinculados a ella, ya sea el incremento de los ocupados²⁸, la llegada de inmigrantes²⁹ o los bajos tipos de interés (García Montalvo, 2008). Como consecuencia, el número de viviendas nuevas vacías se situó en el año 2008 en 583.000, el triple de las que había en el año 2005 (Ministerio de Fomento, 2015, pp.3).

- Precio.

Entre el año 2004 y el año 2008, el precio del metro cuadrado de la vivienda libre subió un 50% alcanzando los 2.100 € el metro cuadrado y triplicándose desde el año 1996 (Gráfico 4.2). A diferencia de la actividad constructora, los precios continuaron incrementándose durante 2007, siendo a partir de mediados del año 2008 cuando comenzaron a descender.

Gráfico 4.2. Precio del m2 vivienda libre (1996-2008).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE (Tabla A-10).

²⁸ Entre 2003 y 2008 se crearon alrededor de tres millones de puestos de trabajo (Ministerio de Fomento, 2018, a).

²⁹ Entre 2003 y 2008 los extranjeros censados en España se duplicaron (INE, 2018, b).

El aumento del precio de la vivienda acabó reflejándose también en un incremento de la riqueza de las familias españolas³⁰, que se situó en 8 billones de euros en 2008, cuatro veces más que en 1996 (Tabla A-11 del Anexo).

Uno de los principales inconvenientes es que el esfuerzo teórico anual para hacer frente al pago de una hipoteca, entre los años 1997 y 2008, aumentando en 17,5 puntos a pesar de las ayudas otorgadas por la Administración y del auge de los salarios nominales. El máximo se alcanzó a finales de 2008 situándose en el 52%. Paradójicamente, al mismo tiempo que los precios subían, los salarios reales se contraían a pesar de la bonanza económica, como se aprecia en la Tabla 4-2. Hecho que motivo el desplazamiento hacia el alquiler, situándose en el año 2007 en el 13,6%. Anteriormente no alcanzaba el 10% (Banco de España, 2018, a).

Tabla 4-2. Tasa de variación de la compensación real y nominal (%).

Año	Compensación nominal	Compensación real
2004	3,28	-0,61
2005	3,67	-0,47
2006	3,93	-0,04
2007	4,72	1,35
2008	6,85	4,61

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Comisión Europea (2017).

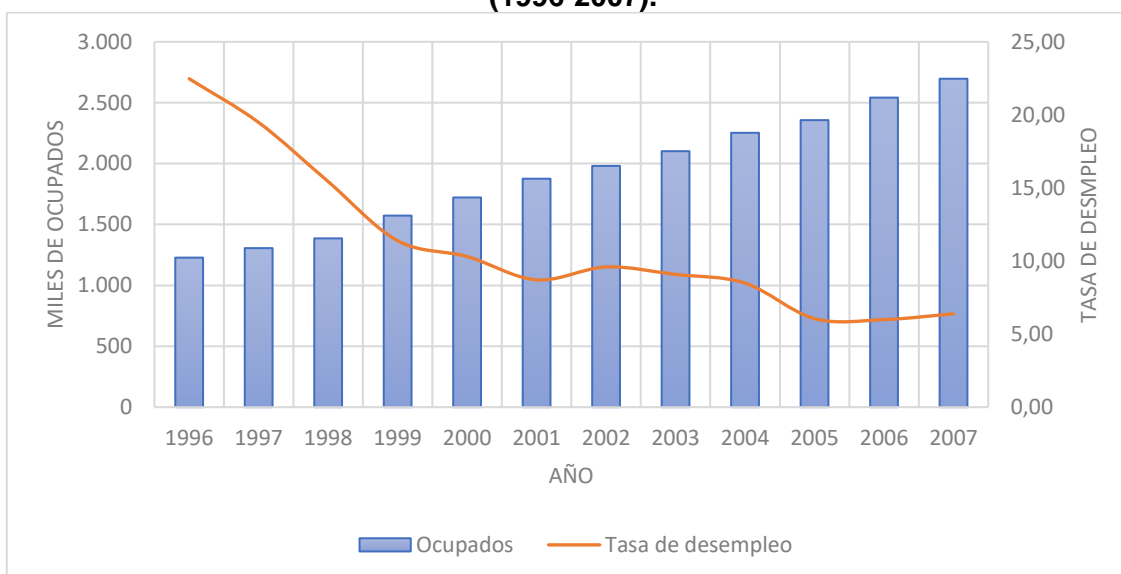
- Empleo y estructura empresarial.

Durante este período, el empleo en el sector de la construcción creció de forma espectacular, ocupando en su nivel máximo a 2.6 millones de trabajadores (Gráfico 4.3), aproximadamente el 13% sobre el total³¹. De los 6 millones de puestos de trabajo creados entre 1996 y 2007, el 23% estaba ligado a este sector económico.

³⁰ Según el Banco de España, la vivienda ha representado los últimos 20 años el 70% de la riqueza familiar (Banco de España, 2018).

³¹ “En un análisis a largo plazo, el empleo normal de este sector se situaría en torno al 7,5-10%” (Consejo Económico y Social, 2016, pp. 18).

Gráfico 4.3. Ocupados y tasa de desempleo en el sector construcción (1996-2007).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento (Tabla A-7).

Simultáneamente, tuvo su reflejo en la estructura empresarial. En el año 2008 el número de empresas vinculadas a las actividades de la construcción e inmobiliarias se duplicaron en comparación a las existentes en 1998, alcanzando una cifra aproximada de 600.000 (Tabla A-8 del Anexo).

- Aportación al PIB.

Para entender mejor el alcance que tuvo el “boom inmobiliario” en relación con el resto de la economía, cabe señalar que: *“entre 1996 y 2008 la economía española generó 240 miles de millones de € de VAB, un 20% procedente directamente de la construcción y las actividades inmobiliarias. La elevada capacidad de arrastre de la construcción eleva el peso de los sectores ligados a ella hasta el 35% del total”. El crecimiento promedio anual de los sectores ligados a la construcción ha sido del 4,2%, 1,3 puntos más que en el resto de la economía de mercado* (Domenech, 2011, pp.6). Alcanzando su máximo peso relativo sobre el VAB en 2006, con un 11,7% (Consejo Económico y Social, 2016).

4.2 Comportamiento del sector financiero y del mercado bursátil.

- Sector financiero.

Este sector tiene un papel esencial en la burbuja. Precisamente por conceder financiación a empresas y consumidores y por rebajar las condiciones en que les proporcionaban los recursos. Esto se puso en evidencia en 2006, cuando el 20% de los préstamos para la adquisición de vivienda eran considerados de alto riesgo³².

Parte de dicha laxitud se puede explicar por la feroz competencia habida entonces. En el año 2008 existían cerca de 62 entidades de crédito, lo que implicaba bajos márgenes. Por consiguiente, para lograr mayores beneficios, se veían obligadas a incrementar el volumen de negocio mediante reducciones de los tipos de interés y de las condiciones. Como consecuencia, los tipos de interés para nuevas hipotecas en España eran inferiores al tipo medio de la UE, tal y como explica García Montalvo (2008).

“Durante este periodo se observó una reducción diferencial sobre el Euribor, un alargamiento del plazo de devolución de las hipotecas, una mayor flexibilidad en el retorno del capital prestado, así como la concesión de préstamos por importes más próximos al precio de la vivienda e, incluso en bastantes casos, superiores a él. Todos estos factores incrementaron notablemente la capacidad de endeudamiento de las familias, su disponibilidad de pago por una vivienda y contribuyeron decisivamente, a generar un gran boom de demanda y una importante alza del precio de la vivienda” (Bernardos Domínguez, 2009, pp.30).

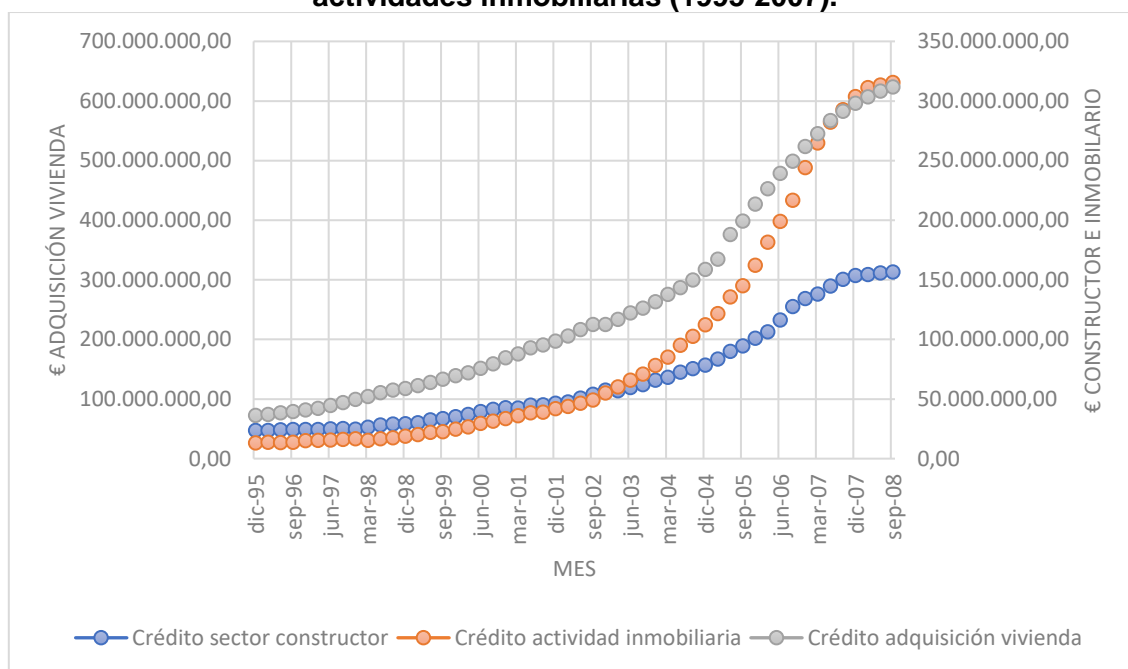
Además, entre las entidades financieras y sociedades de tasación había una estrecha vinculación, favoreciendo un mayor número de créditos de alto riesgo: *“es necesario que las sociedades de tasación sean aisladas*

³² Según las circulares del Banco de España, las hipotecas de cuantía superior al 80% del valor de tasación de la vivienda son consideradas de alto riesgo.

convenientemente de las entidades financieras que conceden créditos”. “Para evitar que los precios tasación se ajusten a las necesidades de financiación. (García Montalvo, 2007, pp. 152-153).

Tanto el incremento de proyectos empresariales (vinculados con la promoción inmobiliaria) como las hipotecas para adquirir vivienda provocaron un elevado crecimiento de la deuda, absorbiendo cerca del 45% total del crédito destinado a actividades productivas (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.4. Crédito destinado a la adquisición vivienda, sector constructor y actividades inmobiliarias (1995-2007).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (Tabla A-12).

- Mercado bursátil.

Durante el periodo 2004-2007, el valor de las empresas cotizadas en Bolsa vinculadas a la construcción subió un 250%, mientras que el Ibex-35 (en su conjunto) creció en un 50% (Tabla A-13 del Anexo). Destacando sociedades como Sacyr, Colonial y Quabit experimentado, respectivamente, incrementos del 500%, 1.700% y del 900% (Yahoo Finanzas, 2018).

En 2007 (momento de mayor apogeo de la burbuja) un gran número de españoles accedieron a la prestigiosa lista Forbes de hombres más ricos del mundo. Entre los 20 españoles con más fortuna, 13 estaban vinculados con el

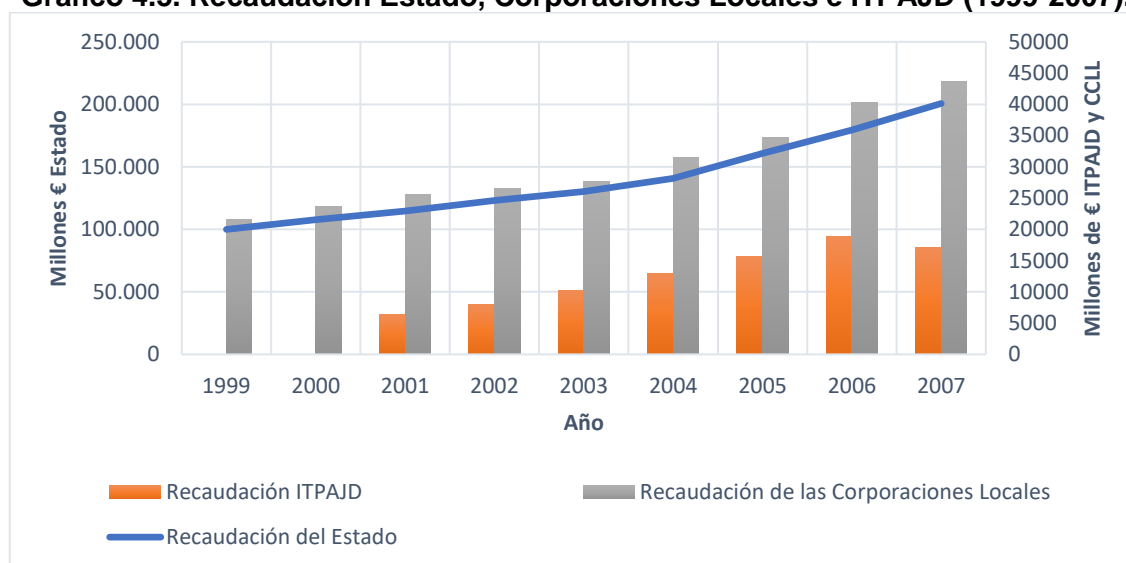
sector constructor e inmobiliario, destacando la Familia del Pino (Propietarios de Ferrovial), Enrique Bañuelos (Quabit) y las Koplowitz (FCC) (Forbes, 2007).

