

UNA COMPARACIÓN DE LOS CICLOS INMOBILIARIOS RECIENTES EN ESPAÑA,  
ESTADOS UNIDOS Y REINO UNIDO

## **Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, Estados Unidos y Reino Unido**

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Marqués, Luis Ángel Maza y Margarita Rubio, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales y de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

El sector inmobiliario experimentó un ciclo muy dinámico desde la segunda mitad de los noventa hasta fechas muy recientes en numerosos países, lo que se reflejó en incrementos notables en los precios de la vivienda y en un creciente protagonismo del sector de la construcción en la economía. Esta fase de auge de los mercados residenciales ha venido seguida de otra de declive, en la que los precios y la actividad han retrocedido. Aunque tanto precios como cantidades han evolucionado de forma similar en los distintos países, en algunos casos los movimientos han sido comparativamente más pronunciados. Además, aunque el ciclo inmobiliario ha tenido un carácter bastante generalizado, algunas áreas han escapado al mismo. El gráfico 1 ilustra la dimensión de este ciclo en términos de los precios. Así, entre 1998 y 2006 el intenso dinamismo registrado en los mercados de la vivienda de Estados Unidos, Reino Unido y España, entre otros países, se tradujo en crecimientos interanuales de los precios significativos, superiores en muchos casos al 10% interanual, en términos reales, fase que ha venido seguida de una notable corrección posterior. En contraste, en otras economías —como Alemania o Japón— no se ha producido un ciclo alcista.

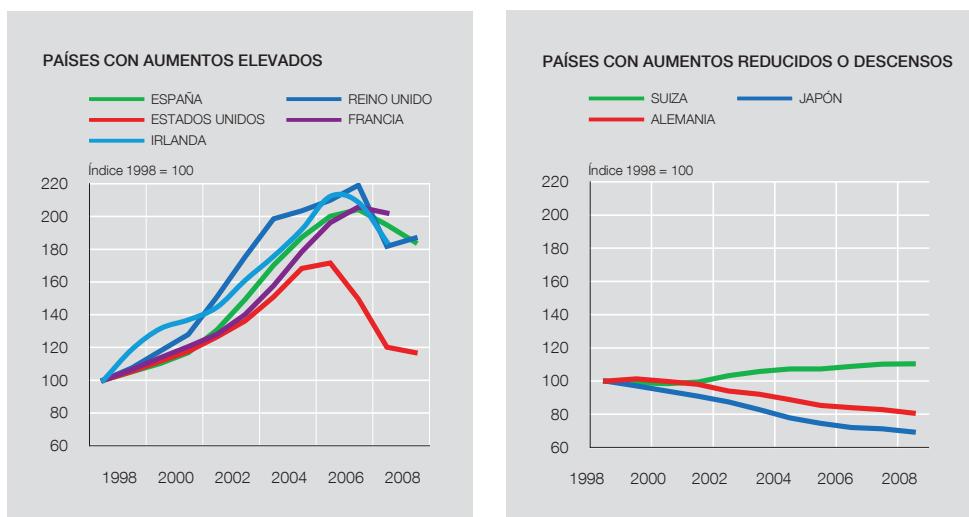
La coincidencia del ciclo inmobiliario alcista —y su posterior corrección— en numerosas economías ha provocado que, con frecuencia, se extrapolé el análisis que se hace del sector inmobiliario en un país a otras áreas. En cierto modo, esta extrapolación está justificada por la existencia de varios factores globales que contribuyeron al intenso ciclo expansivo de los mercados de la vivienda. Sin embargo, existen también otros factores de tipo idiosincrásico que son muy relevantes para caracterizar la evolución del sector inmobiliario en cada país.

Este artículo indaga sobre la importancia relativa de los elementos comunes y los específicos en tres economías que han experimentado un ciclo inmobiliario muy marcado: España y los dos principales países anglosajones (Estados Unidos y Reino Unido). Como paso previo, se abordan brevemente algunas consideraciones analíticas relevantes para tratar el sector residencial. A continuación se describe cómo se ha desarrollado la fase de auge inmobiliario de los tres países y cuáles han sido los elementos que han influido en ella, para centrarse, en los dos siguientes apartados, en el proceso de ajuste y en sus implicaciones macroeconómicas. Finalmente, en las conclusiones, se destaca cómo los factores idiosincrásicos contenidos en el ciclo residencial de estas economías condicionan las diferencias en la intensidad y duración del proceso de ajuste.

### **Algunas cuestiones analíticas en torno al mercado de la vivienda**

A pesar de la importancia que ha tenido el sector inmobiliario en muchas economías, no se ha alcanzado un enfoque con validez general para su análisis. Esto es debido al hecho de que en la adquisición de la vivienda confluyen tanto elementos vinculados con el consumo de servicios inmobiliarios como otros propios de una decisión de compra de un activo financiero, lo que dificulta su estudio.

