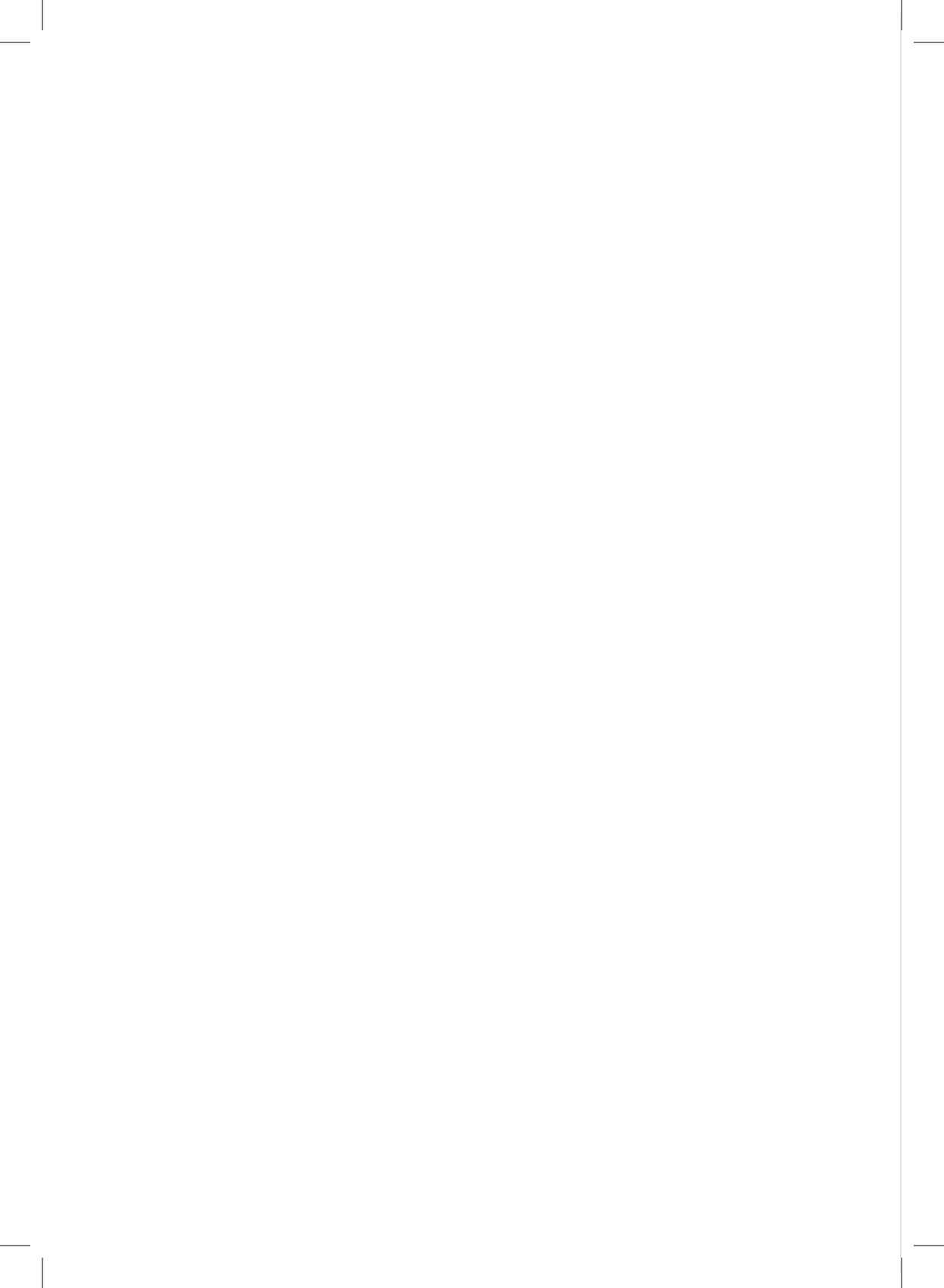




# **¿Cómo invertir con éxito en el mercado inmobiliario?**



# **¿Cómo invertir con éxito en el mercado inmobiliario?**

GONZALO BERNARDOS DOMÍNGUEZ

## **¿CÓMO INVERTIR CON ÉXITO EN EL MERCADO INMOBILIARIO?**

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del Copyright.

DERECHOS RESERVADOS 2007, respecto a la primera edición en español, por

© Netbiblo, S. L.

NETBIBLO, S. L.

C/. Rafael Alberti, 6 bajo izq.

Sta. Cristina 15172 Oleiros (La Coruña) – Spain

Tlf: +34 981 91 55 00 • Fax: +34 981 91 55 11

editorial@netbiblo.com

ISBN: 978-84-9745-157-4

Depósito Legal: C-3796-2007

Directora Editorial: Cristina Seco López

Editora: Rosario Moure

Producción Editorial: Gesbiblo, S. L.

Impreso en España – Printed in Spain

*A Cristina, David y Judit.*





# CONTENIDO

<b>Prólogo del autor.....</b>	<b>xi</b>
-------------------------------	-----------

## CAPÍTULO 1

### **El mercado de la vivienda en España (1986-2007)**

<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1. LA FALSA BURBUJA (1986-1991).....</b>	<b>4</b>
<b>1.1.1.</b> El fomento del “boom” inmobiliario: El decreto Boyer.....	8
<b>1.1.2.</b> Una elevada demanda de vivienda turística y por motivo inversión .....	10
<b>1.1.3.</b> Un gran crecimiento económico, un elevado tipo de interés y unas mayores facilidades crediticias .....	15
<b>1.1.4.</b> ¿Por qué no reacciona la oferta de viviendas?.....	19
<b>1.2. UNA LIGERA RECESIÓN INMOBILIARIA (1992-1997).....</b>	<b>21</b>
<b>1.3. UN “BOOM” INMOBILIARIO DE IMPORTACIÓN (1998-2005) .....</b>	<b>26</b>
<b>1.3.1.</b> La expulsión de la demanda de vivienda hacia la periferia de las grandes ciudades .....	36
<b>1.3.2.</b> La llegada de un elevado número de inmigrantes.....	41
<b>1.3.3.</b> La sobrevaloración de la vivienda usada.....	43
<b>1.3.4.</b> Ciclos inmobiliarios y bursátiles.....	45
<b>1.3.5.</b> Una elevada pero insuficiente oferta de viviendas .....	48
<b>1.4. CRISIS INMOBILIARIA (2007-?).....</b>	<b>51</b>
<b>1.4.1.</b> Año 2006: Un ejercicio de transición.....	51
<b>1.4.2.</b> Año 2007: Crisis inmobiliaria .....	55
<b>1.4.3.</b> El próximo futuro: La continuidad de la recesión inmobiliaria .....	59

