

BANCO DE **ESPAÑA**

Madrid, 5 de octubre de 2004

**La problemática económica del mercado de la vivienda: las implicaciones financieras y fiscales**

OBSERVATORIO DE LA VIVIENDA.

**José Luis Malo de Molina**

Director General del Servicio de Estudios

Es bien conocido que el Banco de España viene prestando especial atención, en los últimos años, a la evolución del mercado de la vivienda y, particularmente, a la pronunciada alza que vienen registrando sus precios. Algo que no debe extrañar, dadas las importantes implicaciones que los desarrollos de dicho mercado pueden tener para los equilibrios macroeconómicos y financieros y, en definitiva, para el mantenimiento del dinamismo económico.

Agradezco, por tanto, la invitación a participar en este “Observatorio de la vivienda”, que me brinda una valiosa oportunidad para explicar algunos aspectos fundamentales de nuestro análisis, que está enfocado a través del prisma económico y financiero. Esa será pues la vertiente de mi contribución a esta aproximación multidisciplinar al mercado de la vivienda, de acuerdo con el título asignado a mi participación y con el sesgo de especialización que se deriva de las funciones que tiene asignadas el Banco de España.

Abordaré, en primer lugar, la caracterización de la situación económica actual del mercado y la difícil valoración de la trayectoria seguida por sus precios en relación con sus fundamentos económicos. A continuación expondré algunas de las posibles implicaciones sobre la situación financiera de las familias y de las instituciones financieras y, finalmente, me referiré muy brevemente a la influencia de la fiscalidad en la formación de los precios, para terminar señalando a la regulación del suelo urbanizable como la fuente principal de las rigideces que alimentan las oscilaciones del mercado.

### **La situación del mercado de la vivienda.**

Basta con referirse a la conducta de los precios de la vivienda en España en los últimos años para identificar la pronunciada situación alcista que vive dicho mercado. Entre el primer trimestre de 1998 y el primero de este año, el precio medio de la vivienda en España se ha incrementado, de acuerdo con las cifras oficiales que publica el Ministerio de la Vivienda, casi un 15% de media por año (véase gráfico 1), mientras que la inflación anual media se ha situado en el entorno del 3%, lo que da idea de la fuerte revalorización experimentada en términos reales.

Para valorar adecuadamente dicho comportamiento, es necesario tener en cuenta que, en el mismo período se han producido también cambios sustanciales en variables que actúan como factores determinantes fundamentales del precio de la vivienda:

- o La Renta Bruta Disponible de los hogares ha crecido, en términos reales, algo más de un 3% de media por año en dicho lapso. Es asimismo probable que también hayan aumentado durante este período las expectativas sobre rentas futuras. Además, la expansión de la renta disponible se ha basado en una intensa generación de empleo, algo que también juega su papel en la demanda de vivienda de las familias.
- o Los tipos de interés de los préstamos para la adquisición de viviendas se han reducido en casi medio punto porcentual anual, al hilo del proceso de convergencia, de la integración en la UEM y del carácter expansivo de la política monetaria común del período (véase gráfico 1). Un descenso muy cuantioso, del que una parte importante ha sido percibido como permanente. Dados los largos plazos con los que se suele financiar la adquisición de las viviendas, la influencia de los tipos de interés en la demanda es muy poderosa, sobre todo cuando se trata de movimientos percibidos en gran parte como permanentes.
- o Las facilidades creadas por la holgura de las condiciones financieras que han prevalecido en la economía se han visto reforzadas por la creciente competencia entre las entidades de crédito que han encontrado en el mercado hipotecario un terreno muy atractivo para ampliar y fortalecer sus balances.
- o El número de hogares se ha elevado en más de 250 mil por año, como consecuencia de la influencia expansiva de diversos factores demográficos (estructura por edades de la población e inmigración, fundamentalmente).
- o Asimismo, aunque aquí la disponibilidad de datos concretos es menor, hay evidencia de una creciente demanda por parte de no residentes (por motivos vacacionales o estancias de jubilación), que se ha visto alentada por la desaparición del riesgo de

desvalorización por depreciación del tipo de cambio, como consecuencia de la entrada de España en el euro.

