

Boom inmobiliario, ahorro y patrimonio de los hogares: evolución reciente y comparación internacional

José Manuel Naredo
Óscar Carpintero
Carmen Marcos

La gran duración e intensidad del actual *boom* inmobiliario ha originado ya una amplia literatura sobre su naturaleza y alcance. En el presente artículo se evitará redundar sobre estos aspectos cuya caracterización ya habíamos esbozado desde las páginas de esta misma revista¹, para centrarnos más en su evolución reciente, en relación con sus fuentes de financiación y su incidencia sobre el patrimonio de los hogares. Se empezará haciendo referencia a la nueva estimación actualizada de la evolución del *stock* de vivienda cuya información detallada verá la luz en una nueva publicación de FUNCAS². A continuación, se revisarán sus fuentes de financiación, pasando revista a la evolución de la inversión extranjera en inmuebles como indicador anticipado de la evolución del presente ciclo inmobiliario. Por último, se abordará de forma comparada la evolución del peso de los activos inmobiliarios y pasivos de los hogares y de los flujos de financiación y ahorro, para concluir analizando la singularidad y las perspectivas que plantea el panorama inmobiliario español, situándolo en el contexto internacional.

1. Evolución del valor del *stock* de vivienda

La estimación que ofrecemos completa las series de datos del patrimonio en vivienda que habíamos elaborado con anterioridad utilizando las últimas informaciones disponibles, a la vez que modifica las series anteriores, al contar con rectificaciones y novedades introducidas en las estadísticas de base (entre las que caben destacar los

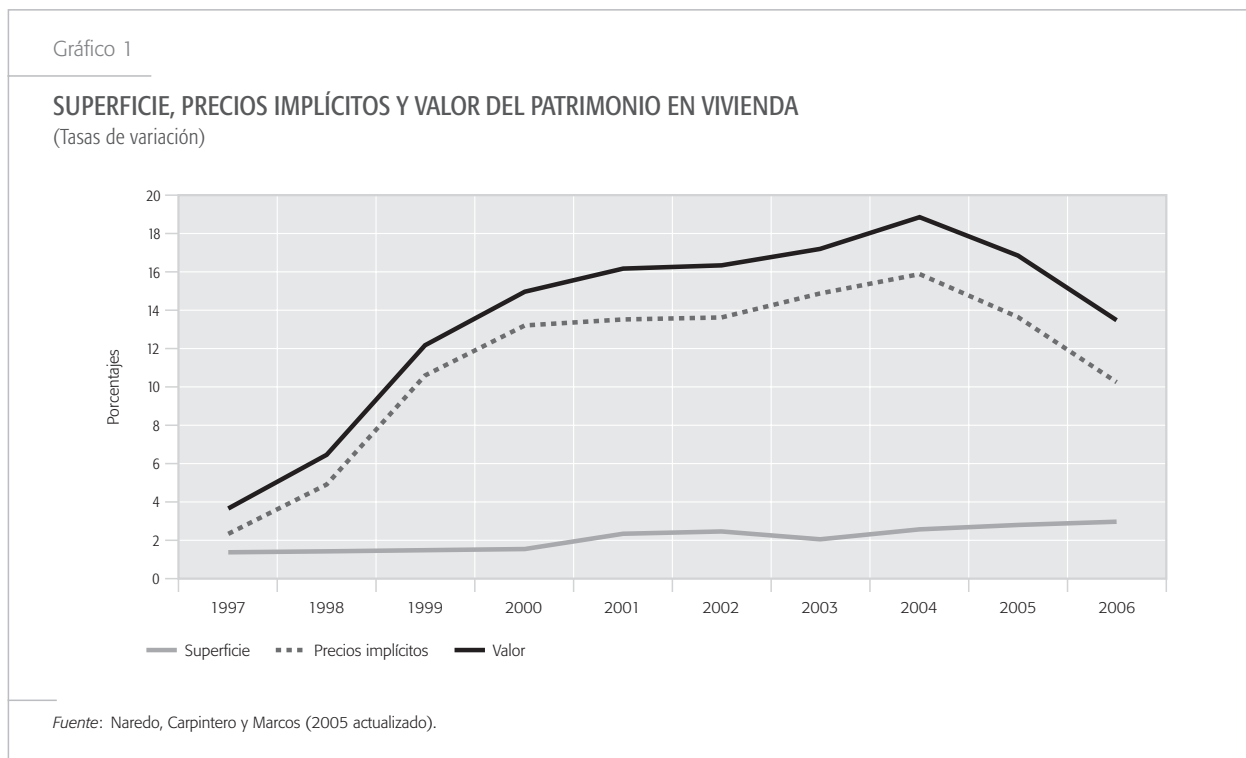
nuevos índices de precios elaborados por el Ministerio de Vivienda). Evidentemente, esta estimación del valor a precios de mercado del *stock* de vivienda es tributaria de la información disponible para construirla, cuyas limitaciones no vamos a comentar ahora³, para centrarnos en analizar su evolución en relación con otras variables. De todas maneras, como esta estimación difiere notablemente de la recientemente publicada por la Fundación BBVA-IVIE para el *stock* de capital en vivienda, hemos incluido en el anexo I un breve comentario sobre las causas que explican esta diferencia.

La nueva estimación permite concluir que, en el decenio que ya abarca el presente *boom* inmobiliario, el valor del patrimonio en vivienda pasó de 1,3 billones de euros en 1996 a 4,7 en 2006, multiplicándose por 3,6, lo que supone un crecimiento medio anual del 13,5 por 100. El hecho de que la renta disponible solo tuviera un crecimiento medio anual del 7,2 por 100 en ese mismo período, denota el diferencial de crecimiento favorable de que ha venido disfrutando dicho patrimonio. Este diferencial es aún más marcado en la segunda mitad del presente ciclo alcista: en el quinquenio 2001-2006 el valor del *stock* de vivienda experimentó un crecimiento medio anual del 16,5 por 100, frente al 7,4 por 100 de la renta

³ Estas limitaciones ya han sido comentadas en NAREDO *et al.* (2005), Op. Cit. y serán objeto de nuevos comentarios en la nueva publicación de FUNCAS, que detallará además la metodología aplicada. Valga decir, por el momento, que a las discrepancias en el número de transacciones, superficies, ... y viviendas construidas que se observan entre las distintas fuentes, se añade el hecho de que se sigue careciendo de información sobre los precios a los que efectivamente se realizan las transacciones en el mercado de vivienda (la nueva estadística de precios de Ministerio de Vivienda se sigue apoyando, lo mismo que la anterior, en precios de tasación y no de transacciones efectivas, que difieren también de los precios escriturados, al estar generalizadas las prácticas de ocultación).

¹ Véase, por ejemplo, NAREDO *et al.* (2002) y MARCOS *et al.* (2005).

² Esta publicación actualizará, revisará y ampliará la información contenida en NAREDO *et al.* (2005).



disponible, pese a que la aceleración de los precios se frenó en los dos últimos años del quinquenio. La revalorización del precio de la vivienda explica la mayor parte del aumento del valor del *stock*: en efecto, el valor del metro cuadrado de vivienda se multiplicó en el período 1996-2006 por 2,89, mientras que el número de metros cuadrados construidos lo hizo por 1,23. Con todo, el hecho de que en solo un decenio se haya generado casi la cuarta parte de la superficie construida, confirma que el actual *boom* no solo afectó a los precios sino también a la actividad constructora⁴.

El gráfico 1 refleja el perfil del presente ciclo de vivienda, mostrando cómo sus tasas de crecimiento, tras acelerarse en el último quinquenio, decaen en los dos últimos años, anunciando el fin del *boom*. El cuadro 1 adjunto recoge la información sobre la evolución anual de la superficie, los precios y el valor del *stock* de vivienda para el conjunto del país.

