



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**EL SECTOR INMOBILIARIO EN ESPAÑA.
CARENCIAS, SOLUCIONES Y FUTURO**

Autora: Andrea Guembe Ramírez
Directora: Dra. María Coronado Vaca

Madrid
Abril de 2014

Nombre: Andrea
Apellido 1: Guembe
Apellido 2: Ramírez

INDICE DE CONTENIDOS

1.Introducción.....	5
1.1 Objetivos del TFG	5
1.2 Justificación del tema objeto de estudio	5
1.3 Estructura y metodología	6
2.Antecedentes del sector inmobiliario español: evolución desde 1980 hasta la actualidad. 7	
2.1 Creación de la burbuja: 1980 - 2006.....	7
2.2 Factores desencadenantes de la burbuja inmobiliaria.....	8
2.2.1 La entrada en el Euro y la Política Monetaria Expansiva.....	8
2.2.2 El crédito hipotecario.....	9
2.2.3 El silencio de los Gobiernos	11
2.2.4 La oferta (Construcción).....	11
2.2.5 La Demanda.....	14
2.2.6 Los Precios	16
2.3 El estallido de la burbuja: 2006 - 2007	19
2.4 Factores desencadenantes del estallido.....	21
2.4.1. El Crédito hipotecario.....	21
2.4.2. La quiebra de inmobiliarias	23
2.4.3. El <i>Stock</i> de Viviendas	24
2.4.4. Los Bancos y las Cajas de Ahorro.....	25
2.5 Reacciones	26
3.Situación actual del mercado inmobiliario, oferta (<i>stock</i> existente) y demanda. El sector de la construcción. La financiación del sector en España.	28
4.Futuro del sector: ¿Estancamiento, estabilización o recuperación?	30
5.Casos particulares de grandes compañías inmobiliarias españolas: Interpretación de resultados de Metrovacesa S.A, Sacyr S.A., Inmobiliaria Colonial S.A., Realia Business S.A. y Reyal Urbis S.A.....	33
5.1 Metrovacesa	34
5.2 Sacyr	36
5.3 Colonial.....	39
5.4 Reyal Urbis	42
5.5 Realia	45
6. Conclusiones.....	48
7. Bibliografía.....	51

INDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

GRÁFICO 1.- EVOLUCIÓN TRIMESTRAL PRECIO VIVIENDA LIBRE ENTRE 1996 Y 2000 MEDIDO EN EUROS/M ²	8
GRAFICO 2.- EVOLUCIÓN HIPOTECAS ENTRE 1995 Y 2003 (EN NÚMERO).....	9
GRAFICO 3.- EVOLUCIÓN HIPOTECAS ENTRE 1995 Y 2003 (EN IMPORTE).....	10
GRÁFICO 4.- TIPO MEDIO DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS A MÁS DE 3 AÑOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA LIBRE DEL CONJUNTO DE ENTIDADES DE CRÉDITO ENTRE 1995 Y 2007.....	11
GRAFICO 5.- EVOLUCIÓN DE VISADOS DE OBRA DE VIVIENDA ENTRE 1997 Y 2007..	12
GRÁFICO 6.- EDIFICIOS Y VIVIENDAS TERMINADAS: CERTIFICACIONES DE LOS COLEGIOS DE APAREJADORES.....	13
GRÁFICO 7.- EVOLUCIÓN HIPOTECAS ENTRE LOS AÑOS 2003 Y 2007 (EN NÚMERO)..	14
GRÁFICO 8.- VARIACIÓN ANUAL DE LA VIVIENDA EN ALQUILER ENTRE 1996 Y 2001.....	16
GRÁFICO 9.- EVOLUCIÓN TRIMESTRAL PRECIO VIVIENDA LIBRE ENTRE 2000 Y 2007 MEDIDO EN EUROS/M ²	17
GRÁFICO 10.- EVOLUCIÓN TRIMESTRAL PRECIO VIVIENDA LIBRE ENTRE 2008 Y 2013 MEDIDO EN EUROS/M ²	20
GRÁFICO 11.- VARIACIÓN TRIMESTRAL DEL PIB ENTRE 2006 Y 2011.....	21
GRÁFICO 12.- EVOLUCIÓN HIPOTECAS ENTRE LOS AÑOS 2008 Y 2012 (EN NÚMERO)	22
GRÁFICO 13.- NÚMERO DE EMPRESAS CONCURSADAS ENTRE 2004 Y 2013 DEL TOTAL NACIONAL Y DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN (EDIFICIOS Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA)	24
GRÁFICO 14.- <i>STOCK</i> VIVIENDAS NUEVAS SIN VENDER ENTRE 2005 Y 2012.....	25

GRAFICO 15.- TASA DE DESEMPLEO EN EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN ENTRE 2004 Y 2013.....	29
GRAFICO 16.- PESO DEL DESEMPLEO DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN SOBRE EL TOTAL ENTRE 2004 Y 2013.....	29
GRÁFICO 17.- GRÁFICO X.- ÍNDICE DE CONFIANZA INMOBILIARIO DE LA SOCIEDAD DE TASACIÓN (SOBRE 100)	31
TABLA 1.- EXTRACTO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE METROVACESA.....	34
TABLA 2.- EXTRACTO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE SACYR.....	37
TABLA 3.- EVOLUCIÓN VALORACIÓN DE ACTIVOS DE VALLEHERMOSO.....	38
TABLA 4.- EXTRACTO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE INMOBILIARIA COLONIAL.....	39
TABLA 5.- EXTRACTO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE REYAL URBIS.....	43
TABLA 6.- EVOLUCIÓN VALORACIÓN DE ACTIVOS DE REYAL URBIS.....	44
TABLA 7.- EXTRACTO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE REALIA.....	45
TABLA 8.- EVOLUCIÓN VALORACIÓN DE ACTIVOS DE REALIA.....	46

1. INTRODUCCIÓN

1.1 OBJETIVOS DEL TFG

Debido a la crisis económica y financiera que estamos viviendo, se han visto afectados negativamente prácticamente todos los sectores en su totalidad. En España, ello es especialmente evidente en el sector inmobiliario.

La situación actual viene caracterizada por los siguientes aspectos:

- Bajada de precios de los activos inmobiliarios
- Mínima demanda
- Inexistencia de liquidez en el mercado

Actualmente, existen indicios optimistas sobre el futuro económico de España: mayores cotizaciones bursátiles, una creciente inversión extranjera en nuestro país y mayor confianza de los consumidores, entre otros.

Los objetivos principales de este Trabajo son analizar la evolución que ha experimentado el mercado inmobiliario desde 1980 hasta la actualidad, sus causas y consecuencias; y determinar si la recuperación del sector inmobiliario en España se producirá de forma paralela a la recuperación financiera y económica en nuestro país. Todo ello, a través del análisis e interpretación de las cuentas anuales consolidadas de cinco de las principales compañías dedicadas al sector inmobiliario en España: Metrovacesa, Sacyr, Colonial, Realia y Reyal Urbis.

1.2 JUSTIFICACIÓN DEL TEMA OBJETO DE ESTUDIO

La burbuja inmobiliaria en España ha representado uno de los hitos más importantes en la historia económica de nuestro país y, al margen de sus negativas consecuencias sociales, representa una ocasión excepcional para analizar su origen, su cénit y su declive desde un punto de vista analítico y teórico, considerando también las medidas que se han adoptado para su resolución y las actuaciones que se proponen como alternativas.

Su inicio tuvo lugar alrededor de 1996, extendiéndose hasta finales de 2007, momento en que se produjo su estallido, con las gravísimas repercusiones económicas, sociales y financieras que analizaremos.

Aunque la crisis inmobiliaria española recibió ciertas influencias de la crisis *subprime* padecida por Estados Unidos poco antes, parecen existir motivos autóctonos, con capacidad suficiente para generar por sí mismos una enorme burbuja inmobiliaria en España. Entre ellos, el incremento disparatado de los precios de los inmuebles, la incorporación a la moneda única europea, los bajos tipos de interés, o el aumento progresivo de la inmigración hacia nuestro país en las últimas décadas.

A lo largo del desarrollo del trabajo podremos observar el impacto cuantitativo que supusieron todos estos factores.

Todos los motivos enunciados, unidos a una escasa reacción de los Gobiernos para dirigir, controlar y modificar adecuadamente la actividad del sector inmobiliario de una larga etapa, podrían explicar los acontecimientos de los últimos años que, aún hoy, lastran gravemente nuestra capacidad de progreso.

El término “burbuja inmobiliaria” hace referencia a la situación de desarrollo incontrolado en la especulación del suelo que, por encontrarse “inflada” sobre sus valores reales, presenta un alto riesgo de “explotar”, generando una crisis inmobiliaria con repercusiones potencialmente graves sobre la economía de un país.

En consecuencia, y por definición, toda burbuja inmobiliaria constaría de una primera fase de “insuflación” o ascenso progresivo, con rendimientos muy elevados de las inversiones inmobiliarias, seguida de una fase de “explosión” crítica, es decir, de curso agudo y violento, en la que tendría lugar una pérdida de los beneficios acumulados, capaz de provocar una auténtica situación de crisis financiera.

1.3 ESTRUCTURA Y METODOLOGÍA

La estructura del presente Trabajo se desarrolla de forma cronológica, de forma que comenzaré tratando en el apartado 2 los antecedentes del sector inmobiliario español, donde iré analizando cómo se creó la burbuja, cuáles fueron los factores desencadenantes de dicha creación, cómo y cuándo se produjo el estallido de la burbuja, junto con sus

correspondientes factores desencadenantes. Para ello me apoyaré en la documentación publicada por organismos oficiales (BCE, FMI y Banco de España) relativa a la evolución experimentada por el sector inmobiliario hasta ahora.

En el apartado 3 examinaré la actual situación del mercado inmobiliario, la oferta (*stock* existente) y la demanda. Analizaré el peso y la importancia que ha tenido en estos últimos años el sector de la construcción y haré referencia a la dificultad que supone el acceso a la financiación en el sector inmobiliario en la actualidad.

Posteriormente, en el apartado 4 me detendré a sintetizar cuáles son las previsiones sobre el futuro de este sector, desde el punto de vista de los organismos oficiales y fuentes especializadas.

En el apartado 5 determinaré el posible futuro del sector a través del análisis e interpretación de resultados de las siguientes compañías dedicadas al sector inmobiliario: Metrovacesa, Sacyr, Colonial, Realia y Reyal Urbis. Para ello utilizaré las cuentas anuales consolidadas publicadas en la CNMV y en las webs corporativas y extraeré los datos que mayor relación presentan con la liquidez, el endeudamiento y la solvencia. Junto con ello haré especial énfasis en el ratio deuda/EBITDA, el fondo de maniobra, la deuda financiera y las pérdidas de valor de los activos inmobiliarios.

Por último, en el apartado 6 finalizaré el Trabajo con las conclusiones obtenidas.

Todo ello me permitirá poner en práctica los conocimientos adquiridos sobre valoración financiera e interpretación de resultados de las diversas asignaturas del área de Finanzas Corporativas.

2. ANTECEDENTES DEL SECTOR INMOBILIARIO ESPAÑOL: EVOLUCIÓN DESDE 1980 HASTA LA ACTUALIDAD.

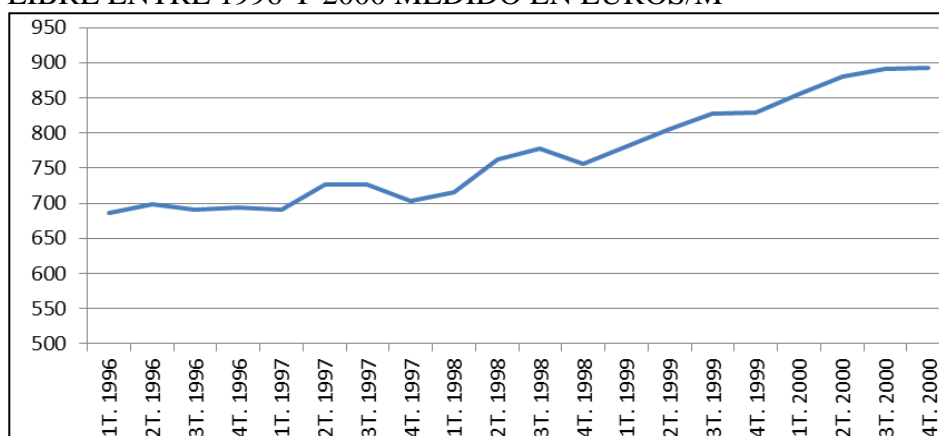
2.1 CREACIÓN DE LA BURBUJA: 1980 - 2006

Durante las décadas de los años 70 a 90 tuvo lugar en España una significativa urbanización como consecuencia de los desplazamientos de población del campo a la

ciudad. Toda esta población suponía para la economía una fuerte demanda de hogares, lo que fomentó que el sector de la construcción comenzara su expansión.

A finales del siglo XX se percibe el primer síntoma de la previsible aparición de una burbuja inmobiliaria en España, con el incremento, anormal y desproporcionado, del precio de la vivienda (Gráfico 1). Este fue el comienzo de la creación de la burbuja inmobiliaria española.

GRÁFICO 1.- EVOLUCIÓN TRIMESTRAL PRECIO VIVIENDA LIBRE ENTRE 1996 Y 2000 MEDIDO EN EUROS/M²



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística

La falta de suelo edificable, la inmigración, los beneficios fiscales otorgados a la adquisición de viviendas y el exceso injustificado de crédito, junto a la especulación y la recalificación del suelo, fueron factores esenciales para su creación, como veremos a continuación.

Pero es, sobre todo, en la sobrevaloración progresiva y desproporcionada de los precios, tanto del suelo como de las viviendas, donde está el verdadero origen primario de la aparición de una burbuja inmobiliaria en España.

2.2 FACTORES DESENCADENANTES DE LA BURBUJA INMOBILIARIA

2.2.1 LA ENTRADA EN EL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA

La incorporación de España a la Comunidad Europea en el año 1986 suponía también nuestra adhesión a una política económica y monetaria globalizada que, aunque básicamente positiva, provocaba también una pérdida de nuestra capacidad de decisión. La entrada en el mercado del euro nos empujó a la aceptación, vinculada a esa circunstancia,

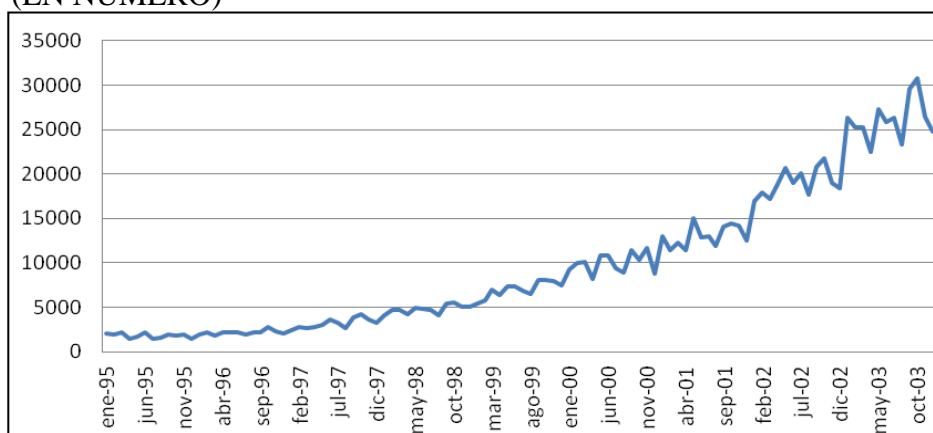
de una política monetaria común, expansiva, caracterizada por la bajada de los tipos de interés. Como consecuencia, se produce una mayor accesibilidad a los créditos hipotecarios, tanto de particulares como de instituciones bancarias, con resultados muy estimulantes para la inversión y especulación inmobiliaria en nuestro país. Y, esa facilidad para la obtención de créditos provoca irremediamente un progresivo endeudamiento de las familias.