La adquisición de un inmueble residencial es equivalente al gasto de consumo en un bien de carácter duradero, que proporciona un flujo de servicios. Por tanto, como en el mercado de cualquier bien de consumo, el precio y la cantidad dependen de factores de oferta y demanda. Entre las variables relevantes de demanda de vivienda se encuentran, principalmente, las tendencias demográficas, el tamaño de los hogares, los flujos migratorios, el ritmo de crecimiento



FUENTES: OCDE y estadísticas nacionales.

económico, la creación de empleo y la fiscalidad. En cuanto a la oferta, se encuentra condicionada por factores tales como el coste de los *inputs* utilizados en la construcción, el grado de competencia entre las empresas constructoras o la legislación existente para crear suelo residencial<sup>1</sup>. Dada la larga duración del período de producción de viviendas, la oferta responde con considerable retraso a la evolución de la demanda y de sus determinantes, lo que explica que los desajustes entre oferta y demanda sean dilatados en el tiempo y que, por tanto, los ciclos inmobiliarios tengan una mayor duración que los ciclos de otros sectores.

Además, existen otros factores de naturaleza financiera que también influyen en la evolución del mercado residencial. Tanto la adquisición como la construcción de una vivienda suelen realizarse de forma muy apalancada, es decir, son adquiridas o construidas con una pequeña aportación de recursos del comprador o constructor, siendo el resto financiado por una entidad de crédito. Por ello, las condiciones y modalidades que existen para financiar una vivienda y los criterios en la concesión de las hipotecas tienen un impacto significativo tanto en la oferta como en la demanda de activos residenciales. En los últimos años, por ejemplo, la capacidad de financiación de las entidades de crédito hacia este sector se vio notablemente incrementada por el desarrollo de los mercados de titulización y otros productos (como, por ejemplo, las cédulas hipotecarias u otras formas de bonos garantizados —*covered bonds*—), lo que permitió que las entidades crediticias dispusieran de mayores posibilidades para expandir sus balances, incluso en algunos casos de regulación poco estricta, sin la necesidad, en ocasiones, de incrementar su capital en la misma proporción. Muchas de estas variables tienen una naturaleza estructural y presentan escasas variaciones en el tiempo, por lo que es difícil cuantificar sus efectos empíricamente. Así, no es sencillo medir la importancia que pudieron tener el nivel de competencia, el grado de especialización y la regulación del sistema financiero en la expansión inmobiliaria en algunos países. Otros elementos adicionales a los financieros, que también tienen un marcado carácter estructural, son los relacionados con rasgos culturales, como, por ejemplo, la preferencia por la vivienda en propiedad o en alquiler.

1. En el mercado de la vivienda, la localización es un factor fundamental que diferencia unos inmuebles de otros. En este sentido, se trata de un mercado claramente segmentado. Esta segmentación, unida a los requisitos de autorización legislativa que exige la urbanización, genera que en algunas áreas ciertas empresas constructoras puedan comportarse en cierto modo de manera monopolística.

Por otro lado, como ya se ha comentado, la adquisición de una vivienda contiene algunos elementos que pueden asimilarse a una compra de activos financieros, de modo que la formación de los precios y la propia construcción de nuevas viviendas pueden estar determinados también por las expectativas de revalorización de este activo. La incidencia de este factor, no obstante, resulta muy difícil de captar, por dos tipos de características específicas de este sector. En primer lugar, se trata de un bien poco líquido —con elevados costes de transacción— y muy segmentado —puesto que las viviendas con distinta localización no son sustitutivas entre sí—. En segundo lugar, las dificultades para recopilar datos tanto sobre la oferta y el stock de viviendas existente en cada momento como sobre los precios y las distintas características cualitativas —además del tamaño y la localización— hacen que la información disponible sobre precios y volumen de transacciones sea incompleta.

Estos aspectos, unidos a la inercia de muchos de los factores propios de la oferta y la demanda inmobiliarias, explican que —a diferencia de los precios de los activos financieros, que presentan movimientos erráticos como consecuencia de la corrección inmediata de las oportunidades de arbitraje— en el caso de los precios de la vivienda se observen movimientos tendenciales prolongados que tienden a realimentar y retrasar el cambio de sentido. Tampoco resulta sorprendente que se creen situaciones de comportamiento de rebaño o de *herding*, en las que los inversores otorgan escasa importancia a su propia información o valoración y prestan mayor atención a la actuación del resto de agentes, creándose lo que se conoce como «burbujas racionales»<sup>2</sup>, o, en definitiva, que el mercado de la vivienda sea proclive a episodios prolongados de sobrevaloración.

Un último elemento que se ha de tener en cuenta deriva de la trascendencia macroeconómica del sector inmobiliario, puesto que su evolución condiciona la riqueza de los hogares y la actividad residencial concentra un volumen significativo de los recursos productivos de un país. En este sentido, variables como el PIB, la riqueza neta de los hogares o el empleo, que son utilizadas frecuentemente para explicar la oferta y la demanda de activos inmobiliarios, no son completamente independientes del número de viviendas construidas o del valor que estas representan para los hogares. Además de esta relación de carácter contable, existe otro tipo de interrelaciones entre la actividad económica y el ciclo inmobiliario que deben tenerse en cuenta, como el hecho de que la actividad del sector de la vivienda tiene implicaciones sobre otras ramas económicas vinculadas con el mismo o que las variaciones de los precios de la vivienda constituyan una de las fuentes principales de generación de efectos riqueza sobre el consumo privado.