No podíamos acabar este apartado sin dar al menos una idea sumaria de la distribución territorial del crecimiento en precios y cantidad del *stock* de vivienda. Para

ello se ha preparado el gráfico 2 que sintetiza la distinta posición que ocupan las comunidades autónomas en el crecimiento del valor y de la superficie construida durante el ciclo analizado. Además, el anexo II muestra los datos desagregados por comunidades autónomas (CC.AA.) de la evolución anual de la superficie, los precios y el valor del *stock* de vivienda.

Dado que el carácter cíclico de la coyuntura inmobiliaria viene marcado por los vaivenes de los fondos dispuestos a invertirse en inmuebles, en lo que sigue se analizarán las fuentes de financiación del presente *boom* inmobiliario, pues el conocimiento de las mismas informa sobre las perspectivas y riesgos para nuestro país.

2. La revalorización de la vivienda y su financiación

La información contenida en los cuadros 2 y 3 sintetiza las operaciones y revalorizaciones que determinan el valor del patrimonio en vivienda, así como el funcionamiento de este mercado, que dio lugar al ciclo alcista objeto de estos comentarios.

El cuadro 2 muestra el enlace entre el balance y las operaciones y revalorizaciones concernientes a la vivienda, con los datos del *stock* estimados en el trabajo cuyos

⁴ La importancia de la construcción nueva que caracteriza a la actual coyuntura alcista, ha sido resaltada en numerosas ocasiones y se traduce en que España haya venido siendo líder europeo en número de viviendas construidas y en consumo de cemento, tanto en términos absolutos como *per cápita*.

Cuadro 1

SUPERFICIE, PRECIOS Y VALOR DEL PATRIMONIO EN VIVIENDA, 1997-2006

	Superficie construida (miles de millones de m ²)			Precios implícitos (euros/m ²)			Valor (miles de millones de euros)		
	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva
1996	1.754	1.729	25	753	752	847	1.321	1.300	21
1997	1.778	1.749	29	770	769	883	1.370	1.344	25
1998	1.803	1.773	30	809	806	946	1.458	1.429	28
1999	1.830	1.798	32	894	891	1.021	1.635	1.603	33
2000	1.858	1.825	33	1.012	1.010	1.128	1.880	1.842	38
2001	1.902	1.861	41	1.148	1.146	1.258	2.184	2.132	52
2002	1.948	1.899	49	1.304	1.302	1.410	2.541	2.471	70
2003	1.988	1.939	49	1.498	1.496	1.588	2.979	2.901	78
2004	2.040	1.987	52	1.736	1.734	1.817	3.540	3.445	95
2005	2.097	2.038	58	1.973	1.971	2.052	4.137	4.017	120
2006	2.158	2.093	65	2.175	2.172	2.266	4.695	4.547	148

Fuente: Naredo, Carpintero y Marcos (2005 actualizado).

resultados anticipa este artículo. Aunque los datos presentados se refieren al conjunto del *stock* de vivienda, hay que recordar que en nuestro país dicho *stock* es mayoritariamente propiedad de los hogares⁵.

El cuadro 3 ilustra el funcionamiento del mercado de la vivienda y ofrece las claves de su financiación. Las limitaciones de la información de base necesaria para completar este segundo cuadro son más graves que para el primero. De ahí que lleve la palabra "aproximación" en el título y que las cifras se hayan redondeado en miles de millones de euros para advertir que los datos de algunas rúbricas no son la mera transcripción de estadísticas solventes, sino fruto de imputaciones razonables que tratan de completar el panorama de este mercado y su financiación, lo que resulta de utilidad, tanto para confirmar el orden de magnitud de las fuentes y las estimaciones presentadas, como la coherencia de las interpretaciones que cabe obtener de ellas.

La información del cuadro 2 resalta la importancia de las revalorizaciones en la parte final del ciclo. El hecho de que en 2004 y 2005 su importe multiplique por ocho el ahorro bruto de los hogares, o que suponga más del 80

⁵ Por ejemplo, en España, el 99,2 por 100 del número de contribuyentes por la propiedad de viviendas eran personas físicas, que controlaban, en 1992, el 85,3 por 100 de su valor catastral (GARCÍA ENTERRÍA y NAREDO, 1996).

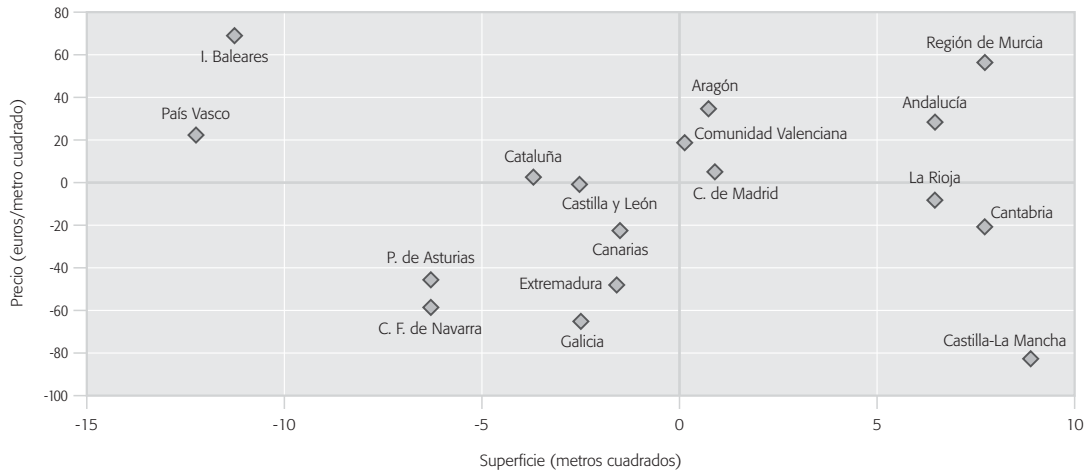
por 100 de su renta disponible bruta, subraya la importancia de este fenómeno, que acelera el pulso de la coyuntura económica. En lo que concierne a los hogares, es sabido que estas revalorizaciones provocan el llamado "efecto riqueza", que incentiva a la vez su consumo y endeudamiento. Valga decir que solo en dos años del período 1996-2006 la tasa de crecimiento del ahorro bruto de los hogares se situó por encima de la del consumo, contradiciendo las enseñanzas de los manuales tradicionales de economía, que postulan que a medida que la renta aumenta, la propensión a ahorrar debe de superar a la propensión a consumir. De la misma manera se observa que su tasa de endeudamiento ha crecido espectacularmente en el período, a la par que desviaban su ahorro hacia "el ladrillo". Y en lo que concierne a las administraciones y a las empresas, es sabido que el actual *boom* acelera —más allá de lo que sugieren las variables ordinarias de flujo— las plusvalías, ingresos y recaudaciones relacionados con las operaciones de promoción y venta inmobiliaria, y de construcción de edificios y obras públicas con ellas relacionadas⁶.

⁶ Conviene aclarar que las revalorizaciones estimadas en el cuadro 2 se refieren sólo al parque de viviendas y no incluyen las que resultan de transformar suelo rústico en urbanizable y en metros cuadrados construidos, que constituyen la base del negocio inmobiliario en nuestro país. Aunque resulta evidente la importancia que han alcanzado recientemente estas plusvalías en el conjunto económico, escapan a estas reflexiones, centradas especialmente en los hogares y la vivienda.

Gráfico 2

AUMENTO DE SUPERFICIE Y DE PRECIOS POR CC.AA., 1997-2006

(Desviaciones respecto a la media)



Fuente: Naredo, Carpintero y Marcos (2005 actualizado).

La información recogida en el cuadro 3 sobre el mercado de vivienda pone de manifiesto que la usada tiene mayor peso que la nueva en este mercado. En efecto, tanto la estadística del crédito hipotecario, como las derivadas del registro y escrituración de las compraventas coinciden en atribuir mayor peso a las operaciones de vivienda usada que a las de vivienda nueva y esta diferencia se acentúa en las grandes aglomeraciones que cuentan con un parque importante de vivienda usada. De esta manera, el mercado de vivienda se asimila a los de bienes patrimo-

niales (como las acciones, ... o las obras de arte) en los que sólo una pequeña fracción del *stock* es objeto de compraventa, correspondiendo ésta mayoritariamente a activos preexistentes. Y es la cotización de la pequeña fracción puesta en venta la que atribuye un valor al conjunto del *stock* que, paradójicamente, sólo se mantiene mientras la tendencia vendedora no aumente.