También los bancos ven incrementarse sus márgenes y beneficios, en directa relación con la bajada de tipos, potenciando la concesión de créditos a particulares, muchas veces absolutamente injustificados, cerrando así un circuito retroalimentado, muy atractivo pero de alto riesgo, con un crecimiento desmesurado en el número y valor de las hipotecas inmobiliarias.

2.2.2 EL CRÉDITO HIPOTECARIO

Las condiciones de los préstamos hipotecarios resultaban tan favorables que la contratación de éste tipo de créditos se disparaba año a año (Gráficos 2 y 3). El Colegio General del Notariado¹ comunicó en 2004 que el número de créditos gestionados por las instituciones financieras creció un 24.8% interanual, la tasa más elevada desde 1996. De 438.535 viviendas escrituradas, el 90% se financió a través de una hipoteca. Con frecuencia, el crédito concedido alcanzaba el 70 u 80% del valor de tasación, con un plazo de duración de 15 o 20 años, llegando en algunos casos hasta el 100%, mientras que la duración del crédito podía extenderse a los 30 años o más.

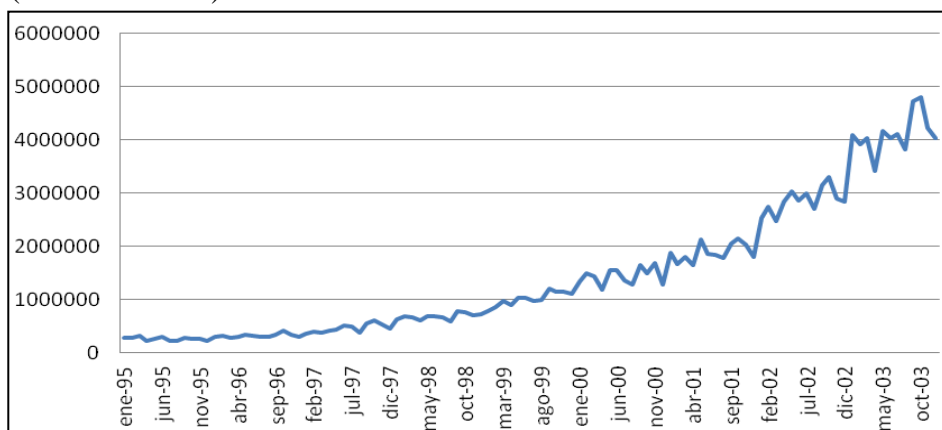
GRAFICO 2.- EVOLUCIÓN HIPOTECAS ENTRE 1995 Y 2003
(EN NÚMERO)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

¹ Nota de prensa del Consejo General del Notariado, 4 de Octubre de 2004

GRAFICO 3.- EVOLUCIÓN HIPOTECAS ENTRE 1995 Y 2003
(EN IMPORTE)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

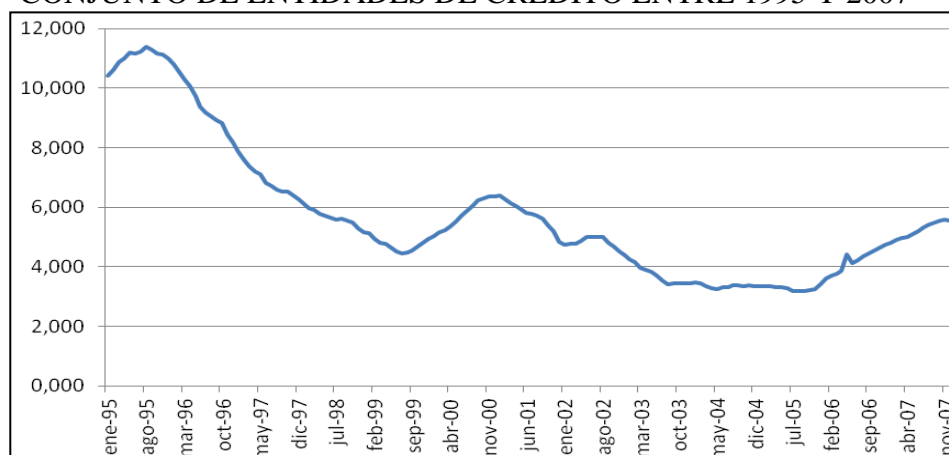
Como podemos observar en el Gráfico 4, en el período comprendido entre 1996 y 2005, los tipos de interés aplicados a los préstamos hipotecarios registraron una evolución de continuo descenso. En el verano de 2005 se produjo el punto de inflexión de dicha evolución como consecuencia de la anticipación por parte de los mercados de las políticas monetarias previstas por el BCE, políticas que eran anunciadas como menos permisivas. Es a partir de ese momento cuando podemos apreciar el incremento de tipos de interés.

Esta subida de tipos fue el primer anticipo de que el mercado de la vivienda iba a cambiar de ciclo (Rodríguez López, 2008)², aunque hubo que esperar a 2007 para dar con el cambio más radical.

Es necesario subrayar que estos tipos a los que se conceden las hipotecas reflejan tanto aquellos préstamos en los que el prestatario era el promotor de las viviendas, el constructor o el comprador de las mismas.

² VARIOS AUTORES. *Sector inmobiliario: pasado, presente y futuro*. Volumen I, Revista económica Castilla La Mancha, 2008

GRÁFICO 4.- TIPO MEDIO DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS A MÁS DE 3 AÑOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA LIBRE DEL CONJUNTO DE ENTIDADES DE CRÉDITO ENTRE 1995 Y 2007



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

2.2.3 EL SILENCIO DE LOS GOBIERNOS

A la luz de los resultados finales por todos conocidos, los dos partidos políticos que han venido gobernando España durante las últimas décadas parecieron hacer oídos sordos ante la situación que se estaba gestando. Los opulentos ingresos procedentes de impuestos de transmisiones de bienes inmuebles, de plusvalías, de licencias de obras, de incrementos de patrimonio, de IVA, y de distintas tasas y arbitrios, representaban una tentación irresistible. A nadie se le habría ocurrido, tal y como se desarrollaban los acontecimientos, plantear alternativas como el fomento del alquiler de viviendas o poner límites a la especulación, como la prohibición de reventa de pisos en períodos inferiores a los cinco años.

Lógicamente, también existían ventajas del crecimiento irreal del sector. Cientos de miles de personas pudieron acceder a un trabajo gracias a la generación de empleo que supuso la construcción, un sector que además es altamente intensivo en mano de obra.

2.2.4 LA OFERTA (CONSTRUCCIÓN)

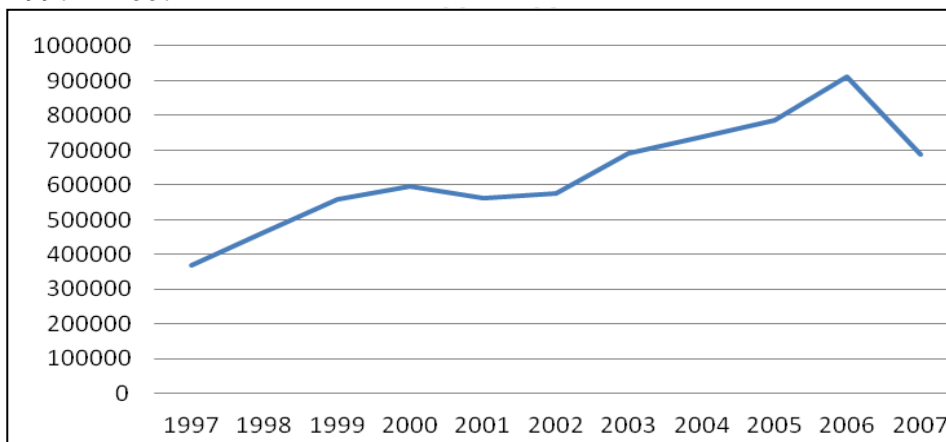
Según el Informe del Banco de España del año 2007, entre 1998 y 2007 la oferta de viviendas aumentó aproximadamente en 5,7 millones de unidades. Sólo entre 2002 y 2005 aumentó en más de 2,1 millones de unidades, mientras que en el mismo periodo la población española experimentó un incremento de 2,4 millones. Es decir, que por cada 100 nuevos habitantes se construían 89 viviendas.

Este imparable aumento de viviendas construidas se veía impulsado por diversos factores:

1. Crecimiento de la población urbana residente en España, tanto de la interna como de la proveniente de la inmigración.
2. En relación al crecimiento de la población, el aumento fue mayor en el segmento de edades más propensa a adquirir una vivienda. El número de hogares registrado se elevó debido a la disminución del tamaño medio del hogar, que pasó de 3,25 a 2,8 miembros. A ello debe añadirse el aumento del número de hogares unipersonales y monoparentales.
3. La disponibilidad del suelo urbanizable
4. El acceso al crédito de las familias, promotores inmobiliarios y constructores.
5. Las contrataciones de mano de obra poco cualificada incrementaban, nutriéndose de la creciente inmigración que llegaba a nuestro país dispuesta a aceptar salarios bajos.

Si sumamos los datos recogidos de visados de obra de vivienda del Gráfico 5, entre 1997 y 2007 se construyeron más de 5 millones de viviendas, en línea con los datos aportados por el Banco de España. Lo destacable es que realmente existía demanda que la absorbía. Los costes de construcción de la vivienda media estaban muy por debajo de los precios de venta, por lo que los beneficios eran enormes. De esta forma, las constructoras veían crecer sus márgenes, por lo que iban aumentando de tamaño, adaptando su capacidad a la demanda creciente.

GRAFICO 5.- EVOLUCIÓN DE VISADOS DE OBRA DE VIVIENDA ENTRE 1997 Y 2007



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento.

En referencia a las cifras de obtención de visados de obra nueva y mejora de vivienda entre 1997 y 2007, el continuo incremento alcanza el punto álgido con aproximadamente 900.000 visados en el 2006, periodo previo al estallido de la burbuja.

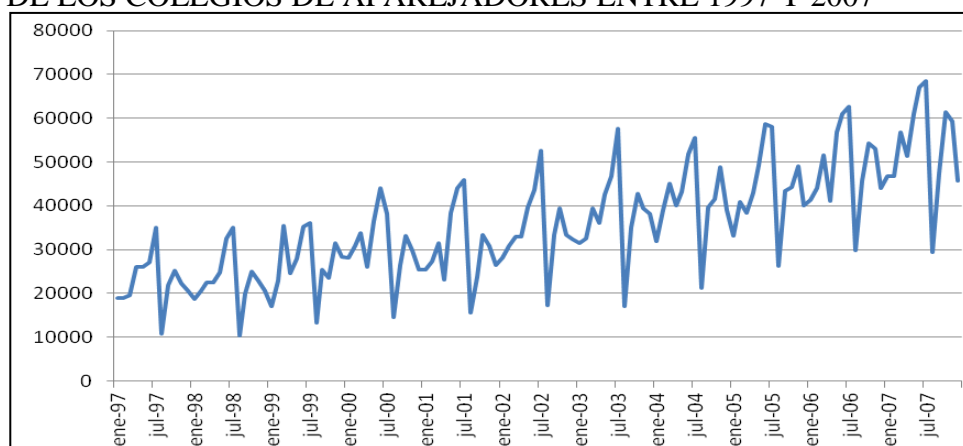
Según el Consejo Superior de Colegios de Arquitectos de España³, el número viviendas libres contenidas en los proyectos de ejecución visados por los colegios de arquitectos en 2006 fue de 840.300.

Todos los participantes sacaban provecho de la situación, sin reflexionar sobre si se estaban pasando algo por alto. Tanto los promotores como las constructoras argumentaban que sus incrementos de precios se basaban en los costes de producción, ya que, a medida que aumentaban estos últimos por la mayor actividad, tenían que compensarlo en los precios. Ahora vemos que se trataba de una mera argucia.

Como es lógico, también la evolución de las certificaciones de viviendas terminadas es un adecuado reflejo de la situación (Gráfico 6).

Las pronunciadas y estacionalizadas caídas que aparecen cada año son consecuencia de la menor actividad mostrada durante el mes de Agosto.

GRÁFICO 6.- EDIFICIOS Y VIVIENDAS TERMINADAS: CERTIFICACIONES DE LOS COLEGIOS DE APAREJADORES ENTRE 1997 Y 2007



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

³ Informe de coyuntura del Consejo Superior de Colegios de Arquitectos de España. Estadística de Edificación, 4º trimestre de 2006

2.2.5 LA DEMANDA

A pesar de la enorme oferta que existía, se vendían sin problema todas las viviendas construidas. Para esquematizar la idea de lo que estaba ocurriendo:

REALIDAD: \uparrow OFERTA \rightarrow $\uparrow\uparrow$ PRECIO

LEY DEL MERCADO: \uparrow OFERTA \rightarrow \downarrow PRECIO

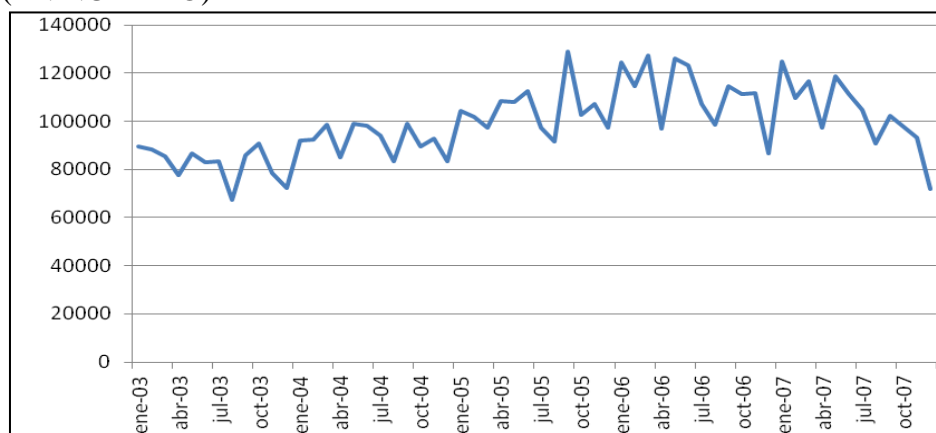
Estábamos ante una situación de absoluto incumplimiento de la ley de la oferta y la demanda. Esto nos lleva a pensar que algo estaba pasando en un mercado incapaz de reflejar la realidad. Esa enorme demanda dio lugar a mayores subidas de precios:

REALIDAD: \uparrow OFERTA \rightarrow $\uparrow\uparrow$ PRECIO \rightarrow \uparrow DEMANDA

Situación que se convertía en un círculo vicioso carente de todo sentido económico.

