

Lección 1

Precios de la vivienda. La burbuja inmobiliaria

Prof. Dr. Carlos San Juan

Catedrático Jean Monnet de Integración Económica
Europea

Universidad Carlos III de Madrid

Los precios de los inmuebles

- La localización **no es la única** explicación de los precios de los inmuebles
- Los ciclos financieros generan fluctuaciones de los precios
- Decir que la oferta y la demanda de viviendas explica la variación de precios es una explicación insuficiente
- Las burbujas inmobiliarias han estado en el origen de la crisis financiera, 2008
- ¿Existen explicaciones alternativas?
- ¿Qué se puede hacer en la UE para prevenir las burbujas inmobiliarias?
- ¿Qué es el apalancamiento financiero?
- ¿Cómo afectó a la economía española el desinflado de la burbuja inmobiliaria?

Fin de la Expansión económica

- El anterior ciclo expansivo desde 1993 a 2008 ha sido uno de los más prolongados y además con la crisis más corta de las últimas décadas (en el 93).
- En 2008 se aprecian signos de debilitamiento del crecimiento por varios factores:
- **Internos:**
 1. Fin de la expansión inmobiliaria, a raíz del estrangulamiento de la financiación y la brusca caída de la demanda
 1. Subida inicial de los tipos de interés (error BCE), **escasez de crédito y liquidez**
 2. Afecta a los promotores al ser los bancos más prudentes al autorizar créditos
 3. Los compradores potenciales encuentran **más dificultades para hipotecarse**
 4. Crisis en la construcción: contratos de obra que impulsan el **desempleo**.
 2. Deterioro de la demanda turística por la crisis internacional y las expectativas pesimistas
 3. Subida de los precios de las materias primas: petróleo y alimentos

La recesión inmobiliaria

Deuda

1. Las construcción tienen niveles de endeudamiento muy altos
2. Esta deuda está impidiendo el crecimiento
3. Las constructoras más saneadas y competitivas buscan obras en el exterior
 - Además algunas antiguas cajas de ahorro han quebrado, precisamente las que más facilitaban créditos al sector
 - En los próximos meses o años deberán deshacerse del exceso de inmuebles en su balance. Esto se denomina “desapalancamiento”

Banca e inmuebles

El punto central a discutir es

¿Porqué en los distintos países de la UE la crisis inmobiliaria ha tenido un efecto diferente según los países?

Esto en parte, está relacionado con el papel que tenían los activos inmobiliarios en la crisis de los bancos.

Ahora los efectos de la nueva regulación bancaria (Basilea II) que obliga a los bancos a cumplir un ratio más exigente de capital básico (CORE CAPITAL) y, por tanto

1. a disminuir los activos inmobiliarios en su pasivo, para cumplir los ratios de capital sobre activo,
2. tendrá efectos diferentes en los países de la UE,
 1. pues sus bancos tienen diferentes participaciones en el sector inmobiliario.

Trucaje de modelos de riesgo (model tweakage)

Algunos países puede que estén permitiendo el "trucaje de modelos de riesgo" (model tweakage), escondiendo otros riesgos como, por ejemplo, sus inversiones en "activos tóxicos" escondidos en derivados de otros países.

<<La presión tal vez más acuciante es la necesidad de cumplir con las ratios de capital sobre activo.>>

El desapalancamiento (deleveraging)

- implica que, en lugar de *ampliar el numerador* de los ratios de solvencia -ya que ahora es muy complicado captar inversores en un entorno de elevada incertidumbre-,
- lo que los bancos hacen después de desinflarse la burbuja es fundamentalmente reducir el denominador de esas ratios. Es decir **reducir el pasivo** (créditos de dudoso cobro), entre ellos los del sector inmobiliario.

Apalancamiento

•La estructura de capital determina la relación a largo plazo entre rentabilidad y riesgo que se espera de la empresa:

1. Más capital ajeno puede significar mayor rentabilidad
 1. Pero también mayor riesgo de quiebra
2. Se espera que las empresas más endeudadas sean más rentables
 1. puesto que los accionistas pueden apropiarse de la diferencia entre la rentabilidad de las inversiones financiadas con deuda y el coste de esa deuda.

Rentabilidad económica de los activos ROA

Es la relación entre los **beneficios antes de impuestos (BAII)** y el **total del activo medio**:

$$ROA = \frac{BAII * 100}{\text{Total Activo Medio}}$$

Refleja la rentabilidad de los capitales (propios) de la empresa (de las acciones si es una S.A.)

En una empresa el ROA depende

1. del **margen comercial** (rentabilidad operativa = Beneficios / Ventas) y
2. De la **eficiencia operativa** (nivel de actividad = ventas / total activo)

Rentabilidad para los accionistas (ROE).

$$\text{ROE} = \frac{\text{BDII} * \text{Ventas}}{\text{Ventas} * \text{Total Activo}} * \frac{\text{Total Activo}}{\text{Fondos Propios}}$$

BDII = Beneficios después de impuestos

A diferencia del ROA también incluye la relación entre el total del activo y los fondos propios

Para comparar el ROE de distintas empresas hay que tener en cuenta el nivel riesgo y el sector

Aumentando el endeudamiento podemos aumentar el ROE

$$\text{ROE} = \text{ROA} + [\text{ROA} - \text{Coste de la deuda}] * \frac{\text{Deuda Total}}{\text{Fondos Propios}}$$

Cuanto menor es el coste de la deuda mayor ROA

Pero a mayor endeudamiento (Deuda / Fondos propios) mayor riesgo

Por eso los bancos que se endeudaron mucho captando capitales ajenos en el mercado tuvieron mucha rentabilidad mientras la financiación era abundante y barata

Pero ahora no cumplen los criterios de solvencia (mínimo de capital básico de alta solvencia)

Los riesgos aumentan con el endeudamiento

Es importante darse cuenta de que a medida que aumenta el endeudamiento el riesgo de quiebra es más alto

$$\text{ROE} = \text{ROA} + [\text{ROA} - \text{Coste de la deuda}] * \frac{\text{Deuda Total}}{\text{Fondos Propios}}$$

por lo que sube el coste de la deuda y la diferencia entre ROA y coste de deuda [ROA - Coste de la deuda] se hace cada vez más pequeña y puede ser incluso negativa

Durante la expansión muchas cajas de ahorro olvidaron esto concentrando sus riesgos en el sector inmobiliario

Ejemplos: rentabilidad frente a riesgo

Pero por otra parte la empresa más endeudada tendrá un mayor riesgo ya que sus resultados son más variables y además a medida que aumenta el nivel de deuda aumenta la probabilidad de quiebra.

Ej.: Resultados iguales en A y B

sin apalancarse: 10, 5, 15 (media 10) (varianza 25)= Riesgo

1) Empresa A con Capital de 100

Rentabilidad para los accionistas 10%, 5%, 15%

(media 10%) (**varianza 0,0025**)

2) Empresa B con Capital 50 y Deuda LP 50 al 6%

Resultado después de intereses: 7, 2, 12

(media 7%) (**varianza 25**)

Rentabilidad para los accionistas 14%, 4%, 24%

(**media 14%**)(varianza 0,01)

Reducción de precios desde 2008

Precios de viviendas

- La caída de precios ha sido más lenta que en otros países lo que dificulta el ajuste entre oferta y demanda
 1. los precios de viviendas han bajado un 9,3% anual en septiembre de 2012 y están bajados
 2. La caída acumulada es de un 33% desde su pico en 2008
 3. Se prevén que seguirán bajando en 2013 por el alto desempleo, y el acceso limitado al crédito, demanda bajada para viviendas, y exceso de viviendas en el mercado
-los consumidores están endeudados: relación entre deuda doméstica y ingreso deseable es 125%

La demanda de viviendas se debilita

- La desaceleración comienza en la construcción en 2007 (pasa de crecer al 5,6 (2005) y 5 (2006) al 3,8%)
- Hay unas 680,000 viviendas en el mercado en España (2012)
- Los expertos predecían que a finales del año 2008 habrá 930,000 viviendas sin vender en el mercado
- Además, los precios de viviendas estaban bajando rápidamente desde 2007 especialmente en las áreas metropolitanas

Factores externos: crisis financiera

1. Crisis financiera en EEUU originada por extensión de los <<activos tóxicos>> originados por las <<hipotecas basura>> y su extensión al resto del sistema a través de los <<hedge funds>> y las
 2. Quiebras de los bancos de inversión que en septiembre de 2008 (Fanni Mae,..., *Leman Brothers*, Merrill Lynch (rápidamente vendido a Bank of América)... Las empresas han declarado ya 350.000 millones de dólares de pérdidas y los expertos esperan que se alcance los 700.000.
- **El rescate:** Henry Paulson (Secretario del tesoro) y Ben Bernaker (FED) presentan a Bush un plan para inyectar 700.000 mill. de \$ y “extraer los activos tóxicos del sistema”

El rescate: “socialismo financiero” ¿fin de los neocons?

- "Ley de Estabilización Económica de Emergencia de 2008"
- Washington, 28 sep (EFE).- Los líderes del Congreso de EE.UU. y la Casa Blanca cerraron hoy un acuerdo sobre el plan de rescate financiero por valor de 700.000 millones de dólares con el que el Gobierno pretende evitar el caos en los mercados y una recesión.
- El pacto recibió el apoyo de los candidatos presidenciales, Barack Obama y John McCain, y del presidente George W. Bush, que tildó el proyecto de ley de "muy bueno", lo que le da gran ímpetu político de cara a su aprobación.