La estimación del gasto en compra de vivienda nueva marca un mínimo bastante solvente, ya que se apo-

Cuadro 2

ENLACE ENTRE EL BALANCE Y LAS OPERACIONES Y REVALORIZACIONES DE LA VIVIENDA

(Miles de millones de euros)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1. Stock inicial	1.276	1.321	1.370	1.458	1.635	1.880	2.184	2.541	2.979	3.540	4.137
2. Vivienda nueva	21	25	28	32	38	52	70	78	95	120	147
3. Demolición y ruina	6	6	6	6	7	8	9	10	11	13	14
4. Revalorización	30	30	66	151	214	260	296	370	477	490	425
5. Stock final (1 + 2 - 3 + 4)	1.321	1.370	1.458	1.635	1.880	2.184	2.541	2.979	3.540	4.137	4.695

Fuente: Elaboración propia sobre la información del valor de la vivienda elaborada en este trabajo.

Cuadro 3

APROXIMACIÓN AL MERCADO DE VIVIENDA Y SU FINANCIACIÓN

(Miles de millones de euros)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Aproximación a las compras de vivienda											
1. Compras de vivienda nueva	20	24	28	34	40	48	57	66	81	96	107
2. Variación del <i>stock</i> de vivienda nueva en venta	1	1	0	-2	-2	4	13	12	14	24	40
3. Compras de vivienda existente	32	34	34	36	41	50	71	86	129	148	169
4. Total compras de vivienda (1 + 3) = (5 + 6 + 7 + 8)	52	58	62	70	81	98	128	152	210	245	276
Aproximación a la financiación de las compras											
5. Inversión extranjera	2	3	4	5	6	7	8	10	9	6	5
6. Ingresos venta vivienda existente	27	29	29	31	34	43	60	73	111	118	128
7. Préstamos compra de vivienda	9	18	18	21	31	28	28	38	54	107	95
8. Otras fuentes	14	8	11	13	10	20	32	31	36	14	48
Pro memoria:											
9. Total préstamos de los hogares	15	30	34	41	44	37	53	72	91	112	126
10. Ahorro bruto de los hogares	45	45	43	47	47	50	54	60	62	62	63
11. Ahorro neto de los hogares	29	27	24	26	23	24	25	27	25	21	17
12. Operaciones financieras netas de los hogares	24	22	17	14	9	7	5	1	-5	-12	-15
13. Saldo (11 – 8 – 12)	-9	-3	-4	-1	4	-3	-12	-5	-6	19	-16

Fuentes y notas sobre hipótesis de cálculo.

- (1) Estimación del gasto en vivienda nueva obtenida a partir de la estadística del IVA aumentada un 10 por 100 para paliar la previsible infravaloración.
- (2) Diferencia entre el valor de la vivienda nueva construida (tomada del cuadro 2) y las compras de vivienda nueva, recogidas en (1).
- (3) Elaboración propia, estimando el valor total de compraventas/año viviendas (a partir datos de Naredo *et al.*, 2005) y restándole las compras de vivienda nueva [rúbrica (1) de este mismo cuadro].
- (4) = (1) + (3).
- (5) Inversión extranjera en inmuebles tomada de la Balanza de Pagos y corregida para compensar la infravaloración.
- (6) Estimación propia suponiendo que entre el 80 y el 85 por 100 de los ingresos derivados de la venta de vivienda se reinvierten.
- (7) Crédito a los hogares para adquisición de vivienda, tomado del cuadro 4.13 del Boletín Estadístico del Banco de España.
- (8) Dato obtenido como saldo = (4) – (5) – (6) – (7).
- (9) Cuentas financieras (Banco de España).
- (10) y (11) Contabilidad Nacional (INE).
- (12) Cuentas financieras (Banco de España).
- (13) = (11) – (8) – (12) Este saldo refleja tanto ajustes por discrepancias estadísticas entre la información sobre gasto en compra de vivienda y fuentes de financiación, como posibles insuficiencias en los gastos de conservación del *stock*.

ya en la tributación de IVA por este concepto: esta estimación eleva el gasto declarado por tal concepto en un 10 por 100 para paliar la previsible infravaloración de estas declaraciones. La comparación de este gasto con el valor de la vivienda nueva, recogida en el cuadro 2, permite estimar por diferencia la variación del valor del *stock* de vivienda nueva que permanece en venta. La evolución del *stock* así estimado parece verosímil, otorgando también verosimilitud a las dos estimaciones que le sirven de soporte. En efecto, parece lógico que el *stock* de viviendas nuevas en venta se redujera en la primera parte del ciclo, hasta que el relanzamiento de la oferta y la atonía de la demanda lo hicieron repuntar en la fase final. El valor de las compra-ventas de vivienda usada se estima

en función del gasto en vivienda nueva atendiendo a la relación entre ambas que señalan las estadísticas de tasaciones, de hipotecas y de registros y notaría. Las plusvalías realizadas en estas compraventas son en buena medida reinvertidas en compras por relocalización, ampliación o adquisición de otras viviendas, por lo que contribuyen a refinanciar este mercado. Pero la reinversión no es completa, al desviarse una parte de las plusvalías realizadas hacia el consumo o hacia la adquisición de otros activos. Estas fugas hacen que en momentos de auge, el mercado de vivienda usada requiera una financiación adicional que las compense. Pero es sobre todo el aumento del *stock* que origina la construcción de nuevas viviendas, el que demanda una financiación neta del

colectivo de hogares procedente de sus ahorros o del endeudamiento.

En lo que concierne a la financiación, el cuadro 3 muestra, en primer lugar, que la principal fuente para las compras de vivienda procede de los ingresos derivados de la propia venta, otorgando notables plusvalías que sus propietarios reinvierten mayoritariamente en el mismo sector, pudiendo desviar el resto hacia la adquisición de otros activos o al consumo activando el llamado “efecto riqueza”⁷. El predominio de la vivienda en propiedad de los hogares hace que las subidas de precios desaten en este modelo una espiral de plusvalías, de nueva construcción y usadas, que se retroalimenta en buena parte por sí misma, aunque su expansión reclame importantes medios de financiación externa. En efecto, la importancia que ha adquirido la construcción nueva en el presente ciclo inmobiliario ha reclamado cuantiosos medios de financiación adicional por parte de los hogares. La bajada de tipos de interés y el alargamiento de los plazos de devolución, unidos al aumento de valor de los inmuebles hipotecados, posibilitaron la expansión sin precedentes del endeudamiento de los hogares registrada en el cuadro⁸. Los préstamos han llegado a constituir, así, la segunda fuente de financiación en importancia del mercado de vivienda, desplazando a un tercer lugar a las otras fuentes de ahorro o desinversión en otros activos de los hogares. La preferencia por la inversión “en ladrillo” de estos fue recortando su inversión neta en activos financieros hasta el punto de hacer negativas sus operaciones financieras netas en los últimos tres años, tal y como se observa en el cuadro 3, lo que denota que, en los últimos tres años, los hogares en vez de aportar recursos financieros adicionales al sistema financiero demandan al mismo una financiación adicional nada despreciable. Merece la pena insistir en que esta insólita situación⁹ ha podido mantenerse gracias al paraguas del

⁷ Cabe advertir que, si bien los ingresos de la venta de viviendas acentúan la capacidad de consumo de los vendedores, también reducen la de los compradores, que tienen que invertir sus ahorros o endeudarse para pagarlas, con lo que el “efecto riqueza” sobre el consumo resulta del juego de estos dos efectos contrapuestos en el colectivo de hogares (V. BOVER, 2005: 112-113).