Al mismo tiempo se crearon gigantes empresariales vinculados a este negocio como fueron Martinsa-Fadesa (tras la OPA de Martinsa sobre Fadesa por 4.045 millones de euros (El Mundo, 2006), Reyal Urbis, ACS, OHL, FCC, Cementos Portland, etc.

4.3 Actuación de la Administración Pública.

La Administración Pública, en el corto plazo, también se benefició de la “burbuja inmobiliaria”. Al incrementarse a elevadas tasas los recursos tributarios de los que disponía (Gráfico 4.5). El caso más ejemplificativo se produjo en las Corporaciones Locales, donde el Impuesto de Bienes Inmuebles (IBI) y el Impuesto sobre Construcciones, Instalaciones y Obras (ICIO) llegaron a representar el 30% de todos sus recursos.

Gráfico 4.5. Recaudación Estado, Corporaciones Locales e ITPAJD (1999-2007).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Hacienda (Tabla A-14).

Ello permitió reducir la ratio deuda pública/PIB³³ y, al mismo tiempo, aumentar el presupuesto destinado a obra pública (alimentando también la burbuja)³⁴.

³³ Entre 1996 y 2007 se redujo del 65 al 35% del PIB (Delgado, García, & Zubimendi, 2016).

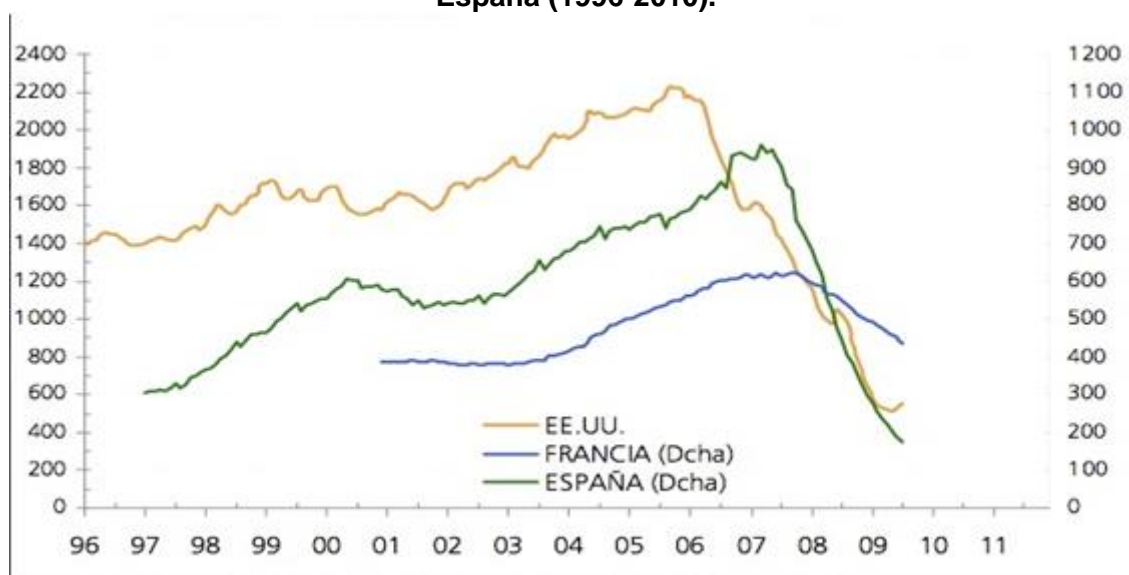
4.4 Comparativa internacional.

Por último, para comprender el alcance real de la “burbuja inmobiliaria” en España, es conveniente comparar la situación con el resto del mundo.

- Construcción de viviendas.

Durante este período, en EE. UU, país que también sufrió una “burbuja inmobiliaria”, y que tiene 10 veces más habitante que España, el número máximo de visados concedidos en un año llegaron a 2.200.000. En Francia, con el doble de población que España, se alcanzó un máximo de 600.000 en el año 2006. En España, como se indicó anteriormente, se otorgaron 865.000 visados en el año 2006. Dicha comparativa se puede apreciar en el Gráfico 4.6.

Gráfico 4.6. Comparativa en la construcción de vivienda: EE. UU., Francia y España (1996-2010).



Fuente: Tomado de Garrigasait (2008).

A su vez, España duplicó el crecimiento en el volumen de producción en sector constructor frente a la Unión Europea (UE) (Tabla A-15 del Anexo). No

³⁴ Entre 1996 y 2006, Los recursos destinados a obra pública se cuadruplicaron. (Tabla A-6 del Anexo).

obstante, esta expansión no fue homogénea en cuanto al tipo de vivienda, centrándose especialmente en la orientada hacia al mercado libre³⁵.

- Precio de la vivienda.

De forma similar se manifestó en el precio de la vivienda, creciendo 26 puntos porcentuales más que en la Unión Europea. Al mismo tiempo que, por ejemplo, las tasas de crecimiento en España triplicaban a la de los Países Bajos, mientras que en Alemania se encontraban estancados. Irlanda también experimentó el fenómeno de la “burbuja inmobiliaria” con efectos similares a los manifestados en España, incrementándose el precio de la vivienda un 71% entre los años 2000 y 2007 (Tabla A-16 del Anexo).

- Propiedad versus alquiler.

En España el número de viviendas destinadas al alquiler ha sido siempre menor que en países como Dinamarca o Alemania, donde la propiedad se sitúa en torno al 60%. En España se ha mantenido en cifras de entre el 10 y 13% según datos del Banco de España. No obstante, a raíz del incremento de los precios y de la crisis económica posterior, dicha cifra se ha incrementado actualmente hasta el 17% (Banco de España, 2018, a).

³⁵ Desde los años 90 hasta el 2007 la importancia de las Viviendas de Protección Oficial se redujo considerablemente, representando el 10% de las iniciadas en el año 2007 frente a los años 90 cuando suponían el 30% (Banco de España, 2018, a).

5 CRISIS INMOBILIARIA Y SITUACIÓN ACTUAL (2008-2018).

Para entender cómo y por qué se produce el “pinchazo” de la “burbuja inmobiliaria” se ha de considerar la necesidad de financiación de la economía española. Desde el inicio de la burbuja hasta el año 2008, la deuda privada (tanto de familias como de empresas) se incrementó de manera significativa³⁶, situando a España en un contexto de gran fragilidad y dependencia respecto del ámbito internacional. *“La fuerte dependencia del resto del mundo en términos de deuda externa puso en tela de juicio la sostenibilidad del patrón de crecimiento”* (Bergés Lobera & Baliña Veities, 2015, pp.1). Dicha fragilidad se confirmó con el inicio de la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, cuyos efectos se reflejaron de forma indirecta en el mercado inmobiliario español al restringirse la capacidad para obtener financiación extranjera, tanto de las cajas de ahorro como de los bancos (Bernardos Domínguez, 2009).

5.1 “Pinchazo” de la burbuja.

La crisis de las actividades de construcción e inmobiliarias se observan en los siguientes indicadores:

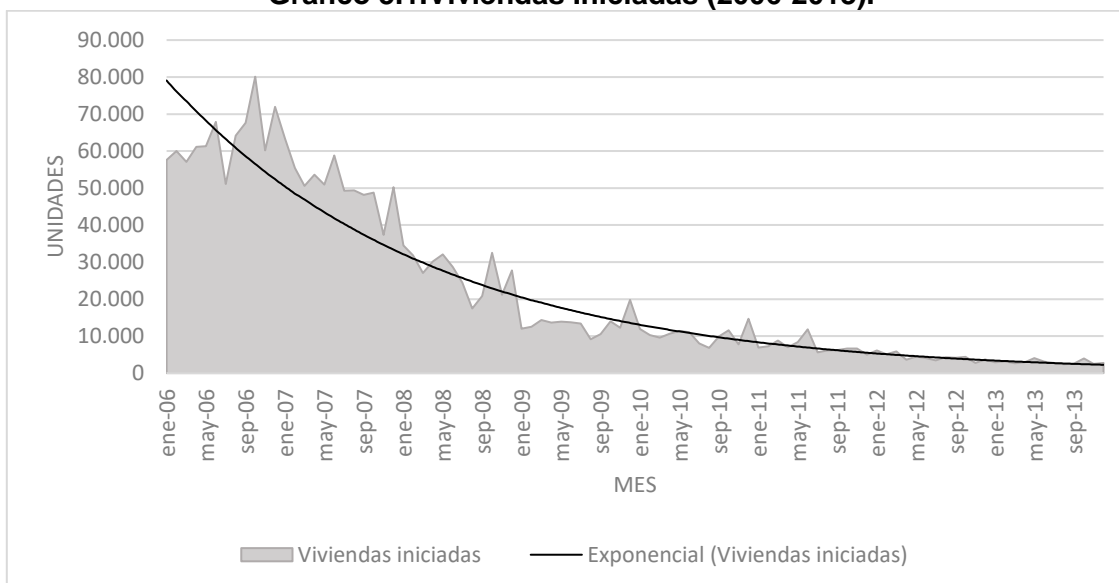
- Viviendas iniciadas, transacciones inmobiliarias y precio del metro cuadrado.

Cómo se mencionó en el punto anterior, en función de en qué indicadores nos fijemos, se puede llegar a situar el “pinchazo” de la burbuja en un año u otro:

- Respecto al número de viviendas iniciadas, dicha circunstancia se produjo a lo largo del año 2007, iniciándose un intenso ajuste cuya duración se alargó hasta el año 2014. Con una reducción del 95,5% (Gráfico 5.1).

³⁶ En el año 2008, representaba más del doble del PIB, según datos del Banco de España. De ese total, la mitad procedía de financiación externa (Berges & Baliña, 2015).

Gráfico 5.1. Viviendas Iniciadas (2006-2013).

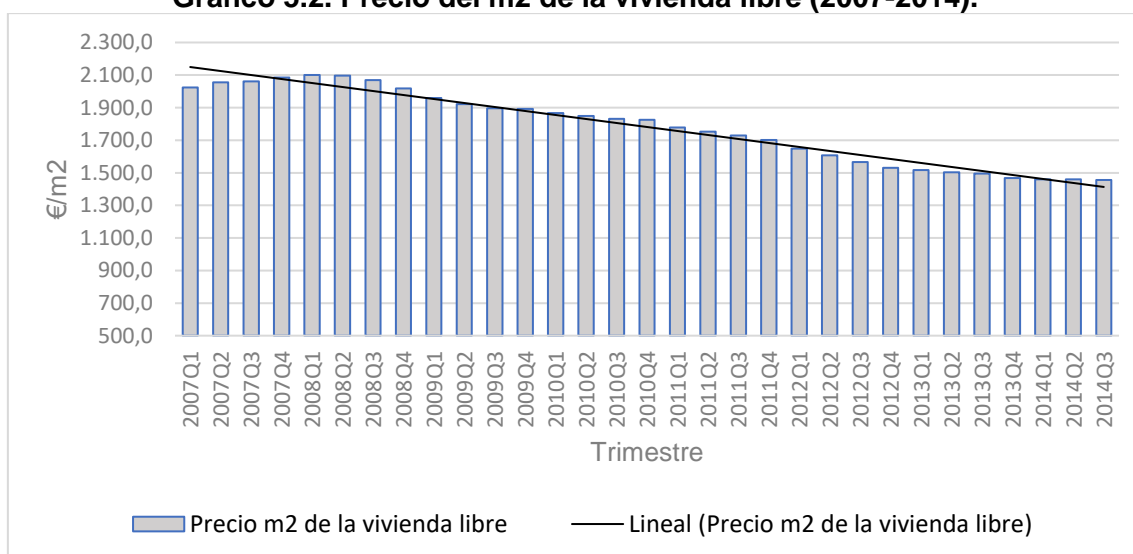


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (Tabla A-17).