Ante la ausencia de estadísticas que reflejen el número de compraventas totales (tanto las financiadas con préstamo hipotecario como las que no), el medio utilizado como gráfico aproximativo es la contratación de préstamos hipotecarios. Es la forma más clara de verificar que la demanda de vivienda estaba creciendo a niveles muy significativos. Anteriormente, hemos podido observar la evolución previa al estallido entre 1994 y 2003. En el siguiente Gráfico 7, aparece el continuo incremento que se produjo en los años siguientes, especialmente en el 2006 donde se registraron un total de 1.342.171 hipotecas.

GRÁFICO 7.- EVOLUCIÓN HIPOTECAS ENTRE LOS AÑOS 2003 Y 2007
(EN NÚMERO)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

Según el Colegio de Registradores de la Propiedad⁴, del total de viviendas registradas en 2006, 389.594 se trataron de compraventas de vivienda nueva. El número registrado de compraventa de dichas viviendas es de 8,71 por cada mil habitantes a nivel nacional.

Según el Banco de España (Informe anual de 2007), la inversión residencial registró una tasa de crecimiento menor a la experimentada en el año anterior. En 2007 la tasa se situó en 3,1% mientras que en 2006 fue del 6,4%.

En opinión del organismo, ese menor crecimiento de la inversión residencial continuaría produciéndose de forma moderada en los siguientes años. El significado de estas variaciones de las tasas era que el mercado inmobiliario había llegado a su etapa madura.

Como principales causas de esta desaceleración, entendía el Banco de España que se encontraban: el aumento del coste de financiación, las menores expectativas de revalorización de los precios de la vivienda y la pérdida de confianza de inversores ante una mayor incertidumbre en el entorno financiero

Es necesario distinguir la demanda natural de la demanda especulativa. En el primer caso hablamos de familias o personas que buscan una segunda vivienda, extranjeros interesados en adquirir un inmueble en la costa española, o inmigrantes que deciden venir a España en busca de un trabajo en la construcción y necesitan un lugar en el que vivir.

En el segundo caso, cuando se habla de inversión especulativa, se hace referencia a aquella adquisición dirigida a obtener un beneficio en el corto plazo a través de la reventa comprendida en un plazo de 2-3 años, aprovechando el incremento de precios de la vivienda en ese periodo.

En relación a ello, la explosión de la demanda ha tenido como efecto directo un fuerte incremento de la propiedad sobre el alquiler debido a varios factores (Campos Echeverría, 2006)⁵:

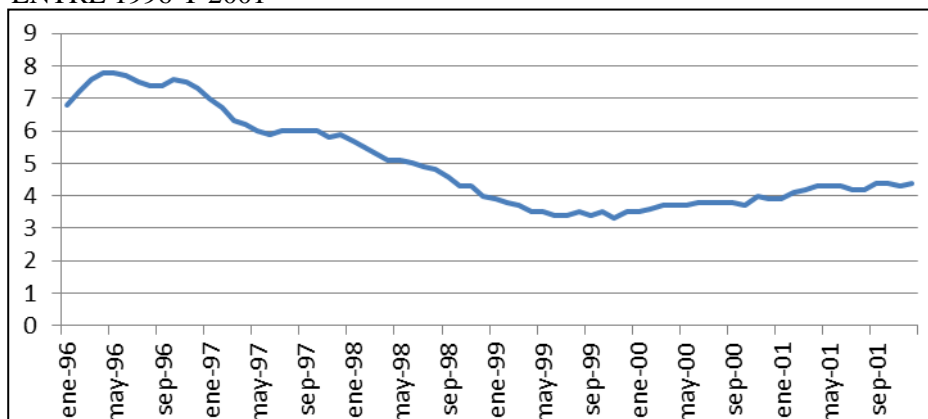
⁴ Estadística Registral Inmobiliaria del Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, Anuario de 2006.

⁵ CAMPOS ECHEVERRÍA, J.L. *La burbuja inmobiliaria española*. Editorial Marcial Pons, 2008, capítulo 3.

- El incremento del segmento de población en edad de formar un hogar
- La mayor propensión a comprar
- Las expectativas de revalorización de los precios de la vivienda
- El fácil acceso al crédito hipotecario y el ritmo de concesión del mismo
- La obtención de plusvalías derivadas de la reventa

Esa inclinación de la inversión hacia la venta, se ve reflejada en el descenso de la variación del alquiler de vivienda (Gráfico 8), que es más pronunciado en el periodo comprendido entre mediados de 1996 y 1998. También desciende la rentabilidad derivada de una inversión en alquiler, que en el caso de la rentabilidad bruta, la cifra ha descendido del 3,8% en 1997 al 2% en 2006, según el Banco de España.

GRÁFICO 8.- VARIACIÓN ANUAL DE LA VIVIENDA EN ALQUILER ENTRE 1996 Y 2001



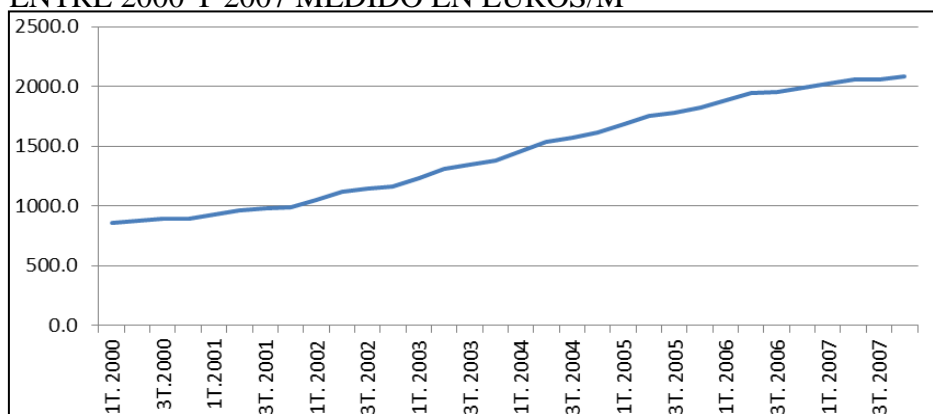
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

2.2.6 LOS PRECIOS

Entre los factores que favorecieron la subida de precios, contamos con el encarecimiento del suelo por escasez de suelo disponible y el descenso del alquiler, que podría haber sido mitigado si desde la Administración se hubiera fomentado en mayor medida.

Como observamos en el Gráfico 9, el precio medio de la vivienda por m² experimentó una subida sorprendente desde los 856 euros/m² en el año 2000 a los 2085 euros/m², en 2007.

GRÁFICO 9.- EVOLUCIÓN TRIMESTRAL PRECIO VIVIENDA LIBRE ENTRE 2000 Y 2007 MEDIDO EN EUROS/M²



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ministerio de Fomento

Si la llamada demanda natural o patrimonialista para disfrutar de una vivienda en propiedad, como aspiración básica muy extendida en la sociedad española favorece, por un simple mecanismo de aumento de la demanda, un incremento progresivo de los precios; la conocida como inversión especulativa, cuyo objetivo es la obtención de una plusvalía a corto plazo, representa un mecanismo capaz de disparar artificialmente y en mayor medida los precios, sin que éstos reflejen el valor real de las viviendas.

Esa larga e intensa subida de precios, acompañada de subidas en construcción de pisos y número de transacciones, convirtió al mercado español en uno de los más líquidos. La limitación de este mercado es que las valoraciones se basan en las tasaciones, no en los precios de las compraventas realizadas. Y el problema es que las tasaciones estaban presionadas al alza por el sistema bancario.

Hablamos de un mercado sesgado al alza, porque a los agentes les interesa que los precios estén altos. Los propios bancos prestamistas mantenían una influencia sobre los tasadores para que éstos mejorasen las tasaciones de los pisos de los clientes - tomadores de hipotecas. Existía una falta de independencia total.

En cuanto a la sobrevaloración que los precios experimentaron, es decir, la cuantificación del tamaño de la burbuja, hay que tener en cuenta la dificultad que supone dar un dato concreto.

A pesar de ello, fueron varios los estudios publicados que trataron de dar una cifra aproximativa del tamaño de la burbuja inmobiliaria, esto es, en qué medida estaban sobrevalorados los precios (García Montalvo, 2008)⁶.

Institución	Fecha de referencia	Tamaño de la burbuja	Método
BBVA	Diciembre 2002	28%	Regresión
García Montalvo	Abril 2003	28,5%	Ratio precios/alquileres
<i>The Economist</i>	Julio 2003	30-52%	Ratio precios/alquileres
Banco de España	Septiembre 2003	8-20%	Regresión y ratio

El Banco de España también realizó estudios para tratar de dar una aproximación al tamaño de la burbuja. Insistía en sus Informes Anuales que la cuantificación precisa del tamaño de la burbuja estaba sujeta a un elevado grado de incertidumbre. La amplitud del rango se debe a la dificultad en la cuantificación, para la que se utilizan varios métodos. En el informe dicen que esa sobrevaloración es compatible con una reabsorción ordenada de los precios. Es decir, que era posible un ajuste suave y no pronunciado de ellos.

En el Informe Anual del Banco de España de 2004⁷ se estimaba que el grado de sobrevaloración de la vivienda en el año 2002 se situaba entre el 8% y el 20%. Según sus posteriores análisis, se produjo un aumento sostenido del valor estimado de la sobrevaloración, cifra que alcanzaba un 14% - 23% en 2003, y un 24% - 35% en 2004.

En el siguiente Informe Anual del Banco de España de 2005 afirma que los precios de la vivienda siguen aumentando, y con ello también el endeudamiento de las familias para la inversión residencial, lo que obstaculizaba su ahorro. Añadía, siguiendo la postura del año precedente, que dado que el aumento de precios no ha sido tan acentuado como en el año anterior (un 12,8% en 2005 frente a un 17% en 2004) existían “posibilidades de que el grado de sobrevaloración que existe en este mercado sea reabsorbido de una manera ordenada en los próximos años”.

⁶ GARCÍA MONTALVO, J. *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero: crónica de un desenlace anunciado*. Editorial Antonio Bosch, 2008, pág. 48

⁷ Informe Anual del Banco de España, 2004, págs. 40 y 41

Defiende además que, a pesar de la creciente exposición a la que se enfrentan las familias a los cambios en los precios de la vivienda, dicha exposición es compatible con la solidez de su posición patrimonial.

Otra postura la aportaba el FMI. En 2003⁸ comparó las consecuencias entre un estallido de una burbuja inmobiliaria y un crack bursátil. Defendía que las pérdidas asociadas a la burbuja duplicarían a aquéllas provocadas por un crack de la bolsa. Cuantificaba estas pérdidas en un 8% del PIB y 4%, respectivamente

Añadía que un crecimiento desproporcionado de los precios de la vivienda iría seguido de una caída mucho más pronunciada que si se tratara de acciones.

En línea con esta visión del FMI, la revista *The Economist*⁹ resumía en ese mismo año tres razones de por qué las consecuencias derivadas de una burbuja serían mucho más perjudiciales:

- El efecto riqueza de los precios de la vivienda es superior al que correspondería con una subida de la bolsa, ya que la mayoría de la gente tiene una vivienda en propiedad y pocas tienen acciones en bolsa.
- El endeudamiento para la adquisición de vivienda es más frecuente.
- Una caída de precios de la vivienda daría lugar a la existencia de préstamos con un valor de tasación de las viviendas mucho mayor al valor de mercado. Ello perjudicaría significativamente los balances de los bancos y, con ello, el sector financiero.

2.3 EL ESTALLIDO DE LA BURBUJA: 2006 - 2007

Partimos de una situación en la que los particulares gozaban de capacidad de ahorro, existía una mayor inversión productiva, traduciéndose todo ello en crecimiento económico (incremento del PIB). Correlativamente, aumentaba el valor de los activos (aumenta el precio de la vivienda) y existía una necesidad de financiación de los particulares, que resolvían endeudándose aún más, de forma que los bancos otorgaban créditos hipotecarios con facilidad y un elevado ritmo.

⁸ Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, Capítulo 2: *When bubbles burst*, Abril de 2003.

⁹ *The Economist*, <http://www.economist.com/node/1794873>, 29 Mayo de 2003

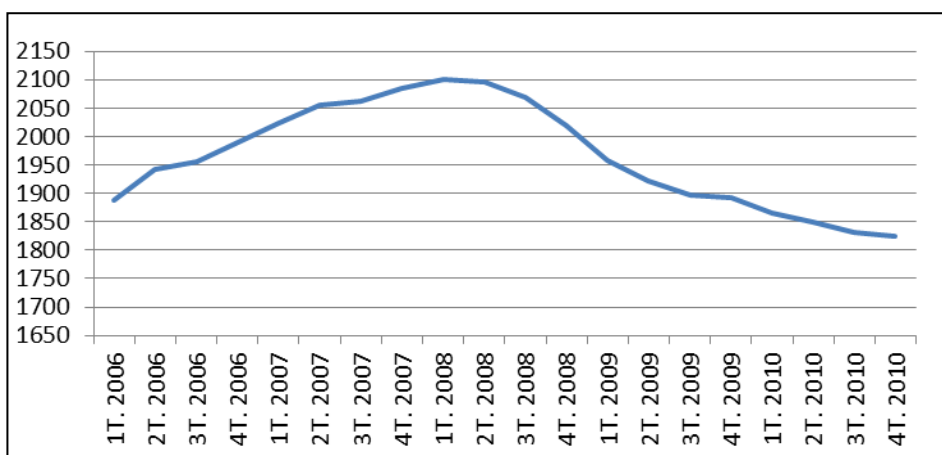
El optimismo de los compradores y una falta de estimación realista del valor del activo son las razones en las que se sustentan temporalmente unos precios crecientes.

Como mencioné anteriormente en relación a los tipos de interés, en 2005 comienzan a subir (Gráfico 4), por lo que las cuotas de crédito hipotecario incrementan y resulta más complicado obtener crédito para financiar las compras de vivienda. Es aquí donde surge el problema de muchas familias, que se ven imposibilitadas a hacer frente a los pagos de hipoteca. Muchas dejan de pagar o retrasan los pagos, por lo que las entidades financieras se encuentran ante la existencia de créditos morosos que deberán contabilizar en sus balances.

El cambio de ciclo tuvo lugar en este periodo. Se producía un cambio paulatino de la expansión a la recesión. Sin embargo, este cambio de ciclo no lleva consigo un inmediato ajuste de los precios, sino que éstos continuaron creciendo. El descenso de precios se produjo más adelante, a mediados de 2008 (Gráfico 10).

La circunstancia que sí tuvo lugar en este periodo comprendido entre 2006 y 2007 fue la caída de las transacciones inmobiliarias. A finales de 2006 se redujo la demanda, por lo que se empezaron a acumular viviendas en *stock* que no encontraban comprador. Los especuladores percibían que los precios están bajando y ante esa situación deciden adelantarse al resto y comienzan a vender. Aquí comienza el estallido de la burbuja.