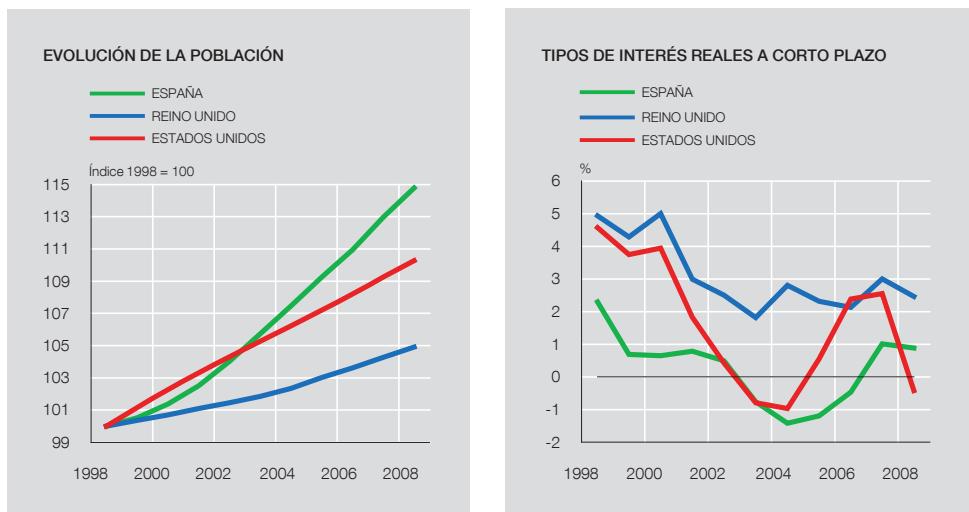
#### **Caracterización de la fase de auge del mercado inmobiliario**

Como se ha comentado en la introducción, la fase alcista del reciente ciclo inmobiliario se caracterizó por el fuerte crecimiento de la actividad en los mercados de la vivienda y de los precios de los activos residenciales en numerosos países de forma simultánea. No obstante, a pesar de esa elevada sincronía en el ámbito internacional, las respuestas en términos de precios y cantidades no fueron homogéneas por países.

En parte, el ciclo expansivo del mercado inmobiliario se apoyó en factores de naturaleza global. Así, el mantenimiento de unos niveles reducidos de los tipos de interés durante un período de tiempo prolongado supuso un incremento en la capacidad de endeudamiento de los agentes, al disminuir la carga financiera asociada a la deuda hipotecaria. Como puede observarse en el panel derecho del gráfico 2, los tipos de interés reales a corto plazo descendieron

---

2. Una revisión reciente sobre la influencia que este tipo de comportamientos ha podido desempeñar en la evolución de los precios de la vivienda en varios países puede verse en Hott (2009).



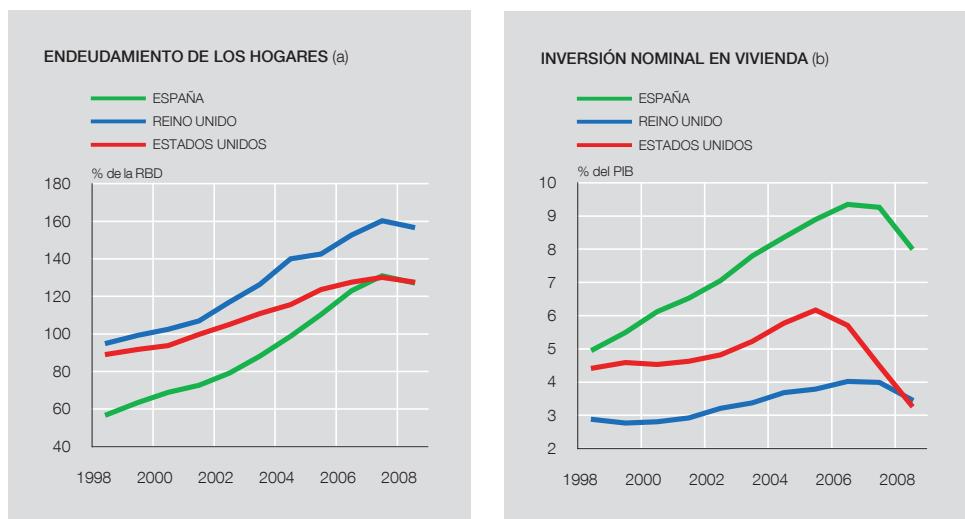
FUENTE: Comisión Europea (AMECO).

marcadamente durante el período 1998-2005 en España, Reino Unido y Estados Unidos; en el caso de España, este descenso se sumó al que ya se venía observando desde principios de la década de los noventa, como consecuencia de las perspectivas de ingreso en la Unión Económica y Monetaria.

