

EL ÚLTIMO "BOOM" INMOBILIARIO DEL SIGLO VEINTE

Julio Rodríguez López(*)

INTRODUCCIÓN

La evolución de los precios de la vivienda tiene una evidente trascendencia socioeconómica. El interés por el mercado inmobiliario se ha acentuado en los últimos años, tanto en el análisis económico como en otros contextos sociales muy variados. Los precios de la vivienda suelen experimentar fluctuaciones muy acusadas. En los periodos 1985-1990 y en 1997-1999 dichos precios experimentaron aumentos destacados, a la vez que también lo hizo la construcción residencial.

En el presente trabajo se analizan, en primer lugar, los aspectos económicos más destacados del mercado inmobiliario, subrayando tanto la rigidez a corto plazo de la oferta inmobiliaria, como la dependencia de la demanda de un amplio conjunto de variables de carácter cíclico y tendencial. El crecimiento del PIB y del empleo, los tipos de interés a largo plazo y la formación de hogares aparecen como las variables generalmente determinantes de la demanda en los ciclos inmobiliarios. Estas variables actúan junto con el factor desestabilizador que supone el desfase temporal que transcurre entre la adopción de la decisión de construir y el momento en el cual las nuevas viviendas se ponen a la venta.

En el segundo apartado se analizan, de forma general, los periodos de expansión cíclicos registrados en España en los últimos treinta

años del siglo veinte. El primero fue el de 1971-1974, donde la elevada demanda de vivienda se derivó de la fuerte intensidad del crecimiento en aquel momento. El segundo fue el de 1985-1990, donde la flexibilización general de los mercados financieros, en especial de los créditos a largo plazo para la compra de vivienda, desempeñó un papel destacado. En el último apartado se profundiza en las características del periodo de expansión inmobiliaria 1997-1999, en el que los más bajos tipos de interés alcanzados y el rápido aumento de la oferta han sido los aspectos más visibles, situándose la nueva oferta muy por encima de los flujos de formación de hogares.

En el Anexo se ha recogido la estimación de una ecuación de precios de la vivienda efectuada en el Área de Estudios de la Caja General de Ahorros de Granada, de la que se deduce que los bajos tipos de interés dominantes al final de los años noventa y las elevaciones rápidas de los precios explican bastante de lo sucedido con la demanda en la última etapa de expansión inmobiliaria (1998-1999).

1. LOS FUNDAMENTOS ECONÓMICOS DEL MERCADO INMOBILIARIO

La inversión en vivienda supuso en España en torno al 40 por 100 del valor del conjunto de la construcción en 1999 y alrededor del 6 por 100 del PIB. Por otra parte, las diferentes esti-

maciones efectuadas acerca del valor de la riqueza nacional indican que los activos inmobiliarios (vivienda, edificios no residenciales, naves y equipamientos industriales, suelo edificado y urbanizable) vienen a suponer casi las tres cuartas partes de la riqueza nacional española. Los activos inmobiliarios son, pues, el mayor componente de la riqueza nacional y también el elemento más destacado de la inversión privada anual. La inversión en vivienda, un flujo del PIB situado entre el 5 y el 7 por 100 de su valor, supone más del 60 por 100 de la riqueza nacional, como consecuencia de la larga duración del activo inmobiliario.

Además de suponer una parte notable de la riqueza, la necesidad de recurrir a la financiación externa para adquirir una vivienda hace que los créditos destinados a la compra de vivienda tengan también una significación destacada dentro del conjunto del crédito interno de las entidades financieras a la economía. El crédito destinado a la construcción y al sector inmobiliario ascendió en España, a 31 de diciembre de 1999, a 30,5 billones de pesetas, casi el 40 por 100 del crédito a otros sectores residentes (familias y empresas) y el 87,4 por 100 del saldo vivo del crédito hipotecario.

La vivienda es el mayor componente de los activos inmobiliarios. Existen en España unos veinte millones de viviendas, de los cuales el 20 por 100 son viviendas secundarias y más del 18 por 100 son viviendas desocupadas. Según la Encuesta de Población Activa del INE, en el último trimestre de 1999 había en España unos 12,9 millones de hogares, lo que implica que las viviendas familiares superaban ampliamente al *stock* de hogares. Estas cifras no dejan de sorprender a la vista de que en las situaciones cíclicas de expansión inmobiliaria se alude constantemente a una crónica falta de viviendas, siendo como es España uno de los países europeos con más elevado número de viviendas por habitante.

Como mercado, el de la vivienda se caracteriza por la rigidez a corto plazo de la oferta y por el amplio conjunto de variables que inciden sobre la demanda. El número de viviendas terminadas cada año no suele superar el 2 por 100 del parque de viviendas existente. La nueva oferta, procedente básicamente de promotores inmobiliarios y de empresas constructoras, aparece estrictamente dependiente de la rela-

ción existente entre los precios de venta y los costes de construcción, siendo mayor dicha oferta cuanto más se eleva el precio del *stock* existente de bienes inmobiliarios por encima del coste de reposición.

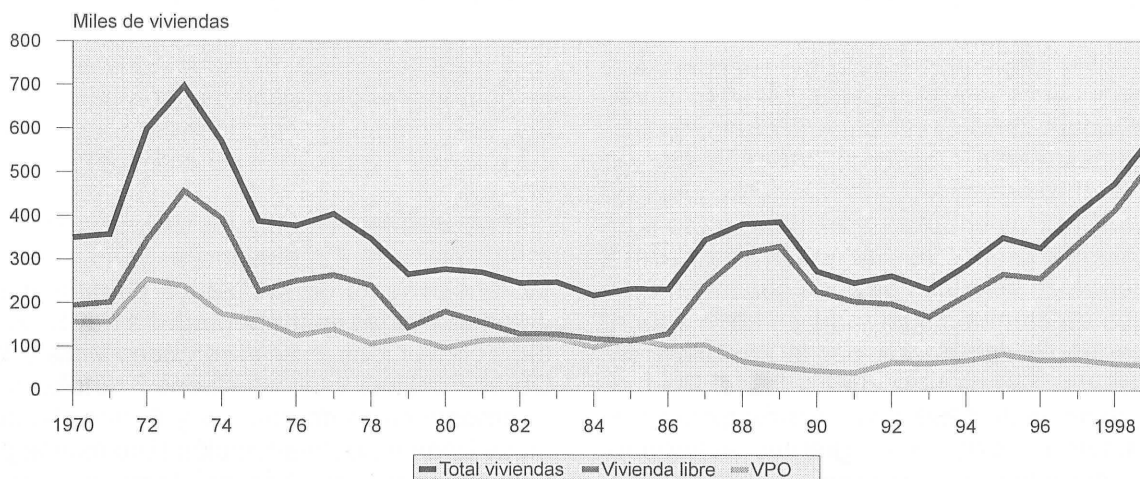
El desfase temporal existente entre la decisión de iniciar una nueva promoción y el momento en el cual se ponen a la venta las nuevas viviendas complica la decisión de los promotores, puesto que la situación inmobiliaria puede cambiar de forma drástica desde que se adoptó la decisión de construir y el momento de salida al mercado de las viviendas. Los precios de venta a corto plazo pueden superar ampliamente a los precios de equilibrio de la vivienda a largo plazo.