## CAPÍTULO 2

### Los protagonistas del mercado inmobiliario

<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>65</b>
<b>2.1. LAS ENTIDADES FINANCIERAS .....</b>	<b>68</b>
<b>2.1.1.</b> La función de las entidades financieras en el mercado residencial .....	68
<b>2.1.2.</b> El interés de las entidades financieras en el mercado residencial .....	71
<b>2.1.3.</b> Las entidades financieras y el ciclo inmobiliario.....	74
<b>2.1.4.</b> El papel de las entidades financieras en el período 1998-2007 .....	75
<b>2.2. LAS AGENCIAS INMOBILIARIAS.....</b>	<b>81</b>
<b>2.2.1.</b> Tipología de negocio y ámbito de actuación.....	81
<b>2.2.2.</b> Localización de las oficinas: Antes y ahora .....	81
<b>2.2.3.</b> La transformación del negocio de la intermediación.....	82
<b>2.2.4.</b> Principales técnicas de captación y venta de viviendas.....	83
<b>2.2.5.</b> Estructura y principales características de una agencia inmobiliaria .....	85
<b>2.2.6.</b> La cuenta de explotación de una agencia inmobiliaria .....	87
<b>2.2.7.</b> El futuro de las agencias inmobiliarias .....	92
<b>2.3. LAS EMPRESAS PROMOTORAS.....</b>	<b>99</b>
<b>2.3.1.</b> El papel del suelo en la promoción inmobiliaria .....	99
<b>2.3.2.</b> <i>El management</i> inmobiliario: Principales claves.....	102
<b>2.4. LA ADMINISTRACIÓN .....</b>	<b>106</b>
<b>2.4.1.</b> Las funciones de la Administración en el mercado residencial .....	106
<b>2.4.2.</b> Un ataque de populismo: Las medidas contra las viviendas vacías .....	108
<b>2.4.3.</b> Una regulación inadecuada: La nueva ley del suelo .....	111
<b>2.4.4.</b> La creación de valor y la Administración .....	116
<b>2.4.5.</b> El problema de la vivienda: Una solución .....	117

## CAPÍTULO 3

### Mitos y realidades sobre el mercado de la vivienda en España

<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>121</b>
<b>3.1. PRIMER MITO Y PRIMERA REALIDAD .....</b>	<b>122</b>
<b>3.1.1.</b> Introducción.....	122
<b>3.1.2.</b> ¿Ha disminuido alguna vez el precio de la vivienda en España? .....	122
<b>3.1.3.</b> ¿Puede bajar próximamente el precio de la vivienda en España? .....	126
<b>3.1.4.</b> La intensidad el ajuste de precios: Una comparación .....	130
<b>3.2. SEGUNDO MITO Y SEGUNDA REALIDAD .....</b>	<b>133</b>
<b>3.2.1.</b> Introducción.....	133
<b>3.2.2.</b> Relaciones existentes entre los mercados de suelo y de vivienda.....	134
<b>3.2.3.</b> Las complejas interacciones entre empresas promotoras y propietarios de suelo.....	136
<b>3.2.4.</b> ¿Puede bajar el precio del suelo? .....	137
<b>3.3. TERCER MITO Y TERCERA REALIDAD .....</b>	<b>140</b>
<b>3.3.1.</b> Introducción.....	140
<b>3.3.2.</b> El alquiler: Una opción interesante.....	143
<b>3.3.3.</b> Cambiar de vida: Vender la vivienda de propiedad y vivir de alquiler .....	145
<b>3.3.4.</b> El mercado de alquiler: Situación actual.....	148
<b>3.4. CUARTO MITO Y CUARTA REALIDAD.....</b>	<b>149</b>
<b>3.4.1.</b> Introducción.....	149
<b>3.4.2.</b> La cuota hipotecaria: Su influencia sobre el mercado residencial .....	150
<b>3.4.3.</b> Hipotecas a 100 años: Una inadecuada solución .....	151
<b>3.4.4.</b> Hipotecas “chicle” .....	157

<b>3.5. QUINTO MITO Y QUINTA REALIDAD.....</b>	<b>158</b>
<b>3.5.1.</b> Introducción.....	158
<b>3.5.2.</b> ¿Burbuja inmobiliaria o simplemente sobrevaloración? .....	161
<b>3.5.3.</b> ¿Por qué ha subido en mayor medida el precio de la vivienda que los salarios nominales? .....	163

## CAPÍTULO 4

### Estrategias de inversión en el mercado inmobiliario

<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>169</b>
<b>4.1. ESTRATEGIAS CLÁSICAS .....</b>	<b>170</b>
<b>4.1.1.</b> Distintos perfiles de inversores.....	170
<b>4.1.2.</b> Estrategia histórica .....	171
<b>4.1.3.</b> Estrategia miedosa .....	173
<b>4.1.4.</b> Estrategia copiadora .....	174
<b>4.2. ROTACIÓN DE ACTIVOS .....</b>	<b>177</b>
<b>4.2.1.</b> La rotación de activos: ¿Una estrategia complicada y peligrosa? .....	177
<b>4.2.2.</b> Viviendas en la gran ciudad por residencias en la periferia lejana.....	178
<b>4.2.3.</b> Rotación de solares.....	180
<b>4.2.4.</b> La sustitución de viviendas por naves industriales.....	185
<b>4.3. INVERSIÓN INMOBILIARIA INTERNACIONAL .....</b>	<b>187</b>
<b>4.3.1.</b> La inversión inmobiliaria en el extranjero: ¿Una nueva moda?.....	187
<b>4.3.2.</b> El inicio de la globalización inmobiliaria .....	191
<b>4.3.3.</b> Un "Boom" Inmobiliario Mundial (2001-2005) .....	194
<b>4.3.4.</b> El riesgo de invertir en los países de Europa del Este: El caso de Hungría.....	201
<b>4.4. LAS CLAVES DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA     EN EL EXTRANJERO .....</b>	<b>208</b>
<b>Bibliografía aplicada a la obra .....</b>	<b>215</b>

## PRÓLOGO DEL AUTOR

En la actual sociedad, hay numerosas personas que quieren controlar totalmente sus vidas y evitar que el destino (algunas lo llaman azar) influya decididamente en ellas. Dudo mucho que puedan impedirlo. Desde mi perspectiva, la suerte o desgracia está situada en la próxima esquina. En el primer caso, hay que aprovecharla; en el segundo, debemos ver la botella medio llena, aunque realmente esté casi vacía.

En una elevada medida, este libro es fruto del destino. Yo empecé mi carrera universitaria especializándome en economía internacional (sigo dando clases de esta asignatura) y, en mis inicios, jamás pasó por mi mente dedicarme al estudio del mercado inmobiliario. No me atraía ni como investigador ni como inversor ni tampoco como observador. No obstante, de repente, en 1995 apareció mi interés por dicho mercado. En este año, como desagravio, fui nombrado director del Graduado de Estudios Inmobiliarios y de la Construcción de la Universidad de Barcelona. Ni lo había pedido ni sabía prácticamente nada sobre el sector inmobiliario en dicha fecha. Sin embargo, el cargo me permitía encabezar un proyecto absolutamente innovador en la universidad española. En seguida, me ilusioné y dejé que el destino empezara a apropiarse en una significativa medida de mi vida profesional. Una vez nombrado, tenía dos alternativas: hacer únicamente de gestor o involucrarme totalmente en la dinámica del sector. Opté por la segunda opción y, desde una perspectiva académica y de management, empecé a analizar el mercado inmobiliario.

En el año 2000, mi vinculación al sector se intensificó de manera considerable. Aunque abandoné la dirección del Graduado, junto con mi amigo de prácticamente toda una vida (Joaquín Novella), creé el Master en Asesoría y Consultoría Inmobiliaria. Por otro lado, con el Centro de Investigación en Economía del Bienestar, empecé a confeccionar libros e informes para Forcadell (una empresa inmobiliaria catalana). Inicialmente la periodicidad fue anual, sin embargo, a partir de 2005, tuvo un carácter semestral. De ambos aspectos, me siento muy orgulloso.