GRÁFICO 10.- EVOLUCIÓN TRIMESTRAL PRECIO VIVIENDA LIBRE ENTRE 2008 Y 2013 MEDIDO EN EUROS/M²

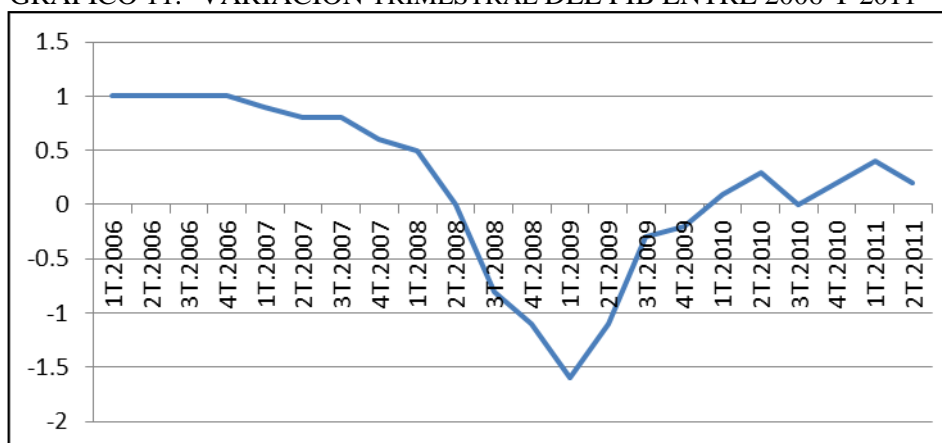


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento

Finalmente, llegamos a un momento en el que los precios no podían continuar incrementándose, de forma que su fase alcista tocó fin en el máximo de los 2010,4 euros/m² en el primer trimestre de 2008.

Tras incrementos insostenibles de precios y llegada al máximo histórico, la burbuja termina estallando y los precios comienzan a caer. Con ellos se estanca la demanda y el PIB desciende (Gráfico 11). Junto al PIB cae el valor del activo. No existe liquidez en el mercado porque el acceso al crédito ha caído y no existe posibilidad de encontrar financiación para adquirir viviendas. Existe una oferta que no encuentra una contraparte que la demande.

GRÁFICO 11.- VARIACIÓN TRIMESTRAL DEL PIB ENTRE 2006 Y 2011



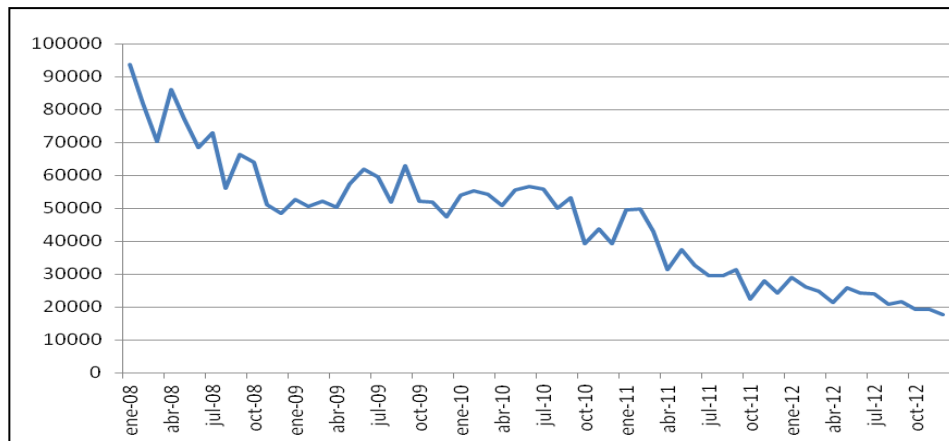
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Instituto Nacional de Estadística

2.4 FACTORES DESENCADENANTES DEL ESTALLIDO

2.4.1. EL CRÉDITO HIPOTECARIO

Aunque no fuera el desencadenante y, ni siquiera pueda considerarse un factor fundamental en el estallido de la burbuja inmobiliaria española, la crisis hipotecaria de Estados Unidos en el verano de 2007 acabó repercutiendo negativamente sobre nuestro ya debilitado mercado inmobiliario. La conocida como crisis *subprime* limitó seriamente la capacidad de nuestros bancos y cajas de ahorro para acceder a financiación extranjera, provocando el endurecimiento por parte de nuestras entidades financieras para la concesión de préstamos (Gráfico 12).

GRÁFICO 12.- EVOLUCIÓN HIPOTECAS ENTRE LOS AÑOS 2008 Y 2012 (EN NÚMERO)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

La crisis de las hipotecas *subprime* se gesta en el verano de 2006 y se extiende inicialmente por los mercados americanos, provocando numerosas quiebras financieras, nacionalizaciones bancarias, profundos descensos en las cotizaciones bursátiles y un grave deterioro de la economía global, llevando a la recesión de algunas de las economías más industrializadas.

Los créditos *subprime* eran hipotecas de alto riesgo, preferentemente destinadas a la adquisición de viviendas y orientadas a clientes con escasa solvencia, de mayor riesgo crediticio, por lo que su interés era más elevado y sus comisiones bancarias resultaban más gravosas. Dado que la deuda puede ser objeto de venta, las hipotecas *subprime* podían ser retiradas del activo del balance de la entidad concesionaria, siendo transferidas a fondos de inversión o planes de pensiones. En muchos casos, el inversor ignoraba el verdadero riesgo asumido.

A raíz de la elevación de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal en 2007 con el objeto de controlar la inflación, aumenta la tasa de morosidad y el nivel de ejecuciones, disparándose las señales de alarma entre los inversores al conocer que importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión tenían comprometidos sus activos en hipotecas de alto riesgo. Las consecuencias fueron una repentina contracción del crédito (*credit crunch*) y una enorme volatilidad de los valores bursátiles y una repentina caída de las bolsas de valores de todo el mundo.

La falta de medidas de control en la peligrosa evolución natural de los acontecimientos por parte de la Administración Pública en España supuso un factor agravador, en la intensidad y duración de la fase de recesión. En ningún momento se consideró la posibilidad de acabar con la especulación, como tampoco se intervino para controlar la desproporción en la concesión de créditos destinados a la adquisición y construcción de viviendas.

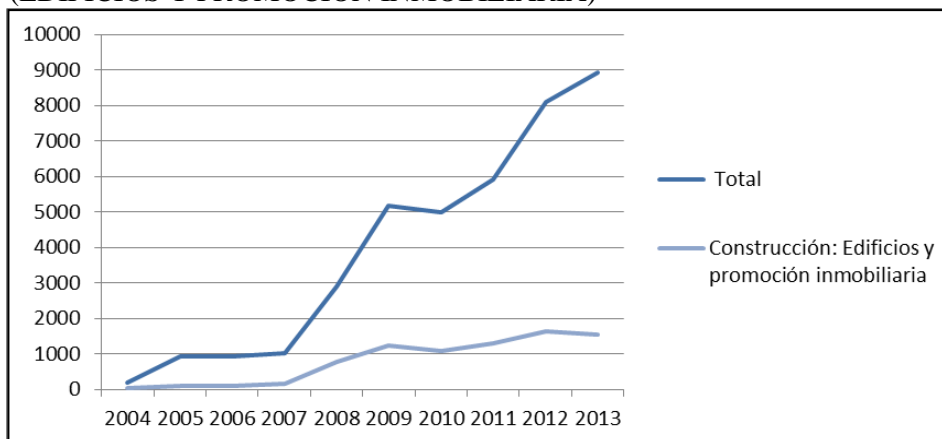
2.4.2. LA QUIEBRA DE INMOBILIARIAS

Con el pinchazo de la burbuja, multitud de empresas dedicadas a la promoción inmobiliaria se vieron obligadas a suspender sus pagos. La lista es extensa: Cosmani, Prasi, Lábaro, Sacresa, Aifos y Llanera, entre otras. Tras ellas, llegó el declive de las cajas de ahorros y su proceso de nacionalización. De forma similar, los bancos, que habían financiado a las inmobiliarias, se enfrentaban a un duro problema en sus balances.

Las dos grandes inmobiliarias que causaron el mayor impacto fueron Martinsa Fadesa y Reyal Urbis. La primera de ellas presentaba el concurso de acreedores en julio de 2008 al contar con una deuda de 7.200 millones de euros. Después de año y medio, puso fin al concurso tras llegar a un acuerdo por el que pagaría su deuda en un periodo de 10 años. En cuanto a Reyal Urbis, que posteriormente analizaré en profundidad, solicitó el concurso en Marzo de 2013 al presentar en su balance una deuda de cerca de 4.300 millones.

Esta dificultad a la que se enfrentan las empresas, especialmente las dedicadas a la promoción inmobiliaria, para hacer frente a sus pagos se ve reflejada en el Gráfico 13. A partir de 2007, tanto el número de concursos correspondiente al total de sectores como la del sector inmobiliario se disparan, registrando ésta última cifras de 1313 y 1633, en 2011 y 2012, respectivamente.

GRÁFICO 13.- NÚMERO DE EMPRESAS CONCURSADAS ENTRE 2004 Y 2013 DEL TOTAL NACIONAL Y DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN (EDIFICIOS Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Instituto Nacional de Estadística

La conclusión que debemos extraer de cada procedimiento concursal no es la situación de quiebra en sí misma, sino las consecuencias sobre el endurecimiento de la financiación y la dificultad de acceso a crédito al que ahora se enfrentan el resto de inmobiliarias. Su efecto directo es la pérdida de confianza de los inversores en el sector inmobiliario.

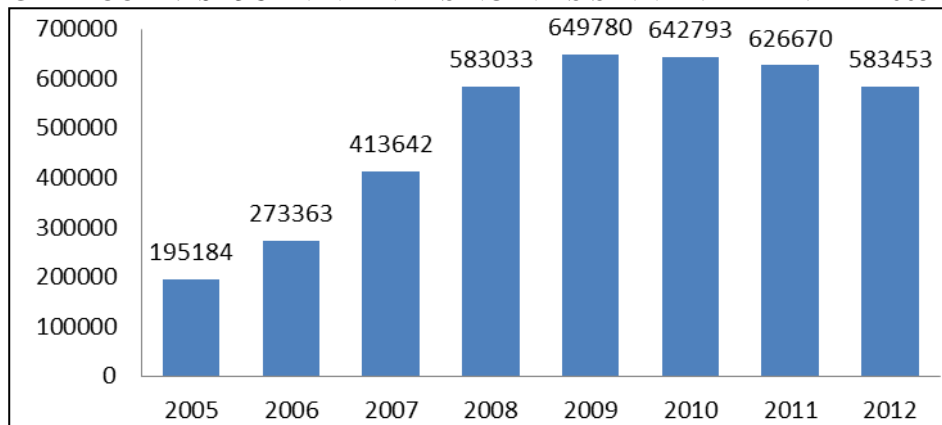
2.4.3. EL STOCK DE VIVIENDAS

La situación a la que las constructoras tuvieron que enfrentarse fue dramática. Contaban con numerosas viviendas sin vender a las que tenían que dar salida para poder continuar con su actividad. Como consecuencia, disminuyeron sus necesidades operativas (tanto de existencias como de mano de obra), y se vieron obligadas a despedir a trabajadores y a reducir su actividad.

El Ministerio de Fomento¹⁰ realizó en 2012 un cálculo del *stock* de viviendas nuevas sin vender entre los años 2005 y 2012 (Gráfico 14). Sólo en tres años, del 2006 al 2009, el *stock* de viviendas aumentó en un 37,7%.

¹⁰ Informe sobre el *stock* de vivienda nueva, Ministerio de Fomento, 2012

GRÁFICO 14.- STOCK VIVIENDAS NUEVAS SIN VENDER ENTRE 2005 Y 2012



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento

En el 2009 la tendencia de acumulación de *stock* se ve frenada, y es en 2010 cuando la acumulación llega a revertirse ligeramente.

2.4.4. LOS BANCOS Y LAS CAJAS DE AHORRO

Tras la quiebra de inmobiliarias, las entidades financieras tuvieron que contabilizar enormes pérdidas derivadas de préstamos que tuvieron que calificarse de dudoso cobro. Además, sus balances estaban repletos de activos inmobiliarios valorados a precio de burbuja, que era desproporcionadamente superior al precio real de mercado. Esos inmuebles sobrevalorados obligaron a los bancos a realizar provisiones por la diferencia de valor entre el valor de tasación y el valor de mercado. En cierta medida, esa situación podría haberse mitigado de no haber sido por la práctica habitual consistente en que, ante el impago de un préstamo hipotecario, el banco cobra en especie recibiendo la vivienda, en vez de contabilizar el préstamo como fallido y provisionándolo como gasto.

Todos esos activos (préstamos incobrables, inmuebles sobrevalorados), se destinaron a una sociedad para sanear así los balances de los bancos.

En Agosto de 2012, el Gobierno de España aprobó por Real Decreto-Ley la creación de un “banco malo” en el que se almacenaran determinados activos financieros, especialmente dañados, con objeto de proceder a su desinversión, maximizando su rentabilidad.

Así nació la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, más conocida por su acrónimo de SAREB, considerada como el “banco malo” de España, que constituye una sociedad anónima de gestión de activos transferidos por las cuatro entidades nacionalizadas (BFA-Bankia, Catalunya Banc. NCC Banco-Banco Gallego y

Banco de Valencia) así como por algunas entidades en proceso de reestructuración o resolución.

La SAREB está participada en un 55 % por capital privado, quedando el otro 45 % para el capital público, a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). El FROB puede obligar, con carácter administrativo, a cualquier entidad de crédito a transmitir a esa Sociedad de Gestión aquellos activos tóxicos cuya permanencia en el balance de la entidad se considere perjudicial para su viabilidad. La creación de la SAREB se considera una piedra angular del Gobierno del Presidente Rajoy dirigida a sanear el sistema bancario español y para la reactivación del mercado inmobiliario. La entidad centra su negocio en la venta de paquetes de activos inmobiliarios, que están valorados actualmente en unos 55.000 millones de euros, con la pretensión de obtener unos beneficios del 15 %.

2.5 REACCIONES

En 2008, el FMI ¹¹ argumentaba que, como consecuencia de unas políticas macroeconómicas poco restrictivas, se había producido un crecimiento en Europa superior al deseado, caracterizado fundamentalmente por un ritmo acelerado de precios. Ello había dado lugar a fuertes desequilibrios en los mercados y, especialmente, en el sector de la vivienda. Por otro lado, hacía una distinción entre la situación del mercado de vivienda en EE.UU. y en Europa, de forma que en EE.UU. preveía desequilibrios más pronunciados que los actuales, mientras que en Europa, el mercado “podría deteriorarse a nivel más general”.

Concluye el Informe aludiendo a que la combinación de incrementos de precios en vivienda, el endeudamiento de particulares y la creciente concesión de créditos es decisiva dado que puede desembocar en una desaceleración o recesión. Subraya el FMI que lo más significativo a la hora de analizar la probabilidad de que se produzca una recesión es el endeudamiento de los hogares.

¹¹ Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial, Octubre 2008.