Otros elementos de carácter global que también influyeron en la capacidad de endeudamiento hipotecario de los agentes fueron el desarrollo de los mercados internacionales de titulización y el mayor grado de competencia en el sector bancario, que estimularon las innovaciones en el segmento del crédito hipotecario. En el caso de España, estos fenómenos se conjugaron con el proceso de incorporación a la Unión Económica y Monetaria, que supuso un impulso adicional a la capacidad de endeudamiento de los agentes, al contribuir a un entorno macroeconómico más estable y a una mayor integración financiera internacional.

Estos factores propiciaron que la financiación fuera accesible a un conjunto más amplio de familias, si bien, al igual que ocurre con las condiciones monetarias, no tuvieron la misma intensidad y naturaleza en los tres países. Así, por ejemplo, la regulación existente en Estados Unidos propició que los mercados de titulización fueran utilizados no solo como una fuente de obtención de liquidez adicional para las entidades (como en el caso de España<sup>3</sup>), sino que permitió que estas diesen de baja esos créditos en su balance, operación que permitía liberar el capital regulatorio que debía mantener la entidad en relación con el riesgo que conlleva el préstamo concedido. Además, en Estados Unidos —y, en menor medida, en Reino Unido— se produjo una proliferación de entidades especializadas en el negocio hipotecario, no sujetas a la supervisión bancaria y con unos controles de riesgo y de información más laxos que el de las entidades de depósito<sup>4</sup>, que dio lugar a una notable relajación en los criterios de concesión de créditos hipotecarios. De esta forma, la financiación hipotecaria acabó siendo accesible para un conjunto de hogares con elevada probabilidad de impago, que solo podían afrontar las cargas de sus hipotecas —englobadas en la categoría denominada *subprime*— a través

3. Véase Martín-Oliver y Saurina (2007). 4. Este tipo de entidades no solo no estaba sujeto a unos requerimientos de capital tan estrictos como las entidades bancarias, sino que tampoco contaba con unas normas de protección al cliente tan estrictas como estas. En este sentido, varios puntos de las reformas financieras que se encuentran en proceso de aprobación legislativa en Estados Unidos y Reino Unido van dirigidos a mejorar esta protección.



FUENTES: Estadísticas nacionales y Comisión Europea (AMECO).

- a. Datos en porcentaje de la renta bruta disponible (RBD).  
b. Datos en porcentaje del PIB.

de la continua refinanciación de sus deudas, en un contexto de ascenso de los precios de la vivienda<sup>5</sup>. Todo ello produjo un notable incremento en el volumen de financiación hipotecaria no intermediada por el sector bancario. Así, por ejemplo, en Estados Unidos en el tercer trimestre de 2009 tan solo una cuarta parte de las hipotecas estaba en poder de las entidades de depósito, cifra 30 puntos porcentuales (pp) inferior a la que se registraba en 1985<sup>6</sup>.

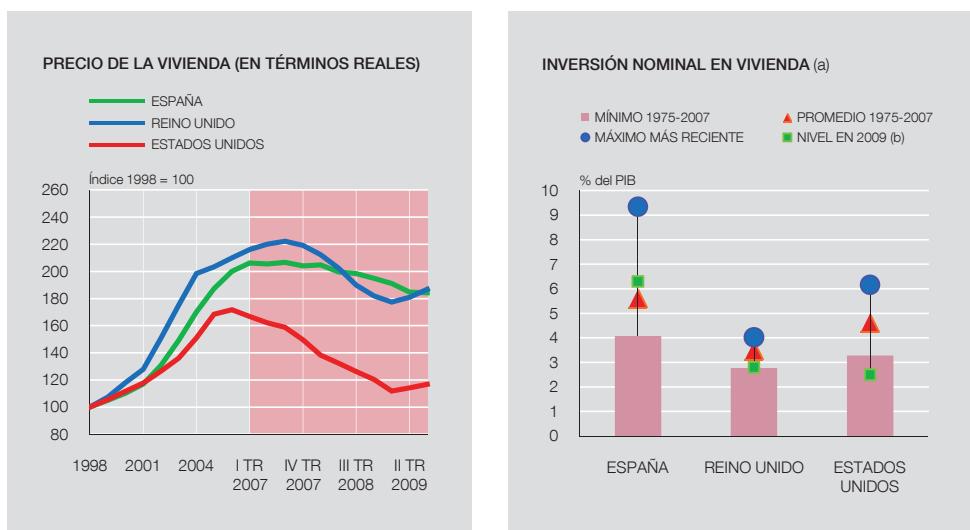
En España, sin embargo, otros factores desempeñaron un papel esencial. Así, el comienzo de la fase alcista del ciclo inmobiliario estuvo asociado a un auge de la demanda de vivienda que estaba apoyado en la evolución de sus determinantes fundamentales. En concreto, se produjo un notable dinamismo demográfico, de mayor intensidad que en los otros países, explicado por los elevados flujos migratorios (véase gráfico 2), que vino acompañado, además, de otros cambios importantes de naturaleza estructural, como la reducción del tamaño medio del hogar. De igual forma, el elevado crecimiento de la renta disponible de los hogares y la reducción progresiva de las tasas de desempleo tuvieron un impacto superior en España, determinando una mejora significativa en los niveles de accesibilidad a la adquisición de activos residenciales. Todos estos elementos se reflejaron en un aumento muy significativo del endeudamiento de las familias, que fue especialmente intenso en el caso de España, donde esta ratio se duplicó en menos de diez años (véase gráfico 3).

