
El problema de la financiación de la vivienda en España

Rafael Navarro Almón

Resumen: El objeto de este trabajo es mostrar la incidencia de la financiación dentro de la actual situación del sector inmobiliario en España. Tras mostrar los principales factores explicativos de la actual situación de crisis inmobiliaria, se ofrece un abanico de soluciones que podrían derivar en una reactivación de la actividad inmobiliaria, adecuando su nivel a las condiciones de la demanda.

Palabras clave: Financiación, mercado inmobiliario, España.

Códigos JEL: R21, R30, R31.

1. Introducción

El sector inmobiliario cumple una función fundamental para cualquier sociedad al dotar a la población de un bien esencial como es la vivienda. La actividad promotora, cuya finalidad última es situar en el mercado en número, en calidad y en precio las viviendas que este demanda, es una actividad intensiva en financiación. La dimensión que alcanzan estos proyectos hace que los fondos aportados por el promotor resulten, por lo general, claramente insuficientes, lo que implica necesariamente contar con una parte importante de financiación externa. De este modo, se establece una muy estrecha relación, más evidente que en otros sectores económicos, entre el sector inmobiliario y el sector financiero.

2. ¿Cuál es actualmente el problema de la financiación de la vivienda en España?

El sector inmobiliario sufre en la actualidad un problema de sobrecapacidad. El Banco de España estima que en España existen entre 750.000 y un millón de viviendas sin vender. Consecuentemente, las entidades financieras concentran una financiación también excesiva a la que sería normal de no existir este elevado *stock* de viviendas.

3. ¿Cómo hemos llegado a esta situación?

En primer lugar, es obligado recordar en este punto la realidad cíclica que conlleva la actividad inmobiliaria. La actual crisis no es un fenómeno aislado. Se puede entrar a valorar la intensidad de la misma,



o los elementos diferenciadores respecto a crisis anteriores, pero lo cierto es que la reciente historia del sector inmobiliario en España muestra períodos de mayor o menor crecimiento, seguidos de otros de ralentización e incluso de decrecimiento.

Una actividad que, por su finalidad, únicamente debería guiarse por señales nítidas de demanda, pero que, no obstante, la realidad muestra periódicamente que se ve afectada por otros factores que terminan por influir y desestabilizar este teórico funcionamiento.

Entre 1998 y 2007, el parque de viviendas se incrementó en España en 5,7 millones de viviendas (en términos porcentuales un 30 por ciento). Tras este intenso crecimiento, se esconden factores de diverso tipo que es importante repasar brevemente:

— Factores sociales: el incremento de la población (hecho reforzado por el fenómeno de los flujos mi-



gratorios); la disminución del tamaño medio del hogar (explicado por el aumento del número de hogares monoparentales y unipersonales), que tiene como consecuencia que el número de hogares crezca proporcionalmente por encima del crecimiento de la población; un cambio en la composición por edades de la población, con un mayor peso de los individuos con más nivel de renta y con mayor aptitud por disfrutar de viviendas adicionales, principalmente vacacionales; la preferencia de los españoles por la vivienda en propiedad (que permanece en este y en anteriores ciclos); así como una importante inversión de no residentes en segundas viviendas debido al tirón de España como destino turístico.

— Factores económicos y de inversión: por un lado, la salud del mercado de trabajo, gracias a un crecimiento sostenido de la economía. Por otro lado, las expectativas sobre revalorización de la vivienda. Cuanto mayor es la demanda de viviendas por motivos de inversión, mayor es el componente especulativo y también la posibilidad de que se generen «burbujas».

— Factores financieros: muy importantes, dado el elevado nivel de apalancamiento que exige la financiación de cualquier proyecto inmobiliario. Se contó con un mercado financiero eficiente y competitivo que suministró los recursos financieros que el sector demandó, que adaptó a lo largo del ciclo los productos financieros a la situación concreta de los compradores y que captó de los mercados internacionales los recursos que el ahorro nacional no permitía disponer. Además, la autoridad monetaria europea mantuvo un tipo de interés reducido, política que obedecía principalmente a la necesidad de revitalizar el tejido económico de países como Alemania y Francia.

— Factores de tipo fiscal: se mantuvo una fiscalidad favorable a la inversión en vivienda.

En este contexto, se llegaron a iniciar en el año 2006 algo más de 760.000 viviendas, cantidad claramente por encima de las necesidades que el mercado nacional había evidenciado nunca. De hecho, en el período expansivo de la segunda mitad de los años ochenta, el máximo de viviendas iniciadas no superó las 300.000.