En estas condiciones, el principal interrogante y con mayores implicaciones potenciales es el que se deriva de la relación entre el incremento de los precios y el comportamientos de sus determinantes fundamentales. Si se acota dicha relación se puede identificar la parte del alza de precios explicable por los cambios en sus fundamentos y la entidad y el alcance, si es el caso, de la parte no justificada por las variables determinantes. A esta pregunta han tratado y tratan de dar respuesta los analistas de diversas instituciones nacionales y extranjeras. En el Servicio de Estudios del Banco de España hemos llevado a cabo estudios de distinta naturaleza, publicados en nuestra serie de Documentos de Trabajo<sup>1</sup> que, globalmente considerados, apuntan a las siguientes conclusiones (véase gráfico 2):

- o En 1998 la vivienda estaba infravalorada en España, como consecuencia de una corrección excesiva tras el *boom* de finales de los ochenta y principios de los noventa. De este modo, los incrementos registrados en el precio de la vivienda en los primeros años del ciclo alcista en este mercado simplemente contribuyeron a restaurar el precio de equilibrio.
- o No obstante, el incremento acumulado hasta el momento ha sobrepasado el necesario para cerrar la brecha entre el precio real y el que teóricamente se deduce de la situación de sus determinantes fundamentales. El grado exacto de sobrevaloración actual es complejo de precisar, pero las estimaciones disponibles tienden a situarlo en el entorno del 20% aunque, insisto, el intervalo de incertidumbre alrededor de esa cifra es importante.
- o El uso del término sobrevaloración no es en absoluto gratuito. Este es un mercado en el que, por la naturaleza del bien negociado, los ajustes de la oferta tienden a producirse de manera relativamente lenta por lo que no es de extrañar que ante un *shock* de demanda de la magnitud que sugieren los cambios en los fundamentos que

---

<sup>1</sup> Ayuso y Restoy (2003), Martínez-Pagés y Maza (2003).

antes se han comentado, los precios tiendan, en primera instancia, a sobrereaccionar.

- o De hecho, las estimaciones de las que disponemos sobre cómo el precio de la vivienda ha tendido en el pasado a ajustarse a nuevos valores de equilibrio ante *shocks* diferentes apuntan en la dirección de que el grado de sobrevaloración actual es compatible con esas sendas teóricas de ajuste.

Todos estos factores configuran un diagnóstico según el cual el escenario más probable para la evolución futura del precio de la vivienda en España es el de una progresiva desaceleración que permita una reconducción de los niveles de precios hacia valores más acordes con la evolución de su equilibrio a largo plazo, de manera que fuese posible, como ocurrió en episodios anteriores de boom inmobiliario, una absorción gradual de la sobrevaloración detectada, sin incurrir, por lo tanto, en bruscas correcciones en los niveles alcanzados. Se trata de un escenario central de contención de los precios que nada tiene que ver con lo que normalmente se entiende cuando se habla de la explosión de una burbuja.

No obstante, ello no quiere decir que no existan riesgos. Los riesgos existen y son mayores cuanto más se prolongue el período de intensas subidas. Las autoridades económicas, por tanto, no pueden contentarse con contemplar los escenarios más probables sino que deben considerar y valorar escenarios alternativos de riesgo y plantearse las posibles consecuencias de un eventual ajuste del precio de la vivienda más brusco que el que se deduce del escenario más probable.

A estos efectos, tiene sentido distinguir entre las consecuencias en términos de la estabilidad macroeconómica y de la estabilidad financiera de nuestra economía, aunque la sinergia entre ambas es más que evidente.