- Las transacciones inmobiliarias presentaron similar comportamiento, pero con un descenso menor, en concreto, del 65,5% según datos del INE (Tabla A-9 del Anexo).

- Por otro lado, el precio de la vivienda comenzó a mostrar signos de agotamiento en el año 2007. Sin embargo, no fue hasta el segundo trimestre del año 2008 cuando el precio comenzó a descender, tendencia mantenida durante los siguientes 7 años con una caída cercana al 50% (Gráfico 5.2). Afectando especialmente a la riqueza familiar y a las garantías hipotecarias.

Gráfico 5.2. Precio del m2 de la vivienda libre (2007-2014).



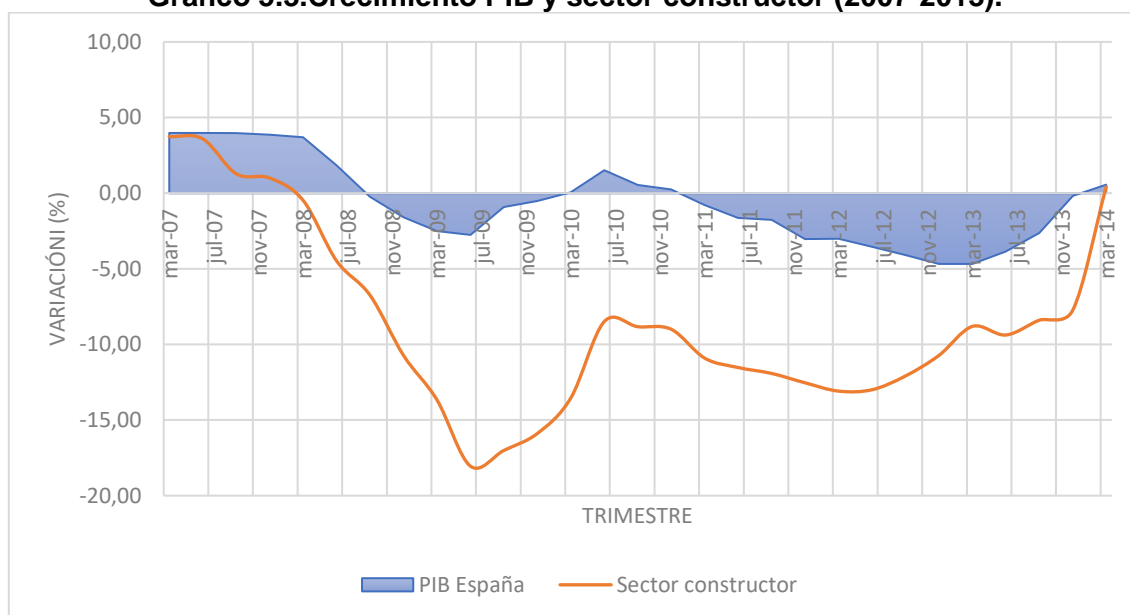
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE (Tabla A-10).

- Producto Interior Bruto.

El “pinchazo” de la “burbuja inmobiliaria” no tuvo efectos inmediatos en el resto de los sectores ya que durante el año 2007 la economía española creció un 3,8%, a pesar de que el número de viviendas iniciadas se aminoró un 32% entre el año 2006 y 2007³⁷. Situación que se puede justificar por el “efecto arrastre” en los demás sectores y en la mano de obra necesaria para ejecutar las viviendas planteadas años atrás. Al mismo tiempo, la licitación oficial se descendió un 20%³⁸.

Durante el año 2008 las consecuencias del “pinchazo” comenzaron a reflejarse en la economía española desacelerándose el crecimiento de forma acusada³⁹. Al año siguiente, España entró en recesión afectando principalmente a la actividad constructora (Gráfico 5.3).

Gráfico 5.3. Crecimiento PIB y sector constructor (2007-2013).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (Tabla A-3).

³⁷ En 2006 se iniciaron 760.000 mientras que en el 2007 la cifra se redujo hasta las 615.000 según datos del Banco de España (Tabla A-17 del Anexo).

³⁸ En 2006 la licitación oficial alcanzó los 44.000 millones de euros, mientras que en el 2007 se redujo a 37.000 millones según datos del INE (Tabla A-6 del Anexo).

³⁹ Disminuyendo del 3,8% al 1,1% entre el año 2007 y 2008 .

La influencia de las actividades constructoras e inmobiliarias en la evolución del PIB es fundamental, por ejemplo, en el año 2011 el PIB podría haber crecido el 2,2% si no se hubieran considerado dichas actividades. Entre los años 2007 y 2014 el VAB de la actividad constructora redujo su participación en el PIB del 11,7% al 5,4% según datos de Contabilidad Nacional (Domenech, 2011). De los 85.000 millones de PIB en el periodo 2007-2014, 61.000 millones correspondían a construcción (Martínez Abascal, 2017). Situando su participación muy por debajo del 7-9% del PIB, intervalo considerado por diferentes organismos como óptimo en cualquier economía (Consejo Económico y Social, 2016, pp.18). En la Tabla 5.1 se aprecia cómo se comportaron los subsectores vinculados a la construcción. Destacando, sobre los demás, la contracción del subsector residencial.

Tabla 5-1. Porcentaje de variación de los subsectores: Edificación.

Año	Total	Residencial	No residencial	Rehabilitación
2008	-9,3	-13,5	-6,0	-4,5
2009	-17,9	-24,0	-14,0	-11,5
2010	-9,6	-16,5	-4,5	-4,0
2011	-3,3	-5,5	-2,5	-1,5
2012	-5,2	-7,5	-5,0	-3,0
2013	-5,3	-7,0	-6,0	-3,0
2014	-0,7	-1,5	-0,5	0,0

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SEOPAN (2014)

Ante esta situación, las empresas españolas se enfocaron en la actividad exportadora, triplicándose las exportaciones en el periodo 2006-2014⁴⁰. Algunos estudios estiman que las empresas españolas concentran el 14,3% de la actividad exportadora mundial en el sector constructor (Engineering News Record, 2013). En América Latina y América del Norte esa cifra se sitúa en el 29,6% y el 22% respectivamente (Consejo Económico y Social, 2016).

⁴⁰ De 7.000 millones a 21.000 millones de euros (Consejo Económico y Social, 2016, pp.22).

- Empleo y estructura empresarial.

A la vez que la economía entraba en recesión, el desempleo se incrementaba, si bien, mayoritariamente, en aquellas actividades vinculadas al sector construcción e inmobiliario. “Durante el periodo 2007-2014 España perdió una media del 2,5% del empleo cada año. Pues bien: durante este periodo el 58 por 100 del empleo destruido tuvo lugar en la construcción” (Consejo Económico y Social, 2016, pp.20). Esto, a pesar de representar en el 2007 el 14% del empleo (Consejo Económico y Social, 2016)⁴¹.

Traduciéndose, entre los años 2007 y 2014, en un descenso del 63% en el número de ocupados (Gráfico 5.4), lo que situó la tasa de desempleo cerca del 30%.

Gráfico 5.4. Ocupados y pardos en el sector constructor (2007-2014).



Fuente Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento (Tabla A-7).

Al mismo tiempo, las sociedades vinculadas a actividades constructoras e inmobiliarias representaron, en el periodo 2008-2014, el 24% de los concursos de acreedores, con un total de 14.257 (INE, 2018, c), siendo los más relevantes los de de Martinsa Fadesa con una deuda de 7.000 millones de

⁴¹ “Un análisis a largo plazo de los valores del empleo permite trazar un intervalo de lo que serían los niveles normales de actividad de la construcción (...) en torno al 7,5-10,5 por 100 en el empleo” (Consejo Económico y Social, 2016, pp. 18)

euros, Reyal Urbis con 3.600 millones de euros, Sacresa con una deuda de 2.600 millones de euros y Habitat con un pasivo de 2.000 millones de euros (Europaress, 2017).

- Sector financiero y mercado bursátil.

La ratio de créditos de dudoso cobro experimentó un fuerte avance (Tabla 5-2). Las mismas consecuencias tuvo en los mercados bursátiles, desplomándose la cotización de empresas constructoras e inmobiliarias⁴².

Tabla 5-2. Ratio de créditos dudosos.

Sector	2005	2014
Financiación adquisición vivienda	0,3%	6,3%
Financiación actividades inmobiliarias	1%	38%
Actividades construcción	1%	34%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (2018, b)

- Administración Pública.

El “pinchazo” de la “burbuja inmobiliaria” provocó una drástica reducción de los ingresos de las todas las Administraciones Públicas (Tabla A-14 del Anexo):

- El Estado dejó de recaudar una gran cantidad de recursos tanto por el desplome de los beneficios empresariales vía Impuesto de Sociedades como por la reducción del empleo vía IRPF y consumo a través del IVA⁴³.

- Las Comunidades Autónomas también resultaron perjudicadas tanto por la caída en la recaudación de IRPF (cedido en un 50%) como por el ITPAJD cuya recaudación disminuyó en 13.000 millones de euros.

⁴² Sacyr Vallehermoso se desplomó un 91%, mientras que Quabit y Colonial un 99% (Yahoo Finanzas, 2018).

⁴³ Entre 2007 y 2009 la recaudación del Estado Central por dichos impuestos se redujo en un 33% según datos de la Agencia Tributaria (Tabla A-14 del Anexo).

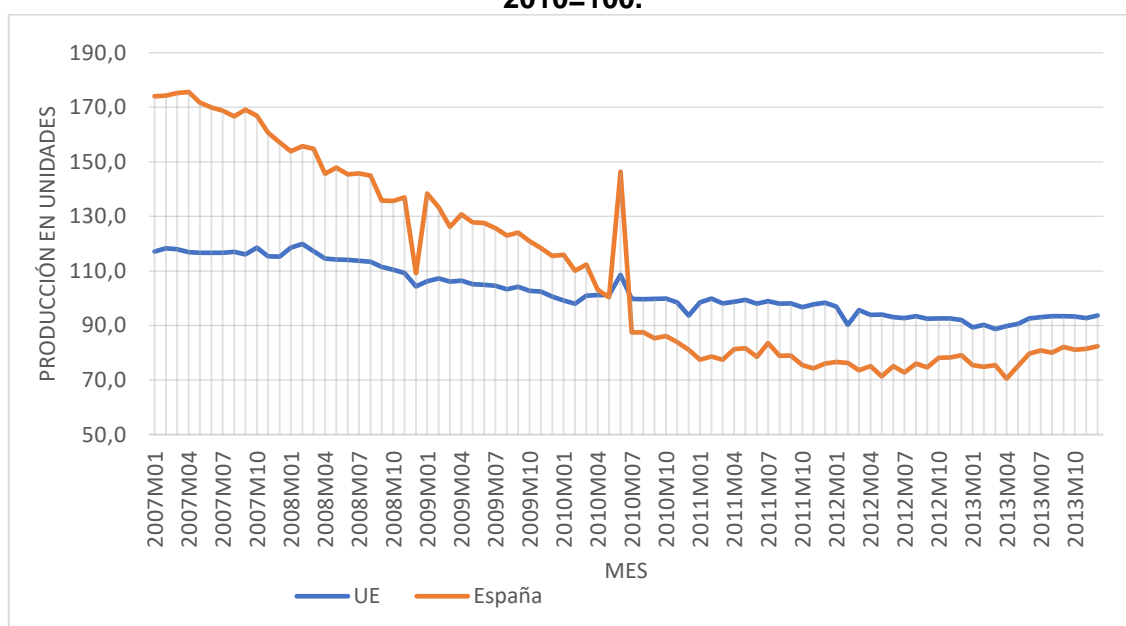
- Las Corporaciones Locales redujeron la recaudación del ICIO en un 79% en el periodo 2007-2012 (De 2.200 a 460 millones de euros).

Paralelamente, los gastos públicos se incrementaron (Prestaciones por desempleo, “Plan E”, rescate bancario, etc.) generando un déficit del 11% del PIB en 2009, frente al superávit del periodo 2005-2007.

- Contexto internacional.

Al igual que la expansión de la actividad constructora en España fue de mayor intensidad que en el resto de la UE durante la “burbuja inmobiliaria”, tras el “pinchazo”, el ajuste que sufren dichas actividades fue más profundo en España. En términos relativos fue 78 puntos mayor (Gráfico 5.5).

Gráfico 5.5. Volumen producción sector constructor (2007-2013). España vs UE 2010=100.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat (Tabla A-15).

Los precios de la vivienda en España descendieron alrededor de 40%, según Eurostat. Situación similar a la ocurrida en Irlanda, dónde la contracción fue del 51%. En la UE, sin embargo, los precios presentaron una leve caída (Tabla A-16 del Anexo).