La nacionalización de la banca en EEUU

The chief executives of the nine largest banks in the United States trooped into a gilded conference room at the Treasury Department at 3 p.m. Monday.. To their astonishment, they were each handed a one-page document that said they agreed to **sell shares to the government**, then Treasury Secretary Henry M. Paulson Jr. said they must sign it before they left.

Wednesday, October 15, 2008

<http://www.marketoracle.co.uk/Topic8.html>

Thursday, October 16, 2008

[Debt vs Interest Rates Conundrum](#) / [Interest-Rates](#) / [US Debt](#)

By: Michael_Pento

I've written before about the dramatic rise in fixed income rates that face investors in the very near future due to the funding issues associated with our entitlement programs coupled with the incalculable measures taken by the government in the past few weeks to stem the credit crisis. Those efforts ensure the amount of Treasury issuance will explode.

La crisis se extiende a Europa

- Fráncfort (Alemania), 29 sep (EFE).- El banco hipotecario alemán Hypo Real Estate ha tenido que ser rescatado con una línea de crédito de varios miles de millones de euros por sus dificultades ante la crisis financiera.
- El Hypo Real Estate informó hoy de que se ha asegurado financiación a corto y medio plazo mediante "una nueva facilidad de crédito" (cuyo monto todavía no se ha especificado), diseñada para ayudar a la entidad del impacto del actual mal funcionamiento de los mercados de dinero internacionales.
- Un consorcio de bancos alemanes ha proporcionado al Hypo Real Estate y a sus filiales crédito suficiente para cubrir sus necesidades de financiación futuras.
- Las acciones de Hypo Real Estate se desplomaron hoy y tras la apertura de la negociación en Fráncfort caían un 56,3 por ciento, hasta 6,10 euros en el índice DAX 30.

Fortis ha tenido que ser rescatada

- 29/09/2008 - 11:25 - MADRID, 29 SEP. (Bolsamania.com/BMS) .- Finalmente **Fortis ha tenido que ser rescatada por las autoridades de Bélgica, Holanda y Luxemburgo, que han inyectado 11.200** millones de euros a la entidad. Además, el banco del Benelux ha anunciado que venderá algunos activos de **ABN Amro. ING** se ha postulado como principal candidato para adquirirlos.
- El rescate parcial del banco belga Fortis por parte de los gobiernos de Holanda, Bélgica y Luxemburgo, es la **primera sacudida con letras mayúsculas al sistema financiero de Europa Continental**, que en cierta medida se ha visto visto inmune a la crisis angloamericana. En Alemania -un país donde no ha habido burbuja inmobiliaria- la gran banca empieza a temblar en bolsa.

La crisis se extiende a Europa

- **Bélgica, dispuesta a salvar a Dexia después del rescate de Fortis**
 - Las acciones del banco franco-belga pierden más del 21,55% en la Bolsa de París (29/09/08)

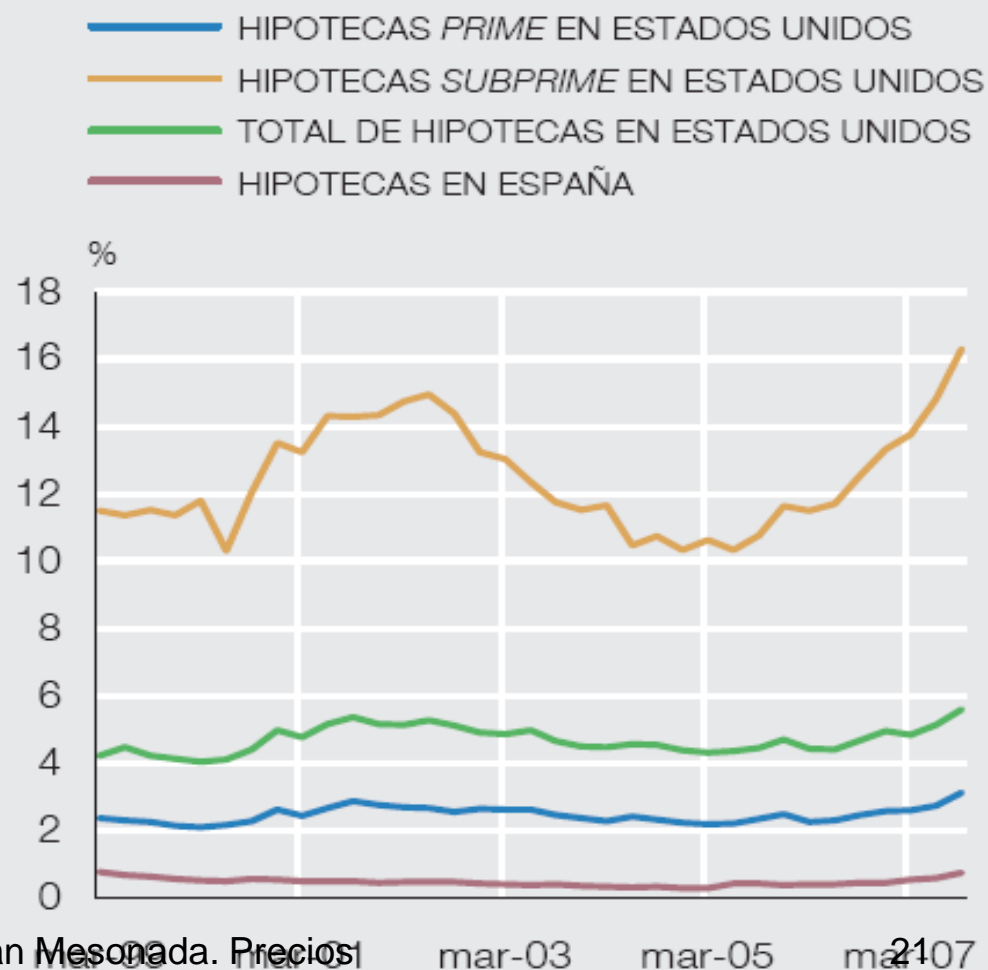
Hipotecas en España y EEUU

• A pesar de esta nueva situación los datos son que:

• históricamente España nunca ha tenido los mismos riesgos que los EEUU.

• Puede verse en el gráfico que el problema de las hipotecas en EEUU no es el mismo que en España (hay pocas hipotecas dudosas)

A. RATIOS DE DUDOSOS DE LA CARTERA HIPOTECARIA EN ESTADOS UNIDOS Y EN ESPAÑA

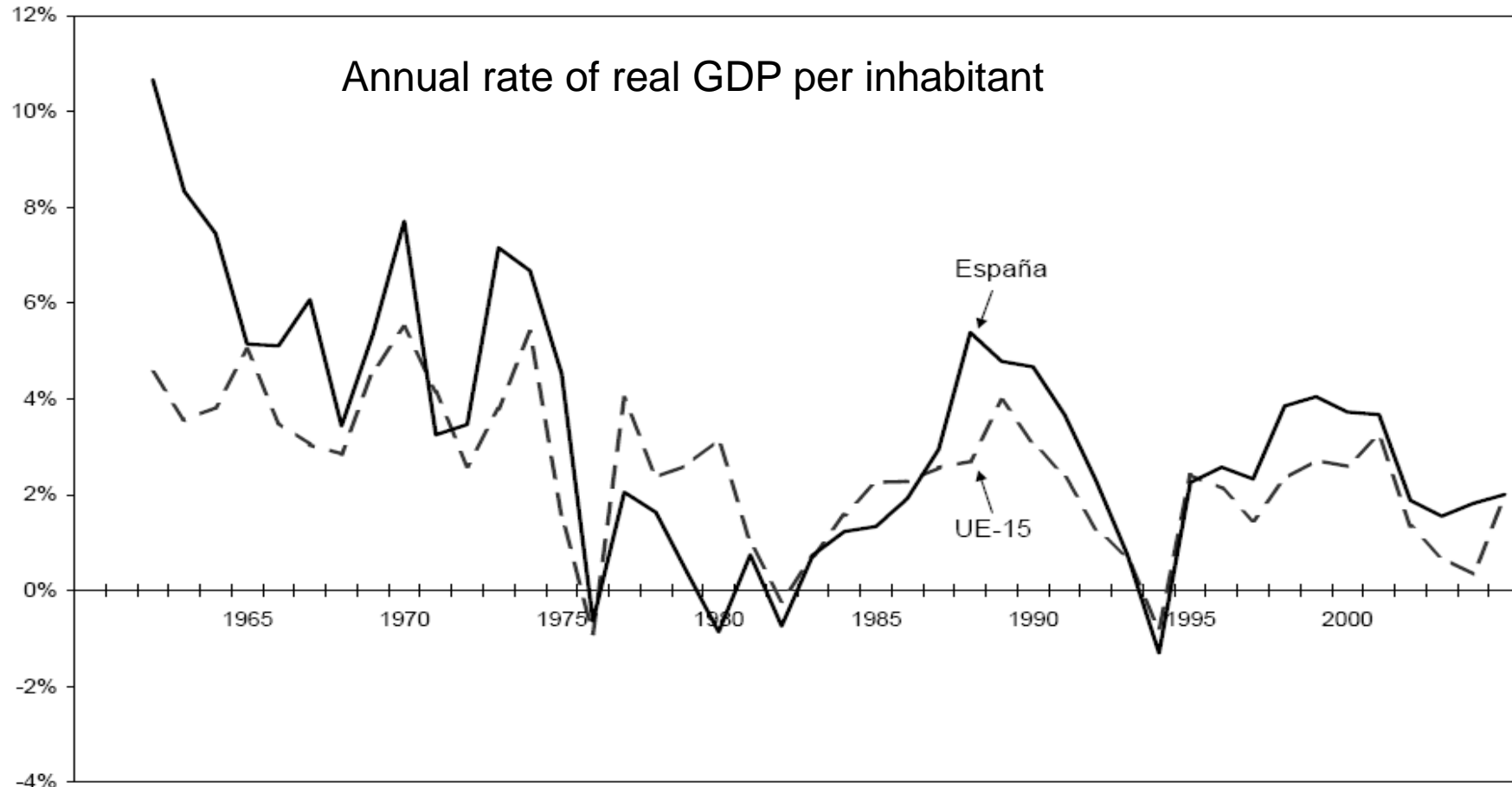


La expansión 1994-2008

- Desde 1982 en que España empezó a recuperarse de la crisis originada a raíz de la subida de los precios de la energía en 1973, solo se ha registrado **una crisis de corta duración en 1993**.
- Por tanto en este **prolongado periodo expansivo** que en realidad va desde **1982 a 2007**, con crecimiento superior a media europea,
- La economía española ha ido **convergiendo** a los niveles de renta per capita media de la UE15 y con la ampliación de la UE a 27 miembros (en 2007) se sitúa ya por encima de la media europea.