En relación a los datos económicos del 2011, el Banco de España destaca en su Informe de Estabilidad Financiera¹² dos problemas fundamentalmente. En cuanto a la morosidad, se había producido un incremento de activos de dudoso cobro, reflejado en un ratio morosidad del sector de construcción y promoción inmobiliaria del 20,9 % en 2011, (frente a 13,5 % del 2010). En segundo lugar, la concesión de crédito a particulares, seguía descendiendo un 2,9 % en 2011, respecto a 2010. En particular, el crédito hipotecario cayó un 1,6%.

Como consecuencia de la alta exposición que presentaban los bancos al mercado inmobiliario, en 2010 el Banco de España anunció una serie de exigencias de transparencia para suavizar esta situación, materializadas en diversas Circulares, entre las que se encuentra la Circular 7/2010 de 30 de Noviembre a entidades de crédito para el desarrollo de determinados aspectos del mercado hipotecario. Estas medidas impulsadas durante 2010 y 2011, no fueron suficiente. La crisis inmobiliaria continuó perjudicando al sector financiero por las pérdidas de valor de los activos inmobiliarios (especialmente suelo y obra en curso), la ausencia de liquidez en el mercado y los préstamos de dudoso cobro.

Por ello se aprobaron nuevas medidas de saneamiento y recapitalización, incluidas en el Real Decreto Ley 2/2012, destinadas a mejorar la confianza en el sector financiero español y a ofrecer una serie de pautas a las entidades financieras para que procedieran a una correcta valoración de sus activos. Se hacía necesario cuantificar el valor real de dichos activos debido a la ausencia de transacciones y de un mercado líquido que permitieran dar un precio. Por otro lado, se exigieron nuevos niveles de coberturas de los activos:

- Provisiones específicas para aquellos activos problemáticos.
- Recargo de capital para los activos problemáticos relacionados con el suelo y la obra en curso.

	Provisiones	Requisito adicional	TOTAL
Suelo	60%	20%	80%
Obra en curso	50%	15%	65%

¹² Banco de España Informe de Estabilidad Financiera, Abril 2012

– Para la cartera de construcción y promoción inmobiliaria en situación normal, se requiere una dotación correspondiente al 7% del conjunto de préstamos relacionados con la promoción inmobiliaria y las construcciones.

Ello protegía a las entidades financieras frente a caídas en los precios del suelo en un 87% y de las obras en curso en un 82%.

3. SITUACIÓN ACTUAL DEL MERCADO INMOBILIARIO, OFERTA (*STOCK* EXISTENTE) Y DEMANDA. EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN. LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR EN ESPAÑA

El mercado residencial actual se encuentra inmerso en la que puede ser la recesión más seria y más larga de la reciente historia de España, con la grave repercusión que representa esa situación sobre el PIB y sobre la actividad financiera. La nacionalización de numerosas cajas de ahorro en situación de quiebra y el aumento de desahucios han sido algunas de sus repercusiones más graves.

Pero, además, la crisis inmobiliaria ha provocado el cierre de miles de pequeñas y medianas empresas vinculadas con el sector inmobiliario; es uno de los principales motivos de desmotivación, de ansiedad y de angustia de un gran parte de la población; ha resultado determinante en la insolvencia de algunas cajas de ahorro y en la restricción de créditos a las familias y a las empresas; ha limitado gravemente la tasa de crecimiento económico de nuestro país y está detrás de la dramática tasa de paro que amarga la vida de muchos españoles.

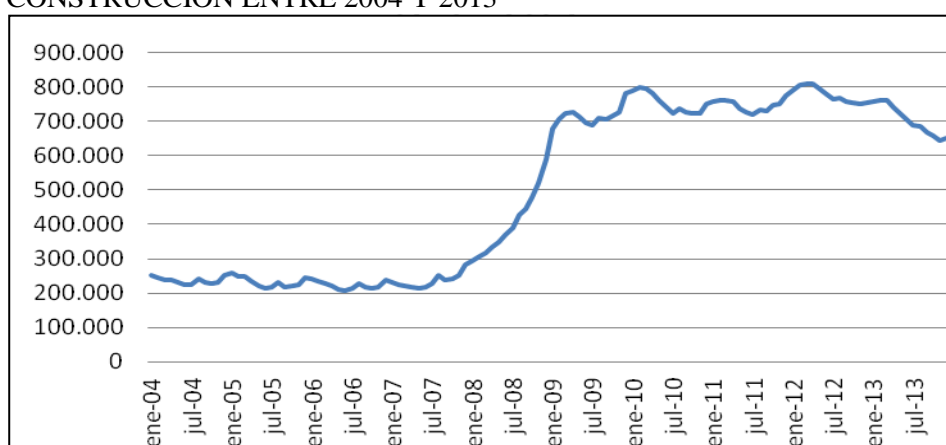
La caída en las ventas de productos inmobiliarios ha repercutido muy negativamente sobre empresas intermediarias (agencias inmobiliarias), con tasas de disminución en ventas que superan el 90% frente a años pasados, siendo las más afectadas aquellas cuyo negocio se había montado en pleno boom inmobiliario y con una profesionalidad discutible.

Otro tanto ha sucedido con las empresas promotoras y con los propios constructores que han visto reducidas sus operaciones en proporciones similares a las de las agencias inmobiliarias, con el agravante de disponer de abundantes activos inmobiliarios, con

escasas posibilidades de darles salida en un futuro inmediato, pese a haber rebajado drásticamente los precios, con descuentos de hasta un 40 % sobre los precedentes.

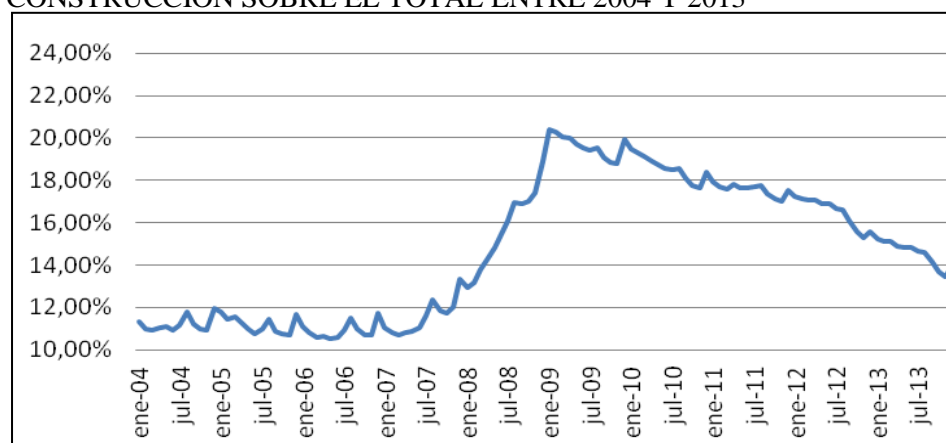
El desempleo en el sector de la construcción ha sido uno de los datos más dramáticos y escalofriantes de este período. El problema radica en el importante peso que supone este sector en nuestra economía, que ha ido aumentando hasta llegar a niveles máximos en Enero de 2009 (Gráfico 16). Este hecho se agrava al no contar con una industria alternativa que pueda captar las personas que perdieron su empleo de construcción.

GRAFICO 15.- TASA DE DESEMPLEO EN EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN ENTRE 2004 Y 2013



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Servicio Público de Empleo Estatal y del Instituto Nacional de Estadística.

GRAFICO 16.- PESO DEL DESEMPLEO DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN SOBRE EL TOTAL ENTRE 2004 Y 2013



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Servicio Público de Empleo Estatal y del Instituto Nacional de Estadística.

Este grave problema proviene de la falta de diversificación en España, ya que en nuestra economía la construcción siempre ha supuesto un alto peso sobre el total.

En relación al crédito hipotecario, éste se ha contraído hasta cifras que no se daban hace más de 20 años. Las causas hay que buscarlas en la escasa disponibilidad de fondos de los solicitantes, en el alto riesgo de impago y en la reducida liquidez de las entidades. Según datos del Instituto Nacional de Estadística, en agosto de 2013 el número de hipotecas sobre viviendas fue de 12.147, representando un 41,7% menos que en el mismo mes del año anterior, mientras que el importe medio de las hipotecas sobre vivienda descendió un 8,2% en tasa anual, situándose en 95.702 euros.

Una de las consecuencias sociales más negativas causadas por nuestra crisis inmobiliaria tiene relación con el crecimiento de la deuda en los hogares españoles. Dado que la adquisición de una vivienda, sea para habitar o sea como inversión, se realiza a través de préstamos hipotecarios, un aumento del precio de la vivienda significa ineludiblemente un aumento de la deuda. Pues bien, se estima que el endeudamiento de los españoles se triplicó en menos de diez años (1997-2006). De hecho, la deuda de particulares superaba la cifra de 830.000 millones de euros a finales de 2006, con un crecimiento del 18,53% interanual.

4. FUTURO DEL SECTOR: ¿ESTANCAMIENTO, ESTABILIZACIÓN O RECUPERACIÓN?

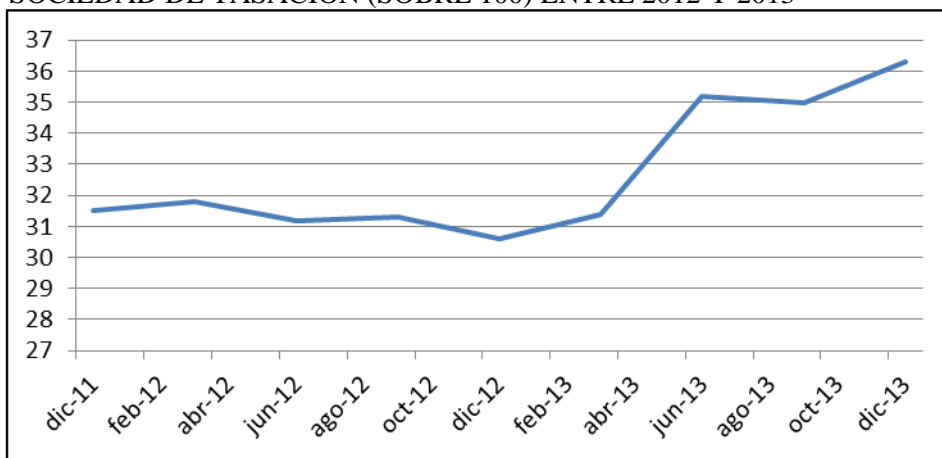
Actualmente, recibimos datos y tendencias de todos los medios de comunicación que anticipan lo que podría, y parece ser, la recuperación de la crisis económico- financiera en España. Teniendo en cuenta que el mercado inmobiliario jugó un papel relevante en dicha crisis, la pregunta que irremediamente nos surge es si la recuperación del sector inmobiliario vendrá de la mano de la del sector financiero. Los analistas y entidades especializadas han elaborado sus propias previsiones y, aunque sus opiniones pueden divergir en algunos puntos, donde todos coinciden es en que el mercado inmobiliario nunca volverá a registrar unas cifras tan inconcebibles como las experimentadas en estos últimos años.

Es evidente que los niveles de confianza en un sector o región son un dato fundamental a la hora de determinar en qué fase del ciclo económico nos encontramos. A pesar de que no es sencillo cuantificar la confianza en el sector inmobiliario, la Sociedad de Tasación ha desarrollado un índice que refleja la confianza inmobiliaria encuestando a 700

profesionales independientes sobre aspectos económicos- inmobiliarios. En el Informe¹³ del primer trimestre de este año 2014 apuntan a una subida de dicho índice hasta los 36,3 puntos sobre 100 (Gráfico 17).

Según la mencionada Sociedad, la confianza en la evolución de la economía y en el sector inmobiliario continúa con una tendencia de ligera y lenta mejora, sin que por el momento se pueda deducir que la recuperación del sector se vaya a producir en un futuro inmediato.

GRÁFICO 17.- ÍNDICE DE CONFIANZA INMOBILIARIO DE LA SOCIEDAD DE TASACIÓN (SOBRE 100) ENTRE 2012 Y 2013



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Sociedad de Tasación

Desde su punto de vista, la tendencia en la evolución de los precios de la vivienda indica que seguirán descendiendo pero de forma más moderada que en años anteriores.

Por otro lado, el economista José García Montalvo, considera que el precio de la vivienda en España aún tendría que ajustarse hasta un 35,4 % más en los próximos años. (García Montalvo, 2008)¹⁴. Se basa para ello en la consideración del llamado PER, que es la relación existente entre el precio de compra y la renta disponible, debiendo estar normalmente sobre los 4 años. Sin embargo, en el primer trimestre de 2013 se encontraba todavía en 6,2 años por lo que para alcanzar un PER de 4 tendría que producirse esa bajada estimada del 35,4 %.

¹³ Informe Trimestral de ST Sociedad de Tasación. Tendencias del Sector Inmobiliario, Enero 2014

¹⁴ GARCÍA MONTALVO, J. *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero: crónica de un desenlace anunciado*. Editorial Antonio Bosch, 2008

La entidad financiera Bankinter analiza en su Informe relativo al mercado residencial¹⁵ el futuro del sector desde dos perspectivas, la oferta y la demanda.

En cuanto a la demanda, le entidad considera que su recuperación será gradual. Prevé que se estabilice durante este año 2014 y que crezca en 2015. Los factores que favorecerán esta situación serán:

- Los síntomas de recuperación de la economía española y la creación de empleo. Este año 2014, con unas previsiones del PIB positivas (el FMI prevé un aumento del 0,6%), se presenta como el punto de inflexión para la economía española.
- La inversión en vivienda ha ganado atractivo, se trata de una oportunidad de inversión. El descenso de precios ha provocado que las rentabilidades brutas de las inversiones inmobiliarias aumente considerablemente, rebotando de un 3,3% en 2008 a un 4% en 2013, según el Banco de España.

Sin embargo, esta demanda se verá perjudicada por factores tales como, la dificultad de acceso al crédito hipotecario y el envejecimiento de la población, que provocará una reducción del segmento de población más propensa a adquirir una vivienda.

En cuanto a la oferta (*stock* de viviendas terminadas), estima que su reducción será lenta, sin que se llegue a su total absorción. Hasta que el *stock* no descienda a un nivel adecuado, no se reactivará la construcción de nuevas viviendas. Por ello, el corto plazo estará caracterizado por una escasez de nueva producción.

Por último, hace referencia a que la mejora en la concesión de financiación, si se orienta hacia el crédito hipotecario para particulares, podría favorecer la reactivación de la demanda a medio plazo.

Según los datos publicados por el Banco de España¹⁶ el ratio de morosidad de las actividades de construcción y promoción inmobiliaria fue del 30,8% en Junio de 2013. En el caso de los particulares, la morosidad de las hipotecas alcanzó ese mismo mes un 5,8%, frente al 3,8% registrado en 2012. En concreto, en los préstamos destinados a la

¹⁵ Bankinter, El mercado inmobiliario residencial en España, Diciembre 2013

¹⁶ Banco de España. Informe de Estabilidad Financiera, 2013

adquisición de vivienda el ratio registró un 5% en junio de 2013, 1,9 puntos básicos más que en 2012.