En lo que concierne al master, el principal motivo de orgullo tiene que ver con la generación de unos estudios de postgrado de precio asequible de carácter profesional. Su principal objetivo no consiste en la explicación de grandes teorías sino en facilitar a nuestros estudiantes la realización de negocios inmobiliarios. Para ello, hemos contado y seguimos haciéndolo con unos colaboradores incomparables: los mejores directivos del sector. No

obstante, a medio plazo, el prestigio del master depende en gran medida del que adquieran sus alumnos en el mercado. Ésta ha sido una de nuestras grandes satisfacciones: observar cómo nuestros alumnos han progresado. En la actualidad, más de uno de ellos es un alto directivo de una importante empresa inmobiliaria. Ya estamos en la octava edición y seguimos con fuerzas para seguir muchos años más.

Respecto a la colaboración entre la Universidad de Barcelona y Forcadell, tengo que agradecer a José M<sup>a</sup> Herrero, Carles Vila y Oscar Gorgues el apoyo otorgado en sucesivas etapas. En los últimos dos años, ha sido encomiable como Carles y Oscar han soportado la multitud de presiones que ha implicado la difusión pública de los postreros informes realizados. A principios de 2006, nos atrevimos a decir que el mercado residencial se encaminaba hacia una importante crisis y que ésta acontecería entre 2007 y 2009. En España, es difícil encontrar a alguien que se aventure a efectuar predicciones económicas pesimistas (a pesar de su probable verosimilitud) y es prácticamente tabú efectuarlas en referencia al sector inmobiliario. Por lo tanto, resulta sumamente difícil que una empresa te apoye, si aquél es tu mensaje. Debido a ello, en la actualidad, aún continúa habiendo analistas “de prestigio” que siguen negando la indicada crisis. Sin duda, sus motivos tendrán para hacerlo. Indudablemente, también debo agradecer a Antonio Manresa (director del Centro de Investigación en Economía del Bienestar) su elevada confianza en mi persona, al nombrarme director de los estudios realizados desde la Universidad de Barcelona para Forcadell.

El libro que ustedes van a leer (eso espero) refleja principalmente una ilusión. No es ni mucho menos el primero que realizo (he efectuado previamente 18 libros o informes), no obstante, es distinto a los anteriores. A diferencia de la mayoría de los otros, va dirigido al gran público y tiene como principal pretensión cubrir un gran vacío existente en el mercado editorial: la generación de publicaciones que enseñen cómo hacer negocios en el mercado inmobiliario. En este mercado, aunque la intuición sigue siendo importante, en una época de crisis como la actual, cada vez es más importante y necesaria la tenencia de unos sólidos conocimientos. Espero que algunos de ellos los encuentren en las páginas posteriores a este prólogo.

Es un texto escrito con un lenguaje sencillo cuya principal pretensión consiste en ser comprensible por todos los públicos. En ningún caso, el autor intenta demostrar una gran erudición. Si acaso, concienciar a todos los profesionales e inversores del mercado inmobiliario de la gran influencia que la confección de adecuadas estrategias suele tener en el éxito empresarial. Los datos proporcionados en él provienen prácticamente siempre de

fuentes oficiales, aunque en algunos casos las series proporcionadas por una misma fuente (Ministerio de la Vivienda y de Fomento) tengan una dudosa credibilidad y sean relativamente incongruentes. Desgraciadamente, datos más fiables no existen.

Desde mi perspectiva, es el momento idóneo para ayudar a los inversores a seguir operando con éxito en el mercado residencial. En las etapas de auge, prácticamente todo el mundo puede ganar dinero con la compraventa y promoción de viviendas; en cambio, en las de crisis, sólo aquéllos que conocen adecuadamente el mercado y disponen de una excelente estrategia pueden obtener importantes rentabilidades. Espero que este libro les ayude a conseguirlas, así como que disfruten con él la milésima parte de lo que yo me he divertido escribiéndolo.

No quiero terminar este prólogo sin agradecer a Carlos Iglesias (el editor) su apoyo incondicional, que me ha esperado un año y ha consentido en publicar este libro en un marco de recesión inmobiliaria; y a Nicolás Seco Cabalar que como experto promotor inmobiliario no sólo creyó en el valor del suelo sino que vio más allá y dio apoyo a otros proyectos más cercanos al mundo de las ideas.

*Gonzalo Bernardos Domínguez*

Profesor Titular de Economía, Director del Master en Asesoría y Consultoría Inmobiliaria y del Master en Creación, Gestión, Desarrollo y Franquicias de la Universidad de Barcelona.

Noviembre 2007.





# CAPÍTULO 1

## EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA (1986-2007)

### INTRODUCCIÓN

La evolución del mercado de cualquier activo (acciones, bonos, etc.) tiene un carácter cíclico. La vivienda es uno de ellos y, por tanto, su comportamiento responde perfectamente al indicado patrón. Esta característica determina que los beneficios proporcionados por el desarrollo de las actividades de promoción e intermediación de inmuebles sean sumamente variables, así como el número de empresas que operan en ambas áreas. En materia de inversión, en un elevado número de ocasiones, la existencia de ciclos determina que el precio y la calidad del activo inmobiliario adquirido constituyan un aspecto secundario. Generalmente, la frontera que separa el éxito del fracaso es el momento de realización de la adquisición. Si ésta es efectuada al final de una fase recesiva o al inicio de una expansiva, el acierto suele ser pleno; en contraste, si es ejecutada al principio de un período de crisis o a la conclusión de uno de auge, la disminución en el corto y medio plazo del valor de mercado de la propiedad comprada está prácticamente asegurada.

La ciclicidad del mercado residencial normalmente comporta que a una etapa de expansión le suceda otra de recesión y, viceversa. En las primeras, el número de compraventas generalmente incrementa de forma considerable y el precio de las viviendas se dispara al alza; en cambio, en las segundas, las transacciones disminuyen en una elevada medida y el valor de mercado de las residencias se reduce en términos reales, e incluso, en algunos casos, también en valor nominal. A veces, los ciclos expansivos y recesivos pueden prolongarse más de lo habitual, pero, tal y como he indicado anteriormente, jamás su duración es ilimitada. No obstante, en determinadas ocasiones, las elevadas plusvalías obtenidas en el pasado reciente generan una gran euforia entre inversores y promotores y hacen que éstos olviden la anterior realidad. Estiman que el mercado tiene una

“gran fortaleza”, no ven (o simplemente no los quieren observar) síntomas de agotamiento a medio plazo del período de auge, infravaloran los riesgos inherentes a la realización de inversiones inmobiliarias y adquieren compulsivamente activos sin importarles excesivamente el precio pagado por ellos. El resultado suele ser la creación de un “boom” o de una burbuja inmobiliaria (para más información, véase el Capítulo 3). Por el contrario, en otras ocasiones, un escaso crecimiento económico, un elevado exceso de oferta de viviendas o una gran subida del tipo de interés de referencia del banco central, pueden generar una notable desconfianza e incluso el pánico en el mercado residencial. En dichas circunstancias, el resultado suele ser la llegada de una recesión o de una crisis inmobiliaria.

En España, las distintas fases anteriormente descritas se han observado durante las dos últimas décadas. La interrelación entre la evolución de la economía española y del mercado residencial, las conexiones existentes entre la demanda de diferentes tipologías de activos, así como las principales causas y consecuencias que generan los auges y las recesiones inmobiliarias, constituyen los principales objetivos del presente capítulo. Está estructurado en cuatro partes diferentes, tantas como etapas significativas considero que han existido en los últimos años en el mercado residencial español.