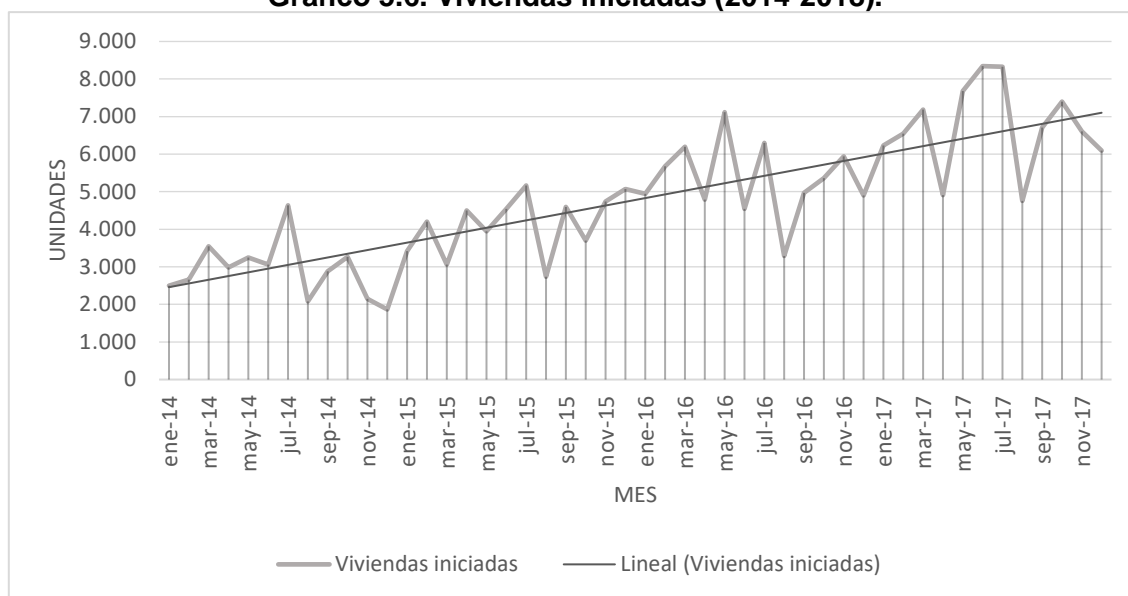
5.2 Estado actual del sector inmobiliario.

Una vez analizadas las fases anteriores, se describirá el estado actual de dicho sector. Para ello, es necesario remontarse al año 2014, momento en el que la construcción y los precios de la vivienda comenzaron la recuperación.

- Construcción de viviendas.

En el periodo 2006-2013, la actividad constructora residencial disminuyó en un 98% respecto a las viviendas iniciadas y en un 93% en cuanto a las viviendas finalizadas. Esta tendencia cambió a partir del año 2014. Desde entonces, los visados de obra nueva han crecido de forma constante todos los años hasta alcanzar los 80.786 en 2017⁴⁴ (Gráfico 5.6).

Gráfico 5.6. Viviendas iniciadas (2014-2018).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España (Tabla A-17).

“En esta situación están cobrando especial relevancia tanto entidades financieras como inversores, inmersos ya en el desarrollo de nuevas promociones e interesados en la adquisición de suelo para promover, cosa que no se producía desde hace varios años” (Servihabitat Trends, 2015, pp.9).

⁴⁴ Pese a ello, solo representa el 8% de las iniciadas en 2006, cuando se alcanzó el máximo de 860.561 viviendas anuales.

Cifras aún distantes de las correspondientes a la economía española, unas 140.000 viviendas iniciadas al año⁴⁵ (Suárez, 2016). Otros estudios estiman que la demanda de viviendas principales en los próximos 15 años oscilará entre las 63.000 y las 236.000 al año en función de la evolución demográfica, siendo ésta una de las principales dificultades ante las que se puede encontrar el sector de cara al futuro (Llanos de Matea, 2015).

- Empleo y estructura empresarial.

Tanto el cambio de tendencia en el sector como la reducción de la población activa han ocasionado una llamativa reducción del desempleo, situándose en el 11%, y un incremento del 33% en el número de ocupados desde mínimos históricos según el INE (Tabla A-7 del Anexo).

Por otro lado, el número de concursos de acreedores de empresas constructoras e inmobiliarias ha descendido en un 70%⁴⁶. Sin embargo, a pesar de la aparente recuperación, continúan disolviéndose más de las que se crean (Tabla A-8 del Anexo).

- Transacciones inmobiliarias y precio.

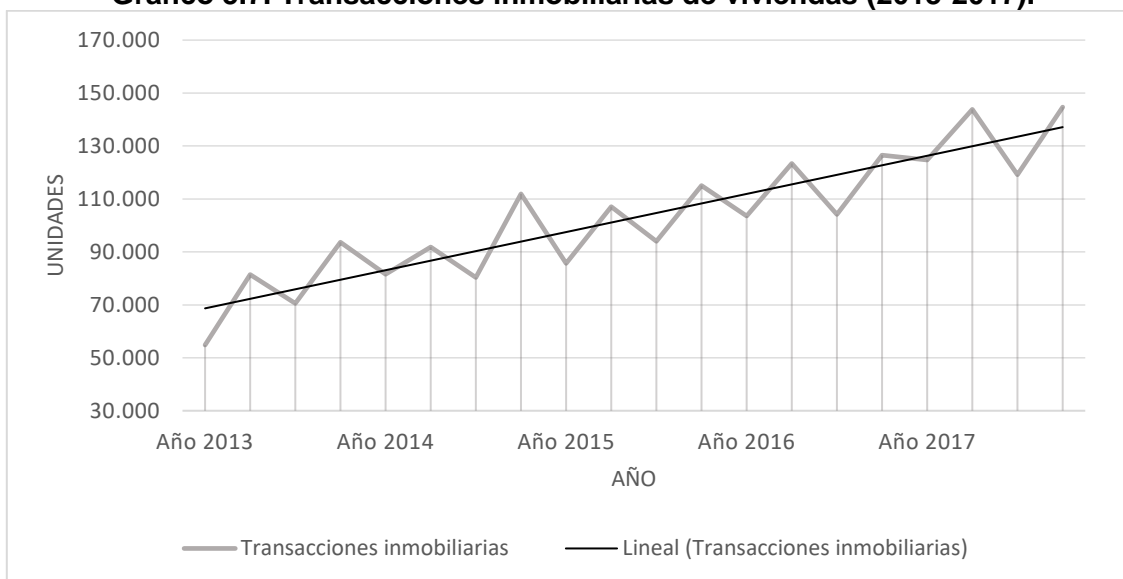
Todo ello acompañado con un incremento en la demanda de vivienda, tanto por nacionales como por extranjeros. Desde el año 2014 la demanda ha experimentado un crecimiento continuo, traduciéndose, en el año 2017, en 532.000 transacciones, lo que representa un aumento del 77% desde mínimos tal y como se observa en el Gráfico 5.7. Respecto a las realizadas por extranjeros el crecimiento experimentado ha sido de un 100% según datos del Ministerio de Fomento, alcanzando la cifra de 88.000 transacciones anuales (16,5% del total)⁴⁷.

⁴⁵ En periodos expansivos dicha cifra puede alcanzar los 200.000 según CES (2016).

⁴⁶ En el 2013 fueron 2.430 durante 2017 630.

⁴⁷ En Alicante representan el 48,8%, Santa Cruz Tenerife el 45,5%, Islas Baleares el 35,2% y Málaga el 34,8%.

Gráfico 5.7. Transacciones inmobiliarias de viviendas (2013-2017).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento (Tabla A-9).

Parte de la recuperación se debe a *“los bajos tipos de interés junto con las mejores perspectivas del mercado residencial y el mantenimiento de la confianza de los consumidores en niveles relativamente elevados han propiciado el incremento de la demanda”* (BBVA Research, 2018, pp.10). En concreto, el Eurirbor⁴⁸ a 12 meses registró en diciembre de 2017 un mínimo histórico de -0,19 lo que ha permitido que los tipos de interés hipotecarios de las nuevas operaciones se sitúen en el 2,2% (BBVA Research, 2018) .

El aumento de la demanda y la escasa producción ha permitido que, en los últimos años, se haya producido una paulatina pero constante reducción del stock de la sobreproducción generada durante la fase expansiva del ciclo tal y como expresa CEBRE (2017). En concreto, el stock de viviendas nuevas se ha reducido de 650.000 a 490.000 entre los años 2009 y 2016 (Ministerio de Fomento, 2016).

Lo que ha presionado al alza los precios de la vivienda, concretamente un 20% desde mínimos (INE, 2018, d). Además: *“el precio del suelo parece*

⁴⁸ Es un indicador muy relevante porque hasta el año 2014 las hipotecas a tipo variable representaban más del 90%, desde entonces su relevancia ha caído y en la actualidad son el 62% sobre el total (INE, 2018, b).

haber acentuado la tendencia de crecimiento que se inició a partir de 2014. El mayor dinamismo en el mercado de suelo urbano se estaría empezando a dejar notar en el precio. Así, en los nueve primeros meses del año el precio habría aumentado en torno al 13,0% respecto a 2014, año en el que el precio registró el mínimo.” (BBVA Research, 2018, pp.13).

- Diferencias en la recuperación entre regiones.

- Una de las principales características de la recuperación es que es heterogénea y reviste de un comportamiento muy diferente entre comunidades autónomas y provincias. Dentro del mercado nacional, destaca el dinamismo de Madrid, Baleares y Cataluña, liderando la recuperación del precio de la vivienda en España, con una recuperación de un 25% desde mínimos. *“Sin embargo, aunque en todas las comunidades autónomas el precio de la vivienda parece haber dejado atrás el mínimo, en algunas la tendencia de crecimiento no es tan clara. Tal es el caso de la Castilla-La Mancha y Extremadura, donde el crecimiento del precio en el 3T17 fue inferior al promedio registrado en los últimos trimestres de crecimiento” (BBVA Research, 2018, pp.17).*

- Un comportamiento similar se aprecia en las ventas de viviendas. *“Pese a que la venta de viviendas ha crecido en todas las comunidades autónomas, en algunas de ellas el mercado inmobiliario no se encuentra completamente normalizado y la demanda no ha terminado de superar el proceso de ajuste. Es el caso de Extremadura, Galicia, Castilla-La Mancha, Castilla y León, Murcia, Cantabria, La Rioja y Asturias. En ellas, la media trimestral de las ventas entre el 1T y el 3T17 es todavía inferior al promedio trimestral de los diez últimos años” (BBVA Research, 2018, pp.14).*

- En cuanto a la construcción, la recuperación tampoco es homogénea, predominando frente a los demás Baleares y Madrid. No obstante, en los últimos meses han ralentizado su crecimiento, ganando Cataluña, País Vasco y Andalucía. Las regiones más aletargadas son donde existe más stock como son el caso de Murcia, Castilla La Mancha y La Rioja, con la excepción de Cantabria donde hay poco stock y, a la vez, poca actividad (BBVA Research, 2018).

Como se aprecia, el repunte se produce en aquellas regiones con mayor actividad económica y más dinámicas (CBRE, 2017)⁴⁹.

- Perspectivas.

A partir de los indicadores analizados, se aprecia, como desde el año 2014, que el mercado inmobiliario se encuentra en una nueva fase de expansión, recuperándose de las devastadoras consecuencias acontecidas tras el “pinchazo” de la “burbuja inmobiliaria”. Dicha reflexión es compartida por diferentes consultoras: *“De cara a 2018, el buen tono de la demanda en un escenario de oferta contenida, ya que el número de viviendas terminadas sigue siendo reducido⁵⁰, vaticina nuevos avances en el incremento del precio residencial. En particular, se espera que el precio muestre un avance del 4,9%, en promedio anual.”* (BBVA Research, 2018, pp.22). Además, Servihabitat en sus informes anuales, refleja una constante mejora de las perspectivas desde el año 2014 (Servihabitat Trends, 2017, pp. 27).

A pesar de los buenos síntomas, el mercado inmobiliario se enfrenta a un problema de gran incertidumbre derivada de la situación política en Cataluña. La cual no beneficiará al sector inmobiliario nacional ni al catalán (BBVA Research, 2018).

- Las SOCIMI.

Para terminar, desde hace varios años, han ganado protagonismo las SOCIMI⁵¹. Figura introducida en el año 2009, pero no fue hasta el año 2012 cuando comenzaron a ganar protagonismo. Su negocio está vinculado al

⁴⁹ El tiempo medio que se tarda en vender una vivienda en Madrid y Barcelona capital son de 2,4 y 4,8 meses respectivamente cuando la media de España está en 8,3 según TINSA.