Por tanto, hasta que las entidades financieras y las promotoras inmobiliarias no logren dar salida a las ingentes reservas de viviendas y de suelo que poseen, no se superará la crisis. Y es que los impagos de las hipotecas y de los créditos concedidos y fallidos a particulares, constructores y promotores han convertido a los bancos y cajas de ahorro en las grandes inmobiliarias del país.

5. CASOS PARTICULARES DE GRANDES COMPAÑÍAS INMOBILIARIAS ESPAÑOLAS: INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS DE METROVACESA S.A, SACYR S.A., INMOBILIARIA COLONIAL S.A., REALIA BUSINESS S.A. Y REYAL URBIS S.A.

La ralentización de la actividad inmobiliaria se acentuó en 2007, fecha desde la cual se ha mantenido en niveles muy bajos. Esto ha dado lugar a que las compañías que centran su actividad en el sector inmobiliario en España están sufriendo en sus cuentas las consecuencias derivadas de la baja demanda y pérdida de valor de los activos. Se encuentran ante una situación de profunda insolvencia, endeudamiento y falta de liquidez.

Las compañías que analizaré son claros ejemplos de esta situación, y veremos que entre las alternativas que están planteando y ejecutando se encuentra la reestructuración de la deuda y la búsqueda de capital exterior. Para observar de forma clara la situación financiera de estas compañías, incluyo un extracto de sus cuentas anuales consolidadas, haciendo especial enfoque en la situación de liquidez, de endeudamiento y valoración de inversiones inmobiliarias. Podremos observar la pérdida de valor que los activos inmobiliarios han sufrido en los últimos 7 años, las desinversiones de activos llevadas a cabo para lograr mayor liquidez y el enfoque de la estrategia en la reducción del endeudamiento.

Además, incluiré la visión de mercado que tiene cada compañía, los riesgos que mencionan y sus reacciones utilizando fundamentalmente el Informe Anual del Gobierno Corporativo, el Informe de Gestión consolidado y la Memoria de cada ejercicio.

5.1 METROVACESA

TABLA 1.- EXTRACTO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE METROVACESA

BALANCE DE SITUACIÓN	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
EUR Mill							
Inversiones inmobiliarias	6071,9	3907,8	4626,5	3897,3	3933,4	3725,4	3653,6
Variación de valor de inmuebles	484,4	-335,9	-702,5	-477,5	-137	-168,2	-2,4
ENDEUDAMIENTO							
DEUDA TOTAL	7264,2	6157,8	5995,1	5813,1	5125	5208,9	5145
Deuda largo plazo	5332,4	2275,5	1973,7	1798,5	4859,8	5052,9	4990,6
Deuda corto plazo	1931,8	3882,3	4021,4	4014,6	265,2	156	154,4
Ratio Deuda/EBITDA	15,44	27,22	51,50	65,61	45,84	42,84	49,09
LIQUIDEZ							
Clientes	110,4	138,9	82,1	73,1	84,1	82,6	81,5
Existencias	1660,3	1630,3	1349,5	1107,7	990,7	907,2	799,9
Proveedores	488,5	218,5	354,2	85,4	66,9	50,3	43,9
Fondo de Maniobra	1282,2	1550,7	1077,4	1095,4	1007,9	939,5	837,5
Variación Fondo de Maniobra (NOF)		268,5	-473,3	18	-87,5	-68,4	-102
Ratio de circulante	3,62	8,10	4,04	13,83	16,07	19,68	20,08
CUENTA DE RESULTADOS							
EUR Mill							
INGRESOS TOTALES	1.491,30	1421,2	698,5	545,3	348,8	257,8	169,6
<i>variación</i>		-4,7%	-50,9%	-21,9%	-36,0%	-26,1%	-34,2%
Gastos de explotación	-930	-1089	-502,3	-411	-201,9	-109,7	-43,6
<i>% ingresos</i>	62,4%	76,6%	71,9%	75,4%	57,9%	42,6%	25,7%
MARGEN BRUTO	561,3	332,2	196,2	134,3	146,9	148,1	126,0
Gastos Generales y de Personal	-90,9	-106	-79,8	-45,7	-35,1	-26,5	-21,2
EBITDA	470,4	226,2	116,4	88,6	111,8	121,6	104,8
<i>% ingresos</i>	31,5%	15,9%	16,7%	16,2%	32,1%	47,2%	61,8%
<i>variación</i>		-51,9%	-48,5%	-23,9%	26,2%	8,8%	-13,8%
Resultado por var. valor de activos inmb.	484,4	-335,9	-702,5	-477,5	-137	-168,2	-2,4
Resultado por deterioro	-3,3	-252,6	-144,3	-28,1	7,2	-14,1	0
EBIT	695,2	-806,6	-1.165,5	-364,5	-181,5	-282,2	-55,6
BENEFICIO NETO	1255	-738	-879,8	-89,9	-144,7	-269,3	-468

*2013: datos del primer trimestre anualizados

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la página web corporativa de Metrovacesa

Aspectos destacables (Tabla 1):

- En cuanto al endeudamiento a largo plazo, aunque descendió hasta el 2010, a partir de ese momento incrementó de forma significativa llegando a un ratio deuda/EBITDA de 49,09.
- A pesar de que el ratio de circulante aumenta de un 4 en 2009 a 20,08 en 2013, esto deriva de la reducción de la cuenta proveedores, pero realmente su capacidad de generación de caja es débil.

- Ante un evidente descenso de ventas, las cuentas de clientes, existencias y proveedores disminuyen. Sin embargo, a pesar del pronunciado descenso de ingresos (entre un 22 y un 50% desde 2008), logran reducir costes. En relación al beneficio neto, destaca la cifra de 1255 millones de beneficios en 2007, que cambia de signo en ejercicios posteriores de forma radical.

- La variación de valor de los inmuebles presenta continuas tasa negativas como consecuencia del impacto de las ventas y las tasaciones de valor. Ante el peso de los activos sobrevalorados, se ve obligada a contabilizar provisiones para cubrir esa pérdida de valor. Metrovacesa ha dotado provisiones sobre determinados activos para reflejar el valor de mercado en su valor contable. De forma periódica se determina el valor razonable de las inversiones inmobiliarias de forma que dicho valor refleje las posibles pérdidas por deterioro. Para proceder a la valoración se toman como punto de partida las tasaciones realizadas por expertos independientes.

En el Informe de 2007, aún sin mencionar la inminente crisis financiera e inmobiliaria, sí se hace referencia al carácter cíclico de la actividad inmobiliaria como factor de riesgo. De hecho, confiesan que la valoración de los activos inmobiliarios, las rentas por alquileres y la demanda de viviendas se han visto afectados por una evolución negativa del mercado inmobiliario. También son conscientes del aumento de los tipos de interés, que dificulta el acceso por parte de particulares a los préstamos hipotecarios para el pago del precio de sus viviendas.

En 2008, el Informe de Gobierno corporativo menciona por primera vez la crisis financiera, así como el endurecimiento de las condiciones de financiación al que ha dado lugar. El ciclo bajista de la actividad inmobiliaria y las dificultades para acceder al crédito han causado un impacto negativo en las valoraciones de los activos inmobiliarios y en la demanda de viviendas. La situación se caracteriza por pérdidas inmobiliarias y falta de liquidez. Como reacción a ello, recurrieron a desinversiones activos y a la renegociación de préstamos y condiciones crediticias.

En el año 2009, Metrovacesa mantiene una similar visión del mercado, y afirma que la valoración de los activos inmobiliarios, las rentas por alquileres y la demanda de viviendas podrían verse aún más afectadas por un mayor empeoramiento de la negativa evolución del

mercado inmobiliario. En ese mismo año realizó desinversiones de activos patrimoniales por valor de 125 millones para aumentar la liquidez de la compañía.

En 2010 la compañía mejora considerablemente su fondo de maniobra (-473 en 2009 a 18 en 2010). Por otro lado, prosigue con su política de desinversiones con la venta de activos por valor de 165 millones de euros como mecanismo para hacer frente al retraimiento de la demanda de viviendas y al exceso de oferta en el mercado. A pesar de la situación financiera por la que estaba pasando la compañía, defiende en su Informe que su relativa menor exposición al producto residencial y la calidad de sus inversiones inmobiliarias le permitirían financiar adecuadamente sus operaciones en los años siguientes, aún en el caso de que las condiciones del mercado inmobiliario y de financiación continúen endureciéndose.

Ya anunciaba su objetivo de culminar en el primer semestre de 2011 una reestructuración de su deuda financiera, que incluiría una capitalización de deuda y el establecimiento de una estructura financiera que permitiría garantizar la viabilidad a largo plazo.

Efectivamente, en 2011 Metrovacesa llegó a un acuerdo con los representantes de las entidades acreedoras por el que da por finalizado el proceso de reestructuración de la deuda. Como parte de este proceso de reestructuración se realizó una ampliación de capital por importe de 1.377 millones de euros. Tras el cierre del acuerdo de reestructuración, desarrollaron un plan de negocio para los siguientes años enfocado en el control de la liquidez, orientado en el negocio patrimonial y en la mejora en la eficiencia.

Durante los períodos de 2012 y 2013 ha mantenido unos datos bastante estables, sin grandes movimientos, pero caracterizados por significativas pérdidas.

5.2 SACYR

Antes de abordar cualquier tipo de análisis o comentario, hay que tener presente que el Grupo Sacyr cuenta con cinco áreas distintas de negocio: construcción, promoción inmobiliaria, concesiones, patrimonio y servicios. Aunque el área que nos interesa en el presente trabajo es la de promoción inmobiliaria, las cuentas anuales incorporadas serán las consolidadas, para mantener la coherencia respecto al resto de compañías que conforman este trabajo. Sin embargo, sí nos centraremos en la promoción inmobiliaria a la hora de

comprender la valoración de activos inmobiliarios, a través de la filial inmobiliaria Vallehermoso, dedicada a este área.

TABLA 2.- EXTRACTO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE SACYR

BALANCE DE SITUACIÓN	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EUR Mill							
Inversiones inmobiliarias	2577	2882	2699,7	2654,5	2623,6	2494,1	1869,2
ENDEUDAMIENTO							
DEUDA TOTAL	16944	15177	12644	12242	9579	9370	7155
Deuda largo plazo	13136	9746	9959	4482	7265	6634	5713
Deuda corto plazo	3808	5431	2685	7760	2314	2736	1442
Ratio Deuda/EBITDA	19,64	24,86	30,05	21,42	18,29	16,00	19,05
Deuda financiera neta		14512	11861	10995	8831	8455	6642
LIQUIDEZ							
Clientes	2383	2535	2296	2366	2423	2124	2071
Existencias	4621	4805	3140	2510	2322	1996	483
Proveedores	2939	3426	2975	2964	2810	2350	2152
Fondo de Maniobra	4065	3914	2461	1912	1935	1770	402
Variación Fondo de Maniobra (NOF)		-151	-1453	-549	23	-165	-1368
Ratio de circulante		2,14	1,83	1,65	1,69	1,75	1,19
CUENTA DE RESULTADOS							
EUR Mill							
INGRESOS TOTALES	5.236,5	5379,5	5825,5	4820,4	3820	3613,7	3065
<i>variación</i>		2,7%	8,3%	-17,3%	-20,8%	-5,4%	-15,2%
Gastos externos y de explotación	-4595,6	-5096	-5687	-4544,5	-3595,2	-3321	-2875,8
<i>% ingresos</i>	87,8%	94,7%	97,6%	94,3%	94,1%	91,9%	93,8%
EBITDA	862,8	610,5	420,8	571,6	523,6	585,8	375,5
<i>% ingresos</i>	16,5%	11,3%	7,2%	11,9%	13,7%	16,2%	12,3%
<i>variación</i>		-29,2%	-31,1%	35,8%	-8,4%	11,9%	-35,9%
Amortización Inmovilizado	-40,9	-172,3	-278	-13,7	-105	-364	-98
Provisiones	-142,6	-163,1	-140,5	-164	-203	-187	-186,9
EBIT	679,2	275,1	2,3	393,5	214,8	-45,7	90,0
BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE	672,88	221,3	518,5	204,4	-1604	-977,5	-495,9

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la página web corporativa de Sacyr

Al observar las cuentas, podemos extraer varias conclusiones:

- Sacyr centra su estrategia de saneamiento en la reducción del endeudamiento a través de progresivas desinversiones de activos distintos a las inversiones inmobiliarias, cifra que se mantiene estable.
- El porcentaje de gastos sobre ingresos se sitúa en unos niveles entre el 87 y 97%.
- En relación a la liquidez, ésta no mejora dado que, tanto el fondo de maniobra como el ratio de circulante disminuyen.

Según los Informes anuales, durante el año 2009 el Grupo Sacyr realizó desinversiones por valor de 9366 millones. Ello, junto a la estricta limitación de salida de caja a la que se comprometió, le permitió reducir su deuda financiera a corto plazo de 2008 a 2009, aunque el ratio deuda/EBITA empeora (aumento de 24,86 a 30,05) como consecuencia de la caída del EBITDA en un 31%. La mejora de los niveles de endeudamiento es especialmente manifiesta en la variación de la deuda neta, que descendió un 18,3% (7665 millones) en 2009.

Durante 2010, continuó con el ya iniciado proceso de desapalancamiento con la reducción de deuda neta en otros 866 millones. Logró cierta estabilización de las necesidades del negocio gracias a la refinanciación de Vallehermoso, la cual le permitió aumentar el plazo de vencimiento de su deuda. Otras actuaciones que llevó a cabo durante este período fueron la ampliación de capital de 497 millones y la mejora del EBITDA en un 35% gracias al control de costes operativos.

Durante los períodos de 2011 y 2012 mantuvo su estrategia de reducción de deuda con más desinversiones y renegociaciones de vencimientos. A pesar de la mejora del EBITDA, en 2011 el beneficio neto cambia de signo presentando unas pérdidas de 1604 millones.

En Septiembre de 2013 Sacyr declaró en venta Vallehermoso, dejando de figurar en el balance del Grupo. Ese año el Grupo cerró con unas pérdidas de 495,9 millones por los saneamientos que tuvo que realizar por la situación en el Canal de Panamá y por la pérdida de valor de la filial inmobiliaria.

TABLA 3.- EVOLUCIÓN VALORACIÓN DE ACTIVOS DE VALLEHERMOSO

EUR Mill

VALORACION ACTIVOS	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Suelo	3387	4704	3816	3670	1744	1608	1549	1438
Obra en curso y otras	2743	3096	3153	2320	613	102	sin dato	sin dato
Obra terminada	sin dato	sin dato	sin dato	705	677	728	635	410
TOTAL	6130	7800	6969	6695	3034	2438	2184	1848
variación		27,2%	-10,7%	-3,9%	-54,7%	-19,6%	-10,4%	-15,4%
Plusvalías latentes	2338	3309	2538	1877	744	591	512	406

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la página web corporativa de Sacyr

Vallehermoso suponía un lastre para el Grupo Sacyr, en primer lugar por las continuas pérdidas de valor de sus activos (Tabla), ya que sólo en el periodo entre 2008 y 2009 se

redujeron de valor sus activos en más del 50%. En segundo lugar, suponía una continuada fuente de pérdidas, registrando resultados negativos de 94 millones para todo el periodo de 2012 y de 40 millones en el primer semestre de 2013. Por todo ello, la liquidación facilitará al Grupo el acceso a la financiación y los mercados de capitales. El proceso está siendo encauzado por la vía de la cesión de activos inmobiliarios a grandes bancos a cambio de la cancelación de deuda (dación en pago). Ya han sido cerrados acuerdos con entidades financieras para el canje de 400 millones de deuda por dichos activos.