⁸ También han aumentado mucho los préstamos a las empresas promotoras, que representan hoy cerca de la mitad de los préstamos a la adquisición de viviendas.

⁹ Esta situación rompe con las enseñanzas de los manuales de economía, que presuponen que los hogares ahorran, que las empresas invierten y que las instituciones financieras movilizan la capacidad de financiación de los hogares para cubrir la tradicional necesidad de financiación de las empresas. Sin embargo, en los tres últimos años, los hogares no han generado capacidad de financiación adicional, sino demandado también financiación adicional a las instituciones financieras, como las empresas, teniendo que cubrirse con cargo al resto del mundo esa necesidad de financiación acumulada.

euro, que ha permitido hacer que la economía española pueda atraer capitales del resto del mundo para abastecer su creciente necesidad de financiación sin que la cotización de su moneda se resienta, desembocando en devaluaciones y programas de “ajuste” que hubieran enfriado hace tiempo el mercado inmobiliario.

Junto a la evolución de las operaciones financieras netas de los hogares, el cuadro 3 recoge también los saldos de ahorro bruto y neto (es decir, descontada la amortización) de los hogares que estiman las Cuentas Nacionales. Su creciente patrimonio en inmuebles origina un aumento en el consumo de capital fijo, que debe de ser compensado con amortizaciones, acentuando la diferencia entre el ahorro bruto y el neto de los hogares. El hecho de que este último se muestre generalmente insuficiente para financiar las operaciones financieras netas de los hogares y la liquidez adicional que le exigen sus compras de vivienda, muestra una situación que solo puede mantenerse desatendiendo las amortizaciones de su propio patrimonio inmobiliario¹⁰. En el último quinquenio del período considerado se observa además que el ahorro neto de los hogares resulta insuficiente para atender la financiación que exige su propia inversión en vivienda, lo que explica la drástica reducción de sus operaciones financieras netas que desemboca en una desinversión en los últimos tres años. La comprometida situación financiera de los hogares muestra que, una vez más, serán los problemas de financiación los que pondrán límite al auge inmobiliario.

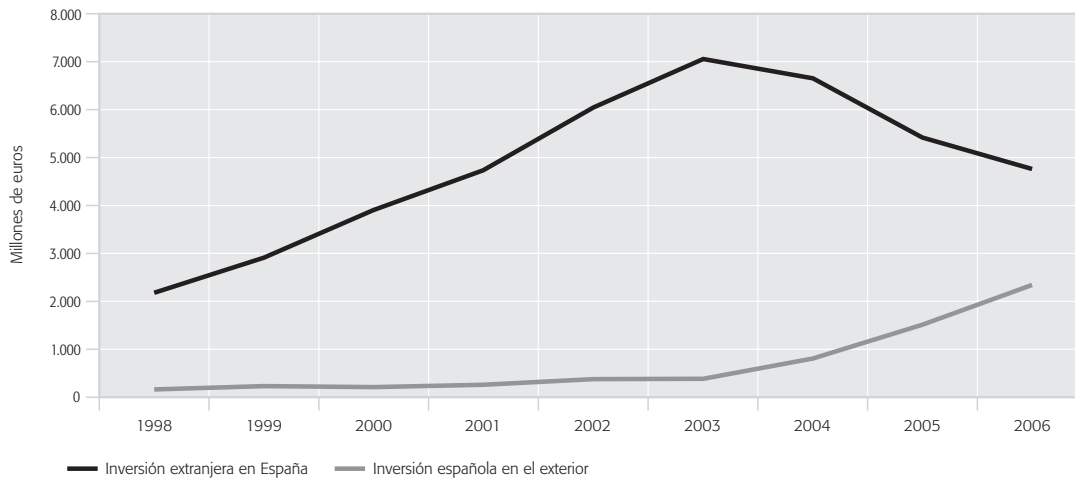
Por otra parte, el cuadro 3 recoge el auge y el declive de la inversión extranjera en inmuebles, cuyo peso en el mercado inmobiliario ha sido bastante limitado —aunque en ciertas zonas insulares y del litoral pueda ser muy determinante— y ha venido cayendo durante los últimos tres años, anticipando con cierta antelación el fin del auge inmobiliario¹¹. Esta señal anticipada se refuerza con el comportamiento marcadamente alcista de la inversión española en inmuebles en el resto del mundo, que refleja la salida al exterior de las principales empresas inmobiliarias españolas, forzada por las limitadas previsiones del negocio interno. El gráfico 3 ilustra el comportamiento de estas dos tendencias contrapuestas.

¹⁰ Lo cual tenderá a prolongar la demografía inmadura de edificios y viviendas que ha venido siendo característica de nuestro país, al solaparse elevadas tasas de “natalidad” de edificios y viviendas, mediante construcción nueva, con elevadas tasas de “mortalidad”, mediante demolición y ruina acentuada por la deficiente conservación (Véase NAREDO *et al.*, 2005)

¹¹ Como había ocurrido también con el *boom* inmobiliario anterior, en el que la inversión extranjera empezó a decaer dos años antes de que el mencionado *boom* se desinflara tras los festejos de 1992.

Gráfico 3

CICLO DE INVERSIÓN EXTRANJERA EN INMUEBLES Y ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR



Fuente: Banco de España: Balanza de Pagos.

3. Consecuencias sobre el patrimonio de los hogares desde una perspectiva comparada

3.1. Dos modelos inmobiliarios diferentes

A la hora de analizar, en términos comparativos, las consecuencias de los *booms* inmobiliarios sobre el patrimonio y el ahorro de los hogares conviene subrayar la existencia, a escala europea, de dos modelos inmobiliarios diferentes. Uno, que promueve la vivienda en propiedad como producto de inversión directa de los hogares y, otro, que prioriza la vivienda en alquiler, tanto libre como social, a través de entidades especializadas que captan y desvían para este fin el ahorro nacional mediante impuestos, cotizaciones o productos financieros diversos. Una característica del actual *boom* en Europa es que el primero de estos modelos se ha extendido con fuerza variable según los países, mientras que el segundo se batía en retirada, con consecuencias evidentes en la transformación observada en el patrimonio de los hogares y en los riesgos generados en el sistema.

El marco institucional de los países europeos se agrupa, en mayor o menor medida, en torno a los dos modelos antes apuntados que acarrear incidencias económicas y comportamientos diferentes. El caso de España puede constituir el ejemplo extremado de uno de estos dos modelos, el que otorga un predominio aplastante a la vivien-

da en propiedad de los hogares. Los casos de Alemania, Holanda y, en menor medida, Francia podrían ejemplificar con ciertos matices el otro¹². No cabe entrar aquí en la amplia casuística de las instituciones y las políticas relacionadas con la vivienda de los países¹³, sino esbozar los rasgos esenciales de los dos modelos indicados, para apuntar después su posible influencia en la composición del patrimonio de los hogares.

El modelo ejemplificado por España otorga un peso mayoritario al régimen de ocupación de la vivienda en propiedad, quedando muy reducida la ocupación en régimen

¹² Hay que puntualizar que no existe un sesgo geográfico claro que permita diferenciar el modelo según países meridionales o septentrionales. Sobre todo porque, más que rasgos espaciales, lo que existen son diferentes marcos institucionales que arrojan distintos resultados. Tal es el caso, por ejemplo, de Irlanda, o los países del antiguo bloque socialista, que siendo países septentrionales se encaminan con fuerza hacia el primer modelo descrito, o, alternativamente, el caso de España, que ahora protagoniza este mismo modelo, pero que hace unas décadas ejemplificaba el segundo. En efecto, en España, el *Censo de Edificios y Viviendas* de 1950 acredita que en ese año más de la mitad del *stock* de viviendas se encontraba en régimen de alquiler, y este porcentaje alcanzaba el 90 por 100 en las grandes ciudades, como Madrid (94 por 100), Barcelona (95 por 100), Sevilla (90 por 100), Bilbao (88 por 100)...