La demanda de vivienda es la de un bien de capital duradero, en la que el precio de venta y el alquiler o rentabilidad que tales activos generan, desempeñan un papel esencial. Las familias son los demandantes básicos de las viviendas, dependiendo su demanda del coste explícito o implícito del alquiler y de un conjunto de variables, algunas de las cuales tienen un carácter cíclico acusado (crecimiento del PIB, renta disponible de los hogares, empleo) y otros ejercen una influencia tendencial, a largo plazo: como el número de hogares, o la fiscalidad.

El mercado de capitales ejerce una influencia destacada sobre el mercado inmobiliario. El inversor exige una rentabilidad determinada por el tipo de interés a largo plazo, por la depreciación de los inmuebles, por la fiscalidad y también por las expectativas de revalorización del activo. Dado un nivel de alquileres resultantes de la tensión demanda-oferta de viviendas, los tipos de interés determinan los precios de venta, existiendo una relación inversa entre estas dos últimas variables.

La estabilidad relativa de los precios de consumo existente al final de los años noventa ha sido compatible con unos crecimientos intensos en los precios de los activos (vivienda, activos mobiliarios cotizados en bolsa) en el mismo periodo. Esto implica que la evolución del ciclo afecta simultáneamente a ambos componentes del mercado de activos. La evolución de los precios de la vivienda y de los activos cotizados en bolsa afecta significativamente al consumo de las familias, especialmente los precios de las viviendas, que se consideran

GRÁFICO 1
PROYECTOS VISADOS POR LOS COLEGIOS DE ARQUITECTOS
 Totales anuales



Fuentes: MOFO y colegios de arquitectos de España.

como más permanentes en su valor que los precios de los activos cotizados en bolsa.

La financiación de la promoción y compra de vivienda a través de los créditos da lugar a que el mercado inmobiliario mantenga una fuerte interrelación con las entidades de crédito. Se considera que los mercados inmobiliarios son escasamente eficientes, como consecuencia de la escasez de información de que disponen oferentes y compradores. El hecho de que la financiación bancaria se emplee masivamente para la compra de suelo y para la construcción, hace que las entidades financieras soporten el coste del ajuste desde los elevados precios corrientes hacia los precios de equilibrio.

Cada ciclo de la vivienda se caracteriza por la mayor o menor influencia específica de cada una de las variables explicativas. En general, el crecimiento del PIB y del empleo, junto a los tipos de interés, aparecen como las variables más trascendentes, junto a las condiciones de financiación externa (coste, disponibilidad). En general, las expectativas también resultan determinantes de las oscilaciones del mercado, puesto que los fundamentos económicos no pueden explicar por sí solos unas fluctuaciones tan acusadas como las que el mercado inmobiliario registra.

2. UNA REFERENCIA A LOS CICLOS INMOBILIARIOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El gráfico 1, relativo a las cifras de proyectos de viviendas visadas por los colegios de arquitectos, resume la evolución de la actividad constructora residencial en España en los últimos treinta años del siglo veinte. Se ha usado el indicador de los proyectos visados por los colegios de arquitectos, por ser del que se dispone de la serie anual más prolongada. La acusada variabilidad cíclica es un rasgo importante del subsector de la vivienda en España. Si las condiciones generales de la economía, representadas por el crecimiento del PIB, han influido sobre la coyuntura inmobiliaria, la evolución de la construcción residencial ha reforzado sensiblemente los ciclos de la economía. Las aceleraciones y desaceleraciones de la actividad productiva (PIB) se traducen en fluctuaciones cíclicas acusadas en la construcción de viviendas, así como en las ventas y en los precios de estas últimas.

El segmento de la construcción libre de viviendas, no acogidas a las ayudas directas que implica la construcción de viviendas protegidas, ha sido el componente dominante de los ciclos de la vivienda en el periodo analizado. Desde la segunda mitad de los años ochenta,

la vivienda protegida ha perdido sensiblemente participación dentro de la construcción de nuevas viviendas, a pesar del "repunte" alcista que experimentó en 1994-1995, al calor del Plan Cuatrienal 1992-1995.

En los últimos treinta años del siglo destacó el *boom* inmobiliario de 1971-1974. Dicho *boom* inmobiliario continuó la prolongada etapa expansiva que supusieron los años sesenta en la economía española, en el transcurso de los cuales la vivienda en propiedad pasó a tener un papel predominante en España frente a la vivienda en alquiler. Los años sesenta fueron testigos de cambios sustanciales en la economía española, facilitados por la flexibilización general de la economía derivada del Plan de Estabilización de 1959. La inversión extranjera, las transferencias de los emigrantes, el auge turístico, permitieron la presencia de ritmos notables de aumento del PIB, lo que dio lugar a que a lo largo de los años sesenta se efectuasen volúmenes notables de construcción residencial. Esta circunstancia dio lugar a que en la mayor parte de las ciudades españolas se registrasen cambios notables en su perfil urbano en esta etapa. España se benefició de la prosperidad de sus vecinos europeos, reforzó su nivel de industrialización, y al comienzo de los años setenta resultó compatible la persistencia de ritmos altos de crecimiento del PIB con situaciones de equilibrio de balanza de pagos. Al comienzo de dicha década la construcción de viviendas alcanzó niveles especialmente elevados, a pesar de que la financiación a la vivienda a largo plazo estaba poco desarrollada, puesto que la financiación a largo plazo descansaba sobre todo en los propios promotores y en los créditos subsidiados con destino a las viviendas de protección oficial (VPO), créditos aportados básicamente por las Cajas de Ahorros y por la banca oficial.