**Implicaciones macroeconómicas y financieras.**

Comenzando por los aspectos más macro, como es bien conocido, el avance del precio de la vivienda ha venido acompañado por un proceso paralelo de mayor endeudamiento de las familias españolas. El valor de sus deudas en términos de su renta bruta disponible ha pasado en el período de referencia del 56% al 95% (véase gráfico 3). No obstante, las estimaciones disponibles muestran que este crecimiento se explica en gran medida por la evolución de los determinantes fundamentales del crédito –renta, tipos de interés y riqueza– en este período, por lo que no parece que exista una situación generalizada de endeudamiento excesivo, que pudiera suponer un grave riesgo para la sostenibilidad del gasto. De hecho, las estadísticas agregadas reflejan una posición patrimonial relativamente sólida, ya que la riqueza neta de los hogares supone en la actualidad el 600% del PIB. De lo cual no debe deducirse que el ritmo de crecimiento del endeudamiento de los hogares pueda mantenerse indefinidamente a las tasas medias de estos últimos años, ya que, por el contrario, la continuidad de este fenómeno acabaría haciendo emerger con mayor crudeza los factores de riesgo que subyacen en la situación actual.

En este sentido, hay que tener en cuenta algunos fenómenos que son indicativos de la presencia de riesgos financieros que pueden llegar a interferir, bajo determinadas circunstancias, en las decisiones de gasto del sector:

- o El nivel de ahorro de los hogares, una vez descontados los pagos por intereses y amortización periódica de sus deudas, está en límites reducidos (por debajo del 2% de su Renta Bruta Disponible).
- o Además, dado que la evidencia disponible apunta hacia un reparto de las deudas bastante heterogéneo entre las familias españolas, es más probable que las cifras agregadas oculten situaciones menos holgadas a nivel desagregado, de manera que algunos segmentos del sector podrían estar sometidos a cierta presión financiera. Así, aunque la información desagregada es muy escasa, existen datos que indican que las familias que soportan una mayor carga financiera tienden a concentrarse en los

cuartiles de renta y riqueza más bajos, aunque en contrapartida los cabezas de familia en esta situación suelen ser jóvenes.

- o El grueso de los pasivos de los hogares está ligado a la adquisición de vivienda y se ha materializado en préstamos a tipos de interés variables. Se trata, por tanto de deudas de larga maduración y muy sensibles a las oscilaciones de tipos de interés. La economía española no se ha enfrentado nunca a un episodio de subidas de tipos de interés, partiendo de una situación de alto grado de endeudamiento de los hogares y con un notable predominio de los tipos de interés variables, por lo que resulta particularmente difícil conjeturar sobre el margen de que dispone el sector para absorber eventuales aumentos en el coste de financiación.
- o La vivienda ha elevado su peso relativo dentro de la riqueza bruta del sector hasta situarse en el entorno del 75%.

En estas condiciones, no se puede descartar que si se produjera una corrección en el precio de la vivienda más brusca de lo esperable en la actualidad, las decisiones de gasto de las familias españolas podrían resentirse en mayor medida de lo que lo han hecho en experiencias pasadas, particularmente si la corrección viene asociada a un incremento de cierta magnitud de los tipos de interés y a un deterioro de la generación de empleo. Se trata de un riesgo que, aunque en la actualidad sea poco probable, es necesario mitigar anticipadamente todo cuanto sea posible.

Por lo que se refiere a la posible incidencia sobre el sistema financiero, cabe señalar que las entidades de crédito han incrementado notablemente la competencia en el segmento de los préstamos hipotecarios, lo que ha significado que la oferta ha tendido a acomodar la elevada presión de la demanda de las familias, de manera que el peso relativo de esta partida de activo en el balance se ha elevado hasta valores en el entorno del 30% y ha supuesto un importante estímulo para los resultados de las entidades en un período de debilidad de los mercados financieros y de la actividad inversora de las empresas no financieras españolas y europeas. Algunas entidades, de hecho, han concentrado un volumen importante de sus créditos en lo que,