Los factores comentados determinaron un aumento sustancial de la demanda de viviendas en las tres economías analizadas, que dio lugar a una reacción de la oferta de distinta intensidad en cada una de ellas, puesto que la respuesta de la construcción de nuevas viviendas ante un incremento de la demanda está normalmente condicionada por las características legales y estructurales propias de cada mercado. Así, en el momento álgido del ciclo, que para España y el Reino Unido puede fecharse en el bienio 2006-2007, la ratio de inversión residencial sobre el PIB nominal se situó en el 9,3% en España (casi 5 pp por encima del mínimo anterior), mientras que en Reino Unido esa ratio se encontraba en el 4%, en torno a 1 pp por encima del mínimo anterior (véase el panel derecho del gráfico 3), lo cual pone de manifiesto las importantes

5. Una revisión de este proceso puede encontrarse en el discurso de la gobernadora de la Reserva Federal E. Duke (2009) o en el de la presidenta del FDIC S. Bair (2010). 6. Véase Bair (2010).

PRECIO DE LA VIVIENDA (EN TÉRMINOS REALES) E INVERSIÓN NOMINAL EN VIVIENDA

GRÁFICO 4



FUENTES: Estadísticas nacionales, Datastream, Comisión Europea (AMECO) y Bureau of Economic Analysis (BEA).

a. Datos en porcentaje del PIB.

b. Previsiones para Reino Unido, y dato del tercer trimestre de 2009 anualizado para España y Estados Unidos.

restricciones urbanísticas en este país. En el caso de Estados Unidos, el valor máximo de esta ratio se situó en un punto intermedio, alcanzando el 6,1% del PIB en 2005, 2,7 pp superior al mínimo anterior. Estos datos apuntarían, por tanto, a que en Estados Unidos y, especialmente, en España la respuesta de la oferta fue mucho más significativa que en Reino Unido.

Estas discrepancias también tuvieron su reflejo en las contribuciones de la inversión residencial al crecimiento del PIB, que fueron diferentes en cada país. Mientras que en el caso de España la inversión en vivienda aportó 0,5 pp al crecimiento promedio del PIB durante el período 1998-2007, en Reino Unido esta alcanzó solo 0,1 pp, y en Estados Unidos, 0,3 pp. En términos de la contribución del empleo del sector de la construcción a la creación de empleo total, las aportaciones medias durante la etapa expansiva fueron de 0,8 pp en España, y de 0,2 pp tanto para Reino Unido como para Estados Unidos.

La evolución de la oferta y de la demanda, y su posible desajuste, acabó trasladándose al crecimiento de los precios, aunque también con intensidades diferentes en las tres economías. En España y en Reino Unido, los precios de la vivienda en términos reales aumentaron un 114% y un 134% entre 1997 y 2007, respectivamente, al tiempo que los precios inmobiliarios en el mercado estadounidense se incrementaron un 80% (véase gráfico 4). Si bien los fundamentos macroeconómicos permiten justificar un cierto aumento de los precios de la vivienda, existe evidencia de que los incrementos registrados contenían también un componente de sobrereacción<sup>7</sup>.

7. Así, en relación con los precios, el Fondo Monetario Internacional estimaba que a finales de 2007 la sobrevaloración de la vivienda en el mercado residencial en Reino Unido y en España se podía cifrar, en términos reales, en un 28% y un 17%, respectivamente, mientras que en el caso de Estados Unidos, en 2006, momento de mayor auge, el nivel de sobrevaloración se podría situar en torno al 20%. En relación con otros países, Reino Unido se situó en el rango alto de sobrevaloración, tras Irlanda y Países Bajos, mientras que Estados Unidos y España aparecían en una situación intermedia. La metodología del Fondo Monetario Internacional se basa en un vector autorregresivo en el que se relaciona el precio de la vivienda con diferentes variables macroeconómicas. Véase también, para el caso de España, para un período previo, Ayuso y Restoy (2003).

En cuanto a la contribución de la vivienda a la actividad productiva, se produjo también una reacción excesiva, que puede apreciarse comparando las ratios de la inversión en vivienda sobre el PIB en el momento de auge con las ratios medias de un período largo de tiempo (véase gráfico 4). Este ejercicio ha de tomarse, no obstante, con la debida cautela, ya que no se consideran otras variables —tales como la evolución migratoria— o cambios estructurales —como la incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria— durante ese período que pueden distorsionar la comparación intertemporal.