Business cycle Spain versus EU15

Crecimiento relativo en España y la Unión Europea, 1961-2004
(tasas anuales de variación del PIB real per cápita)



Nota: Desde 1991 se incluyen los datos de la Alemania unificada.

Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO (Comisión Europea)

From García-Delgado, Myro, y Martínez-Serrano (2005) Lecciones de Economía Española.

Características del crecimiento

- Expansión del peso de la industria y los servicios en el PIB, declive de la agricultura
 - Mayor apertura al exterior
 - Incremento en el nivel de educación de la fuerza de trabajo, pero sin alcanzar los niveles de la OCDE
 - Incremento del peso del sector público en el PIB (pero todavía por debajo de la media de la UE)
 - Descenso en los niveles de inequidad (desigualdad) en la distribución de la renta (pero todavía más desigual que la media de la UE)
-

Ciclos expansivos de la EE

- Hay tres períodos en que la convergencia en renta *per capita* española ha aumentado más rápidamente que la europea:
- **El primero**, desde 1959 (España tenía el 60% del PIB per cápita de la UE) hasta 1974 en que roza el 80% antes de caer por los efectos de la crisis energética (79,2% del PIBpc de la UE). Este periodo se inicia con la progresiva apertura al exterior posterior al Plan de Estabilización que origina un fuerte crecimiento (7% anual en media) por el rápido proceso de industrialización y, posterior, *terciarización* de la economía, en el que el desarrollo del sector turístico ha tenido un papel importante.
- **El segundo** entre 1985 y 1990, debido a los efectos positivos que tuvo para el crecimiento la integración de España en la Unión Europea. En este **segundo** período, el detonador fueron las enormes entradas de **inversión extranjera** directa y de cartera, y el comienzo de recepción de elevadas **transferencias de la UE**,
- En el **tercer** período, el efecto dinamizador ha sido la **fuerte caída del tipo de interés**, tanto nominal como real^[1]. Este **tercer período**, entre 1997 y 2008, coincide en su inicio con nuestra aproximación e incorporación a la Unión Monetaria. Es decir, el proceso de integración español ha sido decisivo para que España mejore su posición relativa en la economía europea y mundial.
-
- ^[1]
- Guillermo de la Dehesa Romero (2003): Balance de la economía española en los últimos veinticinco años. ICE, 811 pp.53-79

La gran recesión 2008-14

- La quiebra y rescate de cajas de ahorro lleva a un periodo largo de restricción del crédito inmobiliario
- Dificultades de las familias para acceder a la vivienda:
- Dificultades para endeudarse + desempleo + expectativas de precios a la baja = caída drástica de la demanda de viviendas

Comenzando la Gran Recesión, septiembre de 2008

- *21 de septiembre: Goldman Sachs y Morgan Stanley se convierten en un "holding bancario"*
 - *Esto significa hacer pública su quiebra*
- *22 de septiembre: Aprobaciones por Bush del plan de rescate*
 - *Compra de "activos tóxicos"*
 - *700,000 millones \$*
- *La deuda pública aumenta bruscamente*
 - *25 de septiembre: el plan de rescate es rechazado en el Congreso => **La crisis se extiende al resto del mundo***
 - *Dow Jones cae 777 puntos*
- *28 de septiembre: los líderes del Congreso aprueban el plan (**demasiado tarde**, la crisis ya llega a la UE y al resto del mundo)*

September 29 to October 6 Centrals banks fight the panic

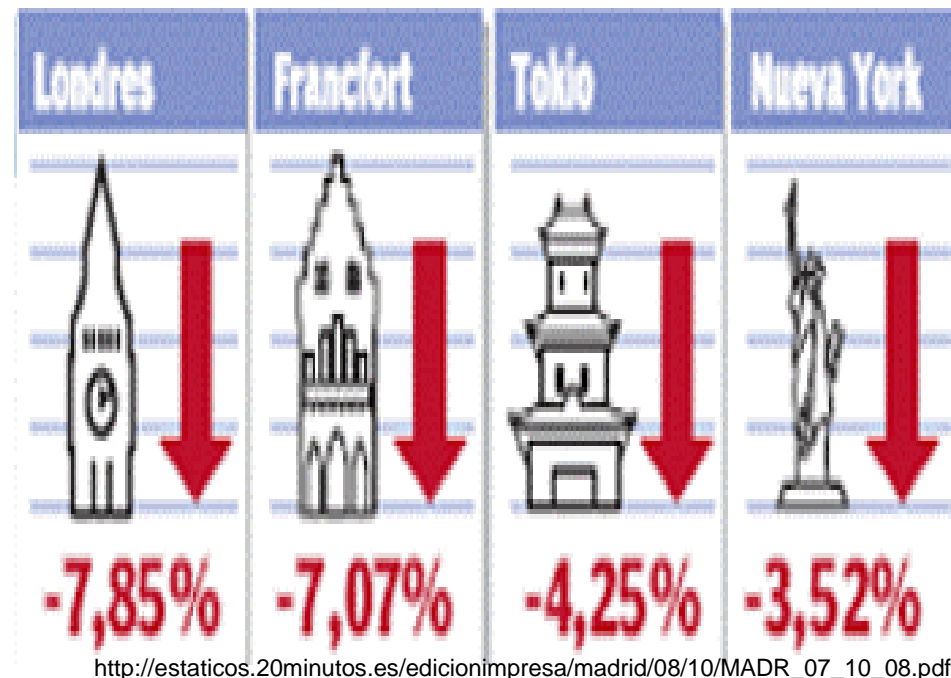


Dow Jones Industrial Average Last 10 Years: impact of the financial crisis

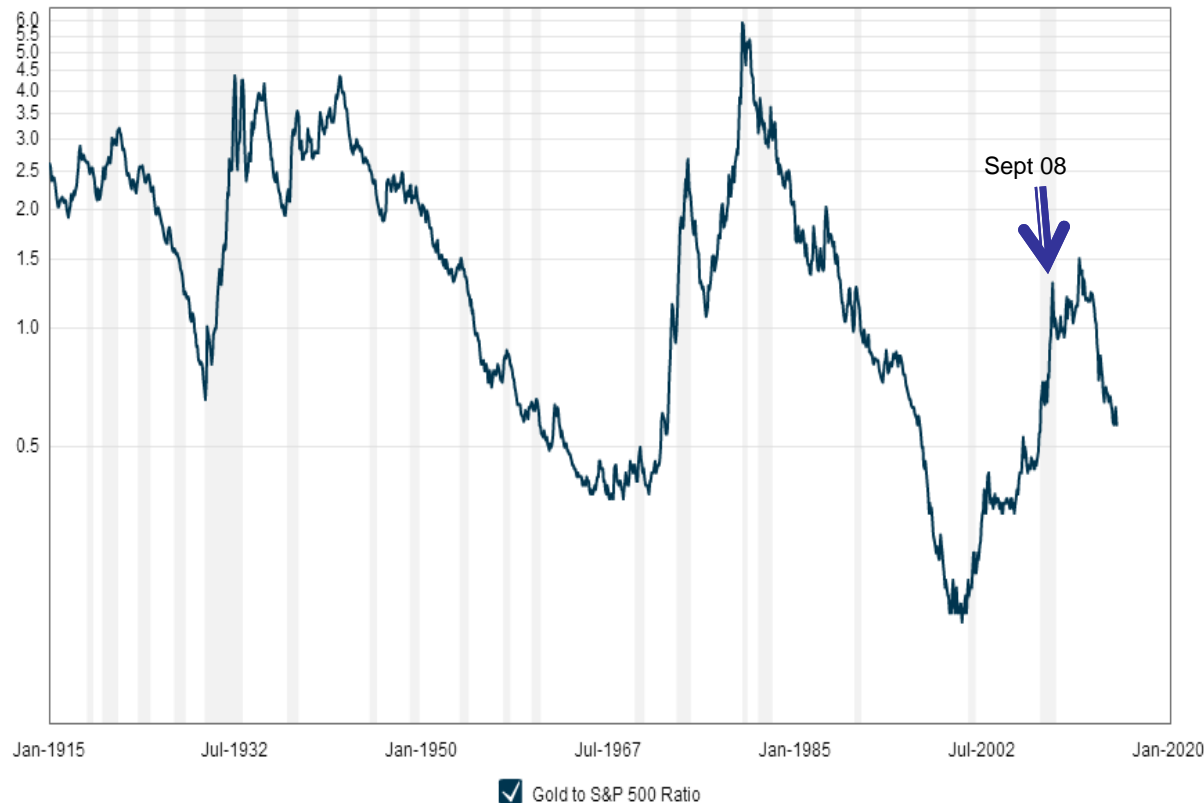


European Stock Market

Monday October 6




Gold as a refuge good: gold price & financial panic



This chart shows the ratio of gold (priced in dollars) to the S&P 500 market index. This ratio is a good indicator of investor confidence in the dollar/fiat currency system. A low ratio signifies high confidence (gold low, S&P high) and a high ratio signals a lack of confidence (gold high, S&P low). The ratio hit its peak of 5.94 back in January of 1980 when gold briefly traded over \$800 an ounce.