En diciembre de 1973 los precios del barril de petróleo se elevaron desde dos hasta diez dólares, produciéndose así la primera de las crisis económicas agudas posteriores a la segunda guerra mundial. La aparición de un fuerte déficit de balanza de pagos en 1974 forzó al gobierno español a adoptar precios realistas para la energía y a desarrollar acciones de racionamiento de crédito, todo lo cual produjo un cambio sensible en las expectativas, circunstancia que afectó al mercado inmobiliario con especial fuerza. La actividad constructora se

redujo notablemente, después de 1974, y después pasó a estabilizarse entre 1978 y 1985 a niveles inferiores a las 300.000 viviendas iniciadas al año (555.600 fue la media anual de proyectos visados en 1971-1974).

Desde la primera mitad de los años ochenta se dispone de datos estadísticos que permiten una aproximación más rigurosa a lo sucedido en el mercado inmobiliario en España.

En esa línea, a mediados de los años ochenta, el mercado inmobiliario español dependía sustancialmente de los planes plurianuales de vivienda, Planes instrumentados a través de créditos convenidos entre el entonces Ministerio de Obras Públicas y las entidades financieras, básicamente cajas de ahorros y Banco Hipotecario de España. La financiación libre estaba poco desarrollada: la relación préstamo/valor no pasaba del 50 por 100 y el plazo de los créditos no superaba los cinco años. Se intentó estimular la refinanciación de los créditos a largo plazo a través de la ley y reglamento de mercado hipotecario (1981 y 1983), lo que se tradujo en una cierta normalización de los préstamos hipotecarios, fomentándose la tasación de los bienes a usar como garantía, así como el que la relación préstamo/valor no superase el 80 por 100 en dichos préstamos. Las cédulas hipotecarias pasaron a adquirir cierta presencia en el mercado de renta fija y siguió funcionando el sistema anual de convenios antes mencionados. Los depósitos bancarios a la vista continuaron siendo la fuente básica de refinanciación de los créditos a largo plazo destinados a la construcción residencial.

A lo largo de los años ochenta, en la mayoría de los países occidentales los sistemas financieros fueron eliminando los topes legales existentes al crecimiento de los créditos hipotecarios, tanto en lo relativo a tipos de interés como a la cuantía y disponibilidad de los correspondientes créditos a largo plazo. Los créditos a interés variable alcanzaron un crecimiento rápido en estos años, con lo cual el riesgo de tipo de interés se trasladó del prestamista al prestatario. Esta nueva circunstancia estimuló un crecimiento mayor de los préstamos hipotecarios a largo plazo destinados a la compra de vivienda, respecto de lo que hubiera sucedido de persistir únicamente los créditos a interés fijo.

El gobierno español impulsó también la ac-

CUADRO 1
MERCADO INMOBILIARIO 1997-1999. PRINCIPALES INDICADORES
VARIACIONES INTERANUALES
(Porcentaje)

	1997/1996	1998/1997	1999/1998
<i>Ventas</i>			
1. Tasaciones TINSA. Total	17,2	19,2	21,3
2. Tasaciones viviendas. Total	16,4	20,0	21,2
2.1. Viviendas nuevas	5,4	29,7	32,6
2.2. Viviendas usadas	30,8	9,7	7,1
<i>Actividad constructora</i>			
3. Proyectos visados colegios arquitectos. Total	24,2	16,4	22,3
4. Proyectos visados colegios aparejadores. Total	19,8	25,8	21,1
5. Encuesta coyuntural de la construcción			
Producción. (MOFO) Precios constantes.			
5.1. Total construcción	2,8	9,5	8,5
5.2. Viviendas familiares	5,7	9,5	13,3
5.3. Edificación	5,4	9,1	10,6
5.4. Obra civil	-1,6	11,7	4,5
6. Stocks de viviendas en construcción	1,0	10,6	18,1
<i>Precios</i>			
7. Total viviendas tasadas MOFO. IV-Trimestre	2,3	6,8	12,4
7.1. Viviendas nuevas	2,8	10,1	10,8
7.2. Viviendas usadas	2,2	7,4	12,3
<i>Accesibilidad</i>			
8. Relación precios vivienda/Salario anual	4,0	4,1	4,4
9. Esfuerzo Bruto de acceso	33,6	31,9	32,5
(Porcentaje sobre renta disponible)			

Fuentes: INE, Ministerio de Fomento y colegios de arquitectos de España.

tividad constructora en 1985, flexibilizando los alquileres, facilitando la transformación de las viviendas en locales de oficinas e introduciendo una importante desgravación fiscal a la compra de segunda vivienda, circunstancia que se prolongó hasta 1991. El buen comportamiento de la economía de Estados Unidos afectó a Europa en la segunda mitad de los años ochenta, acelerándose el aumento del PIB y expandiéndose sustancialmente los créditos hipotecarios, a pesar de las elevados niveles alcanzados en este periodo por los tipos de interés a largo plazo, instalados en los dos dígitos (gráficos 2 y 3). Simultáneamente, los precios de consumo comenzaron a sufrir notables desaceleraciones en el conjunto de países de la OCDE desde el periodo citado.