#### **El proceso de ajuste**

El comienzo y la intensidad de la corrección de los mercados de la vivienda en Estados Unidos, Reino Unido y España, en el período más reciente, estuvieron condicionados tanto por la evolución de los factores que determinaron la fase de auge como por la cuantía de los excesos acumulados en esa fase. El proceso de ajuste comenzó durante 2006, cuando la maduración del ciclo económico y la aplicación de unas políticas monetarias más restrictivas condujeron a un encarecimiento de las condiciones de financiación y a un debilitamiento de las expectativas de revalorización, que pusieron de manifiesto la fragilidad de algunos de los elementos que habían impulsado la expansión de la demanda de inmuebles en los últimos años. Este proceso de ajuste se inició antes y tuvo más intensidad en Estados Unidos, donde, como ya se ha comentado, se habían producido excesos en la expansión de la financiación hipotecaria facilitados por una regulación muy permisiva y apoyados en el supuesto de que la revalorización de la vivienda pudiera ser persistente.

A mediados de 2007 se puso de manifiesto que el cambio en las condiciones monetarias en Estados Unidos y el comienzo de un ajuste a la baja en el precio de los activos inmobiliarios se estaban traduciendo en un incremento mayor de lo esperado en la tasa de morosidad hipotecaria, sobre todo en los créditos *subprime*, y en una inadecuada valoración de los productos financieros que se habían empleado para titulizar estos créditos. El acusado deterioro crediticio de las hipotecas *subprime*, unido a la complejidad de los instrumentos asociados a ellas —que diseminaron el riesgo de modo no transparente entre un amplio espectro de inversores—, desencadenó una espiral de incertidumbre y un cambio brusco en la situación de abundante liquidez que había dominado en los mercados financieros a escala mundial, generando importantes pérdidas en los inversores internacionales y sentando las bases de la crisis financiera global, que se desencadenó, con inusitada virulencia, a partir de septiembre de 2008. En este contexto, se produjo un fuerte descenso en los fondos disponibles para adquirir viviendas, que afectó no solo a las entidades americanas, sino también a la mayoría de sistemas financieros del mundo. Los mercados inmobiliarios de otros países, como Reino Unido, se vieron afectados y se produjo un ajuste en los precios, que corrigió, en mayor o menor medida, el exceso de revalorización que habían acumulado. En el caso del mercado español, en el que los precios de la vivienda ya habían iniciado una fase de corrección, la crisis internacional condujo a un rápido descenso de la actividad en el mercado residencial y a un intenso deterioro del empleo, que aceleró el proceso de ajuste inmobiliario. De este modo, los precios de la vivienda acabaron registrando importantes caídas en los tres países. Según las estadísticas de precios utilizadas, los descensos más abruptos desde los niveles máximos habrían tenido lugar en Estados Unidos y en Reino Unido (con unas caídas del 33%<sup>8</sup> y del 16%, en términos reales, hasta el tercer trimestre de 2009), mientras que en España el descenso ha sido más moderado, de en torno al 12% hasta el cuarto trimestre de 2009.

El ajuste también afectó a la inversión residencial de forma diferenciada en las tres economías, dependiendo del exceso de oferta acumulado. Así, en España la ratio de inversión residencial

---

8. De acuerdo con el índice S&P Case-Shiller.

sobre el PIB nominal se ha reducido en 3,6 pp desde 2006, cuando alcanzó su valor más alto, hasta el tercer trimestre de 2009. En Estados Unidos, donde el ajuste se inició con anterioridad, la caída desde el máximo registrado en 2005 hasta el tercer trimestre de 2009 ha sido también de en torno a 3,6 pp. En Reino Unido —donde, como se mencionó, la oferta no se había ampliado tanto— esta ratio descendió en torno a 1 pp en el mismo período. Para evaluar el ajuste pendiente de la inversión pueden emplearse las proyecciones de la Comisión Europea disponibles para los próximos años para estas tres economías<sup>9</sup>. Según este ejercicio, en el caso español todavía quedaba una reducción de 1,2 pp de ajuste pendiente en 2010, aunque la contracción todavía podría continuar en el siguiente año. En Reino Unido, la escasa expansión de la inversión en vivienda en la fase de auge explica una necesidad de ajuste menor. De hecho, hasta 2011 la ratio de inversión en vivienda sobre el PIB solo caería en 0,1 pp adicionales. En Estados Unidos, el ajuste estaría también casi concluido<sup>10</sup>.

#### **Implicaciones macroeconómicas**

Un proceso de ajuste inmobiliario tiene, en primer término, un efecto macroeconómico directo, derivado de la repercusión de la caída de la inversión en vivienda (y del VAB del sector de la construcción) en el PIB y en el empleo de este sector. Como acaba de mostrarse, este efecto directo puede ser más significativo en España, en términos acumulados, que en Reino Unido y Estados Unidos, dado que la mayor expansión de la oferta durante el período de auge ha elevado muy significativamente el peso de la construcción de vivienda en la actividad y en el empleo, contribuyendo a la aparición de un exceso de oferta.