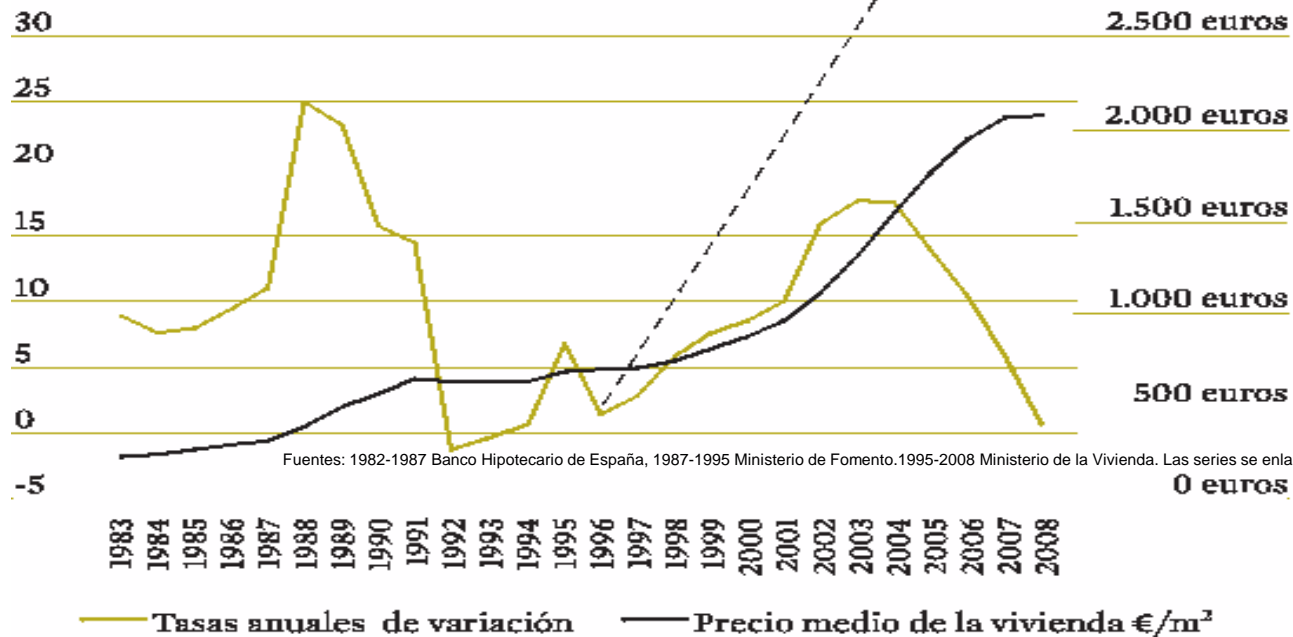
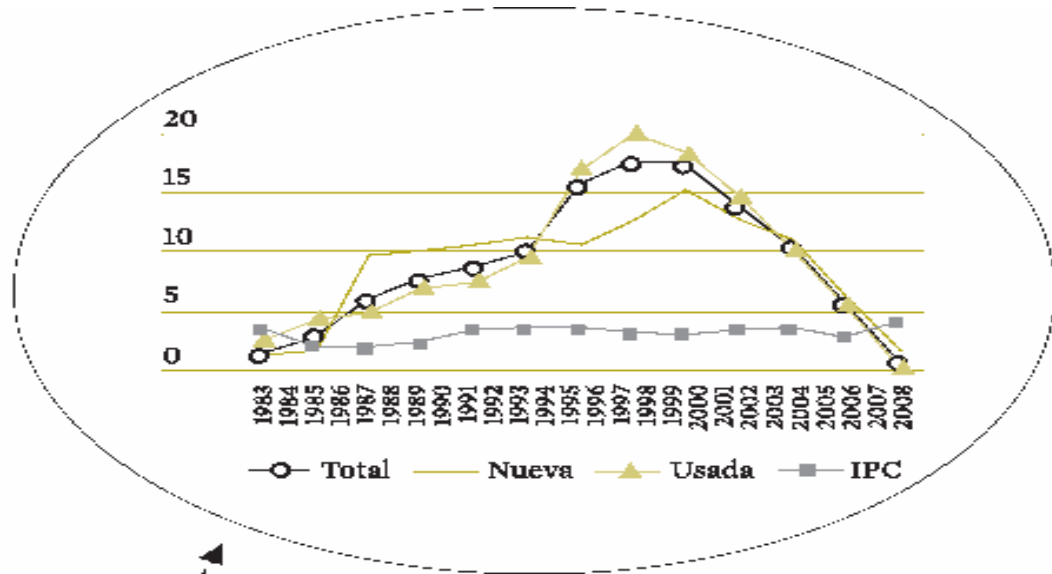
Fin de una gran Expansión: La Gran Recesión de 2008

- El actual ciclo expansivo desde 1993 a 2008 ha sido uno de los más prolongados y además con la crisis más corta (en 1993) de las últimas décadas.
 - En 2008 se aprecian signos de debilitamiento del crecimiento por varios factores internos y externos:
 - **Internos:**
 1. **Fin de la expansión** (burbuja) **inmobiliaria**, 
 1. crisis en la construcción: contratos de obra que impulsan el desempleo.
 2. Deterioro de la demanda turística por la crisis internacional y las expectativas pesimistas.
 - **Externos**
 1. Subida errónea de los tipos de interés del BCE en 2007, escasez de crédito y liquidez
 2. Subida de los precios de las materias primas: petróleo y alimentos (primera mitad de 2008).
- Veamos el perfil de la crisis en los gráficos elaborados por el Consejo Económico y Social de España en su memoria de 2009 (CES, 2009)

EVOLUCIÓN DEL PRECIO MEDIO DEL METRO CUADRADO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA Y DE LAS TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL, 1983-2008

FIN DE LA BURBUJA INMOBILIARIA

La crisis financiera precipita la des-inflación en la vivienda



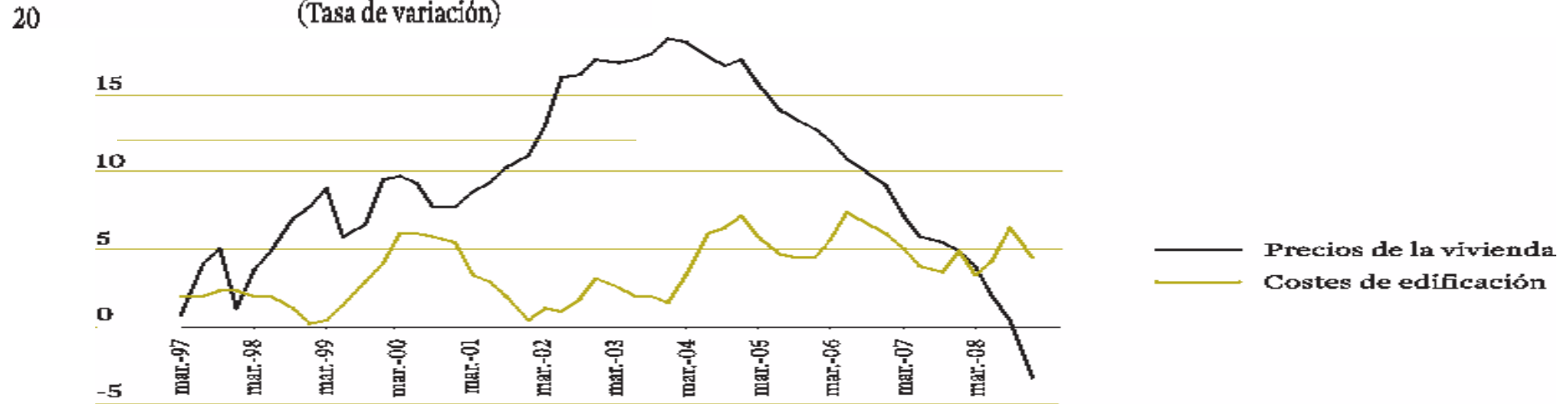
Fuentes: 1982-1987 Banco Hipotecario de España, 1987-1995 Ministerio de Fomento, 1995-2008 Ministerio de la Vivienda. Las series se enlazan en medias anuales.

INDICADORES MERCADO DE LA VIVIENDA, 1997-2008 .