¹³ Cabe remitir para ello a textos especializados. Sobre las políticas de vivienda comparadas, véanse BARCHIN, 1996 y TRILLA, 2001. Sobre la evolución reciente de estas políticas por países hay documentación accesible en los portales de internet de la UE, entre la que cabe subrayar en informe *RICS European housing review 2005*, coordinado por M. BALL.

de alquiler¹⁴, ya que se promueve la compra de viviendas, mediante desgravaciones y posibles ocultaciones fiscales, pero no los alquileres¹⁵. Al mismo tiempo potencia la vivienda libre, dejando la vivienda social como algo testimonial, sobre todo en lo que concierne a las viviendas de promoción pública y de alquileres baratos. El modelo se apoya, por una parte, en potentes empresas de promoción inmobiliaria y, por otra, en hogares (nacionales y extranjeros) con capacidad de compra y afán de invertir en viviendas, contando con el apoyo de un sistema de crédito hipotecario muy desarrollado, reforzado por las buenas posibilidades de captación de liquidez internacional de que disponen los países de la UE.

El segundo de los modelos institucionales apuntados otorga un peso importante a la vivienda en alquiler, con importancia variable, dentro de ésta, de la vivienda de promoción pública y alquiler social. En este modelo, la gestión de una importante fracción del *stock* de viviendas alquiladas suele correr a cargo de entidades mayoristas especializadas de distinta naturaleza y ámbito de actuación (públicas, privadas y mixtas; estatales, regionales y locales; con y sin ánimo de lucro, ...). Pese a que los actores varíen según los países, en la UE suelen predominar aquellas directa o indirectamente controladas por los poderes públicos, sobre todo en el caso de la vivienda social. En este modelo conviven países como Holanda o Suecia, con fuerte peso de la promoción pública de vivienda social ligada a enfoques socialdemócratas tendentes a implantar el llamado "estado de bienestar", o países como Alemania o Suiza, con porcentajes de vivienda social relativamente reducidos, pero con gran peso del *stock* privado en régimen de alquiler, aunque pueda estar sometido a regulación pública e intervenido por instrumentos que palien el reducido peso de la vivienda social.

3.2. Diferentes incidencias en el patrimonio y el ahorro financiero de los hogares

Los dos modelos indicados tienen implicaciones diferentes sobre el patrimonio y el ahorro de los hogares, ya que suponen modelos de financiación diferentes. En el primero de los modelos, al generalizar entre los hoga-

res el empeño de ocupar viviendas en propiedad, la financiación de la inversión en vivienda corre a cargo de ellos. La vivienda se convierte así en un destino preferente del ahorro de los hogares y del dinero solicitado en forma de préstamos hipotecarios, a la vez que la vivienda figura como un activo de primer orden en su balance patrimonial (siendo la fracción del *stock* de viviendas propiedad de administraciones públicas y empresas muy pequeña). La participación del Estado en la financiación de la vivienda es muy reducida en este modelo y juega, sobre todo, por las desgravaciones fiscales a la inversión en vivienda de los hogares¹⁶ y la escasa tributación por las plusvalías realizadas, unida a posibles prácticas de ocultación fiscal (declarando valores inferiores a los de mercado y posibilitando el blanqueo de dinero negro).

Sin embargo, en el segundo de los modelos una parte importante de la inversión en vivienda corre a cargo de entidades especializadas encargadas de la gestión del parque de viviendas en alquiler. En el caso de la vivienda social, esta financiación procedía en buena medida del presupuesto estatal que desempeñaba un papel redistributivo a favor de las personas con rentas más bajas¹⁷ y se desplaza hoy hacia entidades sin fines de lucro o con fines de lucro condicionados. La vivienda libre en alquiler viene siendo propiedad de los hogares más adinerados y de empresas inmobiliarias especializadas, en proporciones que varían según los países. Así, aunque los hogares puedan contribuir, también, en última instancia a sufragar las inversiones en vivienda, lo hacen por circuitos diferentes: mediante impuestos y participaciones en las entidades inversoras en vivienda de alquiler. Esta tendencia puede verse reforzada por los nuevos agentes y productos financieros que están llamados a desempeñar un papel importante profesionalizando el mercado de alquileres en países cuyo marco institucional propicia este régimen de tenencia¹⁸.

¹⁴ España es el país de la UE con mayor porcentaje de viviendas ocupadas en propiedad y con menores porcentajes de viviendas en alquiler y en alquiler social.

¹⁵ En España se produjo la convivencia de coyunturas alcistas del precio de la vivienda, con normativas que, a la vez, limitaban la subida de alquileres y protegían la estabilidad de los inquilinos, con el triple efecto de reducir la rentabilidad y la liquidez y de elevar el riesgo del arrendamiento de viviendas, desincentivando esta modalidad de inversión y, con ello, la oferta de viviendas en alquiler.

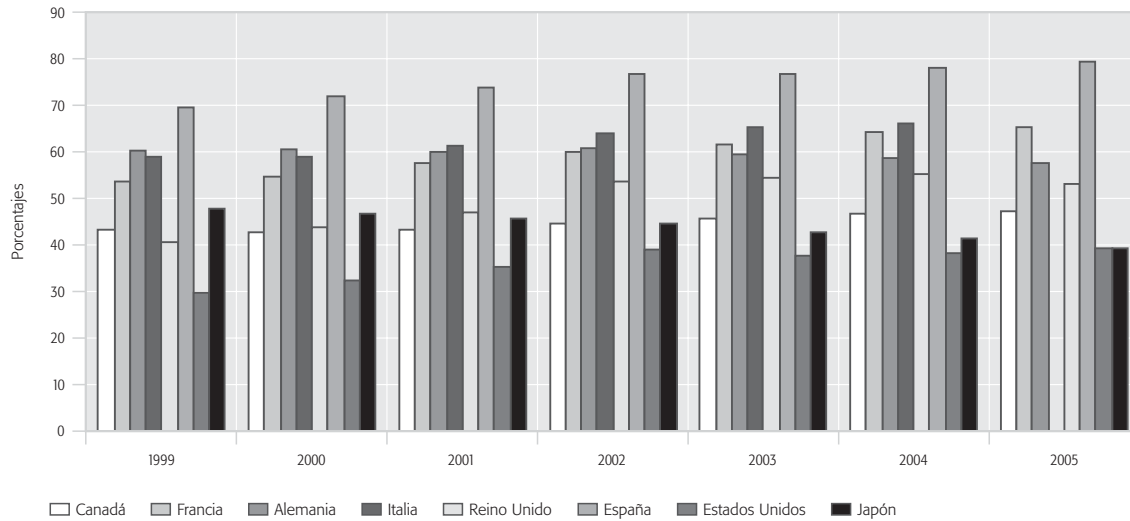
¹⁶ Hoy día estas desgravaciones se han extendido alcanzando incluso a países, como Holanda, tradicionalmente orientados al alquiler, incentivando la preferencia de los hogares por ocupar su vivienda en propiedad. En momentos de muy bajos tipos de interés y fuertes subidas de precios, estas desgravaciones hacen de la vivienda un destino para la colocación del ahorro de los hogares mucho más atractivo que los que normalmente pueden ofrecer otros productos financieros. En España, cerca de setecientos mil declarantes del IRPF disfrutaban de desgravación por compra de vivienda.

¹⁷ En los países europeos con más vivienda social, como Holanda o el Reino Unido (que suponía en 1980, respectivamente, el 39 y el 33 por 100 del *stock*), no solo alcanzaba a albergar a los muy pobres, sino a buena parte de las clases medias, facilitando la temprana emancipación de los jóvenes.

¹⁸ Sobre la naturaleza del mercado profesionalizado de alquiler existente en otros países europeos y la singularidad del caso español, véase INURRIETA (2007).

Gráfico 4

PESO DE LOS ACTIVOS NO FINANCIEROS EN EL TOTAL DE LA RIQUEZA DE LOS HOGARES, 1999-2005
(Porcentajes)



Fuente: España: Naredo, Carpintero y Marcos (2005, actualizado). Resto de países: OECD: *Economic Outlook*.