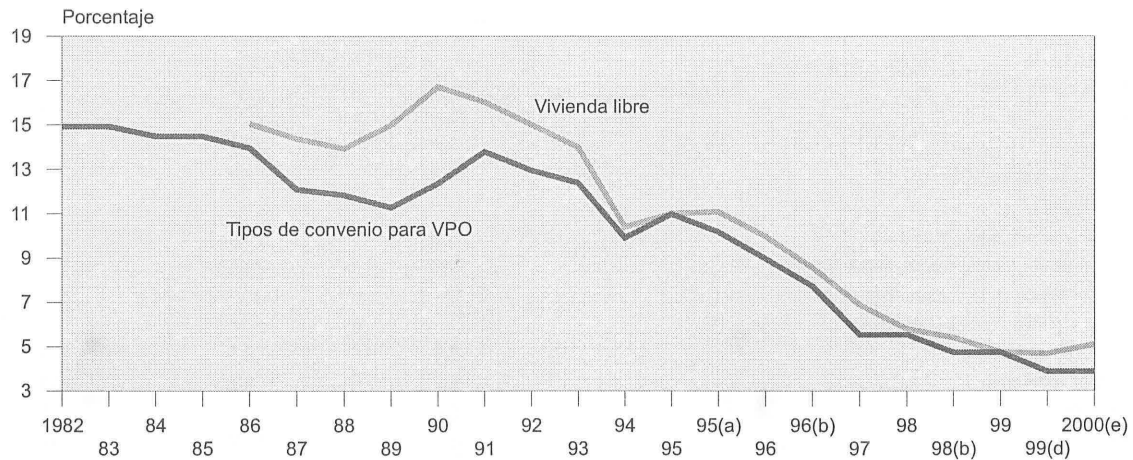
Después de 1974, la construcción residencial no volvió a registrar un nuevo auge hasta llegar al período 1985-1990. Dicho auge fue visible tanto en la actividad constructora como en los precios de las viviendas (gráficos 4 y 5). Se considera, pues, que el "empuje" inmobiliario de la segunda mitad de los años ochenta estuvo profundamente ligado a los cambios re-

gistrados en los sistemas financieros nacionales, cambios que supusieron, en general, un vuelco sustancial de la demanda-uso de vivienda a favor de la vivienda en propiedad frente a la vivienda de alquiler. Los menores pagos de entrada, los mayores plazos de los préstamos, la ausencia de topes a su crecimiento, la extensión de la financiación a la urbanización y a la compra de suelo fueron los factores determinantes de la acrecentada demanda inmobiliaria de 1985-1990.

La citada etapa expansiva 1985-1990 del ciclo inmobiliario en España se caracterizó, pues, por una fuerte recuperación de la actividad constructora, bajando la construcción de VPO a niveles mínimos, mientras que los aumentos de precios de venta de las viviendas, según los datos procedentes de las tasaciones, superaron en promedio el 20 por 100 anual durante cinco años consecutivos. Los tipos de interés reales fueron especialmente elevados en esta etapa, llegando a alcanzar el 10 por 100 en 1990 (gráfico 3).

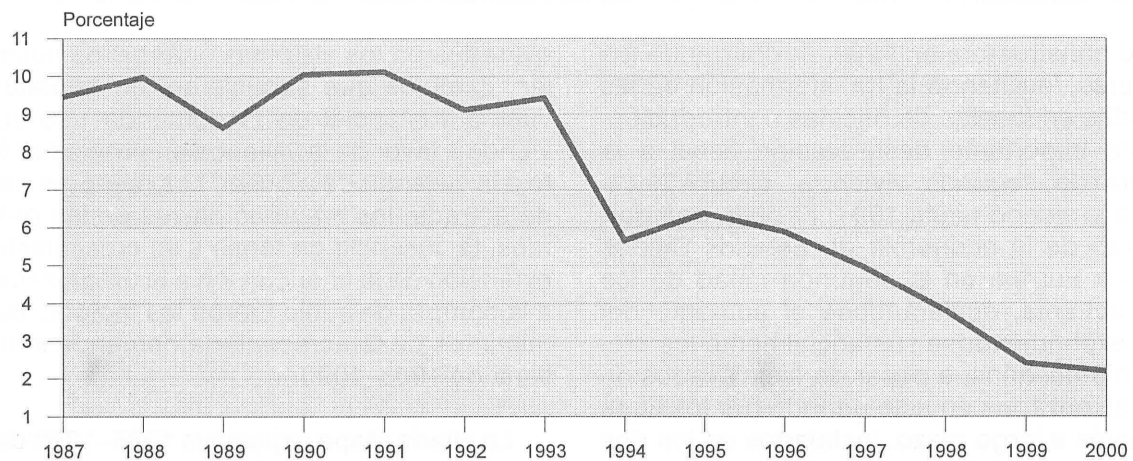
Los aumentos de los precios de venta de las

GRÁFICO 2
TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO A VIVIENDA LIBRE Y A VPO (TAE)



(a) Media del periodo octubre-diciembre para vivienda libre. (b) Media del periodo agosto-diciembre para vivienda libre.
 (c) Media del periodo agosto-noviembre para vivienda libre. (d) Media del periodo enero-julio para vivienda libre.
 (e) Media del periodo enero-febrero para vivienda libre.
 Fuentes: MOFO, B.O.E.

GRÁFICO 3
TIPOS DE INTERÉS REALES DE LOS CRÉDITOS-VIVIENDA (*)

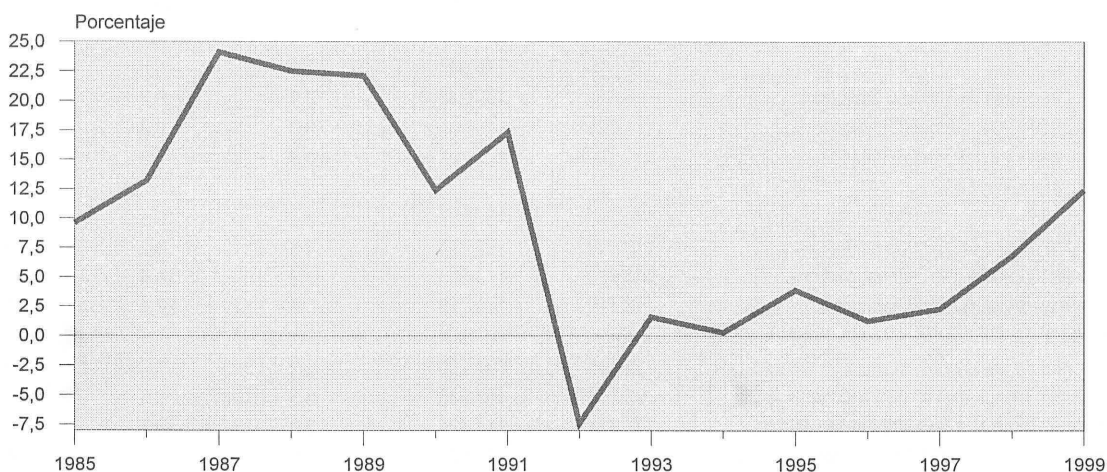


(*) Obtenidos como diferencia entre los tipos de interés nominales a largo plazo, media de cada año, y los crecimientos medios interanuales de los precios de consumo. Para el año 2000 se ha tomado la media de enero-febrero.
 Fuentes: INE, Banco de España.

viviendas superaron ampliamente en dicho período a los correspondientes a los precios de consumo y a los de los salarios (gráfico 4 y 5). Dicha situación, combinada con los altos tipos de interés vigentes, nominales y reales, dio lugar a que el acceso a la vivienda se convirtiese como un tanto prohibitivo para amplios segmentos de

población al comienzo de los años noventa (gráfico 6). El fuerte auge inmobiliario coincidió con una fuerte expansión de la demanda interna y con unos desequilibrios notables de balanza de pagos, lo que revelaba una cierta pérdida de competitividad por parte de la economía española en dicho periodo de tiempo.