En el primer epígrafe, analizo la expansión inmobiliaria observada durante la etapa 1986-1991. Es una fase caracterizada por la formación de una falsa burbuja, es decir, por la creación de una que nunca llegó a estallar<sup>1</sup>. Dos principales razones me llevan a efectuar tal consideración: el elevado nivel en el que se situó el grado de esfuerzo bruto necesario para adquirir una vivienda (en 1990 una familia media dedicaba el 63% del promedio de sus ingresos mensuales al pago de la cuota hipotecaria) y la moderada reducción advertida en el precio de los pisos en la siguiente etapa (un 21,8% en términos reales en el conjunto de la misma). El primer aspecto me induce a pensar que se ha formado una burbuja, el segundo refuta dicha catalogación.

En el siguiente apartado, considero los años comprendidos entre 1992 y 1997, calificados como un período de ligera recesión inmobiliaria. La elevada reducción del tipo de interés real (un 3,7% en la etapa indicada) y el éxito de las reformas estructurales efectuadas entre 1994 y 1997, impidieron una importante disminución del precio de la vivienda (en términos nominales sólo bajó un 1,3% en 1992 y un 0,4% en 1993) y posibilitaron un ajuste relativamente suave del mercado residencial. Al final del período, la

---

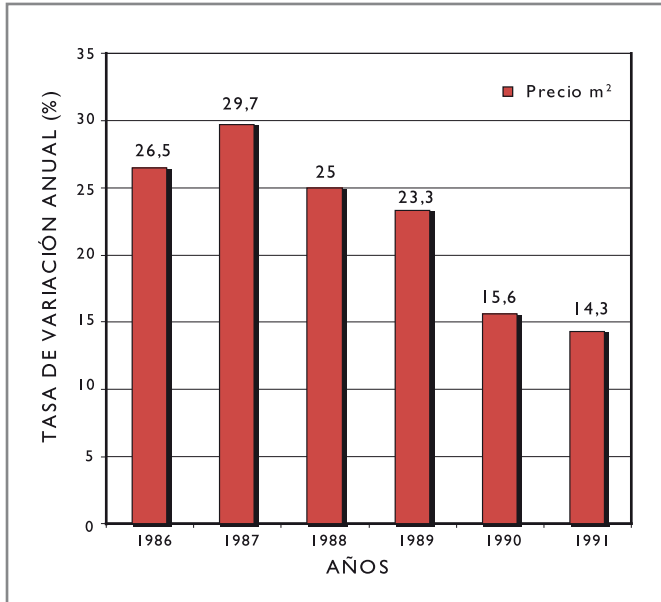
<sup>1</sup> En términos estrictamente académicos, sólo se puede considerar con certeza que una burbuja ha existido cuando ésta ha explotado. Por tanto, desde dicha perspectiva, si no hay estallido, no existe burbuja.

estabilidad observada en el precio de la vivienda (en euros corrientes) durante los ejercicios anteriores, la gran disminución advertida en el tipo de interés nominal y real y el superior plazo de amortización de los préstamos hipotecarios, hicieron que las familias empezaran a observar a la vivienda como un activo relativamente barato. Así, en 1997 el esfuerzo bruto había disminuido casi a la mitad del observado en 1990 y 1991. En dicho año, las familias únicamente debían dedicar un 32,7% de su renta media mensual al pago de la cuota hipotecaria, un porcentaje que se continuaría reduciendo en las dos siguientes anualidades.

La tercera sección está dedicada a describir la situación del mercado residencial durante el período 1998-2005. En esta etapa, la entrada de España en la UME en 1999, el gran crecimiento económico observado y la elevada caída de las principales bolsas mundiales durante la fase comprendida entre abril de 2000 y diciembre de 2002, explican en una importante medida el impresionante “boom” de demanda advertido, la larga extensión del auge inmobiliario y las considerables alzas del precio de los pisos. Al final de la misma, la vivienda vuelve a ser un activo relativamente caro para las familias, implicando su compra la dedicación al pago de la cuota hipotecaria del 36,3% de los ingresos medios mensuales. Además, a finales de 2005, la expectativa de una progresiva normalización del tipo de interés de referencia del BCE inducía a pensar que, si no se producía una importante bajada de su precio, la vivienda en un futuro próximo continuaría encareciéndose.

Finalmente, en el cuarto epígrafe, relato la transición durante el año 2006 de una etapa de expansión a otra de recesión y procedo a considerar las principales características de la actual crisis del mercado residencial. En ella, la disminución del precio de la vivienda probablemente tendrá una intensidad muy superior a la advertida en el período 1992-1997, no obstante, será considerablemente inferior al alza observada entre los años 1998 y 2006. Por tanto, tampoco creo que en la nueva etapa se produzca la explosión de una burbuja inmobiliaria, sino un importante ajuste del “boom” observado en el período precedente (para más información, véase el Capítulo 3). De ninguna manera, la anterior calificación supone menospreciar la probable magnitud e intensidad de la presente crisis inmobiliaria. Desde mi perspectiva, en el ejercicio de 2007, nos encontramos aún en la fase inicial de la etapa recesión del mercado residencial más importante de la historia reciente de España. Una crisis que probablemente se alargará a la próxima década y que dejará importantes secuelas, principalmente en términos de incrementos del PIB, en la economía española.

**Figura 1.1.** Variación del precio de la vivienda libre en términos nominales (1986-1991).

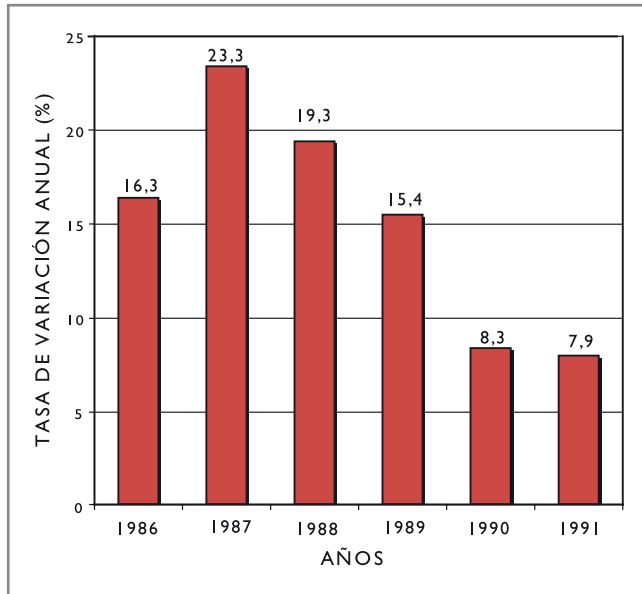


Fuente: Ministerio de Fomento y Sociedad de Tasación.

### 1.1. LA FALSA BURBUJA (1986-1991)

Después de más de un lustro de recesión, en 1986 el mercado residencial cambió de ciclo y entró en una fase de elevada expansión que se prolongó hasta 1991. En ella, el número de transacciones incrementó sustancialmente y el acceso a la vivienda se encareció de forma notable. Entre 1986 y 1991, el precio de los pisos aumentó un 234,1% y un 130,6% en términos nominales y reales, respectivamente (véanse las figuras 1.1 y 1.2). Es decir, en referencia al poder adquisitivo de las familias, una vivienda representativa costaba bastante más del doble en 1991 que en 1986. En promedio anual, la subida fue de un 22,4% en euros corrientes; sin embargo, ésta se limitó a un 15,1% en euros constantes. Además, en todos los años considerados, el precio de la vivienda en términos reales creció a un ritmo superior al 7%. En el transcurso del período, el porcentaje del salario anual de una familia dedicado al pago de la cuota hipotecaria aumentó en una elevada medida.