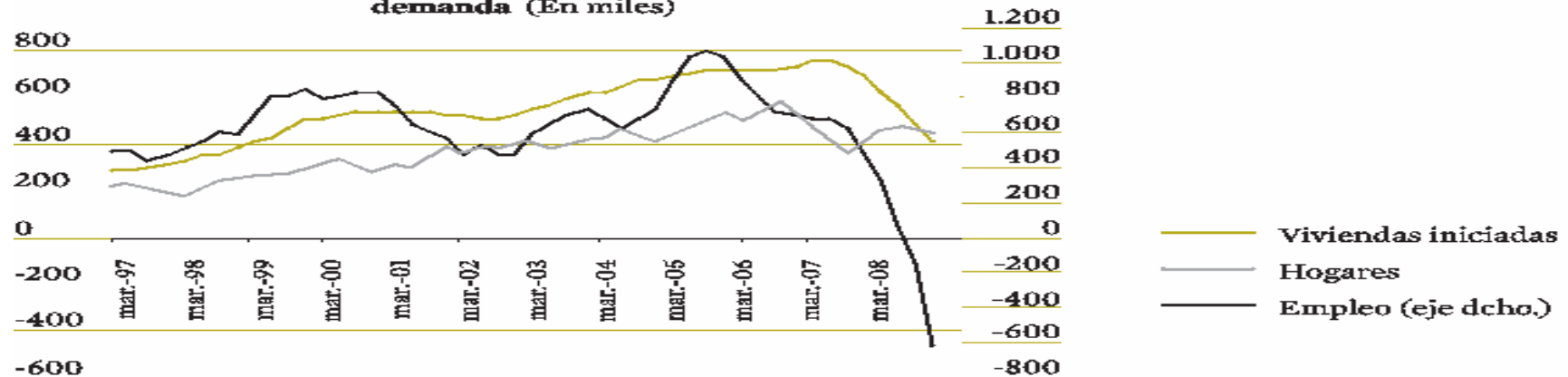
1. LA BURBUJA INMOBILIARIA SE DESINFLA. DESDE MARZO DE 2008 LOS PRECIOS CRECEN MENOS QUE LOS COSTES DE EDIFICACIÓN.
2. EL EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN CAE A TASAS NEGATIVAS DESDE 2008 (abajo) AL REDUCIRSE EL NÚMERO DE VIVIENDAS INICIADAS.

Precios de la vivienda y costes de edificación

(Tasa de variación)

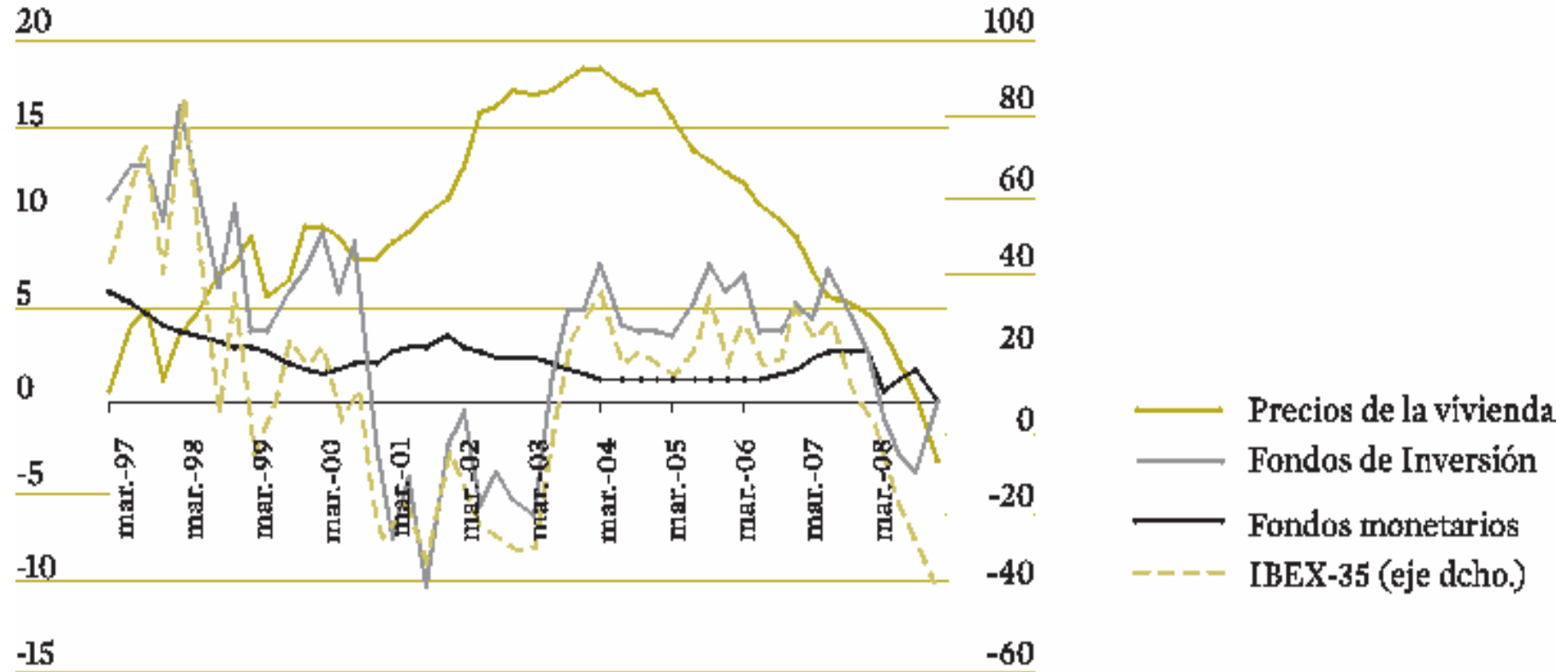


Viviendas iniciadas y determinantes fundamentales demanda (En miles)



Fuente: Banco de España, CES, 2009

Variación precios vivienda y rentabilidad inversión alternativa

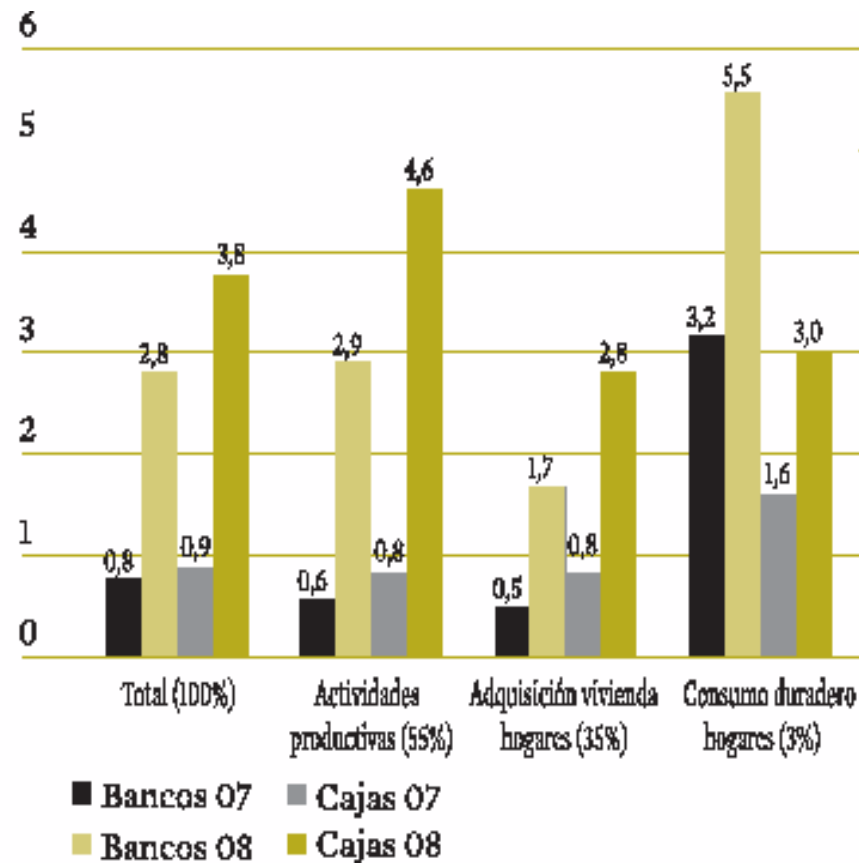
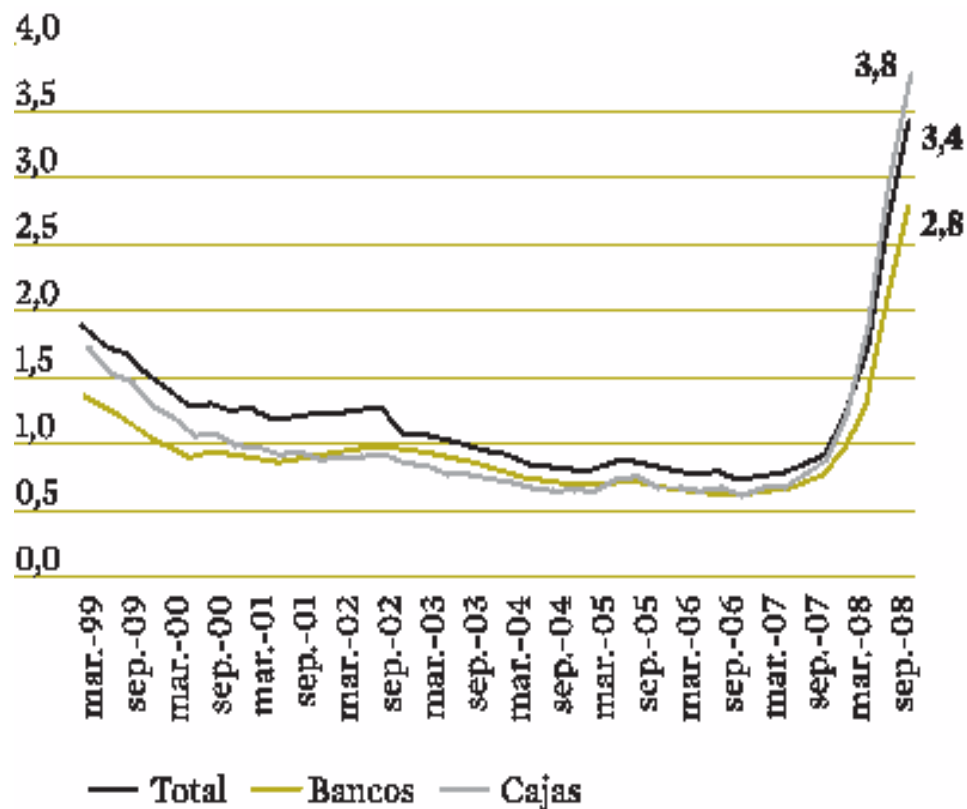