GRÁFICO 4
PRECIOS MEDIOS DE LAS VIVIENDAS TASADAS EN ESPAÑA
 Tasas de variación interanuales (IV-Trimestre)



Nota: Para los años 1984, 1985 y 1986 se ha estimado la variación de los precios para España aplicando las tasas de variación de los precios medios en Madrid, obtenidos por Tecnigrama.
 Fuente: MOFO.

La invasión militar del emirato de Kuwait por Irak en 1990 y la expectativa de una inminente acción bélica contra este último país modificó sensiblemente el marco general de las expectativas. La moderada recesión de Estados Unidos se extendió a Europa, afectando a la baja más que al crecimiento del PIB al propio mercado inmobiliario, donde se advirtió pronto que las entidades financieras habían alcanzado niveles elevados de riesgo en el citado subsector, todo lo cual provocó varias crisis bancarias nacionales, destacando las de las entidades de ahorro y préstamo norteamericanas, la de Suecia y la de Japón, crisis esta última cuyas consecuencias se han extendido durante bastante tiempo después. En los países anglosajones el ajuste del mercado inmobiliario se efectuó a través de notables descensos de los precios inmobiliarios, mientras que en otros países, como fue el caso de España, el ajuste se efectuó a partir de una reducción sensible de las ventas y de un estancamiento general de los precios inmobiliarios.

La recuperación del crecimiento económico después de 1994, el descenso continuado de los tipos de interés y de la desaceleración de los precios de consumo, unidos a la estabilidad monetaria que supuso el acceso de la peseta al euro, crearon las condiciones para que

al final de los años noventa el subsector inmobiliario pasase de nuevo a desempeñar un papel relevante en la escena de la economía española, al calor de la recuperación general de la economía.

3. LA NUEVA ETAPA DE EXPANSIÓN INMOBILIARIA, 1998-1999. ELEMENTOS DIFERENCIALES

La aceleración del crecimiento económico y del empleo en el trienio 1997-1999 ha coincidido con el mayor papel de la construcción en el conjunto de la evolución de la economía. Dicho período también se ha caracterizado por la aceleración notable de los precios de los activos, viviendas y títulos de renta variable cotizados en bolsa. El cuadro 1 resume los principales indicadores representativos del mercado inmobiliario en España en dicho trienio.

El indicador de tasaciones elaborado a partir de los datos de Tinsa ya registró en 1997 un aumento notable, en especial en las viviendas usadas. En 1998 y 1999 el total de viviendas tasadas por Tinsa se aceleró, en especial en el segmento de viviendas de nueva construcción, que aumentaron en un promedio anual del 30 por 100 en 1998-1999. En cambio, las tasacio-

CUADRO 2
PRECIOS DE LAS VIVIENDAS (MOFO)

	Cifras absolutas (ptas/m ²)		Variaciones anuales(*) (Porcentaje)		
	1998-IV	1999-IV	1997	1998	1999
<i>Total viviendas</i>					
1. España	122.890	138.081	2,3	6,8	12,4
2. Municipios con menos de 100.000 habitantes.....	96.647	108.243	2,9	6,7	12,0
3. Municipios de 100.000 a 500.000 habitantes.....	131.694	149.165	3,7	9,2	13,3
4. Municipios mayores de 500.000 habitantes.....	113.020	127.162	0,9	7,2	12,5
<i>Viviendas de nueva construcción</i>					
5. España	145.581	161.267	2,8	10,1	10,8
6. Municipios con menos de 100.000 habitantes.....	112.009	122.377	4,8	6,2	9,3
7. Municipios de 100.000 a 500.000 habitantes.....	153.320	170.203	3,2	14,4	11,0
8. Municipios mayores de 500.000 habitantes.....	143.410	164.715	-0,8	22,1	14,9
<i>Viviendas usadas</i>					
9. España	119.495	134.220	2,2	7,4	12,3
10. Municipios con menos de 100.000 habitantes.....	93.298	103.935	2,5	8,6	11,4
11. Municipios de 100.000 a 500.000 habitantes.....	127.324	144.824	3,9	9,1	13,7
12. Municipios mayores de 500.000 habitantes.....	107.384	122.527	3,5	5,8	14,1

(*) Variación 4º trimestre sobre mismo trimestre del año anterior.
Fuente: Ministerio de Fomento.

CUADRO 3
PRECIOS DE LAS VIVIENDAS EXISTENTES POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. (MOFO) IV-1999

Comunidades autónomas	Pesetas/m ²			Tasas de variación (Porcentaje) (*)	
	1997	1998	1999	1998/1997	1999/1998
1. Andalucía	89.170	91.926	101.328	3,1	10,2
2. Aragón	91.618	102.839	118.106	12,2	14,8
3. Asturias.....	103.440	111.389	124.320	7,7	11,6
4. Baleares	108.834	131.000	168.885	20,4	28,9
5. Canarias.....	108.743	125.410	144.997	15,3	15,6
6. Cantabria.....	117.104	120.329	135.186	2,8	12,3
7. Castilla-La Mancha	76.243	76.459	82.556	0,3	8,0
8. Cataluña.....	139.508	152.289	179.573	9,2	17,9
9. Castilla y León.....	107.133	114.736	125.821	7,1	9,7
10. Comunidad de Madrid	179.442	185.465	202.920	3,4	9,4
11. Comunidad Valenciana	84.116	89.550	100.795	6,5	12,6
12. Extremadura.....	64.969	68.902	72.831	6,1	5,7
13. Galicia.....	97.103	101.392	103.974	4,4	2,5
14. La Rioja.....	100.130	99.620	115.239	-0,5	15,7
15. Murcia.....	71.657	76.504	81.634	6,8	6,7
16. Navarra	123.989	129.416	144.552	4,4	11,7
17. País Vasco	156.358	178.454	207.599	14,1	16,3
Total Nacional	115.102	122.890	138.081	6,8	12,4

(*) Variación 4º trimestre sobre mismo trimestre del año anterior.
Fuente: Ministerio de Fomento.

nes de viviendas usadas desaceleraron su crecimiento en dicho periodo, lo que implica que la nueva construcción ha crecido a ritmos superiores a los de las ventas en dicho periodo.