⁵⁰ Para 2018 se espera que se alcancen 92.000 nuevos visados de vivienda de obra nueva (incremento del 24%).

⁵¹ Sociedad Cotizada Anónima de Inversión en el Mercado Inmobiliario, traducido al inglés *Real Estate Investment Trust*.

alquiler de viviendas, oficinas, locales comerciales, naves o plazas de garaje, obteniendo, por lo menos, por esta vía el 80% de sus ingresos.

Tienen gran atractivo desde el punto de vista fiscal al estar sujetas a un tipo de gravamen del 0% en el Impuesto de Sociedades y porque están obligadas a repartir, tanto el 80% de los beneficios obtenidos vía alquiler, como el 50% de los que se obtenga por la venta de activos (Ruiz, 2013). Las más importantes en la actualidad se representan en la Tabla 5-3.

Tabla 5-3. Las SOCIMI más importantes en España⁵².

Sociedad	Capitalización ⁵³ (millones de euros)
Merlin Properties	5.834
Hispania ⁵⁴	1.985
Axiare	1.410
Lar España	895

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de (Cinco Días, 2018).

⁵² En el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) cotizan otras 50 sociedades más.

⁵³ A fecha de julio de 2018.

6 CONCLUSIONES

Como se ha señalado, las actividades constructoras e inmobiliarias desempeñan un papel esencial en cualquier economía moderna. Sin embargo, debido a su elevado carácter procíclico y a su volatilidad en la demanda, tienden a experimentar procesos especulativos. Ello, unido a las condiciones existentes en España en la década de los 90, ocasionó el desarrollo de una “burbuja inmobiliaria” en nuestro país.

Concretamente, se han identificado varios factores que facilitaron, por un lado, su desarrollo; y por otro, el que la burbuja alcanzase un tamaño desmesurado. Entre estos factores determinantes cabría destacar tres de ellos: la pérdida de la soberanía monetaria a raíz de la entrada en la Unión Económica y Monetaria, que propició unos tipos de interés reales artificialmente bajos; la actuación de las Administraciones Públicas ante la burbuja, a pesar de las advertencias de organismos especializados; y el componente psicológico que parece caracterizar a la sociedad española en cuanto a la creencia generalizada de que la inversión inmobiliaria es segura.

Uno de los principales inconvenientes de las burbujas inmobiliarias se deriva del fuerte “efecto de arrastre” que caracteriza a las actividades constructoras e inmobiliarias, lo que provoca que sus efectos no se manifiestan únicamente en dichos sectores, sino que terminan extendiéndose por el resto de la economía. Esto sucedió en España durante el periodo 2004-2008, en el que el número de ocupados, empresas e, incluso, la recaudación tributaria, experimentaron anualmente elevadas tasas de crecimiento. Al mismo tiempo, tanto el crédito dedicado a la financiación de estas actividades, como la propia actividad constructora residencial alcanzaron cifras espectaculares. Así, por ejemplo, el número de visados concedidos en España en el año 2006 representó el 40% de todos los otorgados en EE.UU (que también estaba inmerso en una burbuja inmobiliaria).

Por otra parte, cabe destacar el que, a corto y medio plazo, este tipo de fenómenos especulativos no suelen alarmar ni a la sociedad, ni a los políticos, porque inicialmente parece que benefician a todos, ya sea por el incremento de la riqueza familiar o por el aumento de la recaudación tributaria, entre otros. Sin

embargo, como consecuencia del inevitable “estallido” de la burbuja, todos terminarán viéndose perjudicados, iniciándose una nueva etapa de intensos ajustes a fin de corregir los excesos previos. Unos ajustes que, debido a la gran dimensión alcanzada por la burbuja inmobiliaria en España, se alargaron durante siete años; y que se reflejaron especialmente en algunos sectores de la economía, tales como el sistema financiero y, sobre todo, el sector de la construcción residencial, que registró una caída del 95,5% en su actividad. Actualmente, pese a que ya ha transcurrido una década desde el estallido de la burbuja y tras cuatro años en que se observa una incipiente recuperación económica, dicho sector aún no ha recobrado su tradicional dinamismo.

Por otro lado, hay que señalar que la burbuja inmobiliaria no se produce en España únicamente a causa de una “*mala praxis*” del sector privado, con empresas y particulares financiando y planteando proyectos inviables; sino que también las Administraciones Públicas han tenido su parte de responsabilidad, al incumplir uno de sus múltiples deberes encomendados, como es el de la aplicación de políticas económicas anticíclicas para amortiguar las consecuencias negativas de este tipo de fenómenos. En este sentido, cabe destacar la constante negación de su existencia por parte de políticos y gobernantes, pese a las reiteradas advertencias de muchas agencias especializadas nacionales e, incluso, extranjeras.

Por estas razones, en la medida de lo posible, serían convenientes actuaciones que evitasen o aminorasen los efectos de este tipo de fenómenos, entre las que cabe señalar las siguientes (García Montalvo, 2007, 2008):

- Una primera medida importante sería terminar con aquellas políticas públicas que incentivan la demanda de compra-venta de viviendas⁵⁵ y tratar de fomentar, al mismo tiempo, el mercado de vivienda de alquiler.

- Otra sería la de poner fin a la entrega en propiedad de las VPO. Lo que derivaría en una reducción del peso de la demanda, “*especialmente la*

⁵⁵ Continuar la senda iniciada con el ya citado “Decreto-Boyer” y con las reducciones en el IRPF por rendimientos de capital inmobiliario.

fundamentada en el uso de la vivienda como medio de mantenimiento de la riqueza" (García Montalvo, 2007, pp.153), apostando por la creación de un stock público de viviendas destinadas al alquiler para amortiguar los resultados de este tipo de fenómenos⁵⁶

- Asimismo, resultaría beneficioso conseguir una mayor seguridad jurídica en las actividades inmobiliarias y constructoras, eliminando o reduciendo las modificaciones en el corto plazo de los PGOU. Centrándose, además de en el suelo, en otros factores que también inciden en el precio final de la vivienda.

- Paralelamente, se debería terminar con la creación de unas falsas expectativas, inducidas tanto por el sector privado (inmobiliarias y entidades financieras) como también por el propio sector público, evitando manifestaciones como las realizadas por José María Aznar o Rodrigo Rato en el año 2003, ya mencionadas; pero también las de José Luis Rodríguez Zapatero en 2007 y 2008: *"España participa en la Champions League de las economías mundiales"* (El Mundo.es, 2007) y *"España tiene el sistema financiero más sólido de la comunidad internacional"* (Viana, 2012).

- Otra medida adecuada sería tratar de independizar a las sociedades de tasación de las entidades financieras, a fin de evitar que las necesidades de financiación se ajusten a los precios de tasación; lo que, al mismo tiempo, ayudaría a frenar los créditos de alto riesgo.

- Por último, desde mi punto de vista, también convendría evitar el apoyo de las Administraciones Públicas a estos fenómenos, articulando instrumentos fiscales y presupuestarios que limiten la expansión de gasto público en aquellos sectores que presentan síntomas de desarrollo de una burbuja especulativa. Es decir, hacer operativas y eficaces las políticas económicas anticíclicas.

⁵⁶ Si se hubiera apostado por este modelo desde el año 1980 hasta el año 2006, el parque de viviendas públicas en alquiler sería cercano a los dos millones (García Montalvo, 2007).

7 BIBLIOGRAFÍA

- Rivera, R (2012). "20 Años de la Expo 92, el punto de partida del despilfarro andaluz". El Confidencial. Disponible en: https://www.elconfidencial.com/espana/2012-04-15/20-anos-de-la-expo-el-punto-de-partida-del-despilfarro-andaluz_231880/
- Alarcos, A. P. (2015). "Así están los tipos de interés en los cinco mercados más importantes del mundo". Idealista. Disponible en: <https://www.idealista.com/news/finanzas/inversion/2015/08/26/738919-asi-estan-los-tipos-de-interes-en-los-cinco-mercados-mas-importantes-del>
- Analistas Financieros Internacionales. (2003). "Estimación de la demanda de vivienda en España (2003-2008)". AFI. Disponible en: http://www.andersonabogados.com/wp-content/uploads/2012/01/estudio_demanda_2003_08.pdf
- Arruti, E. (2016). "VPO y viviendas protegidas: guía con todo lo que necesitas saber". Idealista. Disponible en <https://www.idealista.com/news/inmobiliario/vivienda/2009/10/21/110162-vpo-y-viviendas-protegidas-guia-con-todo-lo-que-necesitas-saber?page=1>
- Balmaseda, M., Ignacio, S. M., & Sebastián, M. (2002). "Situación Inmobiliaria". BBVA Research. Disponible en: https://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/0212_SituacionInmobiliaria_06_tcm346-176828.pdf
- Banco de España. (2002). "Informe Anual". Banco de España. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/02/inf2002.pdf>
- Banco de España. (2018), a). "1.5-Indicadores del mercado de la vivienda". Banco de España. Disponible en: <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/sindi.html>
- Banco de España. (2018), b). "Principales indicadores económicos". Disponible en: <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest2.html>
- BBVA Research. (2018). "Situación Inmobiliaria". BBVA. Disponible en: <https://www.bbvaesearch.com/public-compuesta/situacion-inmobiliaria-espana-enero-2018/>
- Bergés Lobera, Á., & Baliña Veities, S. (2015). "El mapa de la deuda en España: ¿quién debe a quién?". AFI. Disponible en: <http://www.afi.es/webAfi/descargas/1445951/1413269/cuadernos-de-informacion-economica-funcas-el-mapa-de-la-deuda-en-espana-quien-debe-a-quien-angel-berges-y-sara-balina.pdf>
- Bernardos Domínguez, G. (2009). "Creación y destrucción de la burbuja inmobiliaria en España". ICE. Disponible en: http://www.revistasice.com/cache/pdf/ICE_850_23-40__D61AD153DA611CB998035C2497D74303.pdf
- Bernardos, G. (2018). "¿Por qué no existe burbuja inmobiliaria en España?" Crónica Global. Disponible en:

https://cronicaglobal.elespanol.com/pensamiento/no-existe-hoy-burbuja-inmobiliaria_144728_102.html

- Brunet, F. (2012). "Mosaico olímpico, Investigación multidisciplinar y difusión de los estudios olímpicos" CEO-UAB. Disponible en: <http://www.uab.cat/servlet/BlobServer?blobkey=id&blobnocache=true&blobwhere=1345660429371&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldocument&blobtable=Document>
- Ley 6/1998, de 13 de abril, sobre régimen del suelo y valoraciones. B.O.E. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1998-8788>
- Ley 5/1999, de 8 de abril, de Urbanismo de Castilla y León. B.O.E. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1999-12599&p=20170706&tn=0>
- Ley 38/1999, de 5 de noviembre, de Ordenación de la Edificación (1999). B.O.E. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1999-21567>
- Ley 18/2007, de 28 de diciembre, del derecho a la vivienda (2007). B.O.E. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2008-3657>
- CBRE. (2017). "Claves del mercado y el sector residencial en España". CBRE. Disponible en: https://www.cbre.es/-/media/cbre/countryspain/documents/research/spain/informe%20residencial%202017_low.pdf
- Cembrero, I. (1998). "Boyer prevé que España crecerá más que sus socios si sabe adaptarse al euro". El País. Disponible en: https://elpais.com/diario/1998/04/28/economia/893714414_850215.html
- Comisión Europea (2017). "Statistical Annex of European Economy". Comisión Europea. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/saee_autumn_2017_en.pdf
- Cinco Días. (2018). Cinco Días. Mercado Continuo. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/mercados/bolsa/mercado_continuo/513/
- Consejo Económico y Social. (2016). "El papel del sector de la construcción en el crecimiento económico: Competitividad, cohesión y calidad de vida". Consejo Económico y Social. Disponible en: <http://www.ces.es/documents/10180/3557409/Inf0216.pdf>
- Datos Macro (2018). "La población en España aumenta". Datos Macro. Disponible en: <https://www.datosmacro.com/demografia/poblacion/espana>
- de los Llanos Matea, M. (2015). "La demanda potencial de vivienda principal". Banco de España. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasiones/15/Fich/do1504.pdf>
- de María Navacerrada, A. (2015). "Más de un 20% de los españoles cuenta con una segunda residencia". REMAX. Disponible en: https://www.mybroker.remax.es/pdfs_web/np-mas-de-un-20--de-los-espanoles-cuenta-con-una-segunda-residencia.pdf