5.3 COLONIAL

TABLA 4.- EXTRACTO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE INMOBILIARIA COLONIAL

BALANCE DE SITUACIÓN	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EUR Mill							
Inversiones inmobiliarias	6655.9	5300.6	4647	4505	4618	4782	4916
Variación de valor de inmuebles	552.6	-774.1	-513.4	18.7	92	19.1	37.4
ENDEUDAMIENTO							
DEUDA TOTAL	9381.1	7116.3	6305.8	3484.5	3031.9	2795.1	2687.1
Deuda largo plazo	6321.4	6847.7	5989	3368	2563	2587	627.9
Deuda corto plazo	3059.7	268.6	316.8	116.5	468.9	208.1	2059.2
Ratio Deuda/EBITDA	40.23	34.87	27.71	17.71	17.11	16.48	17.41
LIQUIDEZ							
Clientes	399	120	36.2	36.7	46	48	47.5
Existencias	2944	1058	1160.7		959	987	950
Proveedores	528	315	205	83.6	81.5	106.5	101.2
Fondo de Maniobra	2815	863	991.9	-46.9	923.5	928.5	896.3
Variación Fondo de Maniobra (NOF)		-1952	128.9	-1038.8	970.4	5	-32.2
Ratio de circulante	6.33	3.74	5.84	0.44	12.33	9.72	9.86
CUENTA DE RESULTADOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EUR Mill							
IMPORTE NETO CIFRA NEGOCIOS	315.3	303.9	282.3	260.7	229.2	225.3	213.1
Gastos Generales y de Personal	-82.1	-99.8	-54.7	-64	-52	-55.7	-58.8
EBITDA	233.2	204.1	227.6	196.7	177.2	169.6	154.3
<i>variación</i>		187.5%	211.5%	186.4%	190.1%	195.7%	191.0%
Resultado por var. valor de inversiones i	552.6	-774.1	-513.4	18.7	92	19.1	37.4
Resultado por deterioro	-114.3	-1038.1	-32	-275	-118	-59	0.7
EBIT	248.8	224.1	212.0	151.0	190.7	143.4	130.2
RESULTADO CONSOLIDADO NETO	192.7	-4071.4	-615	-655.7	109.8	-994.4	-464.9

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la página web corporativa de Colonial.

En relación a las cifras del Balance, se aprecia una continuada reducción del endeudamiento, que le permite mejorar el ratio deuda/EBITDA de 40,23 en 2007 a 17,41 en 2013. Sin embargo, no debemos perder de vista que el EBITDA disminuye progresivamente, por lo que la mejora del ratio deriva parcialmente de ello.

Por otro lado, los niveles de liquidez con cuestionables, ya que carecen de toda estabilidad, ya que unos años registran cifras de fondo de maniobra profundamente negativas (años 2008 y 2010) y otros extremadamente altas (año 2011).

En la Cuenta de Resultados es llamativo el hecho de que el importe neto de la cifra de negocios disminuye sólo ligeramente si lo comparamos con la variación del resultado consolidado neto. Este último presenta unas cifras extremadamente desfavorables, fruto de los deterioros contabilizados y del resultado por variación de valor de las inversiones inmobiliarias. Según la contabilidad de Colonial, estas variaciones de valor, tanto si se trata de beneficios como de pérdidas, se incluyen en los resultados de período en que se producen.

En los Informes de Gestión de Colonial se hace énfasis en dos problemas coyunturales:

1. La reducción del valor de los activos inmobiliarios. Entienden que la tenencia de activos inmobiliarios implica grandes riesgos de inversión, entre los que destaca la posibilidad de que las valoraciones de los activos resulten imprecisas, fruto de cambios en el mercado inmobiliario. La materialización de esa idea supondría una menor valoración de los activos, que impactaría directamente en la situación financiera de Colonial. Para evitarlo en la mayor medida posible, Colonial solicita a expertos independientes una valoración semestral sobre la totalidad de los activos de forma individualizada.
2. La relativa iliquidez de las inversiones inmobiliarias. La actual crisis dificulta la realización del valor efectivo de los activos inmobiliarios. A medida que esta situación se mantiene y se agrava, se hace más obligada la reducción del precio efectivo. Por otro lado, la ausencia de compradores deriva de la dificultad de financiación a la que se enfrentan.

Abordando los resultados de forma cronológica, 2007 se presenta como el último año con beneficio y con una variación de valor de las inversiones inmobiliarias positiva. Parece,

por tanto, que aún no se han manifestado los efectos del estallido de la burbuja inmobiliaria. Si bien es cierto, que en el Informe de Gestión ya se hace referencia a la existencia de signos de ligera desaceleración perceptible en el sector de la construcción. Son conscientes de que el crecimiento desmesurado del mercado inmobiliario español en los últimos años es insostenible.

En 2008 ya comienzan a percibir los efectos del crack de la burbuja. La venta comercial de viviendas y locales comerciales ascendió a 54,1 millones de euros, cifra inferior a los 86,5 millones de euros registrados en el año anterior. Argumentaba Colonial, que dicha disminución de ventas había sido causada por la disminución del *stock* disponible para la venta y de la desaceleración de la demanda. Ante esta situación, en 2009 decidieron iniciar un plan dirigido a centrar su actividad en el negocio patrimonial. Ello suponía disminuir su reserva de suelo residencial mediante enajenaciones.

En 2010 y 2011 la estrategia de la compañía se centró en dos objetivos: la recapitalización y el saneamiento. Para ello volcaron sus esfuerzos en alcanzar un acuerdo de reestructuración, que finalmente se logró y permitió recapitalizar la compañía a través de una ampliación de capital de más de 3.000 millones de euros. Gracias a ello, pudieron reducir significativamente su endeudamiento.

En el Informe Anual de 2012, destacaban la importancia de mantener estables los resultados del negocio operativo debido al complicado entorno de mercado y a la incertidumbre sobre su futuro. Eran conscientes de que para ello debían llevar a cabo dos actuaciones:

- La desconsolidación del Grupo Asentia (el “banco malo” de Colonial)
- La reestructuración de la deuda financiera, que permitiera alcanzar unos niveles de deuda recomendables y retrasar los vencimientos.

A lo largo de 2013 se materializó el proceso de reestructuración de su deuda financiera. Ello, unido a un plan de recapitalización pretendía ser la base para afrontar el pago de la deuda y asegurar la viabilidad a futuro de la misma. En este período se registraron unos resultados negativos de -464,9 millones, derivados en gran medida del impacto negativo en las cuentas por la consolidación del negocio no estratégico (Asentia)

A principios de este año 2014 el Grupo anunció que se desprendía de su “banco malo” Asentia, filial que concentra los activos tóxicos (el negocio promotor y de suelo), para que las pérdidas de la misma no perjudicaran al Grupo. Ello significa que a partir de ahora la participación de Colonial en Asentia tendrá la consideración de inversión en empresa asociada. Ello ocasionará un impacto positivo en la cuenta de resultados y fondos propios consolidados del Grupo, consecuencia, principalmente, de dar de baja del balance activos y pasivos atribuibles a Asentia.

En consecuencia, los resultados generados a partir del 1 de enero de 2014 por el Grupo Asentia no tienen impacto en las cuentas consolidadas del Grupo Colonial.

5.4 REYAL URBIS

La unión de las dos compañías se remonta al año 2006, momento en el que Reyal adquiría Urbis por 3.300 millones. Su objetivo principal era la valiosa cartera de suelo (4 millones de m²) de Urbis. Reyal facturaba en ese momento 409 millones frente a los 890 millones de Urbis.

La unión entre ambas supuso la creación de un grupo con una facturación superior a 1.300 millones, convirtiéndose en la segunda inmobiliaria de España. En particular, Urbis registró un beneficio de 118 millones en 2006, un 38% más que en 2005.

En 2007 se dio por completada la integración operativa y funcional de Reyal y Urbis.

En relación a la cuenta de resultados de este periodo, los dos puntos destacables son:

- Tras la fusión, se revalorizaron los activos inmobiliarios de Urbis debido a la actualización de los valores de dichos activos en relación al valor de mercado.
- Se produjo un aumento de los gastos financieros como consecuencia de la deuda contraída para la adquisición de Urbis.

Por tanto, este período se caracterizó por un incremento de la deuda total, que permitió financiar la fusión y obtener un beneficio neto de 31 millones. De momento no existían dudas de que la fusión había tenido un impacto muy positivo.

Ya en 2008 comenzaron las turbulencias. Fue el primer período que el resultado neto registró una cifra negativa de 874 millones, fruto de la contabilización de provisiones por

la pérdida de valor de activos. Para paliar en la mayor medida posible esta situación, se inició una estrategia de reducción del balance total en un 22%, especialmente centrado en la cuenta de existencias (que se redujo un 31,8%) y la deuda financiera (17,7%). Esta última disminuyó gracias al acuerdo de refinanciación formalizado sobre una gran parte de la deuda de la compañía.

TABLA 5.- EXTRACTO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE REYAL URBIS

BALANCE DE SITUACIÓN	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EUR Mill							
Inversiones inmobiliarias	839	818	736	570	430	354	199
ENDEUDAMIENTO							
DEUDA TOTAL	5779	4755	4428	3739	3735	4237	2683
Deuda largo plazo	2543	3292	219	3120	3192	683	sin dato
Deuda corto plazo	3236	1463	4209	619	543	3554	2683
LIQUIDEZ							
Clientes	463	49.4	29	28	16	12	10
Existencias	6791	4628	4025	3233	3016	2227	1582
Proveedores	1315	776	400	256	156	151	152
Fondo de Maniobra	5939	3901.4	3654	3005	2876	2088	1440
Variación Fondo de Maniobra (NOF)		-2037.6	-247.4	-649	-129	-788	-648
Ratio de circulante	5.52	6.03	10.14	12.74	19.44	14.83	10.47
CUENTA DE RESULTADOS							
EUR Mill							
INGRESOS TOTALES	1-418	2242	1002	769	267	136	59
<i>variación</i>		58.1%	-55.3%	-23.3%	-65.3%	-49.1%	-56.6%
Gastos de explotación	-1163	-2064	-937	-895	-185	-194	-69
% ingresos	82.0%	92.1%	93.5%	116.4%	69.3%	142.6%	116.9%
MARGEN BRUTO	255.0	178.0	65.0	-126.0	82.0	-58.0	-10.0
EBIT	177.0	-520.0	-9.0	-239.0	-204.0	-709.0	-703.0
BENEFICIO NETO	31	-874	-145	-379	-375	-910	-820

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la página web corporativa de Reyal Urbis

En el Informe Anual de este período ya se hace especial mención a la situación bajista, la falta de liquidez y confianza existente dentro del mercado financiero e inmobiliario. A pesar de ello, en 2008 los ingresos procedentes de las ventas comerciales aumentaron un 58%. Sin embargo, en 2009 esa cifra de ingresos cayó a la mitad resultado de la progresiva reducción de la dimensión del balance a través de las cuentas de clientes, proveedores y deuda financiera. En el Informe de este año vuelven a subrayar la incertidumbre existente en el mercado residencial y la continua destrucción de empleo.

En 2010 destaca la variación de valor de los terrenos, promociones en curso e inmuebles terminados, que cae de los 5237 millones en 2009 a 3893 millones. Este valor de tasación es calculado por expertos independientes, cuyo objetivo es reflejar el valor de mercado de los activos.

En este período se logró cerrar un acuerdo de refinanciación que le impuso como condición la implantación de un nuevo Plan de Negocio adaptado a las condiciones del mercado. Ello suponía la paralización de obras nuevas en el corto plazo, periodo en el que el mercado debía absorber el *stock* de viviendas disponibles para la venta.

Fruto de ese Plan, en 2011 la compañía fue reduciendo su actividad operativa a través de las cuentas de clientes, existencias y proveedores. Ello derivó en una caída de 500 millones de sus ingresos totales.

En 2012 continúa sin poder generar nuevo *stock* y además siguen reduciéndose significativamente los ingresos por venta de inmuebles.

En Febrero de 2013 se produce la declaración del concurso tras el intento fallido de alcanzar otros dos acuerdos de refinanciación para renegociar una deuda valorada a finales de 2012 en 4.400 millones de euros. En el Informe concursal elaborado por BDO y la Agencia Tributaria cuantifican el descuadre contable en 1.700 millones de euros, al contar con activos valorados por 2.400 millones de euros y una deuda por 4.100 millones. Menciona el Informe concursal que las causas principales de esta insolvencia son:

- La adquisición de la inmobiliaria Urbis en 2006 por 3300 millones
- El endeudamiento financiero que supuso la operación anterior
- El deterioro de sus activos, que le obligaba a dotar provisiones por la pérdida de valor en todos los períodos desde 2007. (Tabla 6)

TABLA 6.- EVOLUCIÓN VALORACIÓN DE ACTIVOS DE REYAL URBIS

EUR Mill	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
INVERSIONES INMOBILIARIAS							
Adiciones a la provisión		-18	-48	-9	-32	-65	-25
Variación del valor de los activos	-8	-40	-60	-16	-34	-71	-39

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la página web corporativa de Reyal Urbis

En Marzo de este año 2014 la compañía señaló que estaba centrada en la elaboración de un convenio que sería recibido de forma positiva por sus acreedores. En él se incluye la posibilidad de que se produzca una cesión de la mayor parte de los activos inmobiliarios a sus bancos acreedores para saldar la mayor parte de la deuda.

Deloitte, la firma auditora de Reyal, indica en su informe que la situación concursal constituye una “incertidumbre significativa” sobre la capacidad de la compañía para continuar con su actividad y que ello dependerá del éxito del plan de viabilidad futuro, de la resolución de la situación concursal, de la evolución del mercado inmobiliario y de la evolución en el valor de sus activos inmobiliarios.