A partir de 2005, el Banco Central Europeo inicia un giro en su política y, como consecuencia, los tipos de interés de los préstamos a hogares, en mínimos históricos, comenzaban a repuntar. Por otro lado, aunque el precio de los inmuebles aumenta cada vez menos a partir de 2004, la subida continúa hasta comienzos de 2008, forzando una mayor necesidad de financiación. Ambas circunstancias, tipos y precios más altos, elevan el esfuerzo necesario para acceder a la vivienda.

En respuesta a estas mayores dificultades, la industria financiera reaccionó diseñando productos con plazos más dilatados, en algunos casos con importes por encima del porcentaje habitual del 80 por ciento del valor de la garantía y fórmulas de pago adaptadas a las necesidades del cliente que compensan, al menos en parte, ese mayor esfuerzo requerido.

Estas innovaciones financieras fueron acompañadas de una fuerte competencia entre entidades de la que resultan precios muy competitivos, que aún así, no podrán evitar la expulsión progresiva de determinados segmentos de la demanda. Por otro lado, acorde a la evolución del ciclo, se generaron unas menores expectativas de revalorización de los inmuebles, lo que anula el componente especulativo.

El punto de inflexión se produce en 2007, año en el que se construyeron más viviendas de las que se iniciaron. El ajuste cíclico, y hasta cierto punto normal, que debía producirse, se vio, no obstante, fuertemente complicado por el *shock* financiero internacional, finalmente trasladado a la economía real. La caída de la demanda se produjo de una forma mucho más abrupta de la que cabía esperar.

Además, una peculiaridad del sector es que el ajuste de la oferta de viviendas no se produce de manera inmediata a las señales de la demanda. Los proyectos inmobiliarios se desarrollan a lo largo de plazos que van normalmente de uno a tres años, dependiendo de su dimensión. Esta inercia provoca que el desajuste entre la oferta y la demanda se vea



ampliado durante un tiempo, una vez constatado el frenazo de la demanda.

Desde el punto de vista financiero, aunque desde el principio quedó claro el distanciamiento de las entidades españolas con el modelo de «originar para distribuir» o la inexistencia de inversión en activos tóxicos, la crisis financiera internacional puso de manifiesto un importante desequilibrio, la excesiva dependencia de la financiación internacional. Los recursos captados en nuestro país no fueron suficientes para sostener la fuerte inversión que había requerido el sector inmobiliario, por lo que fue necesario recurrir a la financiación exterior.

La foto que en ese momento queda para el sector, de manera generalizada, es la de unas entidades financieras con una fuerte exposición al sector promotor, situación además complicada por la restricción a escala internacional de los mercados mayoristas de financiación de los que dependían fuertemente.

Conforme ha pasado el tiempo, la fuerte y sostenida caída de la actividad económica derivada de la crisis ha ido complicando este esquema, en forma de un continuado deterioro de activos, especialmente inmobiliarios, incremento de préstamos dudosos y reducción del volumen de negocio.

4. ¿En qué punto nos encontramos?

Esta situación ha afectado gravemente a numerosas empresas promotoras, tanto locales como a las grandes empresas inmobiliarias, cuya importancia había crecido a escala sectorial a lo largo del ciclo, y a la que se atribuía una mayor fortaleza basada en una mayor diversificación, tanto geográfica como por líneas de negocio, gestión de importantes bolsas de suelo con diferentes grados de desarrollo urbanístico y acceso a una mayor cuota de mercado.

Por lo que respecta al sector financiero, la crisis ha supuesto una reestructuración profunda en forma de mayor capitalización, racionalización de los costes de estructura, reducción de capacidad para eliminar el exceso generado tras la crisis, desarrollo de procesos de concentración generadores de ahorro de costes y alcance de una mejor posición para competir de manera más eficiente gracias al incremento de tamaño (sobre todo en las Cajas de Ahorros).

5. ¿Qué significa este escenario, en concreto, para la financiación de la vivienda?

Según el Banco de España, con datos a diciembre de 2010, la exposición total de las Cajas de Ahorros, las entidades que históricamente se han mostrado más activas en financiación a las familias, al sector



inmobiliario y constructor ascendía a 217.000 millones de euros, de los que 173.000 millones de euros correspondían a inversión crediticia (18 por ciento del crédito total concedido) y 44.000 millones de euros a inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas. De los 217.000 millones de euros mencionados, algo menos de la mitad (100.000 millones de euros) sería inversión potencialmente problemática.