en sentido amplio, podemos denominar actividades inmobiliarias –que comprenden no solo la adquisición de vivienda, sino las actividades relacionadas con su construcción y promoción–.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, resulta muy relevante el hecho de que la actividad hipotecaria es un segmento en el que, tradicional y no solo coyunturalmente, las tasas de morosidad son muy bajas. Las *loan-to-value ratios* medias aplicadas –en el entorno del 80%– proporcionan a los bancos un colchón relativamente confortable ante eventuales caídas del precio de la vivienda. Las provisiones acumuladas por el sector ofrecen, asimismo, una importante primera línea de defensa ante ese riesgo –suponen prácticamente el 1,3% del total de los activos del sector–, al tiempo que los coeficientes de solvencia de las instituciones se mantienen holgadamente por encima de los mínimos exigidos por la regulación –más concretamente, la media para el conjunto de las entidades se sitúa por encima del 10%, frente al 8% requerido–.

El panorama del sistema financiero es lo suficientemente sólido como para que no parezcan probables ajustes importantes como consecuencia de oscilaciones de los precios de la vivienda, ni siquiera en un escenario alternativo de una contracción significativa de los mismos. La solidez financiera de bancos, cajas y cooperativas reduce, a su vez, los riesgos de potenciales efectos negativos de segunda ronda sobre la actividad económica y actúa como un amortiguador de la propagación de las eventuales perturbaciones.

### **Implicaciones fiscales.**

A la hora de valorar los posibles daños que se podrían derivar de un escenario de riesgo, es importante considerar aquellos factores que pueden incidir en la materialización de los mismos y sobre los que puede actuar la política económica de manera preventiva. Este tema es muy complejo y, por su amplitud, desborda el contenido de la ponencia que se me ha encomendado. En términos muy generales, puede partirse de la constatación de que la política económica tiene una capacidad limitada, y en todo caso indirecta, para incidir en la formación de los precios de los activos reales o para enderezar la situación de sus mercados cuando se presentan episodios de sobrevaloración. Cuando se ejerce la soberanía monetaria, cabe la posibilidad de que esta tenga en cuenta los posibles desequilibrios en los precios de los activos reales, a la hora de diagnosticar



los peligros que se ciernen sobre la estabilidad macroeconómica y financiera, de manera que el manejo de los tipos de interés, dentro del marco de los objetivos de la política monetaria, podría disfrutar de cierto margen para incidir en el desarrollo de estos mercados. No es ese nuestro caso, pues la pertenencia a la UEM nos hace compartir las condiciones monetarias comunes del área e impide la utilización de los tipos de interés como instrumento doméstico de política económica. Corresponde, como es sabido, a la política presupuestaria desempeñar el papel estabilizador necesario para compensar, en lo posible, la holgura de las condiciones monetarias comunes. Pero este papel estabilizador, que puede ser muy eficaz a nivel macroeconómico, tiene una influencia muy remota sobre la dinámica alcista de los precios de la vivienda. Son otros los instrumentos que pueden incidir sobre los estímulos de oferta y de demanda que mueven dichos precios.

Entre los factores que condicionan la evolución del precio de la vivienda en España es lugar común citar, y así lo han hecho recientemente instituciones como el FMI o la OCDE, la fiscalidad que esta soporta y es a ella a la que se me ha pedido que haga alguna referencia en esta presentación. Es difícilmente discutible que el tratamiento fiscal actual prima la adquisición de vivienda sobre el alquiler de la misma. Este es un elemento distorsionador que, seguramente, ayuda a explicar porqué la vivienda en propiedad supone en España el 80% del total y que tiene efectos negativos sobre, por ejemplo, la movilidad laboral en nuestro país. Y no cabe la menor duda de que es deseable un marco tributario que equilibre mejor los estímulos entre la tenencia en propiedad y en alquiler, sobre todo teniendo en cuenta los problemas de accesibilidad a la vivienda en propiedad que se presentan con los niveles de precios tan altos que se han alcanzado.