Los indicadores de la *actividad* constructora han crecido a su vez a un ritmo destacado, correspondiendo aumentos medios anuales superiores al 20 por 100 en los proyectos de obra nue-

va visados por los colegios de arquitectos. La encuesta coyuntural de la construcción del Ministerio de Fomento registró en 1998-1999 crecimientos medios de la obra construida a precios constantes en torno al 10 por 100, destacando sobre todo el crecimiento del componente de la construcción de viviendas familiares. Los niveles alcanzados por algunos indicadores, como es el caso de los proyectos visados por los colegios

CUADRO 4
ESPAÑA. ETAPAS DE EXPANSIÓN INMOBILIARIA
 Aspectos destacados

	1971-1974 (Base=1970)	1986-1990 (Base=1985)	1998-1999 (Base=1997)
1. PIB. Precios de mercado			
Crecimiento real. Media anual.....	5,2	4,5	3,8
2. Construcción			
Crecimiento real. Media anual.....	5,0	12,3	7,3
3. IPC			
Crecimiento medio anual. (Dic/Dic).....	12,2	8,1	2,1
4. Precios viviendas			
Crecimiento medio anual. (IV-Trimestre).....			
4.1. Nominales.....	15,8(*)	24,0	9,6
4.2. Reales.....	3,2	14,7	7,2
5. Proyectos visados colegios arquitectos			
Cifras absolutas. Medias anuales (miles viviendas).....	555,6	325,1	528,0
6. Tipos de interés a largo plazo			
6.1. Tipos nominales. Media anual.....	-	15,4	5,2
6.2. Tipos reales. Media anual.....	-	9,5	3,1

(*) Obtenidos a partir de los deflatores implícitos de la construcción residencial en la Contabilidad Nacional.
 Fuentes: INE, MOFO y Banco de España.

de arquitectos y por el *stock* de viviendas en construcción no tenían lugar en España desde hacía unos treinta años, al comienzo de los años setenta. El sector de la construcción aumentó en 1998-1999 a un ritmo medio del 7,6 por 100, más de cuatro puntos por encima de la media de la economía. El aumento de las ventas y de la construcción estuvo acompañado en 1998-1999 por unas aceleraciones notables de los precios de las viviendas (cuadros 2 y 3), extendiéndose el crecimiento citado tanto a los precios de las viviendas nuevas como a los de las viviendas usadas. Baleares, Canarias y el País Vasco fueron las autonomías en las que los aumentos de los precios inmobiliarios fueron más intensos.

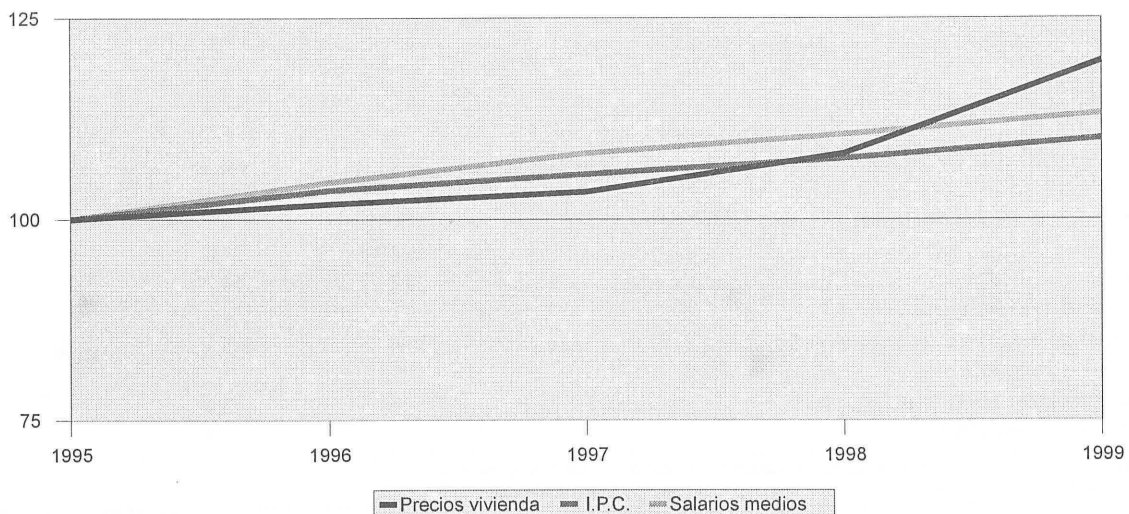
El aumento de los *precios de las viviendas* en 1998-1999 superó ampliamente al experimentado por los salarios y los precios de consumo. La relación precio de la vivienda/salario anual, que había alcanzado el nivel mínimo en 1997 de entre los registrados en los años noventa, volvió a elevarse en 1998-1999. Tras el alto nivel alcanzado en 1991 en el esfuerzo medio de acceso preciso para acceder a una vivienda, los continuos descensos de los tipos de interés hicieron retroceder dicho esfuerzo de acceso hasta el 31,89 por 100 de la renta disponible familiar en 1998 (gráfico 6). En 1999 dicha relación subió moderadamente, hasta el 32,81 por 100, como consecuencia de la aceleración de los precios de venta y de la recuperación de los tipos de interés registra-

dos en el último trimestre de 1999. El mayor esfuerzo de acceso por autonomías en 1999 correspondió a Baleares (40,9 por 100 de la renta familiar disponible) y el menor esfuerzo teórico relativo era el de Extremadura (20,51 por 100).