Adicionalmente, el descenso de la actividad en el sector inmobiliario tiene implicaciones negativas para otras ramas productivas, al reducir la demanda de bienes intermedios industriales para la construcción, la demanda de servicios inmobiliarios, la adquisición de bienes duraderos ligados a la vivienda, etc. Estos efectos de arrastre son difíciles de medir, pero parece razonable suponer que los países en donde la actividad deba reajustarse en mayor medida serán también los más afectados por estos efectos indirectos, que deprimen el *output* y el empleo de otras ramas productivas.

Un tercer canal relevante está relacionado con la trayectoria de los precios de la vivienda y su impacto en el consumo privado, mediante los denominados «efectos riqueza», a través de dos vías. Por un lado, la caída de los precios de la vivienda reduce el valor del colateral de los préstamos hipotecarios que podrían solicitarse para financiar gastos de consumo (el denominado «reembolso de capital inmobiliario»); por otro lado, el descenso del valor de la riqueza inmobiliaria de los hogares podría deprimir su confianza e incrementar el ahorro por motivo de precaución.

En el caso español, las variaciones de la riqueza inmobiliaria afectan al consumo, principalmente, por la segunda de estas vías, mientras que la primera podría ser más relevante en los casos de Reino Unido y Estados Unidos, dado que en estos países los hogares han recurrido más intensamente a los préstamos hipotecarios para la financiación directa de decisiones de consumo. En el cuadro 1 se presentan los resultados de distintos estudios empíricos que, empleando datos agregados o microeconómicos, estiman la importancia de la riqueza inmobiliaria para determinar la trayectoria del consumo privado. Como puede observarse en este cuadro, las elasticidades (o las propensiones marginales a consumir ante cambios en la rique-

---

9. Se han utilizado los datos del ejercicio de previsión de la Comisión Europea de otoño de 2009. 10. Un elemento determinante del proceso de ajuste del mercado inmobiliario es el *stock* de viviendas sin vender, cuyo volumen se ha ido acumulando por el desacoplamiento entre la oferta y la demanda residencial. El abrupto cambio del contexto macroeconómico ha conducido a una acumulación de un elevado inventario de viviendas sin vender, dada la inercia que muestra la oferta de viviendas por su prolongado período de producción.

	Metodología	España	Reino Unido	Estados Unidos
Catte et ál. (2004)	Datos micro	0,01 - 0,02	0,05 - 0,08	0,05 - 0,08
Bover (2005)	Datos micro	0,02	—	—
Carroll (2004)	Datos macro	—	—	0,09
Barrell y Kirby (2008)	Datos macro	0,02	0,02	0,03
Slacalek (2009)	Datos macro	0,02	0,05	0,02

za) son superiores en los casos de Reino Unido y Estados Unidos, en comparación con España, por lo que cabe esperar que los efectos por esta vía sean mayores en esos países.

En definitiva, el impacto del ajuste inmobiliario debería afectar de distinta forma a los tres países analizados. En Estados Unidos el ajuste de la vivienda resulta significativo tanto por la contracción de la actividad y del empleo del sector de la construcción, y de las actividades relacionadas con el mismo, como por la disminución de la financiación para el consumo que obtenían los hogares americanos sobre la base de la revalorización del precio de la vivienda. Este último factor sería el de mayor repercusión en Reino Unido, ya que la contribución del sector constructor en este país es reducida y la construcción apenas reaccionó en la fase alcista del ciclo. Por su parte, en España el ajuste parece operar más por la vía de la caída de la inversión y de la actividad inmobiliaria, debido a la necesidad de que el sector residencial complete un proceso de redimensionamiento, y de los efectos de arrastre que esto producirá en otras ramas productivas. El impacto del efecto riqueza en el consumo debido a la caída de los precios de la vivienda estaría afectando al gasto de las familias españolas, sobre todo al deteriorar la confianza e impulsar el ahorro por motivo de precaución. Obviamente, la crisis inmobiliaria también puede tener repercusiones macroeconómicas sustanciales a través de su impacto negativo en el sistema financiero, al elevar la morosidad de los préstamos concedidos a hogares y empresas del sector, pero su análisis escapa al ámbito de este artículo.

### Conclusiones

Desde mediados de la década de los noventa, y en un contexto de condiciones globales expansivas, un conjunto de países desarrollados ha experimentado ciclos inmobiliarios muy acentuados, caracterizados por prolongados ascensos en los precios de la vivienda y por un intenso ajuste posterior, especialmente a partir de 2007, intensificado por el estallido de la crisis financiera. Entre los factores globales que pueden haber contribuido a la dinámica expansiva, destacan los niveles reducidos de tipos de interés en un entorno macroeconómico estable y los procesos de innovación financiera. Sin embargo, a pesar de la sincronía que se ha observado en los precios de la vivienda a escala internacional, existen factores específicos en cada país que han introducido diferencias tanto en la naturaleza de la fase alcista como en la magnitud y en las implicaciones del ajuste de este sector. En este artículo se han descrito las características específicas de los mercados inmobiliarios en Estados Unidos, Reino Unido y España. Los rasgos singulares abarcan varias dimensiones, pero son especialmente significativos en tres aspectos: el ajuste de la oferta y la inversión residencial, el papel de las innovaciones financieras y los canales e intensidad del impacto del ajuste inmobiliario sobre la actividad.