No obstante, es poco probable que este haya sido un factor clave en la actual fase alcista del mercado de la vivienda en España. De hecho, los últimos cambios en este terreno han tendido, si acaso, a reducir el atractivo fiscal de la vivienda en propiedad. La escasa pujanza del mercado de alquiler, por otro lado, no es seguramente ajena a la influencia de factores de oferta ligados a problemas de inseguridad jurídica de los arrendadores y a las numerosas barreras que se interponen al funcionamiento flexible de un mercado que en España es comparativamente raquítico y carece de los mecanismos de intermediación y transparencia adecuados.

Como he explicado en la primera parte de mi intervención, tras el crecimiento de los precios de la vivienda en España se encuentra un importante *shock* expansivo de demanda al que la oferta no ha podido responder con suficiente flexibilidad. Y ello a pesar de que las viviendas de nueva construcción han alcanzado cifras record en los últimos años, ya que la dinámica del mercado indica que pese a ser muchas las construidas, han sido menos que las demandadas. En estas condiciones, es imprescindible que aquellas medidas orientadas a favorecer el acceso de determinados colectivos a la vivienda, particularmente las que incorporan algún elemento de subvención y de sostenimiento de algunos segmentos de la demanda, vayan acompañadas de reformas que faciliten un incremento efectivo de la oferta, pues de otro modo el ajuste se terminará realizando a través de las subidas de precios.

Esto nos remite al terreno de la regulación de este mercado y, en particular, al tema de la relativa rigidez de la oferta de suelo urbanizable. Este es, seguramente, el ámbito en el que el margen para actuar con objeto de aumentar la flexibilidad de la oferta de viviendas es mayor y, por tanto, debe ser un objetivo prioritario de toda la política de vivienda, aunque a nadie se le oculta la considerable complejidad del tema. Existen notables dificultades legislativas para impulsar un proceso de reforma como consecuencia de las diferentes competencias del Estado y de las Comunidades Autónomas. También las dificultades políticas son considerables, no sólo por la diversa naturaleza de los intereses en presencia, sino por la importancia que la ordenación del suelo urbano tiene para los objetivos y la financiación de las Administraciones Locales. Y tampoco es fácil armonizar los requerimientos que se derivan de los criterios de estabilización macroeconómica y financiera, con los de eficiencia en el funcionamiento del propio mercado y con los objetivos de facilitar el acceso de la población, particularmente de los jóvenes y de los sectores con menores rentas. El Gobierno ha anunciado, en el marco del Plan de Medidas Urgentes en Materia de Vivienda y Suelo, la constitución de una Comisión de Expertos en el mercado inmobiliario y la creación de la Comisión Interministerial del Suelo, de las que cabe esperar propuestas reformadoras que tengan en cuenta todas las vertientes implicadas. Otras sesiones de este Observatorio de la Vivienda van a profundizar en este aspecto a partir de la opinión de

especialistas en este terreno. Estoy seguro de que saldrán contribuciones inteligentes para abordar una de las parcelas potencialmente más problemáticas de la economía española.

### **Bibliografía**

Ayuso, J. y F. Restoy (2003) "House prices and rents. An equilibrium asset pricing approach", Banco de España. Documento de Trabajo 0304.

Martínez Pagés, J. y L. A. Maza (2003) "Análisis del precio de la vivienda en España", Documento de Trabajo 0307.