Entender este escenario exige analizar brevemente este tipo de financiación. En cualquier proyecto inmobiliario hay que distinguir dos fases claramente diferenciadas en términos de riesgo:

— La primera fase, de promoción y venta (riesgo promotor). En ella están contenidos el riesgo de construcción (que las viviendas no lleguen finalmente a ser construidas) y el riesgo de venta o de no colocación en el mercado de las unidades promovidas. De los 217.000 millones de exposición total de las Cajas, el riesgo de construcción supondría un 17,5 por ciento y el riesgo de venta un 38,7 por ciento. El resto sería financiación de suelo para futuras promociones (28,6 por ciento) y resto de financiación (15,2 por ciento).

— La segunda fase es la de riesgo comprador, que se produce una vez puesta la vivienda a disposición del adquirente y se refiere al riesgo inherente a la situación del comprador.

Es importante realizar esta distinción por cuanto existe una notable diferencia entre ambos riesgos. El riesgo asociado a la segunda fase, financiación al comprador (cartera hipotecaria minorista), es y ha sido históricamente muy reducido en relación al riesgo promotor. El crédito a familias para financia-

ción de vivienda es un activo de una excelente calidad, en promedio. Esto es así por diferentes causas:

— Su morosidad, históricamente baja. Baste mencionar que a finales de 2010, la dudosidad total del crédito total al sector privado residente era del 5,9 por ciento, y la dudosidad del crédito para adquisición de vivienda con garantía hipotecaria del 2,40 por ciento, mientras la dudosidad del crédito asociado a la actividad inmobiliaria era del 13,9 por ciento. La deuda asociada a la financiación de la vivienda habitual es una deuda de gran calidad.

— En España, el prestatario responde con su garantía personal, además de la garantía hipotecaria, lo que refuerza la seguridad de cobro.

— El importe que supone la financiación otorgada no supera por lo general el 80 por ciento del valor de la vivienda, porcentaje que permite un colchón frente a caídas en el valor de los inmuebles. El Loan-to-value (LTV), o relación entre el importe de un préstamo y el valor del inmueble que le sirve de garantía, es actualmente del 62 por ciento para el total de la cartera hipotecaria, según datos del Banco de España.

La actual situación de saturación que vive el mercado de la vivienda no aconseja incidir en una mayor financiación para nuevos proyectos inmobiliarios, salvo aquellos que cuenten con un alto grado de viabilidad. Pero sí permite incrementar la cartera hipotecaria minorista, esto es, transformar el riesgo promotor que actualmente ostentan las entidades de crédito en préstamos a familias para la compra de su vivienda habitual. De producirse, podría suponer:

— Para el sector financiero, mejorar su situación (fundamental de cara a la reactivación económica).

— Para el sector promotor, establecer un nuevo punto de partida con el que iniciar nuevos proyectos fundados en un estricto acomodo a la realidad de la demanda.

— Para la economía en general, no obviando el hecho de que es imprescindible cambiar en parte el modelo productivo para absorber el exceso que supuso en su día el ladrillo, supondría recuperar un sector inmobiliario que con tasas de crecimiento sostenibles, tendría un importante efecto en el crecimiento económico directo e indirecto gracias a la estrecha relación del sector constructor-promotor con otros sectores de actividad (cemento, cerámica, madera, acero, energía, cobre, aluminio, mueble y decoración, servicios corrientes, etc.).

6. ¿Cuáles son los mecanismos que podrían actuar para producir esa deseada transformación del riesgo promotor en financiación minorista de vivienda?

Como en cualquier otro, el mercado de la vivienda está sometido a la relación que existe en todo momento entre la oferta y la demanda. El ajuste entre ambas se produce a través de determinados factores que operan por ambos lados y que hacen más atractiva la primera e impulsan la segunda.

El factor de ajuste por excelencia de la oferta, cuando existe un exceso de capacidad, es el precio. Esta crisis inmobiliaria no difiere de las anteriores en este aspecto, de forma que en esta también se viene observando una caída continuada en el precio de la vivienda. El índice general de precios de la vivienda del Ministerio de Fomento muestra cómo a partir del segundo trimestre de 2008 se viene produciendo el citado ajuste de precios. Según estos datos, a escala nacional, el precio de la vivienda alcanzado en el primer trimestre de 2011 habría retrocedido a niveles existentes en el cuarto trimestre de 2005. Respecto al máximo nivel de precio alcanzado en el primer trimestre de 2008, la caída en el precio de la vivienda a nivel nacional estaría en torno al 20 por ciento.