- Delgado, M., García, B., & Zubimendi, L. (2016). "La evolución de la deuda pública en España en 2016". Banco de España. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/NotasEconomicas/T2/fich/bene1702-nec6.pdf>
- Díaz Campos, J. A. (2013). "Burbujas Financieras (I): Qué son, por qué se crean, y por qué se repiten". Club MBA. Disponible en: <https://www.club-mba.com/2013/06/20/burbujas-financieras-i-que-son-por-que-se-crean-y-por-que-se-repiten/>
- Domenech, R. (2011). "El impacto económico de la construcción". BBVA Research. Disponible en: https://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/111017_Elimpactoeconomicodelaconstruccion_tcm346-272580.pdf
- Duque Navarro, J. (2017). "Principio de economía ¿Qué es ilusión monetaria?". ABC finanzas. Disponible en: <https://www.abcfinanzas.com/principios-de-economia/una-ilusion-monetaria>
- El Mundo. (2006). "Martinsa lanza una opa por Fadesa tras llegar a un acuerdo con la familia Jove". El Mundo. Disponible en: <http://www.elmundo.es/mundodinero/2006/09/28/economia/1159430580.html>
- El Mundo.es. (2007). "Zapatero afirma que España juega en la 'Champions League' económica". El Mundo. Disponible en: <http://www.elmundo.es/mundodinero/2007/09/11/economia/1189506158.html>
- Europapress. (2017). "Los cinco mayores concursos de acreedores de España". Europapress. Disponible en: <http://www.europapress.es/economia/noticia-cinco-mayores-concursos-acreedores-espana-20151130092054.html>
- Eurostat. (2018), a). "Construction production (volume) index overview". Eurostat. Disponible en: [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Construction_production_\(volume\)_index_overview](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Construction_production_(volume)_index_overview)
- Eurostat. (2018), b). "Estadísticas sobre vivienda". Eurostat. Disponible en: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Housing_statistics/es
- Forbes. (2007). "The World's Billionaires". Forbes. Disponible en: https://www.forbes.com/lists/2007/10/07billionaires_The-Worlds-Billionaires_CountryOfPrmRes_17.html
- Faus Eduardo. (2012). "Análisis técnico. Burbujas históricas y consecuencias". Renta 4 Banco. Disponible en: <https://www.r4.com/analisis-actualidad/analisis-tecnico-burbujas-historicas-y-consecuencias?id=319742>
- García Montalvo, J. (1999). "El precio del suelo: La polémica interminable". IVIE y Universitat de Valencia. Disponible en: <http://84.89.132.1/~montalvo/vivienda/suelofin.pdf>

- García Montalvo, J. (2003). "Burbujas Inmobiliarias". Disponible en: http://www.econ.upf.edu/~montalvo/vivienda/articulo_fina_tribunal.doc
- García Montalvo, J. (2003). "La vivienda en España: Desgravaciones, burbujas y otras historias". IVIE y Universitat Pompeu Fabra. Disponible en: <http://www.econ.upf.edu/~montalvo/wp/pee.pdf>
- García Montalvo, J. (2007). "Algunas consideraciones sobre el mercado de la vivienda en España". Papeles de Economía Española. Disponible en: <http://www.econ.upf.edu/~montalvo/wp/funcas113.pdf>
- García Montalvo, J. (2008). *De la quiemra inmobiliaria al colapso financiero: crónica de un desenlace anunciado*. Barcelona, Antoni Bosch.
- Garrigasait, M. (2008). "En España se construían 800.000 viviendas, ahora 200.000". Disponible en: <http://investorsconundrum.com/2009/10/08/en-espana-se-construian-800000-viviendas-ahora-200000/>
- INE. (2016). "Proyecciones de Población 2016–2066". INE. Disponible en: <http://www.ine.es/prensa/np994.pdf>
- INE. (2018), a) "Población extranjera por Nacionalidad, sexo y año". INE. Disponible en: <http://www.ine.es/jaxi/Tabla.htm?path=/t20/e245/p08/l0/&file=02005.px&L=0>
- INE. (2018), b). "Porcentaje de hipotecas constituidas según tipo de interés". INE. Disponible en: <http://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=24456&L=0>
- INE. (2018), c). "Empresas concursadas por actividad económica principal (CNAE-09)". INE. Disponible en: <http://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=3169>
- INE. (2018), d). "Índice de Precios de Vivienda". INE. Disponible en: <http://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=25171>
- INE. (2018), e). "Licitación oficial". INE. Disponible en: <http://www.ine.es/jaxi/Tabla.htm?path=/t38/bme2/t07/a081/l0/&file=1300002.px&L=0>
- INE. (2018), f). "Empresas por CCAA, actividad principal (grupos CNAE93) y estrato de asalariados". INE. Disponible en: <http://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=300>
- INE (2018), g). "Índice de cotización de acciones (Bolsa de Madrid)". INE. Disponible en: <http://www.ine.es/jaxi/Tabla.htm?path=/t38/p604/a2000/l0/&file=0903003.px&L=0>
- La Sexta. (2017). "El cóctel de la burbuja inmobiliaria: tipos de interés bajos, crédito barato y la nueva ley del suelo". La Sexta. Disponible en: http://www.lasexta.com/programas/el-objetivo/noticias/coctel-burbuja-inmobiliaria-tipos-interes-bajos-credito-barato-nueva-ley-suelo_20130603572773d96584a81fd884dcc7.html
- Malo de Molina, J. L. (2001). "Los efectos de la entrada de España en la Comunidad Europea". Banco de España. Disponible en:

<https://www.bde.es/f/webbde/GAP/prensa/intervenpub/diregen/estudios/ficheros/es/estu151001.pdf>

- Martínez Abascal, E. (2014). "Gasto Público de 2008 a 2013: un resumen". IESE. Disponible en: <http://blog.iese.edu/martinezabascal/2014/04/10/gasto-publico-2008-a-2013-un-resumen/>
- Martínez Abascal, E. (2017). "Crisis y recuperación. Sectores protagonistas". IESE. Disponible en: <http://blog.iese.edu/martinezabascal/2017/01/11/crisis-y-recuperacion-sectores-protagonistas/>
- Ministerio de Fomento. (2016). "Informe sobre el stock de vivienda nueva". Ministerio de Fomento. Disponible en: https://www.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/84E12929-0B30-4D35-8C59-5906E53824E5/144090/SVN_16.pdf
- Ministerio de Fomento. (2018), a). "Indicadores económicos de la construcción". Ministerio de Fomento. Disponible en: <http://www.fomento.gob.es/BE/?nivel=2&orden=17000000>
- Ministerio de Fomento. (2018), b). "Vivienda y actuaciones urbanas". Ministerio de Fomento. Disponible en: http://www.fomento.gob.es/MFOM/LANG_CASTELLANO/ATENCION_CIU DADANO/INFORMACION_ESTADISTICA/Vivienda/Estadisticas/default.htm
- Minsky, H. P. (1992). "The Financial Instability Hypothesis". Levy Economics Institute. Disponible en: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>
- Muellbauer, & Murphy. (1997). "Booms and Busts in the UK Housing Market". The Economic Journal. Disponible en: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1468-0297.1997.tb00076.x>
- Muns, J., Collins, S., Donges, J., Feito, L. O.-A., & Pastor, A. (1997). "España y el euro: riesgo y oportunidades". Servicio de Estudios de la Caixa. Disponible en: http://www.caixabankresearch.com/documents/10180/54279/ee09_esp.pdf
- OCDE (2018) "Inflación "Índice de precios al Consumidor". OCDE. Disponible en: <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>
- Ortalo-Magne, & Ranndy. (1999). "Boom in, bust out: young households and the housing price cycle". European Economic Review. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292198000919>
- Pavón, M (2018). "La definición de actividad económica en la promoción inmobiliaria". La empresa familiar Disponible en: <https://www.laempresafamiliar.com/formacion/la-definicion-de-actividad-economica-en-la-promocion-inmobiliaria-2/>
- Pinel, J. (2018). "La tulipomanía, la primera burbuja económica de la historia". BBVA. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/tulipomania-primer-burbuja-economica-historia/>

- Raya, J. M. (2012). "Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF". Institut D'estudis Financers. Disponible en: <https://www.iefweb.org/es/finanzas/visordocumentospdf/28>
- Ribé Alujas, N. (2012). "La primera burbuja especulativa: Los tulipanes holandeses". Club MBA. Disponible en: <http://www.club-mba.com/2012/09/11/la-primera-burbuja-especulativa-los-tulipanes-holandeses/>
- Rubio de Juan, M. A. (2006). "Flujos de inversión de no residentes en inmuebles residenciales". Ministerio de Fomento. Disponible en: <https://www.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/030041F1-E58B-4ADC-9860-F9D6778235EF/99228/FI.pdf>
- Ruiz, R. (2013). "Qué son las Socimis y cómo funcionan". Expansión. Disponible en: <http://www.expansion.com/2013/12/05/empresas/inmobiliario/1386273873.html>
- SEOPAN (2014). "Informe Económico". SEOPAN. Disponible en: <https://www.cnc.es/archivos/SEOPANInformeEconomico2014.pdf>
- Servihabitat Trends. (2015). "Mercado residencial en España. Situación actual y perspectivas". Servihabitat. Disponible en: <https://corporate.servihabitat.com/documents/uploads/contenido/estudios/Resumen%20ejecutivo.pdf>
- Servihabitat Trends. (2017). "Mercado residencial en España". Servihabitat. Disponible en: https://corporate.servihabitat.com/documents/uploads/contenido/estudios/Servihabitat_Informe_Mercado_Residencial_V.pdf
- Sevillano, J. (2017). "Deuda privada española". Disponible en: <https://javiersevillano.es>: <https://javiersevillano.es/deuda-privada.htm>
- Suárez, J. L. (2016). "Proyección de las necesidades de vivienda en España". IESE Business School. Disponible en: https://www.iese.edu/es/files/Resumen%20estudio%20Demanda%20de%20vivienda%20y%20precio%20de%20vivienda_tcm5-118485.pdf
- Sociedad de Tasación (2018). "Índice de Precios de Vivienda en España". Sociedad de Tasación. Disponible en: <http://www.preciosdevivienda.es/st-sociedad-de-tasacion.html>
- Taylor, J. B. (2009). "The Financial Crisis and the Policy Responses". Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w14631>
- The Economist. (2003). "House of Cards". The Economist. Disponible en: <https://www.economist.com/node/1794873>
- Trías de Bes, F. (2010). *El hombre que cambió su casa por un tulipán*. Barcelona, Temas de Hoy.
- Viana, I. (2012). Zapatero: "España tiene el sistema financiero más sólido de la comunidad internacional". Diario ABC. Disponible en:

<https://www.abc.es/20120612/economia/abci-zapatero-sistema-financiero-201206121309.html>

- Yahoo Finanzas. (2018). Yahoo. Disponible en: <https://es.finance.yahoo.com/>

8 ANEXO

Tabla A-1. Precio por metro cuadrado de la vivienda según Sociedad de Tasación.

Trimestre	€/m2	% variación	Trimestre	€/m2	% variación
dic-86	316		jun-96	754	
jun-87	365		dic-96	762	
dic-87	407	28,8%	jun-97	769	2,0%
jun-88	461	26,3%	dic-97	788	3,4%
dic-88	512	25,8%	jun-98	795	3,4%
jun-89	573	24,3%	dic-98	830	5,3%
dic-89	637	24,4%	jun-99	867	9,1%
jun-90	670	16,9%	dic-99	905	9,0%
dic-90	699	9,7%	jun-00	951	9,7%
jun-91	700	4,5%	dic-00	997	10,2%
dic-91	700	0,1%	jun-01	1.047	10,1%
jun-92	697	-0,4%	dic-01	1.107	11,0%
dic-92	693	-1,0%	jun-02	1.169	11,7%
jun-93	694	-0,4%	dic-02	1.255	13,4%
dic-93	695	0,3%	jun-03	1.349	15,4%
jun-94	711	2,4%	dic-03	1.445	15,1%
dic-94	721	3,7%			
jun-95	734	3,2%			
dic-95	745	3,3%			
jun-96	754	2,7%			
dic-96	762	2,3%			
jun-97	769	2,0%			
dic-97	788	3,4%			
jun-98	795	3,4%			

Fuente: Sociedad de Tasación (2018).

Tabla A-2. Visados de obra nueva.