En lo que sigue, se utiliza la información disponible del balance de los hogares por países¹⁹, para analizar la evolución reciente del patrimonio inmobiliario y el endeudamiento hipotecario. La evolución del peso de los activos no financieros —mayoritariamente compuesto por activos inmobiliarios— en el patrimonio de los hogares de los países considerados se acomoda a la interpretación antes expuesta. De ahí que los que siguen mejor al primero de los modelos indicados, hayan vivido con más intensidad el presente *boom* inmobiliario, haciendo que aumente con más fuerza el peso de los activos no financieros en el patrimonio de los hogares.

El gráfico 4 muestra que España se sitúa a la cabeza en el peso de los activos no financieros sobre patrimonio de los hogares, seguido de Italia y Francia. La ratio activos no financieros/ activos financieros (ANF/AF), recogido en el gráfico 5, hace más marcada esta diferencia. En ambos gráficos se observa que los únicos dos países que no siguen esta trayectoria son Alemania y Japón, que, junto

con Suiza, han permanecido al margen del presente *boom* inmobiliario²⁰.

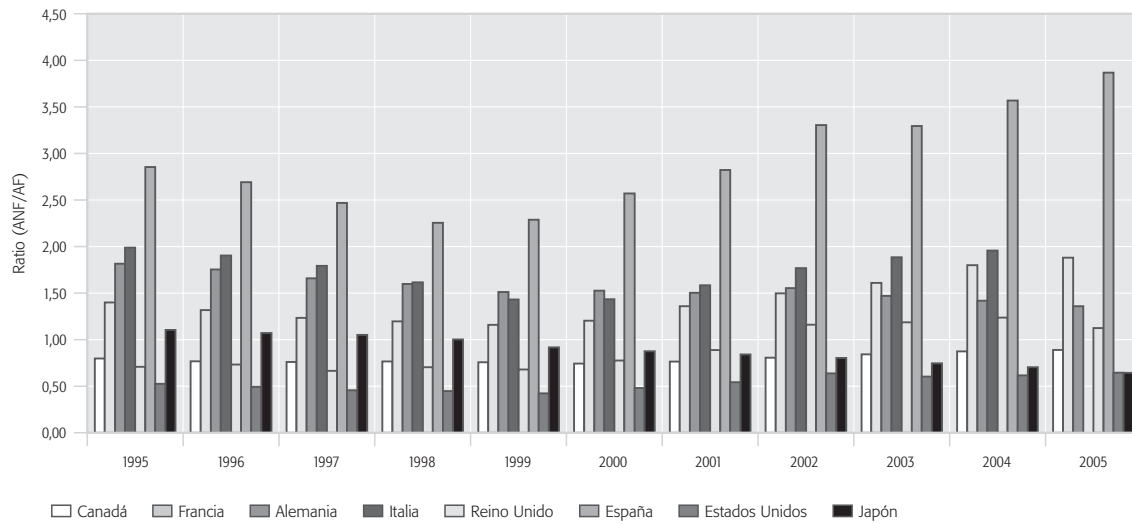
El gráfico 6 muestra, además, que los activos no financieros de Alemania y Japón han perdido también peso con relación a la renta disponible de los hogares, rebajando su tasa de endeudamiento y permitiendo la recuperación de su ahorro invertido en activos financieros. La evolución del panorama patrimonial de los hogares observada en Alemania se sitúa en las antípodas de la de España (gráfico 7). Mientras en Alemania se observa una atonía de la inversión en vivienda, que se corresponde con una fuerte expansión del ahorro y la inversión financiera de los hogares (medida por el saldo anual de operaciones financieras netas), en el caso de España ocurre lo contrario: la fuerte expansión de la inversión en vivienda ocasiona el declive de la inversión financiera de los hogares hasta hacerla negativa en los últimos tres años, en los que —como hemos visto— aquellos demandan financiación neta adicional al sistema financiero en vez de otorgársela. Esto

¹⁹ Se han tomado los balances de los hogares que recoge la OECD: *Economic Outlook*, completados con el del Reino Unido (tomado de las estadísticas del propio país y con el de España estimado en NAREDO *et al.* (2005), actualizándolo para 2005 y 2006. Se ha tomado la evolución de los activos no financieros de los hogares como representativa de sus activos inmobiliarios, al no disponer de esta última rúbrica en la estadística de la OECD, utilizada como fuente principal.

²⁰ No cabe entrar en el análisis detallado de los países profundizando en casos tan diferentes, pero si interpretar que Alemania y Japón acusan todavía la resaca del *boom* inmobiliario anterior (de finales de los ochenta y principios de los noventa) y sufren coyunturas recesivas que explican en parte la atonía de su actividad inmobiliaria, además de que el gran peso de *stock* de viviendas en alquiler, propio de Alemania y Suiza, ha debido paliar en ellos los efectos de la alcista coyuntura inmobiliaria internacional.

Gráfico 5

RELACIÓN ENTRE ACTIVOS NO FINANCIEROS Y FINANCIEROS DE LOS HOGARES, 1995-2005



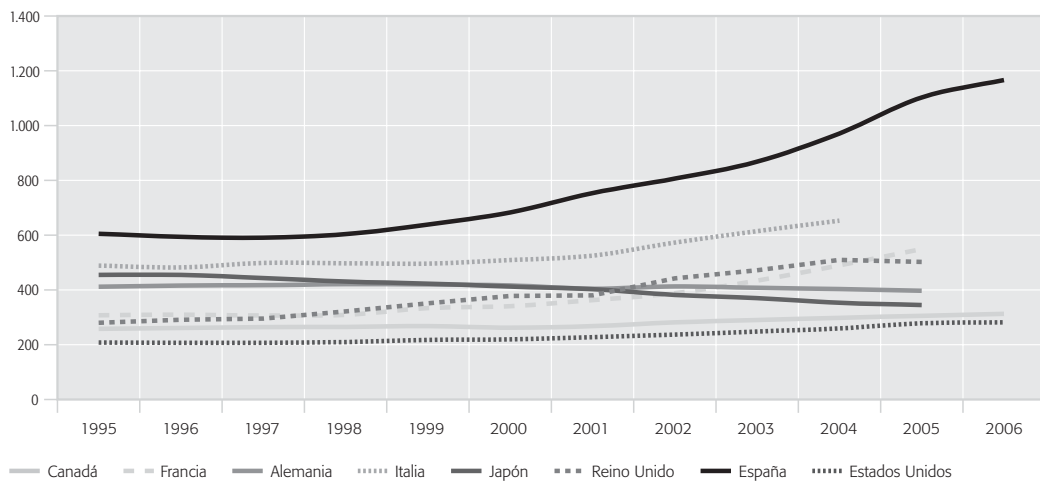
Fuente: España: Naredo, Carpintero y Marcos (2005, actualizado). Resto de países: OECD: *Economic Outlook*.

tiene que ver con el acusado déficit por cuenta corriente de la economía española, que la obliga a financiarse con cargo al resto del mundo, siguiendo el ejemplo de Esta-

dos Unidos. Dado que, en el modelo imperante en el presente *boom* inmobiliario, la inversión en vivienda supone construcción nueva financiable por los hogares, el fuerte