Gráfico 1: Precio de la vivienda, PIB y tipos de interés reales

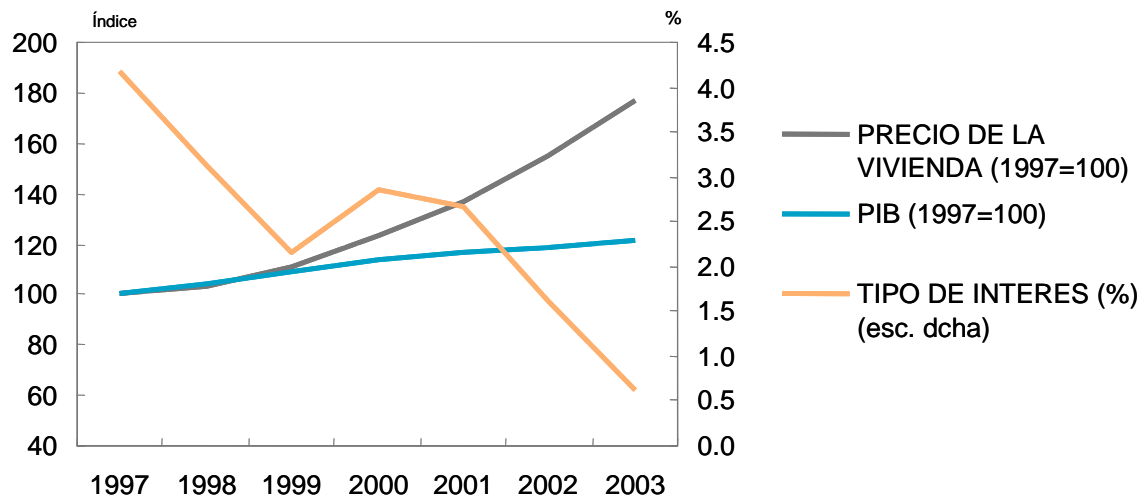
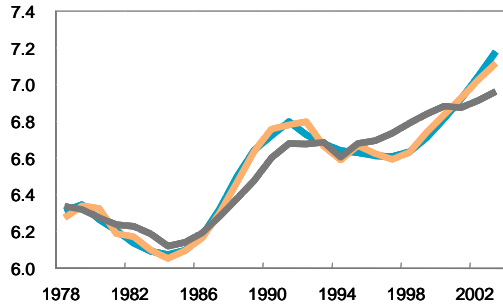


Gráfico 2: Precio de la vivienda observado y sendas de ajuste y de equilibrio estimadas

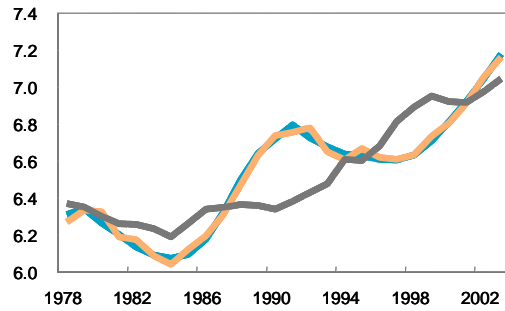
MODELO 1. ELASTICIDAD RENTA LIBRE

PRECIO OBSERVADO  
 SENDA DE AJUSTE ESTIMADA  
 EQUILIBRIO A LARGO PLAZO



MODELO 2. ELASTICIDAD RENTA UNITARIA

PRECIO OBSERVADO  
 SENDA DE AJUSTE ESTIMADA  
 EQUILIBRIO A LARGO PLAZO



MODELO 3. RATIO PRECIO DE LA VIVIENDA/PRECIO DE LOS ALQUILERES

OBSERVADA SENDA DE AJUSTE ESTIMADA EQUILIBRIO A LARGO PLAZO

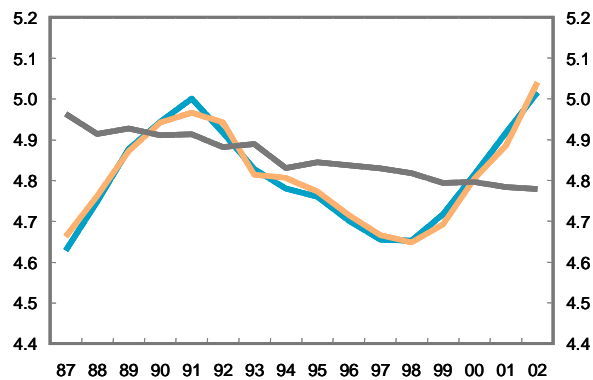


Gráfico 3: Comparación internacional de las *ratios* de endeudamiento de los hogares

DEUDA/RENTA BRUTA DISPONIBLE