Los bajos *tipos de interés* han sido los grandes protagonistas del proceso de aceleración de las ventas y de los precios inmobiliarios en 1998-1999. Después de julio de 1999, los tipos de interés a largo plazo han crecido en tres cuartos de punto porcentual hasta febrero del 2000. Junto a los mayores tipos de interés, los aumentos de las tasaciones de viviendas han sido menos acusados en los dos primeros meses del año 2000, destacando la desaceleraciones registradas en las correspondientes a viviendas usadas (3,1 por 100 en enero-febrero de 2000 sobre 1999 frente al 7,1 por 100 de crecimiento en este último año). Ésta última circunstancia podría apuntar hacia una cierta desaceleración de la demanda inmobiliaria en el año 2000, aunque todavía se carece de información como para confirmar dicho proceso.

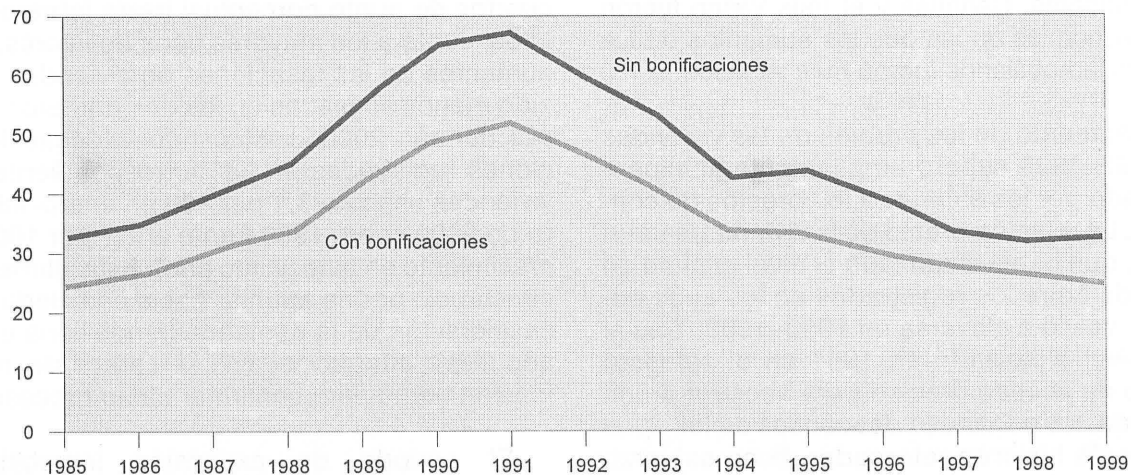
El periodo de expansión inmobiliaria 1997-1999 presenta, a primera vista, algunos elementos diferenciados respecto de las etapas cíclicas similares precedentes (cuadro 4). En primer lugar, aunque el crecimiento del PIB ha sido significativo (3,5 a 4 por 100) en el trienio 1997-1999, todavía quedó por debajo del

GRÁFICO 5
PRECIOS VIVIENDAS, SALARIOS, IPC
 Base 100=1995



Notas: Precio de las viviendas: serie Ministerio de Fomento para el conjunto de viviendas, ptas/año.
 Ingresos familiares: serie de salarios nominal anual por persona ocupada, Encuesta Trimestral de Salarios.
 Precios de Consumo: medias anuales del Índice General de Precios del INE.
 Fuentes: INE, MOFO, Banco de España, BHE y Mº Fomento.

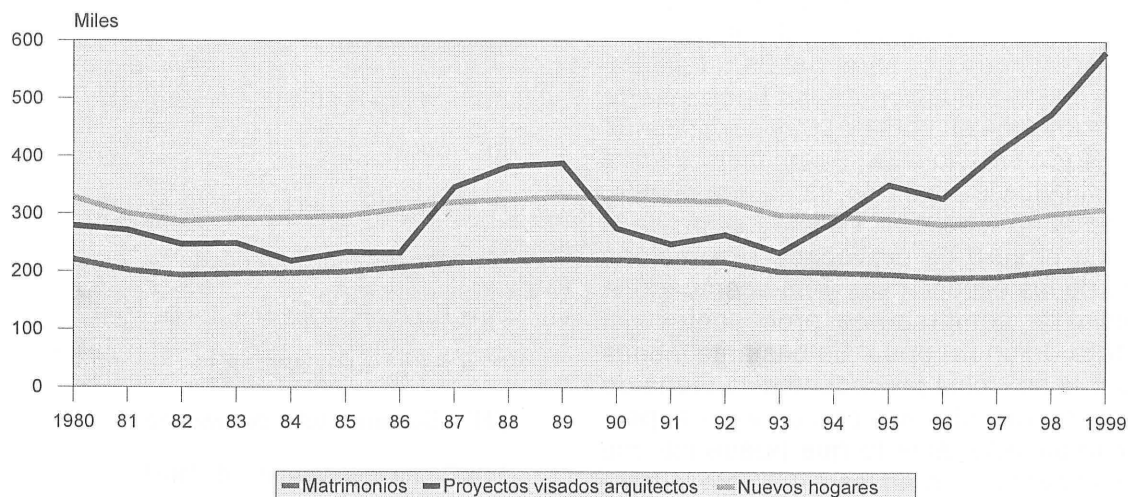
GRÁFICO 6
ACCESIBILIDAD A LA VIVIENDA EXISTENTE
 Porcentaje de la renta disponible precisa para hacer frente al crédito-vivienda(*)



(*) Se supone una vivienda de 75 m² útiles, que se vende al precio medio por metro cuadrado estimado a partir de los valores de tasación, y que se financian con un crédito a 15 años a los tipos de interés libres vigentes en el mercado.
 Fuentes: INE, MOFO y Banco de España.

GRÁFICO 7 ESPAÑA. MATRIMONIOS, PROYECTOS VISADOS POR LOS COLEGIOS DE ARQUITECTOS Y NUEVOS HOGARES

Serie anuales



Nota: Los hogares y matrimonios se han estimado a partir de un coeficiente elevador obtenido para el conjunto de España.
Fuente: INE, MOFO, BHE "Revista Española de Financiación a la Vivienda". Diciembre 1993.

registrado en las etapas anteriores. En segundo lugar, el aumento de los precios de consumo ha sido muy moderado, en torno al 2 por 100, lo que implica que el consumo ha presentado una intensa alternativa a la compra de vivienda. En tercer lugar, el nivel alcanzado por los tipos de interés nominales y reales ha sido espectacularmente reducido respecto, no ya de años anteriores, sino de las décadas precedentes. En cuarto lugar, el nivel alcanzado por la construcción residencial ha sido espectacular, claramente superior al registrado entre 1985 y 1990. A primera vista, todo parece indicar que ha sido el fuerte descenso de los tipos de interés, al reducir significativamente el esfuerzo de acceso a la vivienda, el que ha debido desempeñar un papel fuertemente estimulante de la demanda, llevando el nivel de construcción de viviendas bastante por encima de las compras que podrían derivarse del proceso de formación de nuevos hogares.