Mes	Visados	Mes	Visados	Mes	Visados	Mes	Visados	Mes	Visados	Mes	Visados	Mes	Visados	Mes	Visados	Mes	Visados
ene-95	23.913	ago-97	17.870	mar-00	52.880	oct-02	48.832	may-05	65.083	dic-07	32.924	jul-10	8.125	feb-13	4.298	sep-15	4.597
feb-95	25.196	sep-97	25.456	abr-00	52.062	nov-02	42.718	jun-05	66.440	ene-08	29.555	ago-10	5.009	mar-13	2.619	oct-15	3.701
mar-95	34.446	oct-97	37.807	may-00	61.733	dic-02	41.939	jul-05	71.859	feb-08	30.083	sep-10	7.412	abr-13	2.618	nov-15	4.743
abr-95	26.057	nov-97	32.373	jun-00	44.223	ene-03	47.041	ago-05	41.898	mar-08	27.789	oct-10	5.849	may-13	2.628	dic-15	5.074
may-95	31.790	dic-97	34.347	jul-00	51.072	feb-03	49.376	sep-05	64.525	abr-08	33.253	nov-10	7.670	jun-13	2.900	ene-16	4.945
jun-95	28.815	ene-98	26.771	ago-00	31.463	mar-03	54.573	oct-05	57.551	may-08	23.238	dic-10	7.977	jul-13	3.979	feb-16	5.676
jul-95	30.638	feb-98	30.230	sep-00	35.721	abr-03	54.070	nov-05	65.341	jun-08	21.626	ene-11	6.777	ago-13	1.585	mar-16	6.201
ago-95	15.793	mar-98	35.001	oct-00	37.669	may-03	57.021	dic-05	64.149	jul-08	22.775	feb-11	8.190	sep-13	2.190	abr-16	4.794
sep-95	22.563	abr-98	36.499	nov-00	44.296	jun-03	55.129	ene-06	59.756	ago-08	10.827	mar-11	6.986	oct-13	2.824	may-16	7.120
oct-95	27.764	may-98	36.488	dic-00	36.177	jul-03	72.981	feb-06	63.933	sep-08	16.169	abr-11	5.322	nov-13	2.489	jun-16	4.540
nov-95	24.114	jun-98	39.457	ene-01	39.567	ago-03	29.892	mar-06	77.421	oct-08	16.754	may-11	6.516	dic-13	2.884	jul-16	6.302
dic-95	18.023	jul-98	49.897	feb-01	42.118	sep-03	47.993	abr-06	54.858	nov-08	15.377	jun-11	8.945	ene-14	2.494	ago-16	3.291
ene-96	22.988	ago-98	24.955	mar-01	48.092	oct-03	58.678	may-06	75.280	dic-08	17.349	jul-11	7.236	feb-14	2.660	sep-16	4.968
feb-96	23.650	sep-98	34.285	abr-01	37.474	nov-03	53.342	jun-06	78.589	ene-09	9.861	ago-11	4.351	mar-14	3.545	oct-16	5.368
mar-96	23.919	oct-98	39.519	may-01	44.095	dic-03	56.236	jul-06	86.234	feb-09	10.253	sep-11	7.870	abr-14	2.981	nov-16	5.945
abr-96	24.943	nov-98	38.878	jun-01	45.744	ene-04	44.319	ago-06	55.279	mar-09	11.061	oct-11	5.892	may-14	3.248	dic-16	4.898
may-96	24.158	dic-98	37.841	jul-01	53.723	feb-04	54.459	sep-06	126.753	abr-09	10.418	nov-11	4.597	jun-14	3.064	ene-17	6.234
jun-96	21.822	ene-99	33.919	ago-01	31.057	mar-04	64.320	oct-06	69.985	may-09	9.640	dic-11	5.414	jul-14	4.641	feb-17	6.545
jul-96	31.242	feb-99	40.375	sep-01	35.409	abr-04	54.684	nov-06	62.078	jun-09	8.981	ene-12	4.771	ago-14	2.082	mar-17	7.184
ago-96	16.168	mar-99	47.902	oct-01	41.947	may-04	62.277	dic-06	55.395	jul-09	10.949	feb-12	4.599	sep-14	2.979	abr-17	4.908
sep-96	20.747	abr-99	42.026	nov-01	45.423	jun-04	64.525	ene-07	59.268	ago-09	4.971	mar-12	4.846	oct-14	3.265	may-17	7.681
oct-96	25.912	may-99	50.154	dic-01	37.934	jul-04	80.756	feb-07	59.472	sep-09	7.749	abr-12	3.797	nov-14	2.149	jun-17	8.344
nov-96	24.793	jun-99	48.837	ene-02	39.458	ago-04	40.197	mar-07	98.478	oct-09	9.299	may-12	3.945	dic-14	1.866	jul-17	8.326
dic-96	22.105	jul-99	54.765	feb-02	43.373	sep-04	52.389	abr-07	59.370	nov-09	9.373	jun-12	3.498	ene-15	3.417	ago-17	4.755
ene-97	23.080	ago-99	28.755	mar-02	39.019	oct-04	53.767	may-07	59.675	dic-09	8.294	jul-12	4.038	feb-15	4.200	sep-17	6.712
feb-97	25.764	sep-99	39.335	abr-02	44.416	nov-04	59.860	jun-07	58.447	ene-10	6.331	ago-12	2.639	mar-15	3.064	oct-17	7.395
mar-97	23.511	oct-99	40.889	may-02	47.706	dic-04	55.498	jul-07	54.281	feb-10	7.575	sep-12	3.155	abr-15	4.503	nov-17	6.606
abr-97	27.234	nov-99	47.218	jun-02	44.513	ene-05	47.790	ago-07	33.738	mar-10	9.653	oct-12	3.181	may-15	3.948		
may-97	24.349	dic-99	42.046	jul-02	56.799	feb-05	58.509	sep-07	44.248	abr-10	8.036	nov-12	3.106	jun-15	4.540		
jun-97	29.118	ene-00	39.552	ago-02	32.761	mar-05	62.789	oct-07	47.317	may-10	8.424	dic-12	2.587	jul-15	5.169		
jul-97	36.819	feb-00	48.820	sep-02	42.847	abr-05	63.718	nov-07	44.209	jun-10	9.601	ene-13	3.274	ago-15	2.739		

Fuente: Banco de España (2018), a).

Tabla A-3. Evolución PIB vs Construcción.

Trimestre	PIB	tor construcción	PIB	tor construcción	PIB	tor construcción		
mar-96	1,88	-0,27	sep-03	2,97	7,55	mar-11	-0,8	-10,91
jun-96	2,23	-1,69	dic-03	3,55	7,68	jun-11	-1,63	-11,53
sep-96	2,45	-1,4	mar-04	4,47	5,26	sep-11	-1,77	-11,92
dic-96	2,15	-0,79	jun-04	4,6	5,52	dic-11	-3,03	-12,54
mar-97	3,33	0,65	sep-04	4,72	4,48	mar-12	-3,01	-13,09
jun-97	1,97	2,86	dic-04	4,42	5,05	jun-12	-3,54	-13
sep-97	1,91	2,43	mar-05	4,55	6,09	sep-12	-4,09	-12,09
dic-97	4,07	4,97	jun-05	4,53	6,81	dic-12	-4,68	-10,73
mar-98	3,37	5,62	sep-05	4,07	7,67	mar-13	-4,68	-8,81
jun-98	4,49	5,07	dic-05	4,35	6,91	jun-13	-3,86	-9,38
sep-98	4,78	11,75	mar-06	4,15	7,59	sep-13	-2,63	-8,4
dic-98	4,19	12,72	jun-06	3,94	7,34	dic-13	-0,17	-7,74
mar-99	4,54	10,09	sep-06	4,07	6,5	mar-14	0,57	0,42
jun-99	4,68	13,52	dic-06	4,11	6,27	jun-14	1,1	4,95
sep-99	5,18	8,16	mar-07	3,98	3,74	sep-14	1,33	5,61
dic-99	4,24	8,23	jun-07	3,98	3,59	dic-14	1,23	5,96
mar-00	5,44	8,82	sep-07	3,96	1,28	mar-15	2,31	3,81
jun-00	4,5	6,62	dic-07	3,86	1	jun-15	2,53	3,24
sep-00	4,66	8	mar-08	3,7	-0,48	sep-15	3,17	3,55
dic-00	3,5	6,19	jun-08	1,84	-4,48	dic-15	3,12	4,71
mar-01	3,21	6,69	sep-08	-0,24	-6,75	mar-16	2,83	2,17
jun-01	3,91	7,22	dic-08	-1,59	-10,73	jun-16	2,66	2,34
sep-01	3,77	7,3	mar-09	-2,51	-13,67	sep-16	2,33	2,11
dic-01	4,08	7,38	jun-09	-2,76	-18,05	dic-16	2,06	3,1
mar-02	3,81	7,44	sep-09	-0,93	-17,01	mar-17	1,91	4,47
jun-02	3	7,08	dic-09	-0,52	-15,89	jun-17	2,19	4,27
sep-02	2,75	6,36	mar-10	0,06	-13,54	sep-17	2,12	5,09
dic-02	3,23	6,28	jun-10	1,51	-8,49	dic-17	2,5	4,75
mar-03	2,29	7,06	sep-10	0,53	-8,83			
jun-03	2,96	6,91	dic-10	0,25	-9			

Fuente: Banco de España (2018), b).

Tabla A-4. Variación real y nominal de los salarios.

Año	Variación real	Variación nominal	Año	Variación real	Variación nominal
1996	0,51	4,00	2008	4,61	6,85
1997	-0,13	2,25	2009	4,10	4,36
1998	-0,56	1,96	2010	0,89	1,06
1999	-0,66	1,98	2011	0,83	0,86
2000	-0,36	2,91	2012	-0,64	-0,57
2001	-0,36	3,71	2013	1,04	1,40
2002	-0,57	3,52	2014	0,17	-0,10
2003	-0,44	3,46	2015	-0,09	0,41
2004	-0,61	3,29	2016	0,06	0,50
2005	-0,47	3,66	2017	-0,03	1,40
2006	-0,04	3,93	2018	-0,02	1,59
2007	1,35	4,73			

Fuente: Comisión Europea (2017).

Tabla A-5. Tipo de interés real e inflación.

Año	Tipo de interés real	Inflación
1996	6,04	3,56
1997	5,09	1,97
1998	3,92	1,80
1999	2,24	2,31
2000	2,01	3,43
2001	2,18	3,59
2002	1,00	3,07
2003	0,81	3,04
2004	0,19	
2005	0,17	
2006	-0,73	
2007	-0,19	
2008	0,95	
2009	2,18	
2010	3,70	
2011	4,08	
2012	5,40	
2013	5,70	
2014	4,20	
2015	2,90	
2016	1,22	
2017	0,94	

Fuente: Comisión Europea (2017).

Tabla A-8. Empresas por sector.

Año	Total CNAE	45 Construcción	701 Actividades inmobiliarias por cuenta propia
1999	2.518.801	271.616	38.894
2000	2.595.392	292.395	43.105
2001	2.645.317	314.705	47.531
2002	2.710.400	336.075	50.951
2003	2.813.159	360.047	56.112
2004	2.942.583	391.487	63.082
2005	3.064.129	415.585	75.387
2006	3.174.393	448.446	90.601
2007	3.336.657	488.408	108.452
2008	3.422.239	501.056	116.542
2009	3.355.830	441.956	112.727

Fuente: INE (2018), f).

Ta Tabla A-9. Transacciones inmobiliarias.

Transacciones				Transacciones				Transacciones			
Año 2004	(trimestre)	1º	190.442	Año 2009	(trimestre)	1º	104.703	Año 2014	(trimestre)	1º	81.516
		2º	223.895			2º	119.938			2º	91.769
		3º	201.089			3º	107.534			3º	80.388
		4º	232.964			4º	131.544			4º	111.948
Año 2005	(trimestre)	1º	196.438	Año 2010	(trimestre)	1º	107.079	Año 2015	(trimestre)	1º	85.605
		2º	241.398			2º	153.164			2º	107.043
		3º	216.333			3º	80.550			3º	94.035
		4º	247.405			4º	150.494			4º	115.030
Año 2006	(trimestre)	1º	233.669	Año 2011	(trimestre)	1º	74.455	Año 2016	(trimestre)	1º	103.592
		2º	251.649			2º	90.756			2º	123.438
		3º	221.610			3º	76.534			3º	104.143
		4º	248.258			4º	107.373			4º	126.565
Año 2007	(trimestre)	1º	230.755	Año 2012	(trimestre)	1º	69.420	Año 2017	(trimestre)	1º	124.756
		2º	227.562			2º	84.289			2º	143.761
		3º	186.504			3º	75.313			3º	119.162
		4º	192.050			4º	134.601			4º	144.582
Año 2008	(trimestre)	1º	159.088	Año 2013	(trimestre)	1º	54.835				
		2º	157.008			2º	81.472				
		3º	122.949			3º	70.604				
		4º	125.419			4º	93.657				

Fuente: Ministerio de Fomento (2018), b).

Tabla A-10. Precio metro cuadrado INE.