Gráfico 6

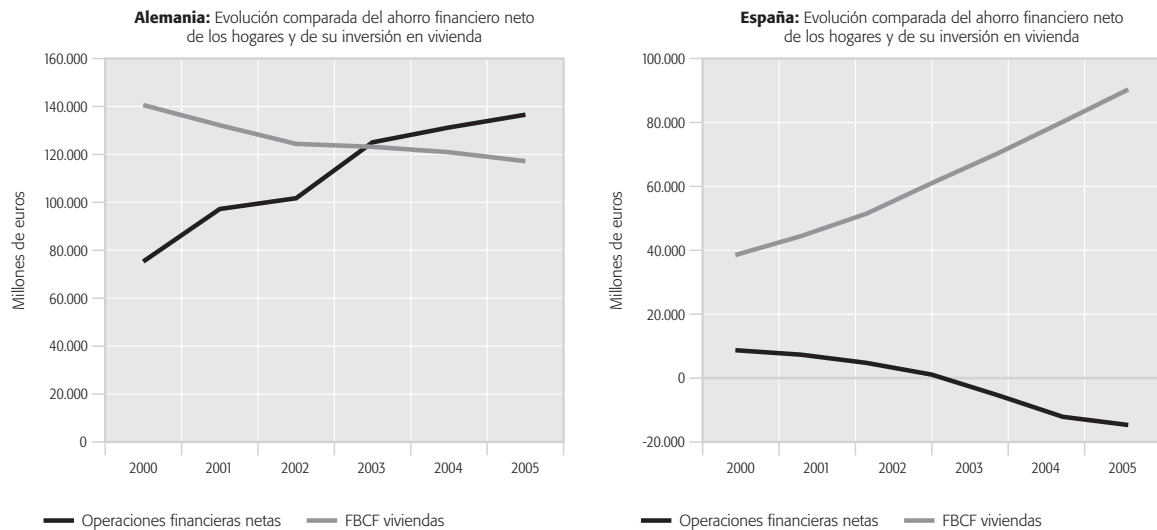
RELACIÓN ENTRE ACTIVOS NO FINANCIEROS Y RENTA BRUTA DISPONIBLE DE LOS HOGARES, 1995-2006 (Porcentajes)



Fuente: España: Naredo, Carpintero y Marcos (2005, actualizado). Resto de países: OECD: *Economic Outlook*.

Gráfico 7

EVOLUCIÓN COMPARADA DE LA INVERSIÓN FINANCIERA NETA Y DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA DE LOS HOGARES

Fuente: OCDE: *Financial Statistics*.

crecimiento de aquella suele originar el declive de las operaciones financieras netas de los hogares, observable también en otros países²¹.

La caída de las operaciones financieras netas de los hogares, observada en España y otros países, no sólo se debe a que la inversión en vivienda recorte las otras posibles opciones de colocar sus ahorros, sino que les exige además un fuerte endeudamiento hipotecario que reduce todavía más su saldo de operaciones netas²². El gráfico 8 muestra la evolución por países de la ratio de endeudamiento hipotecario, o a largo plazo, de los hogares con relación a su renta disponible. El caso de España destaca, una vez más, por la intensidad del crecimiento y el nivel alcanzado, que en los últimos dos años se sitúa ya por encima del de todos los países considerados. También cabe observar el crecimiento de esta ratio en todos los países del gráfico, con la excepción de Alemania y Japón, así como el hecho de que en aque-

llos con menores tasas de endeudamiento²³ de los hogares su ahorro financiero²⁴ sea mayor.

Sin embargo, el fuerte crecimiento de los precios de la vivienda en los últimos años ha aumentado notablemente la riqueza inmobiliaria de los hogares, situándose estos aumentos muy por encima de los de su endeudamiento hipotecario. De esta manera, el patrimonio neto de los hogares ha crecido con gran pujanza en los países más afectados por el presente *boom* inmobiliario, que suelen ser los más acordes con el primero de los modelos institucionales señalados. Tal y como se observa en el gráfico 9, España vuelve a encabezar este crecimiento: en el último decenio (1996-2006) el patrimonio neto de los hogares casi se duplicó, pasando de multiplicar su renta disponible de siete en 1996 a 13 en 2006. Y se estima que la revalorización del patrimonio inmobiliario urbano contribuyó a explicar el 85 por 100 del aumento del patrimonio neto de los hogares españoles registrado en el período indicado.

²¹ Este fenómeno, ejemplificado por España, resulta también bastante marcado durante el último quinquenio en Suecia, Reino Unido y, sobre todo, en Polonia. Sin embargo en Italia y Francia las operaciones financieras netas de los hogares se mantienen a niveles elevados.

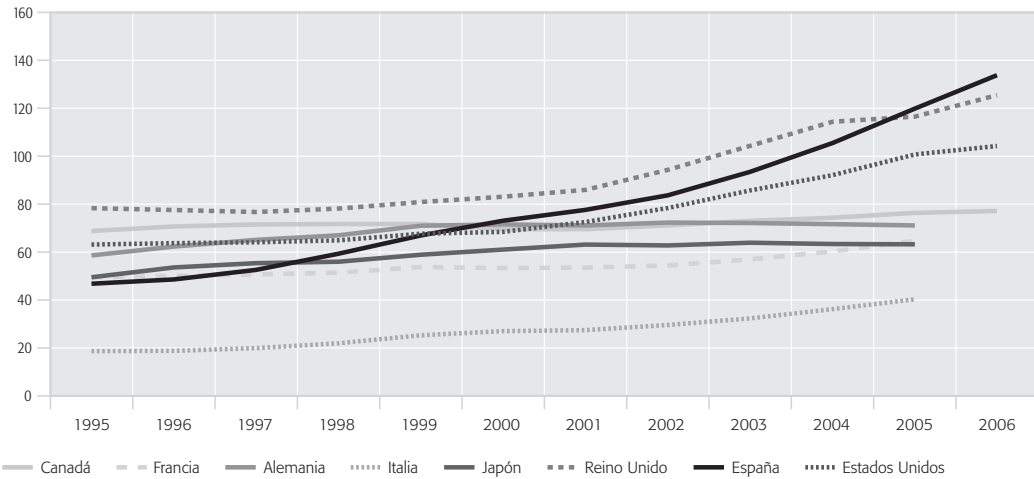
²² Además dicho endeudamiento demandará parte de sus futuros ahorros, orientados a atender el servicio de la deuda.

²³ El peso tan singularmente bajo del crédito hipotecario en Italia se debe a que algunas fisuras del marco institucional, a la hora de asegurar la posición de los prestamistas, no han incentivado esta modalidad de crédito.

²⁴ Medido por el saldo positivo de operaciones financieras netas, que, como ya se ha indicado, mantiene para Italia y Francia niveles elevados.

Gráfico 8

PORCENTAJE DE ENDEUDAMIENTO HIPOTECARIO O A LARGO PLAZO DE LOS HOGARES EN RELACIÓN CON SU RENTA DISPONIBLE, 1995-2006



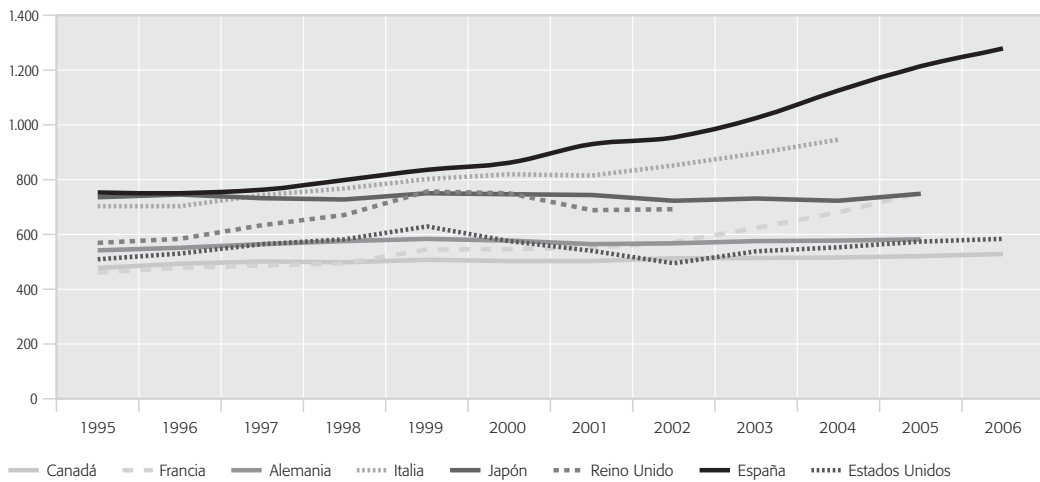
Fuente: España: Naredo, Carpintero y Marcos (2005, actualizado). Resto de países: OECD: *Economic Outlook*.