Esta caída está a medio camino de la registrada en los dos últimos ciclos. Respecto al máximo nivel de precios, alcanzado en 1979, se produjo más tarde una caída cercana al 25 por ciento, y respecto al máximo nivel de precios alcanzado en 1991, la caída estuvo en torno al 17 por ciento.

Un factor adicional que puede presionar a la baja el precio de la vivienda es la reforma de la deducción por adquisición de vivienda habitual en la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). De hecho, la eliminación de la citada deducción para los contribuyentes con una base imponible superior a 24.107,20 euros supone incrementar el esfuerzo necesario que ha de realizar el comprador con rentas superiores a dicho nivel.

Además, el continuo deterioro de numerosas empresas promotoras está derivando en una necesaria gestión de garantías por parte de las entidades que financiaron los proyectos, de forma que acumulan una cifra importante de activos que previsiblemente también terminarán presionando al precio a la baja.

El incremento en el índice de precios al consumo puede acelerar el ajuste real de precios.

En último lugar, y no por último menos importante, hay que tener en cuenta la evolución del pre-



cio del dinero. Esto es, la relación inversa que se produce entre el tipo de interés y el precio de los activos. A este respecto todo apunta que nos encontramos en una coyuntura de tipos de interés al alza.

En definitiva, el ajuste del precio se está llevando a cabo y podría ser más intenso que el producido en ciclos anteriores.

Por el lado de la demanda, gran parte de los factores sociales ya mencionados, que operaban en la fase ascendente del ciclo, siguen vigentes, salvo el referente a los flujos migratorios. Pero no se puede decir lo mismo de los factores económicos, ya que el principal problema es la debilidad de la economía real. El alto nivel de desempleo y la reducción de los niveles de renta juegan en contra de la reducción del *stock* de vivienda, anulando, en parte, la eficacia que pueda tener la reducción del nivel precios de la vivienda.

Además, esta situación económica genera otro efecto no deseado, como es el deterioro generalizado de la calidad crediticia de los prestatarios, que tiene un efecto directo en la concesión del crédito a través del endurecimiento de los criterios de riesgo aplicados por las entidades financieras.

El motivo demanda para inversión, de perversa influencia cuando toma una excesiva relevancia, como ha ocurrido en España y en otros países, ha quedado anulado. En cuanto a los factores financieros, la evolución al alza del tipo de interés, al tiempo que juega un efecto de reducción en los precios, afecta al plano financiero, incrementando el esfuerzo a realizar por el adquirente a través de una mayor carga financiera a soportar.

Puesto que parte de las viviendas construidas en los últimos años son segundas residencias o residencias vacacionales y están situadas en sitios maduros y consolidados desde el punto de vista turístico, podría ser una solución colocar parte de las viviendas a compradores procedentes de países de los que somos receptores de turismo, principalmente Reino Unido, Francia y Alemania. No se trata de un mecanismo novedoso, ya que son muchos los ciudadanos de estos países los que ya poseen residencias vacacionales en España. Depende, eso sí, de la salud económica de nuestros socios europeos y de lo atractivo que pueda resultar en la actualidad el mercado nacional.

Esta es la finalidad, colocar parte del *stock* de viviendas a inversores externos, que está llevando a cabo actualmente el Ministerio de Fomento a través de diversos «road shows» por Europa. La propuesta que hace el Ministerio se fundamenta en:

— La corrección operada en el sector. De hecho, a finales de 2010, la inversión residencial supone el 4,2 por ciento del PIB respecto al máximo del 9,2 por ciento alcanzado en 2007 (un 45 por ciento menos). Cifra que resulta más acorde al peso del sector entre 1985 y 1998, período en el que oscila entre el 4 y el 5 por ciento del PIB. El empleo supone el 9,1 por ciento del empleo total respecto al máximo del 13,8 por ciento alcanzado en 2007.

— Caída de los precios de la vivienda (en torno al 20 por ciento en términos reales desde principios de 2008) y estrecho margen de caída para los alquileres. Además, en muchos municipios de gran atractivo turístico, situados en el Sur, Levante, Baleares y Canarias, la caída en el precio habría duplicado el referido porcentaje.