Fuente: Banco de España. CES, 2009

ESCASEZ DE CRÉDITO Y DE LIQUIDEZ

- La crisis lleva a una mayor desconfianza de los bancos que ven aumentar la morosidad (créditos no devueltos, fallidos)
- Dominique Strauss-Kahn, Director del FMI: <<La crisis financiera ha sido un acontecimiento catastrófico pero creado por la mano humana.>>
- <<La lección que tenemos que aprender es que incluso una economía de mercado necesita alguna regulación porque de otro modo no puede funcionar.>>
- <<Todas esas ideas sobre la liberalización (que una mayor liberalización siempre es mejor y que el mercado es capaz de resolver todos los problemas). Están muy bien sobre el papel, pero no funcionan en la realidad>>(El PAÍS, Negocios 20/09/09 p.8)

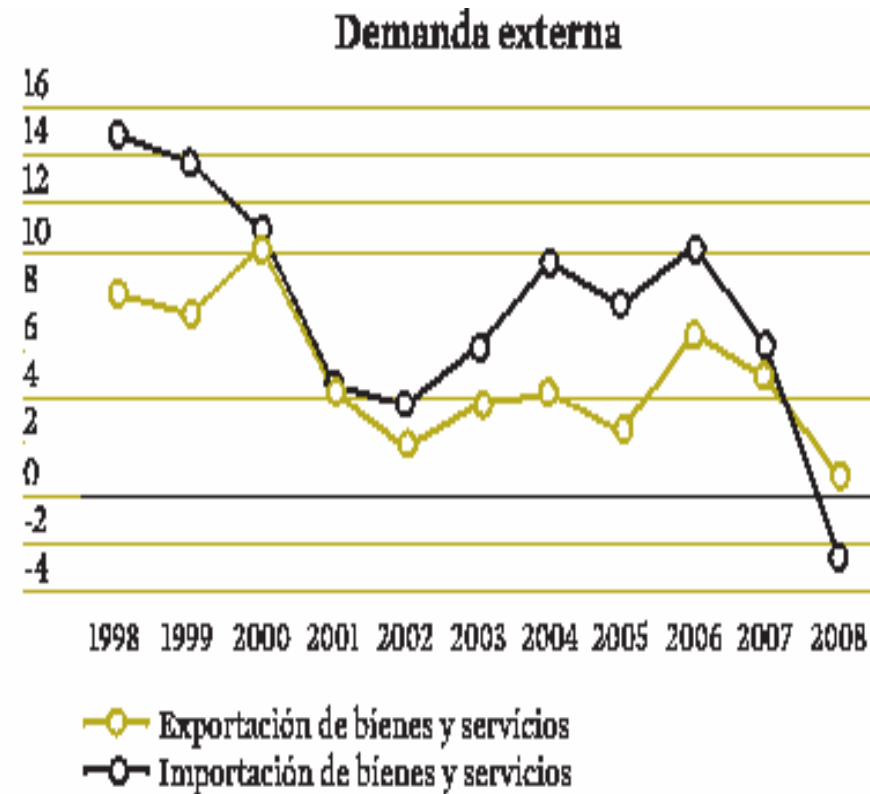
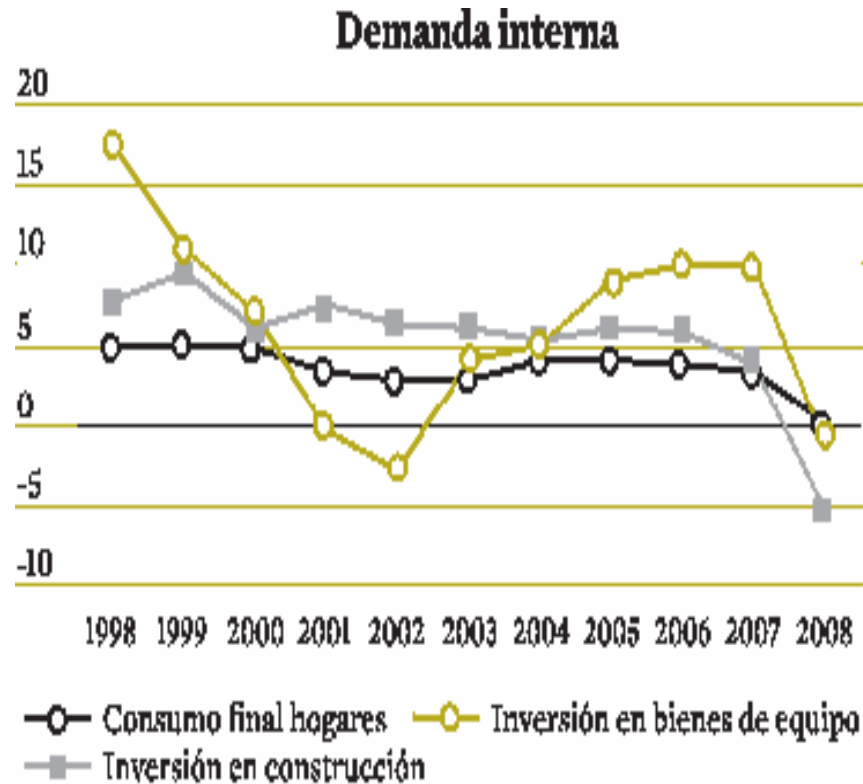
TASA DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO, 1999-2008 (Porcentaje de crédito dudoso sobre total de crédito)



Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico*. CES, 2009

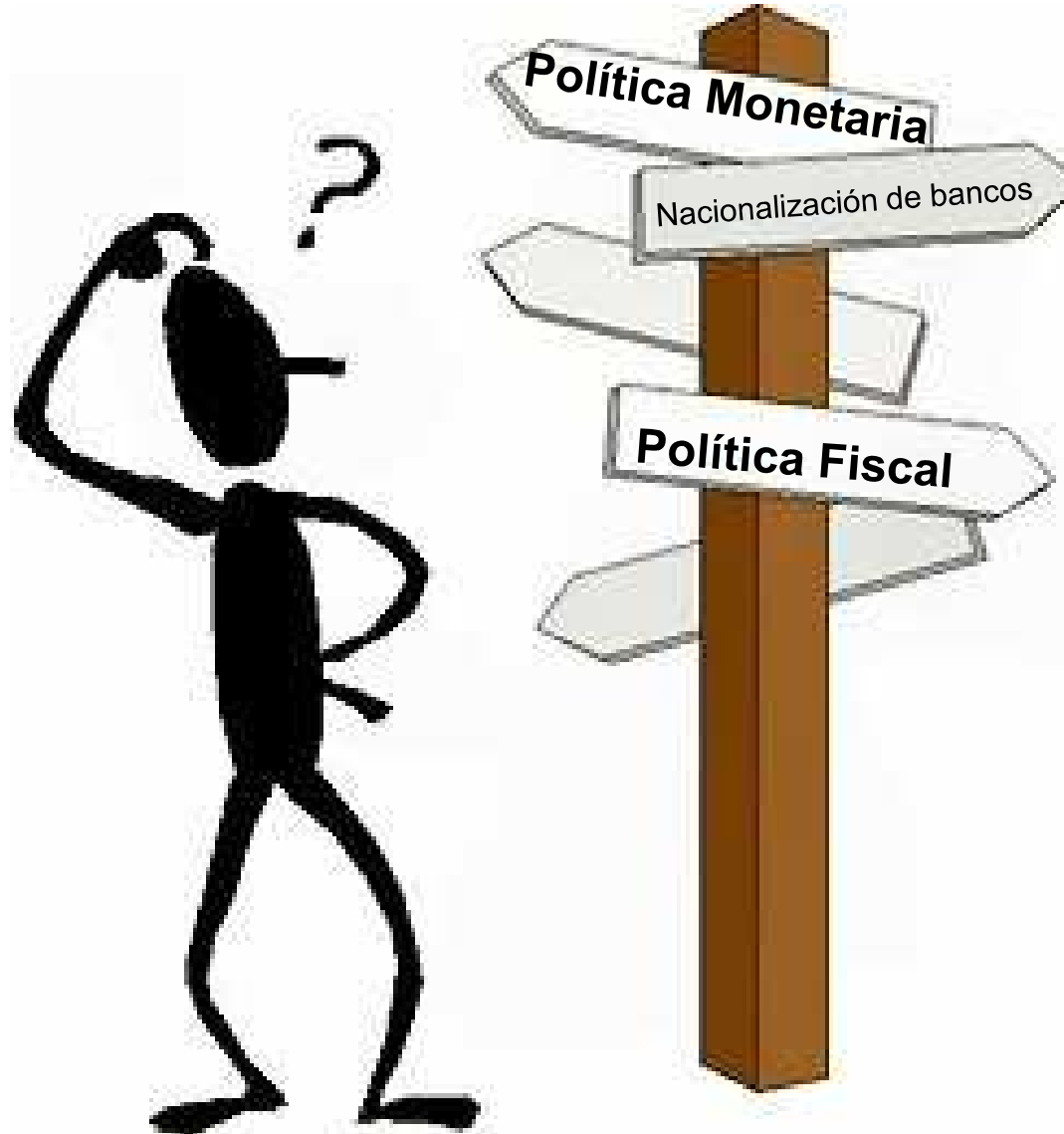
AGREGADOS DE LA DEMANDA, 1998-2008

(Tasas de variación interanual)