Precio m2 vivienda libre					
Año	/m2	Año	/m2	Año	/m2
1995Q1	670,8	2003Q3	1.344,3	2012Q1	1.643,3
1995Q2	686,0	2003Q4	1.380,3	2012Q2	1.606,4
1995Q3	682,6	2004Q1	1.456,2	2012Q3	1.565,6
1995Q4	692,7	2004Q2	1.538,8	2012Q4	1.531,2
1996Q1	686,0	2004Q3	1.570,8	2013Q1	1.516,4
1996Q2	697,8	2004Q4	1.618,0	2013Q2	1.502,8
1996Q3	691,0	2005Q1	1.685,4	2013Q3	1.495,3
1996Q4	694,4	2005Q2	1.752,8	2013Q4	1.466,9
1997Q1	691,0	2005Q3	1.781,5	2014Q1	1.459,4
1997Q2	726,4	2005Q4	1.824,3	2014Q2	1.459,3
1997Q3	726,4	2006Q1	1.887,6	2014Q3	1.455,8
1997Q4	702,8	2006Q2	1.942,3	2014Q4	1.463,1
1998Q1	716,3	2006Q3	1.956,7	2015Q1	1.457,9
1998Q2	761,8	2006Q4	1.990,5	2015Q2	1.476,8
1998Q3	777,0	2007Q1	2.024,2	2015Q3	1.476,0
1998Q4	756,7	2007Q2	2.054,5	2015Q4	1.490,1
1999Q1	780,3	2007Q3	2.061,2	2016Q1	1.492,4
1999Q2	805,6	2007Q4	2.085,5	2016Q2	1.506,4
1999Q3	827,5	2008Q1	2.101,4	2016Q3	1.493,7
1999Q4	829,2	2008Q2	2.095,7		
2000Q1	856,2	2008Q3	2.068,7		
2000Q2	873,8	2008Q4	2.018,5		
2000Q3	891,6	2009Q1	1.958,1		
2000Q4	893,3	2009Q2	1.920,9		
2001Q1	930,3	2009Q3	1.896,8		
2001Q2	962,4	2009Q4	1.892,3		
2001Q3	982,6	2010Q1	1.865,7		
2001Q4	992,7	2010Q2	1.848,9		
2002Q1	1.051,7	2010Q3	1.832,0		
2002Q2	1.117,4	2010Q4	1.825,5		
2002Q3	1.142,7	2011Q1	1.777,6		
2002Q4	1.164,6	2011Q2	1.752,1		
2003Q1	1.230,3	2011Q3	1.729,3		
2003Q2	1.309,6	2011Q4	1.701,8		

Fuente: INE (2018), d).

Tabla A-11. Riqueza de las familias.

En millones de euros											
Año	Riqueza total	Riqueza inmobiliaria	Año	Riqueza total	Riqueza inmobiliaria	Año	Riqueza total	Riqueza inmobiliaria	Año	Riqueza total	Riqueza inmobiliaria
mar-95	1.769.696	1.197.249	dic-01	3.436.274	2.360.004	sep-08	7.898.641	6.179.839	jun-15	6.472.752	4.390.561
jun-95	1.803.716	1.215.008	mar-02	3.566.424	2.478.663	dic-08	7.738.163	6.053.647	sep-15	6.425.943	4.409.705
sep-95	1.828.182	1.228.464	jun-02	3.654.342	2.557.686	mar-09	7.534.160	5.939.804	dic-15	6.506.295	4.435.234
dic-95	1.872.255	1.239.335	sep-02	3.808.078	2.731.666	jun-09	7.557.706	5.889.405	mar-16	6.540.044	4.513.798
mar-96	1.888.725	1.254.119	dic-02	3.943.339	2.851.636	sep-09	7.561.134	5.849.242	jun-16	6.586.761	4.554.155
jun-96	1.920.754	1.265.946	mar-03	4.091.525	2.976.946	dic-09	7.618.011	5.884.203	sep-16	6.631.617	4.579.502
sep-96	1.929.222	1.275.606	jun-03	4.286.796	3.108.474	mar-10	7.557.651	5.851.012	dic-16	6.695.720	4.626.321
dic-96	1.975.811	1.287.184	sep-03	4.445.345	3.257.929	jun-10	7.598.080	5.912.168	mar-17	6.856.814	4.745.229
mar-97	2.010.436	1.301.241	dic-03	4.676.363	3.427.988	sep-10	7.508.592	5.786.116	jun-17	6.933.420	4.799.218
jun-97	2.070.305	1.314.272	mar-04	4.830.372	3.562.102	dic-10	7.569.635	5.829.611	sep-17	6.985.703	4.877.125
sep-97	2.113.620	1.330.742	jun-04	5.032.978	3.732.099	mar-11	7.427.723	5.658.087			
dic-97	2.133.632	1.349.992	sep-04	5.218.384	3.912.125	jun-11	7.372.372	5.551.929			
mar-98	2.231.839	1.367.763	dic-04	5.512.350	4.124.248	sep-11	7.163.192	5.392.462			
jun-98	2.285.136	1.398.429	mar-05	5.719.207	4.297.482	dic-11	6.992.126	5.208.215			
sep-98	2.275.659	1.435.178	jun-05	6.019.133	4.521.885	mar-12	6.746.347	4.971.133			
dic-98	2.394.134	1.474.335	sep-05	6.255.540	4.705.680	jun-12	6.503.303	4.770.753			
mar-99	2.451.664	1.520.011	dic-05	6.486.616	4.906.038	sep-12	6.323.185	4.583.102			
jun-99	2.530.127	1.571.610	mar-06	6.781.956	5.119.607	dic-12	6.325.503	4.550.618			
sep-99	2.593.531	1.629.067	jun-06	7.011.144	5.327.733	mar-13	6.089.883	4.268.196			
dic-99	2.705.634	1.697.148	sep-06	7.281.081	5.533.056	jun-13	6.047.035	4.199.541			
mar-00	2.775.702	1.761.863	dic-06	7.590.040	5.750.241	sep-13	6.102.133	4.220.255			
jun-00	2.858.153	1.834.267	mar-07	7.817.570	5.948.061	dic-13	6.125.662	4.193.161			
sep-00	2.946.141	1.920.711	jun-07	8.000.740	6.108.835	mar-14	6.173.366	4.194.927			
dic-00	3.026.597	2.001.770	sep-07	8.078.312	6.202.443	jun-14	6.271.072	4.228.313			
mar-01	3.145.986	2.089.894	dic-07	8.124.601	6.238.144	sep-14	6.260.332	4.226.792			
jun-01	3.228.636	2.179.033	mar-08	8.096.568	6.281.628	dic-14	6.261.896	4.261.543			
sep-01	3.283.521	2.266.379	jun-08	8.035.899	6.253.799	mar-15	6.365.195	4.251.583			

Fuente: Banco de España (2018), a).

Tabla A-17. Viviendas iniciadas.

Año	Viviendas	Año	Viviendas	Año	Viviendas	Año	Viviendas	Año	Viviendas	Año	Viviendas	Año	Viviendas	Año	Viviendas	Año	Viviendas
ene-96	22.247	ago-98	33.516	mar-01	47.875	oct-03	69.054	may-06	61.281	dic-08	27.774	jul-11	5.578	feb-14	4.326	sep-16	5.237
feb-96	20.616	sep-98	40.398	abr-01	40.534	nov-03	44.525	jun-06	67.870	ene-09	11.982	ago-11	6.105	mar-14	2.342	oct-16	7.456
mar-96	22.310	oct-98	54.824	may-01	43.793	dic-03	52.338	jul-06	51.118	feb-09	12.527	sep-11	6.240	abr-14	2.662	nov-16	3.596
abr-96	24.777	nov-98	25.703	jun-01	47.916	ene-04	57.263	ago-06	64.211	mar-09	14.363	oct-11	6.661	may-14	2.937	dic-16	6.524
may-96	23.735	dic-98	33.935	jul-01	39.065	feb-04	50.916	sep-06	67.619	abr-09	13.644	nov-11	6.619	jun-14	4.436	ene-17	6.452
jun-96	23.498	ene-99	43.119	ago-01	46.595	mar-04	57.977	oct-06	80.109	may-09	13.891	dic-11	4.965	jul-14	2.974	feb-17	6.899
jul-96	24.710	feb-99	39.557	sep-01	45.464	abr-04	52.027	nov-06	60.194	jun-09	13.700	ene-12	6.095	ago-14	3.403	mar-17	6.224
ago-96	24.334	mar-99	38.633	oct-01	59.733	may-04	56.211	dic-06	71.948	jul-09	13.387	feb-12	5.040	sep-14	3.154		
sep-96	26.426	abr-99	33.895	nov-01	31.515	jun-04	62.470	ene-07	63.415	ago-09	9.183	mar-12	5.880	oct-14	3.782		
oct-96	32.988	may-99	40.764	dic-01	38.147	jul-04	53.635	feb-07	55.400	sep-09	10.529	abr-12	3.575	nov-14	2.096		
nov-96	20.334	jun-99	49.964	ene-02	41.248	ago-04	56.806	mar-07	50.574	oct-09	14.009	may-12	4.469	dic-14	3.350		
dic-96	21.214	jul-99	41.859	feb-02	40.087	sep-04	65.170	abr-07	53.637	nov-09	12.290	jun-12	4.027	ene-15	3.932		
ene-97	26.242	ago-99	48.013	mar-02	33.850	oct-04	75.883	may-07	50.925	dic-09	19.781	jul-12	3.449	feb-15	3.085		
feb-97	23.037	sep-99	54.327	abr-02	42.039	nov-04	44.065	jun-07	58.766	ene-10	11.945	ago-12	4.264	mar-15	3.911		
mar-97	19.236	oct-99	57.616	may-02	43.169	dic-04	58.604	jul-07	49.254	feb-10	10.299	sep-12	4.135	abr-15	3.494		
abr-97	27.524	nov-99	26.084	jun-02	40.308	ene-05	59.027	ago-07	49.374	mar-10	9.571	oct-12	4.389	may-15	4.002		
may-97	27.244	dic-99	36.936	jul-02	50.279	feb-05	57.683	sep-07	48.207	abr-10	10.620	nov-12	2.712	jun-15	5.428		
jun-97	25.288	ene-00	38.797	ago-02	49.753	mar-05	63.978	oct-07	48.763	may-10	11.400	dic-12	3.700	jul-15	3.944		
jul-97	32.526	feb-00	43.721	sep-02	46.559	abr-05	54.836	nov-07	37.393	jun-10	11.041	ene-13	2.951	ago-15	3.581		
ago-97	22.882	mar-00	44.213	oct-02	69.906	may-05	59.689	dic-07	50.268	jul-10	8.033	feb-13	3.197	sep-15	5.663		
sep-97	29.885	abr-00	39.498	nov-02	34.096	jun-05	63.319	ene-08	34.516	ago-10	6.842	mar-13	2.652	oct-15	5.901		
oct-97	41.603	may-00	51.126	dic-02	51.966	jul-05	61.224	feb-08	31.824	sep-10	9.884	abr-13	2.911	nov-15	3.159		
nov-97	20.715	jun-00	49.372	ene-03	48.228	ago-05	58.815	mar-08	27.085	oct-10	11.572	may-13	4.077	dic-15	4.465		
dic-97	27.020	jul-00	48.637	feb-03	46.610	sep-05	60.258	abr-08	30.151	nov-10	7.761	jun-13	3.084	ene-16	4.159		
ene-98	32.420	ago-00	53.650	mar-03	45.440	oct-05	64.487	may-08	32.050	dic-10	14.648	jul-13	2.651	feb-16	5.898		
feb-98	31.036	sep-00	44.040	abr-03	49.104	nov-05	44.710	jun-08	28.717	ene-11	6.925	ago-13	2.398	mar-16	6.341		
mar-98	37.280	oct-00	57.380	may-03	47.433	dic-05	68.193	jul-08	24.489	feb-11	7.268	sep-13	2.573	abr-16	3.873		
abr-98	22.692	nov-00	25.833	jun-03	52.408	ene-06	57.602	ago-08	17.428	mar-11	8.760	oct-13	3.997	may-16	5.826		
may-98	29.170	dic-00	37.433	jul-03	64.104	feb-06	60.023	sep-08	20.808	abr-11	7.002	nov-13	2.444	jun-16	6.630		
jun-98	33.488	ene-01	38.633	ago-03	49.545	mar-06	57.061	oct-08	32.487	may-11	8.325	dic-13	2.786	jul-16	4.478		
jul-98	33.394	feb-01	44.477	sep-03	53.396	abr-06	61.143	nov-08	21.161	jun-11	11.790	ene-14	2.556	ago-16	4.688		

Fuente: Banco de España (2018), a).

Tabla A-18. Precio del tulipán.

Fecha	Precio del tulipán
12/11/1936	20
25/11/1936	100
01/12/1936	110
12/12/1936	170
03/02/1937	200
05/02/1937	180
09/02/1937	150
01/05/1937	20

Fuente: Renta 4 Banco (2012).