— Síntomas de estabilización en el mercado de la vivienda, tales como el incremento de las transacciones llevadas a cabo en 2010 (en parte por el efecto fiscal de la reducción al derecho de deducción), o el incremento en un 20 por ciento de las adquisiciones por extranjeros residentes, que podría aventurar un inicio de reacción de la demanda externa al ajuste de precios acaecido.

Que parte de las viviendas que no absorba el mercado se dirijan hacia el mercado del alquiler es otra opción. En contra juegan factores tradicionales como la insuficiente protección jurídica para el arrendador, la cultura de la propiedad en España y la reducida movilidad laboral.

El alquiler con opción de compra puede resultar un mecanismo de financiación útil para compradores que por motivos transitorios (estabilidad laboral, capacidad de pago ajustada, etc.) no puedan, o por falta de convencimiento (expectativas de precios, inquietud por la situación económica), no quieran por el momento dar el paso hacia la vivienda en propiedad.

Otra solución es la conversión de parte del actual *stock* promotor de vivienda libre en vivienda protegida, medida incorporada con carácter temporal en el Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación 2009-2012 (en concreto como disposición transitoria), pero que finalmente se ha venido prorrogando hasta abarcar toda la duración del Plan. Consiste en la posibilidad de que los promotores de vivienda libre, así como cualesquiera personas o entidades que hayan adquirido a estos promotores las viviendas construidas, puedan solicitar su calificación como viviendas protegidas.

Uno de los principales problemas para el desarrollo de esta conversión ha sido, hasta ahora, la diferencia de precio existente entre la vivienda protegida y la vivienda libre. Y sigue siendo así con carácter general, pero la actual coyuntura está acercando los precios en determinadas zonas en las que el precio no presionó excesivamente al alza en la fase álgida del actual ciclo. De forma que mientras el precio de la vivienda libre desciende, el de la vivienda protegida sube un 27,6 por ciento entre 2005 y 2011, según datos del Ministerio de Fomento.

El principal objetivo de la vivienda protegida (VPO) es el de favorecer a aquellas personas que, por su menor nivel renta, tienen una mayor dificultad para acceder a la vivienda. Pero no hay que olvidar que, además, en determinadas coyunturas de debilidad en la vivienda libre, puede significar un importante instrumento de reactivación del sector constructor-promotor.

Las actuaciones recogidas en los sucesivos planes de vivienda han ido cambiando a lo largo del tiempo. De constituir un instrumento indiscriminado de apoyo sectorial a la oferta de vivienda, comenzaron a establecer condiciones sobre el tamaño de la vivienda y la discriminación en precios según la

ubicación de la misma. Además, las ayudas comenzaron a establecerse en función de la situación económica de las familias.

Las viviendas protegidas fueron un instrumento muy potente a lo largo de la primera mitad de la década de los ochenta, período en el que llegaron a representar en torno al 60 por ciento de todas las viviendas iniciadas. A partir de entonces fueron perdiendo importancia, debido al progresivo encarecimiento de la vivienda libre, que determinó que los precios de la vivienda protegida fueran progresivamente menos atractivos para los promotores.

De hecho, a lo largo de la primera década de este siglo, se produce lo contrario, una intensa construcción de vivienda libre y un porcentaje meramente testimonial de vivienda protegida. Esta situación deriva en un sector constructor a pleno rendimiento, compatible con la expulsión del mercado de la población con recursos más limitados, sin posibilidad de acceso a la vivienda dados los precios alcanzados.

Este escenario, de escasez de vivienda para el sector social más desfavorecido y de fortaleza del sector constructor-promotor, hace que tome fuerza la vertiente más social de la VPO respecto a su consideración de instrumento económico. Se acentúa la idea de que la VPO se constituya en *stock* de vivienda social y para ello se impide su libre transmisión y se anula la posibilidad de descalificación (devolución de ayudas recibidas para su conversión en vivienda libre) durante los 30 años que dura el período de protección.

Este esquema encorseta el sector de la vivienda pública, de forma que le hace perder efectividad en el momento actual como instrumento para reducir el *stock* de vivienda libre, al verse fuertemente reducido su atractivo para una parte de la demanda de VPO. Pero, además, podría comprometerlo de cara al futuro, si fuera necesaria su utilización como instrumento para relanzar el sector constructor después del fuerte frenazo al que está siendo sometido.