**Figura 1.2.** Variación del precio de la vivienda libre en términos reales (1986-1991).



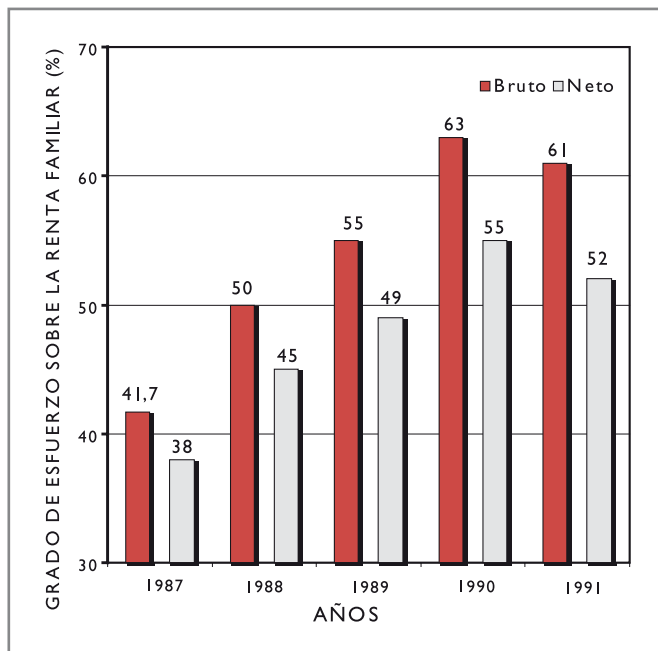
**Fuente:** Ministerio de Fomento, Sociedad de Tasación, INE y elaboración propia.

En concreto, desde 1987 a 1991 incrementó en casi 20 puntos porcentuales, pasando de un 41,7% a un 61% (véase la Figura 1.3).

En principio, esta última cifra parecía indicar que se había formado en España una burbuja inmobiliaria. Ni tenía sentido económico ni era perdurable en el tiempo que una familia media dedicara mensualmente una mayor parte de sus ingresos al pago de su vivienda (es decir, a sufragar la cuota hipotecaria) que a todos los servicios recibidos, actividades realizadas y compromisos adquiridos. No obstante, tal y como he indicado en la introducción del capítulo, la apariencia no se confirmó y en realidad la supuesta burbuja se convirtió en un gran “boom” inmobiliario.

En la etapa señalada, el elevado incremento del precio de la vivienda fue consecuencia de un gran crecimiento de la demanda no correspondido en la suficiente magnitud por un aumento de la oferta. Aunque ésta también incrementó (véase la Figura 1.4), no lo hizo en la cuantía suficiente para absorber el “boom” de demanda sin generar una importante alza del precio.

**Figura 1.3.** Grado de esfuerzo bruto y neto\* sobre la renta familiar necesario para el acceso a una vivienda (1987-1991).



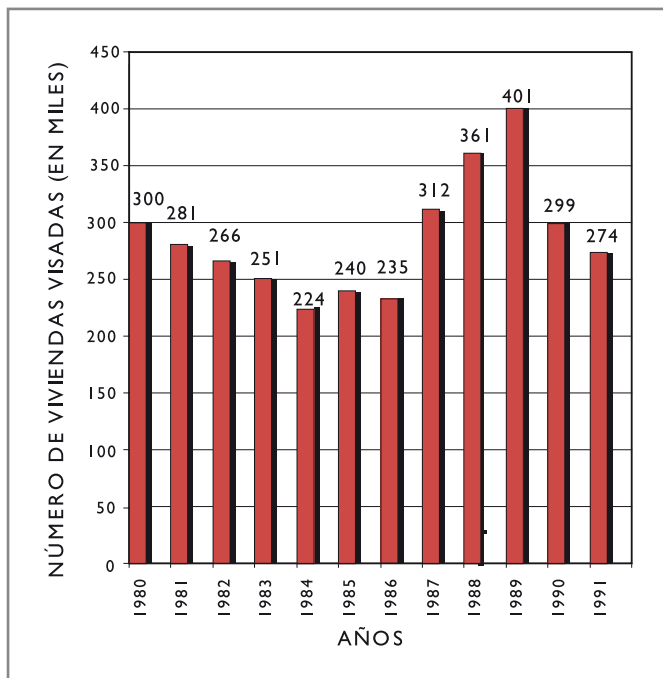
\* *Grado de esfuerzo bruto:* Importe de las cuotas a pagar, por parte de una familia media durante el año siguiente a la adquisición de una vivienda financiada con un préstamo estándar (80% del valor del piso), en relación a la renta anual familiar disponible.  
*Grado de esfuerzo neto:* Idem, pero teniendo en cuenta las deducciones fiscales por compra de vivienda.

**Fuente:** Banco de España.

Los promotores no previeron con la suficiente antelación el considerable aumento de las compras de viviendas por parte de las familias. Por tanto, el ajuste entre la oferta y la demanda tuvo un carácter deficiente.

El desfase existente entre ambas variables no constituyó un caso excepcional, al contrario, es una situación habitual en los períodos de auge del mercado residencial. Suele ser el resultado de la distinta respuesta de las anteriores variables en el inicio de una etapa caracterizada por un elevado crecimiento económico. La extrema lentitud con que se desarrolla el proceso de conversión del suelo agrícola en residencial, así como el período de tiempo que implica la construcción de un inmueble sobre un solar ya

**Figura I.4.** Variación del número de viviendas visadas (1980-1991).

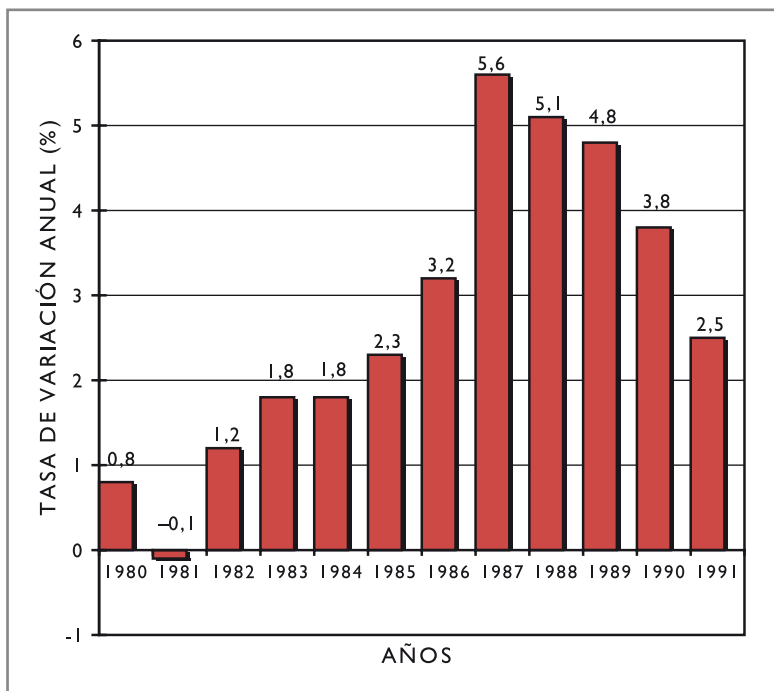


**Fuente:** Consejo superior de arquitectos de España.

calificado como urbano, determinan que la demanda responda con mayor celeridad al cambio de las condiciones macroeconómicas que la oferta. Esta distinta capacidad de reacción explica en una importante medida el gran crecimiento del precio en términos reales observado entre 1986 y 1989 (una media del 18,6%).