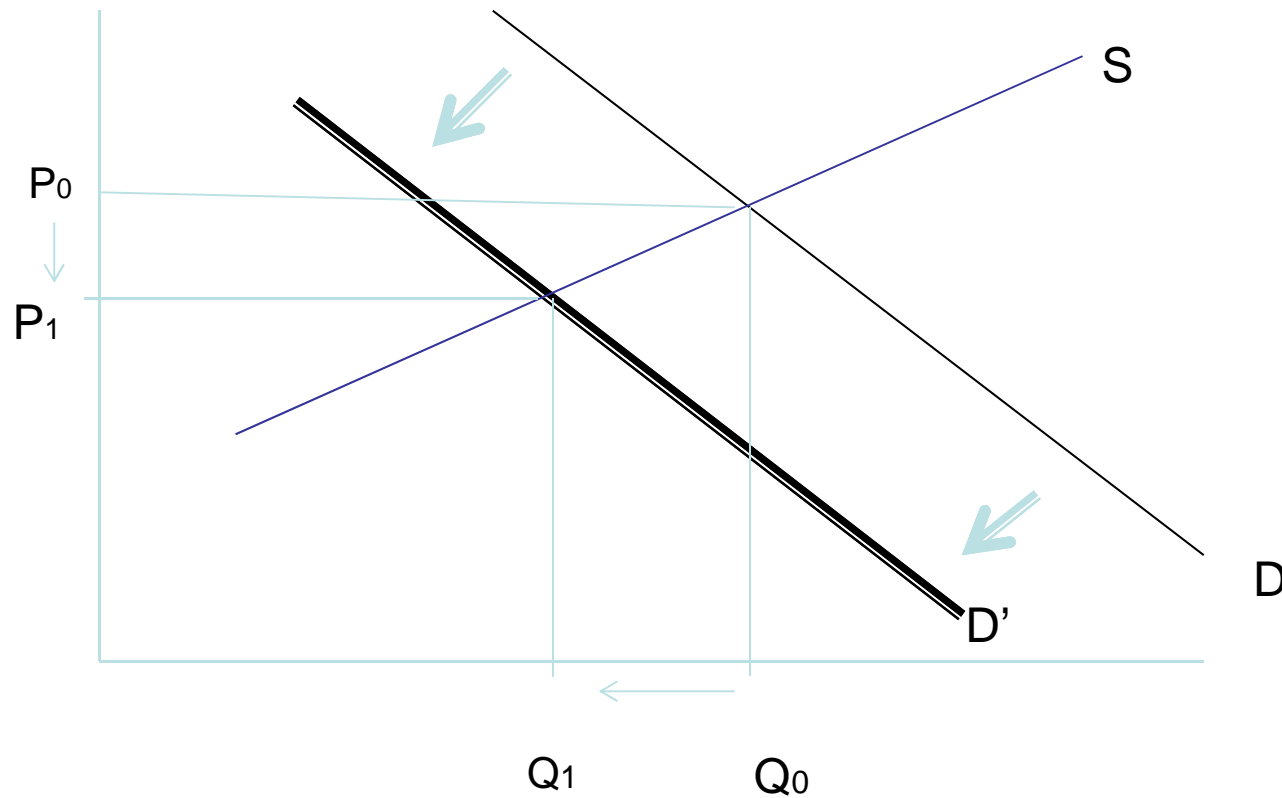
Fuente: INE, *Contabilidad Nacional Trimestral de España*. CES, 2009

Soluciones a la crisis?



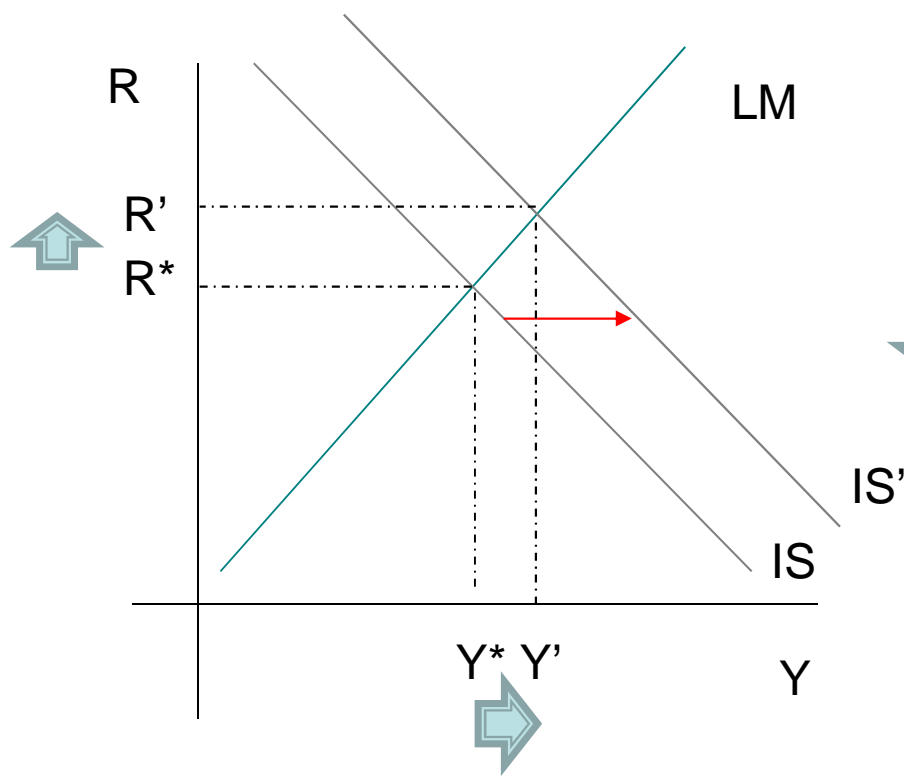
Keynesian demand recession

Unexpected shift of the aggregate demand

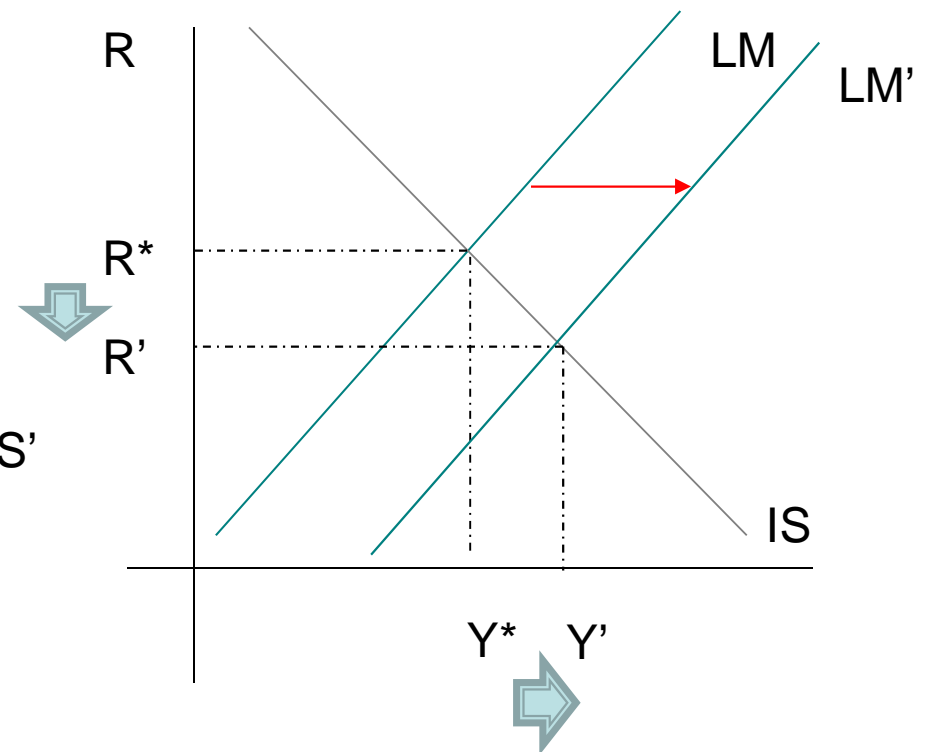


Effects of a Fiscal and Monetary Expansion

Fiscal Expansion



Monetary Expansion



Los bomberos inyectan liquidez

- Los bancos centrales y gobiernos (tanto conservadores como liberales) iniciaron en otoño de 2008 medidas keynesianas para lanzar la demanda agregada:
 - aumento de la liquidez, bajada de los tipos de interés y fuerte expansión del déficit público.
 - Pero con restricciones a la inversión inmobiliaria
- <<En esta crisis yo compararía nuestro papel y el de los gobiernos con el de los bomberos.
- *Se necesitaba mucho agua para apagar el fuego.*
 - *Por supuesto después hay que pasar la fregona.*
- *Pero es mejor tener una casa mojada que una casa convertida en cenizas>>(Entrevista a Strauss-Kahn, Director del FMI. El PAÍS, Negocios 20/09/09 p.8)*

Corrección en el mercado inmobiliario 2007-14

- La corrección del mercado inmobiliario español después del estallido de la burbuja de la construcción ha sido aguda.
- España fue testigo de un boom de la construcción antes de la crisis.
- **La participación de la inversión residencial**
 - **superó el 10% del PIB** cada año entre 2003 y 2008 durante el ascenso de la burbuja.
 - En la crisis, cayó desde el pico de alrededor del **12.5% en 2006** al **4.1%** y en el primer semestre de **2014** por debajo del promedio de la zona del euro.
- Los precios nominales de la vivienda **han disminuido en un 36%** desde el pico en Q3-2007.
- En 2017 el informe de país de la Comisión solo menciona el sector de la construcción para decir que se espera que su recuperación contribuya al crecimiento del empleo.