5.5 REALIA

TABLA 7.- EXTRACTO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE REALIA

BALANCE DE SITUACIÓN	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EUR Mill							
Inversiones inmobiliarias	2070	2193	2199	2358	2319	2332	2306
ENDEUDAMIENTO							
DEUDA TOTAL	2136	2420	2414	2357	2260	1853	1669
Ratio Deuda/EBITDA	5.83	11.43	13.72	15.99	13.66	14.93	16.16
LIQUIDEZ							
Clientes	77	90	47	53	61	60	49
Existencias	1313	1174	1010	923	882	579	474
Proveedores	656	295	164	136	64	53	49
Fondo de Maniobra	734	969	893	840	879	586	474
Variación Fondo de Maniobra (NOF)		235	-76	-53	39	-293	-112
Ratio de circulante	2.12	4.28	6.45	7.18	14.73	12.06	10.67
CUENTA DE RESULTADOS							
EUR Mill							
INGRESOS TOTALES	813.00	468.7	382.5	317.5	280.2	217	203.4
<i>variación</i>		-42.3%	-18.4%	-17.0%	-11.7%	-22.6%	-6.3%
Gastos de explotación	-408.10	-224.60	-182.60	-144.30	-94.70	-73.40	-82.30
<i>% ingresos</i>	50.2%	47.9%	47.7%	45.4%	33.8%	33.8%	40.5%
MARGEN BRUTO	404.9	244.1	199.9	173.2	185.5	143.6	121.1
Gastos Generales y de Personal	-38.7	-32.4	-24	-25.8	-20.1	-19.5	-17.8
EBITDA	366.2	211.7	175.9	147.4	165.4	124.1	103.3
<i>% ingresos</i>	45.0%	45.2%	46.0%	46.4%	59.0%	57.2%	50.8%
<i>variación</i>		-42.2%	-16.9%	-16.2%	12.2%	-25.0%	-16.8%
Amortizaciones	-29.6	-34	-34.2	-34.4	-36.6	-36.5	-37.2
Provisiones	-9.2	-126.1	-109.2	4.5	6.3	-267.8	-63.9
EBIT	327.4	51.6	32.5	117.5	135.1	-180.2	2.2
RESULTADO NETO ATRIBUIBLE	140.4	-45.8	-54.2	1.1	1.2	-319.2	-51

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la página web corporativa de Realia

En el año 2007 se registró un resultado neto de 140,4 millones, lo que supone una mejora de un 12,7% respecto a 2006. A pesar de estos buenos resultados, la compañía ya percibía una ralentización del ritmo de las ventas. Por ello, en este periodo comenzó a reducir el peso del negocio residencial iniciando menos promociones y llevando a cabo una política de rotación (desinversiones) de activos no estratégicos, es decir, activos que habían llegado a su nivel de maduración.

En 2008 se produce el primer impacto negativo en las cuentas por la devaluación de los activos, dado que su valor de mercado era significativamente inferior al registrado en el balance. Ello dio lugar a una contabilización de provisiones por valor de 126 millones. Como consecuencia, el resultado de ese año cayó hasta los -45,8 millones. A partir de este periodo, la Compañía se vio obligada a registrar pérdidas de valor de activos en todos los ejercicios siguientes (Tabla 8).

TABLA 8.- EVOLUCIÓN VALORACIÓN DE ACTIVOS DE REALIA

VALORACIÓN DE ACTIVOS	2008	2009	2010	2011	2012
Reserva de suelo	1537	1364	1253	1152	485
Promociones en curso	196	27	60	40	26
Producto terminado	279	248	152	153	150
TOTAL	2012	1639	1465	1345	661
<i>variación</i>		<i>-18.54%</i>	<i>-10.62%</i>	<i>-8.19%</i>	<i>-50.86%</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la página web corporativa de Realia

El año 2009 estuvo caracterizado por el progresivo descenso de promociones iniciadas, la posposición de nuevos proyectos de inversión y el positivo incremento de ventas de viviendas derivado de la política de reducción de precios. Irremediablemente, se tuvieron que efectuar nuevas provisiones por valor de 94,3 millones de euros.

La situación de endeudamiento empeoró considerablemente, ya que el ratio de endeudamiento en 2009 fue de 48,9%, frente al 31% de 2007. Es más, el ratio deuda/EBITDA aumentó hasta 13,72%, por el doble efecto ocasionado por el incremento de deuda y la caída de EBITDA. No todo fueron datos negativos, sino que se produjeron circunstancias positivas gracias a la obtención de:

- Un preacuerdo con bancos los acreedores para refinanciar 900 millones de euros
- La iniciación de negociaciones para refinanciar otro parte de su deuda por valor de 1400 millones

- Una línea de financiación por 80 millones
- La concesión de un préstamo por 100 millones de euros

En este período finalizó la implantación de su plan estratégico iniciado en 2006 en el que se incluía:

- La concentración de la actividad patrimonial en activos de alta calidad
- La internacionalización de la compañía
- La reducción de la exposición al mercado inmobiliario español.

En 2010 y 2011 se redujeron los gastos generales en un 15% gracias a la política de ahorro de costes. A pesar de que los ingresos totales cayeron, lograron aumentar la cifra de EBITDA.

En 2012 resulta llamativa la cifra de pérdidas de -319 millones en comparación con el ejercicio anterior. La caída se debe principalmente al impacto de las provisiones por depreciación de activos inmobiliarios, ocasionada por la modificación del criterio de valoración a la que se vio obligada la compañía. Ello provocó que la valoración de los activos disminuyera de 1.345 millones de euros en 2011 a 661 millones de euros en 2012 (una variación del -50,86%).

En 2013 prosiguió la política de saneamiento de balance y activos. El resultado neto se situó en -51 millones, mejorando un 84% gracias a la quita de 17 millones que se concedió en la reestructuración de la deuda y la entrada de caja de 40,6 millones por la venta de una filial.

La Compañía logró alcanzar un acuerdo con sus bancos para refinanciar 847 millones de deuda, bajo la condición de que obtuviera fondos suficientes para pagar en efectivo un porcentaje significativo de la misma. El resto de la deuda se devolvería a través de la cesión de activos inmobiliarios.

Entre los principales objetivos en el corto- medio plazo se encuentra:

- La progresiva venta de activos inmobiliarios que le permita centrarse en el negocio patrimonial. Actualmente dispone de 3 millones de m² de suelo además del *stock* de

pisos compuesto por unas 900 viviendas.

- La inyección de capital. La Compañía afirma que está recibiendo ofertas de inversores, entre los que figura el empresario Amancio Ortega, según informaron a principios de este año. Por otro lado, FCC y Bankia, los socios de referencia, tienen intención de vender sus participaciones de control (poseen un 33,5% y un 27,6%, respectivamente).

6. CONCLUSIONES

Como conclusiones finales que sintetizen las argumentaciones precedentes podrían establecerse las siguientes.

1. La imposibilidad de disponer de una política monetaria propia contribuyó decisivamente a la formación de una burbuja inmobiliaria en España. Con ella, los tipos de interés aplicados a los préstamos hipotecarios habrían sido mayores, por lo que el acceso a financiación habría sido menor y la demanda de vivienda no se habría disparado.
2. La Administración Pública fracasó a la hora de establecer medidas de detección, contención y solución frente a la crisis inmobiliaria en nuestro país. La aplicación de algunas medidas reguladoras por parte de la misma podría haber agilizado la recuperación del mercado inmobiliario.
3. La agresiva competencia bancaria provocó que las entidades financieras concedieran un excesivo volumen de crédito a particulares y empresas promotoras, incluyendo clientes de dudosa solvencia y promoviendo la adquisición de suelo en poblaciones en que la demanda natural era prácticamente nula.
4. La actual recesión inmobiliaria estuvo motivada fundamentalmente por un desfasado modelo de crecimiento, un excesivo precio de los pisos y una desproporcionada oferta de viviendas, sin que la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos fuera un factor esencial en la misma.
5. La absoluta dependencia de la economía española de la industria de la construcción, así como el endeudamiento excesivo, provocaron una larga recesión económica, en especial a causa del alza de los tipos de interés, con grave erosión del consumo

- interno y aumento progresivo de la tasa de paro y de los índices de morosidad, provocando finalmente una devaluación de los activos inmobiliarios.
6. La escasez de demanda ha provocado el cierre de empresas promotoras, agencias inmobiliarias y otras miles de pequeñas y medianas empresas vinculadas con el sector inmobiliario.
 7. Las empresas que mantienen su actividad a día de hoy disponen de abundantes activos inmobiliarios, con escasas posibilidades de darles salida en un futuro inmediato a pesar de las progresivas reducciones de precios.
 8. La dramática cifra de desempleo en el sector de la construcción deriva del importante peso que supone este sector en nuestra economía.
 9. La contracción del crédito hipotecario concedido a las familias y empresas sigue obstaculizando el acceso a la financiación destinado a la adquisición de viviendas.
 10. A pesar de que las actuales previsiones vaticinan una posible recuperación de la crisis económico- financiera, parece que el mercado inmobiliario se recuperará de forma más gradual.
 11. La tendencia en la evolución de los precios de la vivienda indica que seguirán descendiendo pero de forma más moderada que en años anteriores.
 12. Se prevé que la demanda se estabilice durante este año 2014 y que crezca en 2015 gracias a los síntomas de recuperación de la economía y al mayor atractivo de la inversión en vivienda. La oferta de vivienda terminada se reducirá lentamente y la obra nueva se reducirá a mínimos en el corto plazo.
 13. Las grandes inmobiliarias españolas se encuentran en una situación de baja demanda, progresiva pérdida de valor de sus activos inmobiliarios, insolvencia, endeudamiento y falta de liquidez. Entre las medidas que toman se encuentra la reestructuración y reducción de la deuda, la búsqueda de capital exterior y las desinversiones de activos para mejorar la liquidez.
 14. Los últimos ejercicios de Metrovacesa han estado caracterizados por un descenso de ventas, clientes, existencias y proveedores, lo que derivó en una pronunciada caída de ingresos y significativas pérdidas. Ante la débil capacidad de generación de caja se ha visto obligada a desinvertir activos patrimoniales y a renegociar sus condiciones crediticias. Para mitigar el progresivo aumento del endeudamiento ha reestructurado y capitalizado la deuda financiera y ha ampliado capital. Además, ha implantado un plan de negocio enfocado en el control de la liquidez, orientado en el

- negocio patrimonial y en la mejora de la eficiencia. Para cubrir la pérdida de valor de los inmuebles ha contabilizado provisiones en todos los ejercicios.
15. Sacyr ha centrado su estrategia de saneamiento en la reducción del endeudamiento, la estricta limitación de salida de caja y el proceso de desapalancamiento, materializado a través de desinversiones, renegociaciones de vencimientos, ampliaciones de capital y refinanciaciones. El Grupo ha declarado en venta Vallehermoso, debido a las continuas pérdidas de valor de sus activos y los continuos resultados negativos registrados. La liquidación facilitará al Grupo el acceso a la financiación y a los mercados de capitales.
 16. Colonial ha experimentado una caída en la venta de viviendas y locales comerciales, así como en la cifra de EBITDA y en el resultado consolidado neto, que ha ido registrando unas cifras extremadamente desfavorables. Su plan estratégico se ha encaminado a concentrar la actividad en el negocio patrimonial y a desarrollar el proceso de reestructuración, recapitalización y saneamiento de la deuda financiera. Ha contabilizado el progresivo deterioro de sus activos en todos los períodos desde 2007 por la variación de valor de las inversiones inmobiliarias. A principios de este año 2014 se desprendió del Grupo Asentia (el “banco malo” de Colonial) para evitar que sus pérdidas siguieran perjudicando al Grupo.
 17. Reyal Urbis ha sufrido una caída de la cifra de ingresos debido a la progresiva reducción de la dimensión del balance a través de las cuentas de clientes, proveedores y deuda financiera. Por otro lado, se ha visto obligada a contabilizar provisiones por la pérdida de valor de los terrenos, promociones en curso e inmuebles terminados. En estos últimos años ha logrado alcanzar un acuerdo de refinanciación y ha implantado un nuevo plan de negocio adaptado a las condiciones del mercado, que consistía en la paralización de obras nuevas en el corto plazo. En Febrero de 2013 se produjo la declaración del concurso de la Compañía por el insostenible endeudamiento financiero alcanzado, causado en gran medida por la deuda contraída en la adquisición de la inmobiliaria Urbis en 2006.
 18. Realia ha reducido el peso del negocio residencial iniciando menos promociones, posponiendo nuevos proyectos de inversión y llevando a cabo una política de rotación de activos no estratégicos. La modificación del criterio de valoración de los activos inmobiliarios en 2012 provocó que el deterioro de los activos aumentara de forma radical y que la cifra de pérdidas incrementara aún más. La situación de endeudamiento ha empeorado considerablemente, por lo que han intensificado la

política de saneamiento de balance y la reestructuración de la deuda. Su plan estratégico se ha concretado en una progresiva venta de activos inmobiliarios, en la concentración de la actividad patrimonial en activos de alta calidad, la internacionalización de la compañía, la reducción de la exposición al mercado inmobiliario español, la política de ahorro de costes y la inyección de capital.

7. BIBLIOGRAFÍA

Banco de España, Informe Anual, 2004, págs. 40 y 41

Banco de España, Informe de Estabilidad Financiera, Abril 2012

Banco de España. Informe de Estabilidad Financiera, 2013

Bankinter, El mercado inmobiliario residencial en España, Diciembre 2013

BERMÚDEZ PRIETO, J. M. Los cambios en el sector, nuevos retos. *Inmueble: Revista del sector inmobiliario*, N°. 130, 2013 , págs. 64-67

CALZADA TORRES, J. P. El sector inmobiliario en España y en Europa. *Bolsa de Madrid*, ISSN 0211-5336, N° 110, 2002 , págs. 26-33

CAMPOS ECHEVERRÍA, J.L. *La burbuja inmobiliaria española*. Editorial Marcial Pons, 2008

Colegio de Registradores de la Propiedad, Estadística Registral Inmobiliaria del Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, Anuario de 2006

Consejo General del Notariado, Nota de prensa del Consejo General del Notariado, 4 de Octubre de 2004

Consejo Superior de Colegios de Arquitectos de España, Informe de coyuntura del Consejo Superior de Colegios de Arquitectos de España. Estadística de Edificación, 4º trimestre de 2006

Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial, Octubre 2008

Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, Capítulo 2: *When bubbles burst*, Abril de 2003

GARCÍA MONTALVO, J. *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero: crónica de un desenlace anunciado*. Editorial Antonio Bosch, 2008

MASSÓ LÓPEZ, G. La transformación del sector inmobiliario en España después de la crisis. *Boletín de estudios económicos*, ISSN 0006-6249, Vol. 68, Nº 209, 2013 (Ejemplar dedicado a: Reformas estructurales: una agenda abierta), págs. 293-315

MIGUEL VELASCO, Mariano. La crisis inmobiliaria. *Economistas*, ISSN 0212-4386, Año Nº 27, Nº Extra 119, 2009 (Ejemplar dedicado a: España 2008. Un balance), págs. 256-265

Ministerio de Fomento, Informe sobre el *stock* de vivienda nueva, 2012

PISONERO RUIZ, Elena. La transformación del sector inmobiliario ante el cambio de ciclo. *Revista APD: Asociación para el Progreso de la Dirección*, ISSN 1886-1709, Nº. 220, 2007 (Ejemplar dedicado a: El futuro del sector inmobiliario ¿sigue mereciendo la pena invertir?), págs. 24-25

Sociedad de Tasación, Informe Trimestral. Tendencias del Sector Inmobiliario, Enero 2014

The Economist, <http://www.economist.com/node/1794873>, 29 Mayo de 2003

VARIOS AUTORES. *Sector inmobiliario: pasado, presente y futuro*. Volumen I, Revista económica Castilla La Mancha, 2008

VARIOS AUTORES. *Sector inmobiliario: pasado, presente y futuro*. Volumen II, Revista económica Castilla La Mancha, 2008