El auge del mercado residencial advertido entre 1986 y 1991 contiene características típicas de cualquier “boom” inmobiliario, así como algunas singulares. Entre las primeras destacaríamos una favorable evolución de la mayoría de las principales variables macroeconómicas, una considerable demanda por motivo inversión, una importante demanda embalsada generada por el deficiente comportamiento de la economía en el lustro anterior y un más fácil acceso al crédito hipotecario. Entre las segundas, el fomento del “boom” por parte de la Administración, su inicio en el segmento de la

Figura 1.5. Evolución del PIB (1980-1991).



Fuente: INE.

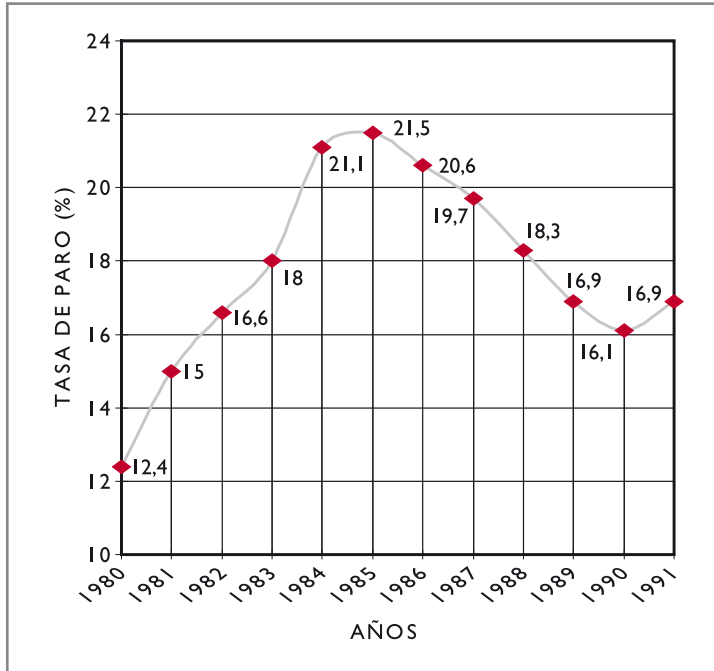
vivienda turística y el elevado nivel del tipo de interés real. En concreto, los aspectos más relevantes del período son los siguientes:

### 1.1.1. El fomento del “boom” inmobiliario: El decreto Boyer

A principios de la década de los 80, la segunda crisis del petróleo y la continuidad del ajuste inacabado de la primera, condujeron a la economía española a una situación de estancamiento (véase la Figura 1.5). En 1985, una vez finalizada la reconversión industrial y definitivamente completado el proceso de ajuste económico, el gobierno instauró un nuevo modelo de crecimiento cuya pretensión primordial consistía en la consecución de tres objetivos: un elevado incremento del PIB, un mayor desarrollo del Estado del Bienestar y una paulatina convergencia real con los principales países de la Unión Europea.

La existencia de una elevada tasa de paro (véase la Figura 1.6) hizo que en sus inicios el proceso de reactivación económica pasara necesariamente

Figura I.6. Evolución de la tasa de paro (EPA) (1980-1991).



Fuente: INE.

por la instauración de medidas de estímulo a la inversión privada que permitieran crecer a ésta en una elevada magnitud y generaran una importante creación de empleo. Previsiblemente, un aumento sustancial de la ocupación permitiría la recuperación de la confianza del consumidor en la evolución de la economía y comportaría un considerable incremento del gasto de las familias. Si así sucedía, el consumo y la inversión privada impulsarían el crecimiento económico y permitirían a nuestro país salir de una larga fase de estancamiento.

Debido a su intensiva utilización de factor trabajo y a su relativamente elevada ponderación en el PIB, el sector de la construcción fue considerado el idóneo para capitanear el proceso de recuperación económica. Para conseguir dicho objetivo, el gobierno programó un ambicioso plan de nuevas infraestructuras y una serie de medidas liberalizadoras y de apoyo a la industria de la edificación residencial. Estas medidas tenían un carácter muy distinto a las tradicionalmente establecidas. Históricamente,

la Administración apoyaba a la anterior industria a través de los planes de vivienda. Dichos planes pretendían facilitar el acceso a una mayor proporción de la población a una residencia de propiedad y fomentar la construcción de inmuebles. No obstante, durante la primera parte de la década de los 80, ni el Plan Trienal (1981-1983) ni el Cuatrienal (1984-1987) tuvieron un significativo éxito. Debido a ello, y a la escasa demanda de vivienda libre, en el primer trimestre de 1985, la industria de la edificación residencial estaba prácticamente en recesión. Así, en dicho año, se programaron alrededor de 60.000 viviendas menos que en 1980 (240.728 *versus* 300.722 unidades—véase la Figura 1.4—).

En abril de 1985, con la finalidad de liberalizar la economía, a la vez que estimular el crecimiento del consumo y la inversión privada, se promulgó el denominado decreto Boyer. Una parte importante del mismo estaba dedicado al mercado inmobiliario y afectaba de forma indirecta y muy positiva al sector de la construcción residencial, debido principalmente al esencial papel que éste tenía reservado en el proceso de recuperación de la economía. En materia inmobiliaria, las principales medidas establecidas fueron: el incremento de la desgravación fiscal permitida por la compra de una vivienda de nueva construcción, la extensión de la misma a otras residencias distintas de la habitualmente utilizada, la liberalización de los nuevos contratos de alquiler y la posibilidad de transformar las viviendas en locales de negocio. La primera disposición supuso el aumento de la desgravación desde el 15% al 17%. La siguiente extendió aquélla a la adquisición de cualquier residencia de nueva construcción, ya fuera la segunda, cuarta o sexta. La tercera medida pretendía liberalizar los nuevos contratos de arrendamientos, provocar la salida al mercado de los pisos vacíos e incrementar la demanda por motivo inversión al hacer más rentable el arrendamiento de una vivienda. Finalmente, la cuarta tenía como principales objetivos flexibilizar las condiciones necesarias para el establecimiento de nuevos negocios e incrementar la rentabilidad vía alquiler de los activos inmobiliarios.

### **1.1.2. Una elevada demanda de vivienda turística y por motivo inversión**

El auge del mercado residencial observado entre 1986 y 1991 (primer “boom” inmobiliario) tuvo su inicio en las localidades costeras. En dicho período, tanto por motivo inversión como para uso, la demanda de vivienda turística fue muy elevada. Tres principales factores, distintos de los habituales, contribuyeron decisivamente al indicado incremento: la ampliación

de la desgravación fiscal a las segundas viviendas, la entrada de España en la Comunidad Económica Europea (CEE) en 1986 y la expectativa de la próxima integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo (SME), hecho que finalmente tuvo lugar en 1989.