En 2011 los precios de las viviendas no habían bajado suficientemente después de la crisis

- Un indicador de que el **desapalancamiento** del sector privado español y los desequilibrios de la deuda **no se corrijan tan rápido como se hubiera esperado** es la corrección observada en España en comparación con otros países que también experimentaron burbujas inmobiliarias (es decir, Irlanda, Reino Unido).
- Instituciones como el FMI ven esta corrección en los precios de la vivienda como un factor clave para corregir los desequilibrios de la deuda del sector privado.

Accesibilidad a la Vivienda: AV

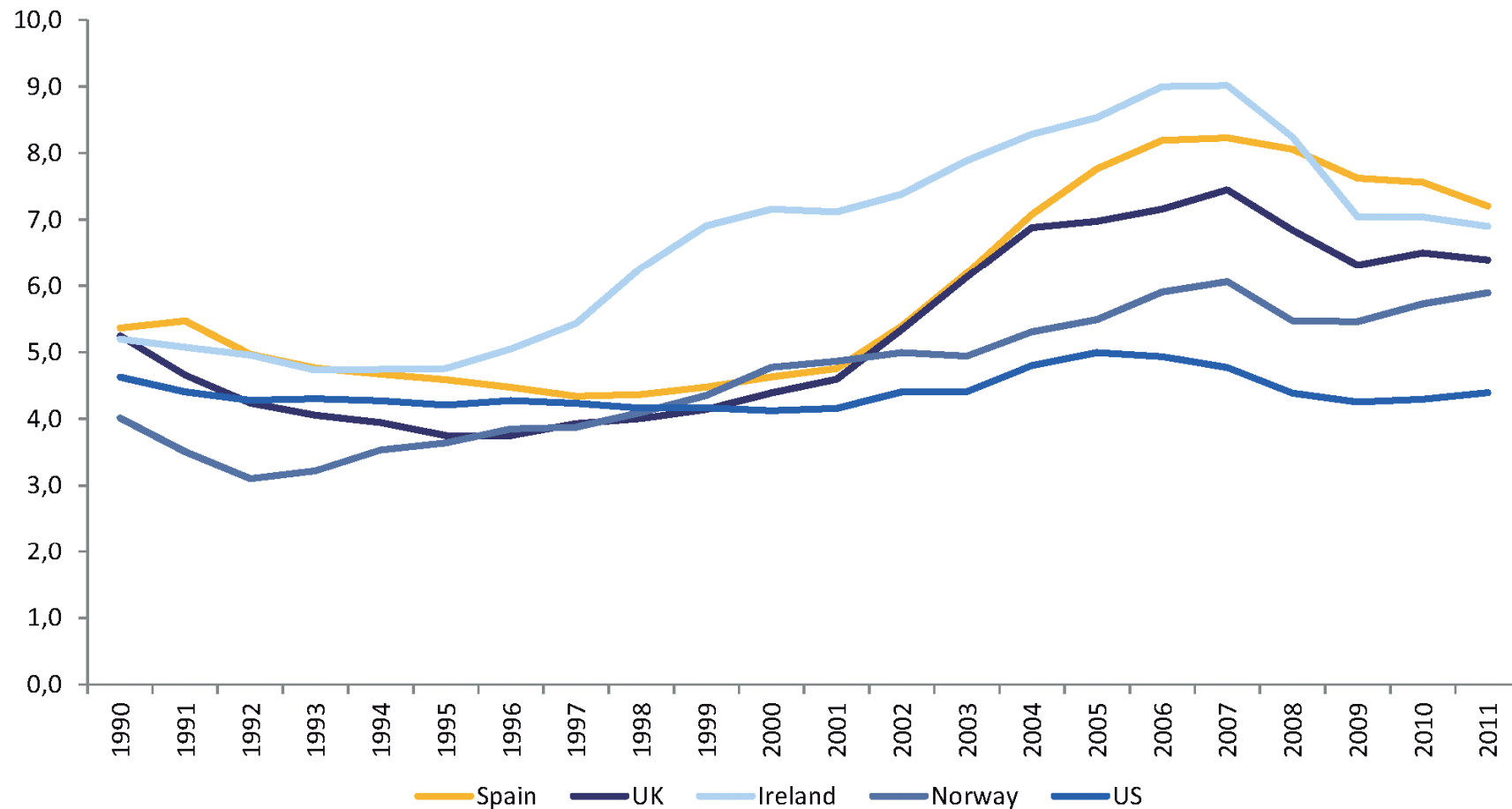
Affordability index = AV = nº de salarios anuales necesarios para comprar vivienda
Se duplica en España entre 2000 y 07 el nº de salarios anuales/vivienda

- Otro método para mostrar el índice de accesibilidad de una casa es calcular el número de salarios anuales que un hogar tendrá que pagar para adquirir una vivienda promedio.
- Los datos sobre salarios medios, son los más homogéneos a través de la relación entre "gastos en remuneración del personal" y "mano de obra". Ambas variables se pueden obtener de la base de datos estadísticos de la OCDE.
- En cuanto a los datos sobre los precios promedio de la vivienda, se computan tomando diferentes fuentes nacionales que usan metodologías similares. Los precios de la vivienda se calcularon para 90 metros cuadrados. casas

El índice de accesibilidad de la vivienda para España experimentó un crecimiento considerable en los años previos a la crisis.

- En 2000, el número de salarios anuales para comprar una casa fue de 4.6, en 2007 casi se duplicó a 8.2 salarios anuales.
- Como se muestra en el siguiente gráfico, se requieren salarios más altos para adquirir una casa en España, Irlanda y el Reino Unido, y han aumentado significativamente en los últimos 10 años en comparación con, por ejemplo, los EE. UU.

Accesibilidad de la vivienda en España, R.U. Irlanda y EEUU (1990-2011)



Affordability index = AV = nº de salarios anuales necesarios para comprar vivienda

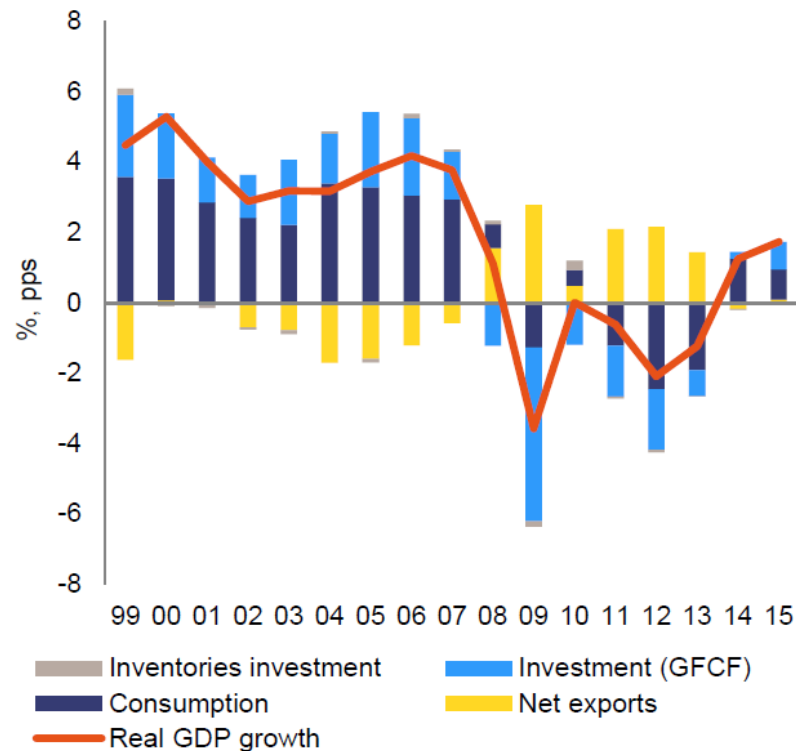
Source: OECD Statistical Database and National Statistical Offices.

La relación entre deuda privada y banca depende críticamente de la forma en que se corrija el desequilibrio en los precios de la vivienda

- La deuda privada se ha canalizado principalmente a través de los bancos.
 - En este sentido, una **preocupación clave** es **cómo se lleva a cabo el proceso de desapalancamiento** y la forma en que puede afectar al sector bancario.
 - **Conclusión:** La forma de conducir el proceso de desapalancamiento de la banca es la principal preocupación
 - de la forma de hacerlo depende el impacto que tenga en la banca

España: contribuciones al crecimiento real del PIB

Graph 1.1: Real GDP growth and contributions



Source: European Commission

1. Desde 2008 a 2013 contribución negativa de la inversión (GFCF)
2. Desde 2014 contribución positiva al crecimiento de la inversión
3. Las tasas positivas de crecimiento del PIB a partir 2014 coinciden con la recuperación de los precios inmobiliarios.