Con el mismo esfuerzo de acceso, los demandantes de viviendas de mayor calidad, unidos a los inversores que buscan en la vivienda un refugio frente a la inflación, han sido los grandes protagonistas de la demanda al final de los años noventa, a la vez que se ha acelera-

do también el proceso de formación de nuevos hogares (gráfico 7).

Por último, los resultados de un modelo econométrico explicativo de los precios de la vivienda en España estimado en el Área de Estudios de la Caja de Granada (ver Anexo) han confirmado algunas de las conclusiones que pueden obtenerse del simple análisis de los indicadores de coyuntura recogidos en el cuadro 4. El modelo en cuestión ratifica la fuerte influencia del ciclo económico, medido a través del PIB por habitante a precios constantes, sobre la evolución de los precios de la vivienda. Además del ciclo económico, los niveles de los tipos de interés también ejercen una clara influencia, así como también las ganancias de capital esperadas parecen ejercer un impacto destacado en la evolución de los precios. Así, los aumentos de precios experimentados en años anteriores mejoran las expectativas de ganancias futuras, estimulando las compras de vivienda con fines especulativos, lo que a su vez provoca nuevos aumentos de los precios de venta de las viviendas. En particular, la presencia de unas expectativas de aumentos de los precios de las viviendas que superan ampliamente a los tipos de interés nominales de

los créditos a largo plazo destinados a la compra de vivienda parecen haber ejercido una influencia muy alta en la última etapa de *boom* inmobiliario, esto es, la de 1998–1999.

La ausencia de procesos de racionamiento de crédito, al no existir topes al aumento del crédito hipotecario por parte del Banco de España, la nueva reducción de los tipos a corto plazo establecida en abril de 1999 por el Banco Central Europeo han sido, pues, factores que han financiado y estimulado, simultáneamente, la demanda de viviendas. La integración de la peseta en el euro ha provocado una mejoría general de las expectativas y ha acentuado la presencia de compradores procedentes del resto de la Unión Europea. En bastante menos tiempo que en ciclos precedentes, la oferta de viviendas ha reaccionado con un vigor espectacular (gráfico 7), ante lo que puede intuirse que cualquier cambio en las expectativas derivado de modificaciones en la escena económica dominante a nivel de la Unión Europea podría dar lugar a otro episodio de “vuelta” del ciclo. Esta situación, relativamente “familiar” en la escena de la economía española en las últimas décadas del siglo que acaba no resulta precisamente deseable, aunque posiblemente una prolongación de la inercia al alza de los precios inmobiliarios después de 1999 tendrían unos efectos negativos posteriores tanto mayores cuanto más duradera fuese la actual etapa expansiva.

NOTA

(*) Presidente de la Caja General de Ahorros de Granada.

ANEXO

ESTIMACIÓN DE UN MODELO TEÓRICO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

La trascendencia que presentan los ciclos de la vivienda, por su incidencia sobre el resto de la economía española, ha hecho interesante realizar en el Área de Estudios de la Caja de Granada una estimación explicativa del comportamiento del mercado inmobiliario. Se ha elegido un modelo neoclásico de ajuste del *stock* de vivienda. La ecuación estimada puede servir

para efectuar previsiones de variación de los precios de la vivienda a partir del año 2000.

Las líneas generales de dicho modelo arrancan de la existencia de un mercado de uso de la vivienda y de otro mercado de la vivienda-activo.

Mercado de uso

$$KH^* = K (Y_p, R_r / IPC) \quad [1]$$

$$KH^* = (KH)_{-1} \quad [2]$$

$$R_r = r (Y_p, KH_{-1}, IPC) \quad [3]$$

Mercado del activo-vivienda

$$P_h = R_r / R_h; R_h = i_l + D + T - G \quad [4]$$

$$P_h = P [Y_p, KH_{-1}, IPC, R_h] \quad [5]$$

KH^* = Demanda total de vivienda

Y_p = Renta real permanente familiar

KH_{-1} = *Stock* existente de viviendas al comienzo del periodo

R_r = Precio de alquiler por el uso de la vivienda

P_h = Precio de la vivienda

R_h = Coste de capital

i_l = Tipo de interés a largo plazo

D = Tasa anual de depreciación del *stock* de vivienda (80 años es la duración media)

T = Fiscalidad

G = Expectativas de ganancia de capital, medidas por la variación reciente de los precios de la vivienda

La ecuación [5] ha sido objeto de una estimación logarítmica, obteniéndose, en una primera aproximación, el siguiente resultado:

$$L_g P_h = 47,35 + 5,41 L_g Y_p + 1,38 L_g IPC - 8,82 L_g KH - 0,096 R_h - 0,106 D_{94}$$

(5,0) (12,1) (9,0) (6,8) (3,4) (2,3)

$$R^2 \text{ (ajustado)} = 0,996$$

$$D-W = 1,977$$

$$F = 822,051$$

$$\text{Suma de los cuadrados de los residuos} = 0,017$$

$$\text{Muestra (anual)} = 1981 - 1999$$

D_{94} = Variable *dummy*, que adopta el valor 1 en 1984–1993 (tipos de interés elevados) y el valor cero en 1994–1999 (tipos de interés reducidos)

PREVISIÓN DE AUMENTOS DE PRECIOS DE LA VIVIENDA EN 2000

Se ha trabajado con los siguientes supuestos para el año 2000:

- PIB crecimiento real= 3,7 por 100
- IPC Aumento= 3,0 por 100 (medias anuales)

— Tipos de interés: Aumentos del 0,75 por 100, 1,0 por 100, 1,25 por 100, sobre los niveles medios de 1999 para los tipos de interés a largo plazo.

— Resultados: Los aumentos de precios de la vivienda oscilarían en 2000 entre el 11,32 por 100 y el 11,71 por 100, según la variación de los tipos de interés, existiendo una relación inversa entre aumento de los tipos y crecimiento de los precios.