El primer factor supuso inicialmente una reducción del precio definitivamente pagado por un apartamento turístico, a la vez que comportó un aumento de su rentabilidad vía alquiler. Además, convirtió al segmento de la segunda residencia en un producto fiscal: su adquisición constituía una forma de asegurarse durante los próximos años el pago de una menor cuota en el impuesto sobre la renta. Aunque esta característica también la tenían las compras de pisos efectuadas en las ciudades, el inferior precio de la mayoría de los apartamentos turísticos hizo que la demanda de vivienda por motivos fiscales se dirigiera prioritariamente hacia dicho segmento de mercado. Especialmente en el período 1986-1989, la conjunción de los efectos del denominado decreto Boyer y de la recuperación de la economía española posibilitaron que la compra de segundas residencias combinara la expectativa de una elevada revalorización, una interesante rentabilidad vía arrendamiento y una significativa desgravación fiscal. Indiscutiblemente, en materia de inversión, un autentico “chollo”.

Los otros dos factores indicados afectaron de forma muy positiva a la inversión extranjera. Ambos comportaron una reducción del riesgo de adquisición de activos inmobiliarios en España e hicieron a las viviendas de costa notablemente más atractivas para el capital internacional. Desde una perspectiva mundial, la entrada en la CEE supuso una mayor seguridad jurídica para las inversiones extranjeras, el definitivo asentamiento de la democracia en nuestra nación y el abandono de la imagen de país en vías de desarrollo que aún tenía España en determinados ámbitos internacionales. La expectativa de entrada en el SME comportó un compromiso de estabilidad del tipo de cambio de la peseta respecto a las principales divisas europeas y la renuncia, excepto en condiciones excepcionales, a utilizar la devaluación de la moneda nacional como un instrumento de crecimiento económico.

Una importante parte de la inversión inmobiliaria extranjera tuvo como destino las ciudades de Barcelona y Madrid. No obstante, el capital invertido en ellas no se dirigió en una elevada medida hacia la adquisición de viviendas, sino que principalmente fue empleado en la compra de edificios de oficinas. Tres fueron los principales motivos: la promulgación del denominado decreto Boyer, su comparativamente reducido precio en términos internacionales y la expectativa de consecución en un próximo

futuro de elevados incrementos en las rentas de alquiler. El decreto Boyer, al permitir el libre establecimiento del importe del arrendamiento y la supresión de la prórroga forzosa, procedió a liberalizar el mercado de alquiler de oficinas. Dicha liberalización incrementó las rentas esperadas vía arrendamiento y generó la expectativa de reducción de la divergencia de precios existente, en inmuebles de similar calidad y ubicación, respecto a las principales capitales europeas. Por tanto, convirtió a dicho activo en sumamente atractivo para los inversores internacionales y originó una elevada demanda extranjera de los indicados inmuebles. Esta demanda impulsó en gran medida la construcción de edificios de oficinas y permitió la creación de un nuevo segmento de negocio inmobiliario en las dos urbes más importantes de España.

La demanda de inversión nacional también se dirigió en una elevada medida hacia las ciudades. Las primordiales causas fueron: un elevado crecimiento económico, una gran confianza en la evolución futura del precio de la vivienda y una significativa mejora de las condiciones de financiación hipotecaria. No obstante, en términos comparativos, su importancia fue considerablemente menor a la advertida en el período de auge del mercado residencial observado entre 1998 y 2005 (segundo “boom” inmobiliario). En el primero, según diversas fuentes, la demanda por motivo inversión nunca superó el 15% del total de las transacciones; en cambio, en el último, en los años 2004 y 2005 se situó alrededor del 35%.

En ambos períodos de auge, la adquisición de vivienda constituyó el destino de un importante volumen de dinero negro y una alternativa a la inversión bursátil. En el primer “boom” inmobiliario, los principales motivos fueron la promulgación en 1985 de la ley de Activos Financieros<sup>2</sup> y el “crash” bursátil de 1987. En el segundo, la entrada en circulación del euro en 2002 y la explosión de la burbuja bursátil de la nueva economía observada entre abril de 2000 y diciembre de 2002. No obstante, durante la última fase expansiva, el flujo de capitales desviado hacia la adquisición de propiedades inmobiliarias fue considerablemente más elevado. De ninguna manera puede compararse la función del mercado residencial en la afloración de dinero negro que supuso la llegada de la moneda única con la que tuvo la implantación de una retención fiscal a la totalidad de los

---

<sup>2</sup> La ley de Activos Financieros de 1985 tenía como uno de sus principales objetivos el gravamen impositivo de las rentas generadas por capitales ocultos a la Hacienda Pública hasta dicha fecha. Con dicha finalidad, prohibió la emisión de activos financieros al portador (excepto los conocidos como afros) y provocó la desviación hacia el mercado inmobiliario de un considerable volumen de dinero negro.

rendimientos de capital. Tampoco tiene equivalencia el carácter de activo refugio que adquirió la vivienda a principios de la actual década con el que ésta disfrutó a finales de los 80.

Una diferencia sustancial entre ambos períodos viene determinada por el papel desarrollado en ellos por la demanda por motivo inversión de carácter especulativo. Durante el primer “boom”, ésta tuvo una reducida importancia, siendo el objetivo de la mayoría de las adquisiciones la obtención en el corto plazo de una interesante rentabilidad por alquiler y de una significativa desgravación fiscal. La consecución de una elevada plusvalía (efectiva o potencial) era únicamente un objetivo a medio y largo plazo. En cambio, en el segundo, la demanda especulativa tuvo un extraordinario vigor. Así, durante los años 2004 y 2005, en determinadas promociones las adquisiciones efectuadas para la realización de “pases”<sup>3</sup> llegaron a suponer más de la mitad de las ventas. Este diferente grado de especulación en ambos “booms” probablemente estuvo relacionado con la distinta extensión de la etapa expansiva del mercado residencial, las desiguales facilidades proporcionadas por los promotores para la realización de reventas y la diferente disponibilidad de las entidades financieras para proporcionar capital a los especuladores.

El primer “boom” se prolongó durante seis años, el segundo perduró ocho. Esta mayor duración incitó a convertirse en especulador inmobiliario a un número de personas notoriamente superior. La combinación de unos escasos conocimientos sobre el funcionamiento del mercado residencial y la gran extensión del período de auge hizo que una significativa proporción de las mismas pensaran que los elevados incrementos del precio de la vivienda serían prácticamente eternos, o en el peor de los casos, largamente duraderos. Es la paradójica forma de operar de un importante número de inversores que presumen de actuar en base a las reglas del “sentido común”. Les gusta especular una vez los precios de las acciones o de las viviendas han subido durante varios ejercicios y ambos activos ya están relativamente caros. En cambio, rechazan hacerlo cuando sus valores de mercado han sufrido una elevada caída y sus precios actuales pueden considerarse una oportunidad. El motivo de su actuación está principalmente basado en la psicología: las

<sup>3</sup> Un inversor realiza un “pase” cuando cede a un tercero, a cambio normalmente de una remuneración monetaria, la opción de compra de una vivienda. Generalmente, dicha opción fue adquirida a través de la firma previa de un contrato de arras penitenciales con el promotor del inmueble. Esta técnica de actuación permite al inversor evitar la compra efectiva de la vivienda, el pago de los correspondientes impuestos y la incursión de un endeudamiento hipotecario. Si tiene éxito, puede proporcionar elevadísimas rentabilidades (superiores en numerosos casos al 50% anual durante el último “boom” inmobiliario).

importantes subidas previas de los precios les otorgan una elevada confianza; en cambio, las recientes bajadas les proporcionan una impresionante inseguridad. Evidentemente, una manera absolutamente insensata de invertir. No obstante, tal consideración no es incompatible con reconocer que dicha forma de actuar en algunas ocasiones ha tenido éxito y les ha proporcionado una elevada rentabilidad. A veces, en materia de inversión, la suerte juega un papel más importante que la sapiencia.