En primer término, la reacción de la oferta ante la presión de la demanda de activos inmobiliarios no ha sido la misma en los tres países: así, en la fase más álgida del ciclo inmobiliario el

peso de la inversión residencial en relación con el PIB se incrementó sustancialmente en Estados Unidos y en España, mientras que en Reino Unido esta relación solo se incrementó ligeramente durante este período. De forma correlativa, durante la fase de ajuste la reducción de esta ratio ha sido menor en este país, mientras que en Estados Unidos esta se ha corregido significativamente, hasta situarse en 2009 por debajo incluso de su media histórica. En España la corrección está siendo importante y la ratio se sitúa ya en niveles cercanos a los de su media histórica.

Por otro lado, los efectos de la innovación financiera han sido muy diferentes en cada país, dependiendo, entre otros factores, de la regulación existente. Así, tanto en Reino Unido como, sobre todo, en Estados Unidos las oportunidades que encontraron las entidades para transferir el riesgo favorecieron el acceso a la financiación hipotecaria por parte de familias que carecían de unos ingresos suficientes para asumir las cargas de estos préstamos y que basaban el repago de los mismos en la continua revaluación de los activos inmobiliarios. Por el contrario, en España —aunque también se produjeron unas condiciones financieras globales holgadas, asociadas a su pertenencia a la Unión Económica y Monetaria— la regulación existente fomentó que las entidades financieras fueran más cautelosas en la política deconcesión de créditos. Estas diferencias, probablemente, explican el distinto grado de intensidad en el proceso de ajuste, siendo Estados Unidos el país en el que primero se puso de manifiesto la dificultad de algunas familias —englobadas en lo que se ha llamado «segmento *subprime*»— para afrontar sus obligaciones hipotecarias. En España, en cambio, el aumento de la morosidad de las familias ha sido más contenido y ha estado vinculado sobre todo al deterioro de la situación macroeconómica generada por la crisis, y más en particular al fuerte aumento del desempleo.

Por último, los efectos del ajuste inmobiliario sobre la actividad también han sido diferentes en los tres países. En el caso de Estados Unidos, han sido ya significativos, dada la caída de la inversión residencial y del empleo, y también del consumo, como consecuencia de la dependencia del gasto de los hogares americanos de la financiación hipotecaria y de la revalorización inmobiliaria. En Reino Unido, el impacto directo del redimensionamiento del sector en la actividad y en el empleo parece haber sido limitado, siendo el efecto riqueza negativo, derivado de la caída de los precios de la vivienda, sobre el consumo de los hogares británicos, el principal vínculo entre el ajuste inmobiliario y el resto de la economía. La importancia de este efecto riqueza en ambos países puede prolongar el impacto del ajuste inmobiliario sobre el consumo y la actividad en los próximos trimestres. Por su parte, en España el ajuste está recayendo principalmente en la disminución de la inversión y en el incremento del desempleo, como consecuencia del intenso redimensionamiento que está teniendo lugar en el sector de la construcción y de sus implicaciones para otras ramas relacionadas con él. Asimismo, la pérdida de valor de la riqueza inmobiliaria, unida al efecto del desempleo y a la pérdida de confianza, está contribuyendo a inhibir el consumo privado y a la fuerte recuperación de la tasa de ahorro de las familias que se viene observando en los últimos trimestres.

22.1.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., y F. RESTOY (2003). *House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0304, Banco de España.
- BAIR, S. (2010). «Federal Deposit Insurance Corporation on the Causes and Current State of the Financial Crisis», comparecencia ante la Comisión sobre la Crisis Financiera, enero.
- BARRELL, R., y S. KIRBY (2008). «Consumption, Housing Wealth and Financial Crises», *National Institute Economic Review*, 205, pp. 57-60.
- BOVER, O. (2005). *Wealth Effects on Consumption: Microeconometric Estimates from the Spanish Survey of Household Finances*, Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España.

- CARROLL, C. D. (2004). *Housing Wealth and Consumption Expenditure*, Johns Hopkins University.
- CATTE, P., N. GIROUARD, R. PRICE y C. ANDRÉ (2004). *Housing Markets, Wealth and the Business Cycle*, OECD ECO/WKP (2004) 17.
- DUKE, E. (2009). «Envisioning a Future for Housing Finance», discurso en la Reserva Federal de Chicago.
- FMI (2008). «Global Prospects and Policies», *World Economic Outlook*, cap. 1, septiembre.
- HOTT, C. (2009). *Explaining House Price Fluctuations*, Swiss National Bank Working Paper n.º 2009-5.
- MARTÍN-OLIVER, A., y J. SAURINA (2007). *Why do Banks securitize Assets?*, mimeo, Banco de España.
- MAYER, C. (2007). «Commentary: Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership», *Proceedings*, Reserva Federal de Kansas City, pp. 125-137.
- SHILLER, R. (2007). «Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership», *Proceedings*, Reserva Federal de Kansas City, pp. 89-123.
- SLACALEK, J. (2009). *What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth*, Working Paper Series 1117, European Central Bank.