Durante el último “boom” inmobiliario, un sustancial conjunto de promotores ofreció importantes incentivos a los inversores para especular con las viviendas en construcción. El principal estímulo consistía en la fijación de unas condiciones que implicaban el pago de una escasa cuantía en la formalización del contrato de arras penitenciales, dejando para el momento de ejecución de la compraventa el resto del importe pactado, si finalmente ésta se realizaba entre las indicadas partes. No obstante, a diferencia de lo que era usual a finales de los 80 y principios de los 90, un importante número de empresas promotoras no exigía a los inversores, en el período transcurrido entre la firma del contrato y la entrega de la vivienda, la realización de ningún desembolso adicional ni de carácter mensual ni trimestral.

Esta forma de actuar de las empresas promotoras permitía al especulador incurrir en un riesgo relativamente reducido (la pérdida de la paga y señal) y obtener, si conseguía “dar el pase”, una rentabilidad espectacular. En algunas ocasiones, especialmente si el inversor adquiría varias viviendas, la aportación por piso exigida por el constructor se limitaba a 6.000 euros para residencias cuyo precio establecido superaban los 240.000. Incluso, en determinados casos, a cambio de una importante comisión, el promotor, o la agencia intermediaria que lo representaba, ofrecía la gestión de la reventa a un tercero. En las ciudades de Barcelona, Madrid y Valencia, algunas viviendas de determinados inmuebles fueron objeto durante el último “boom” inmobiliario de más de tres reventas durante su período de construcción.

Las elevadas facilidades otorgadas a los especuladores por las empresas promotoras tenían como principal finalidad demostrar, al banco o caja financiador de la construcción del inmueble, su rápida venta. Ésta les proporcionaba una gran credibilidad ante la entidad financiera y les permitía obtener nuevos préstamos en condiciones privilegiadas destinados a la adquisición de solares. Probablemente, las empresas que actuaban de esta forma hubieran logrado un mayor margen de beneficio por piso vendido

si hubieran esperado a comercializarlos una vez finalizada la construcción del edificio. No obstante, es muy posible que, al construir un número considerablemente inferior de viviendas, el beneficio obtenido por la actividad promotora hubiera sido notablemente menor.

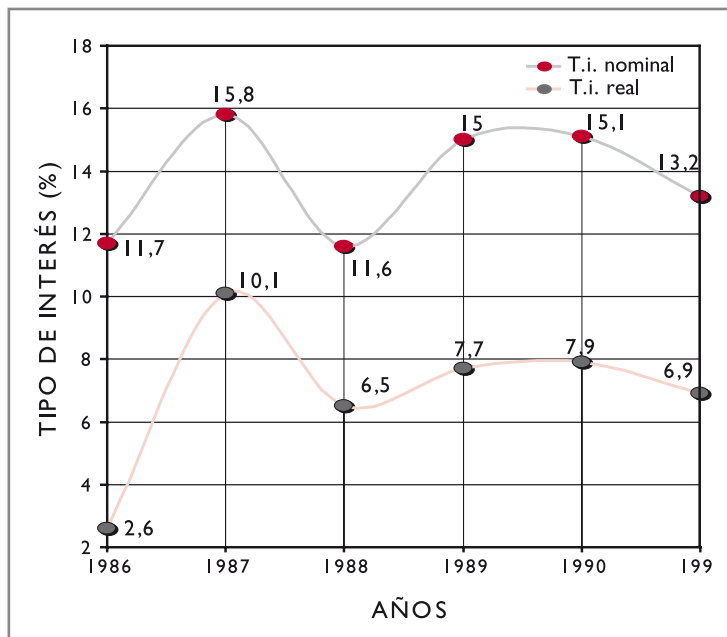
Durante el primer “boom” inmobiliario, era sumamente difícil obtener una ampliación de la hipoteca, especialmente si ésta tenía como objetivo conseguir el capital necesario para efectuar una inversión especulativa. Por el contrario, en los últimos ejercicios, prácticamente ningún banco o caja ha negado tal posibilidad a un cliente, siempre que el importe inicial del préstamo hipotecario fuera notoriamente inferior al valor de mercado de la garantía (la vivienda). Por tanto, en el segundo “boom”, a un inversor audaz, sin disponibilidad de liquidez y con sólo una propiedad inmobiliaria (su piso actual), le era francamente fácil conseguir el capital necesario para especular en el mercado residencial. Una situación absolutamente diferente de la observada dos décadas atrás.

Además, si el especulador no disponía de una vivienda propia, podía recurrir a una extensa oferta de préstamos personales con un coste relativamente reducido. Así, entre 2003 y 2005, un número significativo de entidades ofrecían dicha tipología de créditos a tipos de interés inferiores al 5%. Unas tasas y una disponibilidad absolutamente impensables de observar durante el primer “boom” inmobiliario. En dicha etapa, la concesión de préstamos personales estaba notoriamente más restringida y, a principios de la década los 90, no era infrecuente observar la aplicación por los mismos de un tipo de interés en torno al 20%.

### **1.1.3. Un gran crecimiento económico, un elevado tipo de interés y unas mayores facilidades crediticias**

En el período 1986-1991, el modelo de crecimiento implantado conjugó la realización de una política fiscal expansiva con una monetaria de carácter contractivo. La primera, a través de un gran incremento en el gasto social y en infraestructuras, pretendía conseguir un considerable aumento del PIB. La segunda, mediante el establecimiento de un elevado tipo de interés nominal y real (véase la Figura 1.7), tenía como objetivo reducir la tasa de inflación y permitir una fácil financiación externa del déficit presupuestario originado por la gran expansión del gasto público. El elevado nivel de los tipos de interés comportó una gran entrada de capitales extranjeros, una significativa apreciación de la peseta respecto a las principales monedas europeas y la importación de desinflación.

**Figura 1.7.** Evolución del tipo de interés nominal y real a corto plazo (media anual) (1986-1991).



**Fuente:** Banco de España, INE y elaboración propia.

En dicha etapa, el PIB aumentó en una elevada medida (véase la Figura 1.5), así como la creación de empleo (véase la Figura 1.8) y el salario real de los trabajadores. En promedio, el crecimiento económico del período fue del 4,16%, llegando a superar el 5% en los años 1987 y 1988. Además de por la realización de una política fiscal expansiva, el PIB español se vio beneficiado por una mejora de la coyuntura económica internacional (motivada en una sustancial parte por una elevada reducción del precio del petróleo) y por un gran incremento de la inversión privada nacional y extranjera. En la primera, influyeron inicialmente de forma destacada las medidas liberalizadoras incluidas en el denominado decreto Boyer de 1985 y en el Acuerdo Económico y Social de 1984. En la segunda, la combinación de unos costes salariales relativamente reducidos y la pertenencia del país a la CEE.

La elevada creación de empleo generada por el incremento de la inversión (pública y privada) permitió a numerosos jóvenes obtener un trabajo