Cuando esta percepción de enriquecimiento se encuentra en la base del llamado "efecto riqueza", que contribuye a alterar el comportamiento de los hogares, interesa preguntarse por la calidad de las estimaciones que la respaldan, ya que arrojan nuevos componentes de riesgo.

Cabe concluir, por tanto, que el reciente *boom* inmobiliario ha contribuido a alterar, con intensidad variable según los países, la estructura del balance de los hogares. Por una parte, ha otorgado mayor peso a la vivienda en su patrimonio, en detrimento de los otros activos reales

Gráfico 9

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO NETO DE LOS HOGARES RESPECTO DE LA RBD, 1995-2006 (Porcentajes)



Fuente: España: Naredo, Carpintero y Marcos (2005, actualizado). Resto de países: OECD: *Economic Outlook*.

y financieros. Por otra, ha engrosado sus pasivos con un mayor endeudamiento hipotecario, lo que plantea nuevas situaciones de riesgo, tanto para los hogares como para las entidades financieras y la economía en su conjunto, como veremos a continuación.

4. Riesgos y perspectivas

La valoración del *stock* de vivienda se realiza, de acuerdo con las recomendaciones del SEC-95, aplicando la información disponible de los precios del metro cuadrado a la superficie del *stock*. Se obtiene así una estimación del valor de un *stock* aplicándole los precios de transacciones que afectan a una pequeña fracción del mismo, lo que presupone que sólo una pequeña fracción de ese *stock* puede realizarse a esos precios, siendo por lo tanto el conjunto así valorado una riqueza teórica, que sólo existe a condición de que no se ponga masivamente en venta. La naturaleza de valor virtual que el método de valoración indicado atribuye al *stock* de vivienda se acentúa cuando —como ocurre en el caso de España— no existe información solvente e inmediata de los precios de mercado de la vivienda, sino sólo la referida a los de tasación, que muestran una mayor inercia y aversión a la baja que los de mercado, o a precios escriturados que difieren de los efectivos²⁵.

Cuando el mercado se enfría, el número de operaciones disminuye y el período de venta se dilata, haciendo que los oferentes más necesitados de liquidez acaben vendiendo a precios muy inferiores a los de tasación, lo que no tiene un reflejo estadístico. Si la coyuntura inmobiliaria inflexiona a la baja, la opacidad informativa tiende a evitar ajustes bruscos de precios, haciendo que los de consenso se mantengan por encima de los de mercado a costa de forzar la iliquidez del patrimonio inmobiliario así valorado, contribuyendo a prolongar artificialmente los períodos de venta, para que la inflación diluya el ajuste a lo largo del tiempo logrando el “aterizaje suave”, deseado por tantos. La desaceleración en el crecimiento del número de hipotecas y de transmisiones inmobiliarias registradas y la disminución

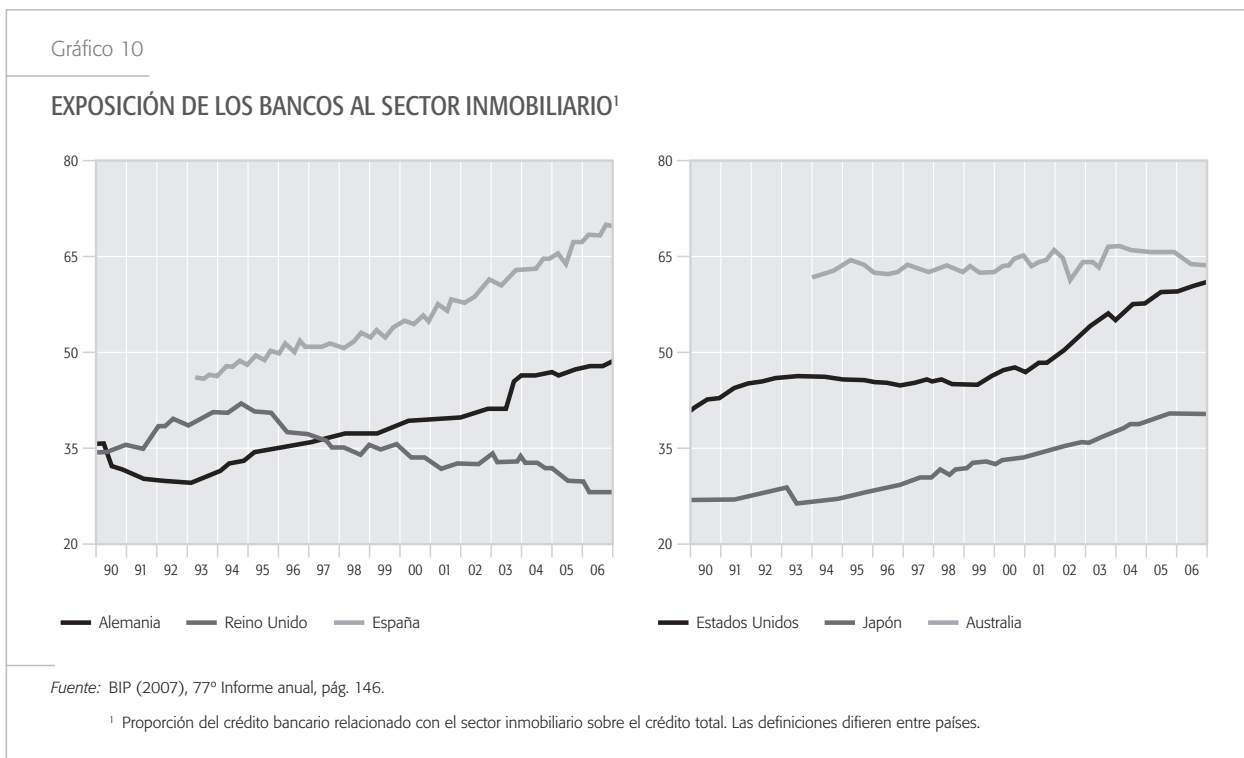
²⁵ En el caso de España, los índices oficiales de precios de la vivienda son trimestrales y no recogen valores de mercado, sino de tasación estimados por empresas vinculadas a —o que trabajan mayoritariamente para— las entidades financieras que otorgan el crédito hipotecario. Lamentablemente, los valores escriturados, recogidos por notarios y registradores, difieren también de los valores de mercado, al estar generalizadas las prácticas de ocultación, dejando sin representatividad esta importante fuente de datos (en países, como Francia, en los que existe una mayor coincidencia de los valores escriturados con los de mercado, el registro de notarías aporta una información muy completa y fiel de las transacciones del mercado inmobiliario).

del número de tasaciones, observadas en 2006, son síntomas inequívocos de que la ralentización en las compraventas de viviendas se había iniciado ya en España en ese año. Y quizá el dato más relevante que acredita que este proceso tiende a acentuarse en 2007 sea que la recaudación del impuesto de transmisiones patrimoniales —que había venido mostrando fuertes crecimientos, impulsado por el auge de las operaciones inmobiliarias— ha acusado una caída importante durante la primera mitad del año 2007, comprometiendo los recursos en autonomías cuya recaudación está muy vinculada al negocio inmobiliario. Por otro lado, este panorama podría alterarse con la entrada de nuevos operadores que aporten agilidad y transparencia al mercado inmobiliario, facilitando la realización de activos mediante procedimientos de subasta amplia e informada comparables a los que existen en los mercados bursátiles. Algunos atisbos apuntan, en el caso de España, en este sentido²⁶, lo que facilitaría el temido ajuste vía precios. Los escenarios y perspectivas que se abren a la economía española a partir de estas circunstancias son variados. Aunque no es el objeto de este artículo revisarlos, valga subrayar un rasgo diferencial importante respecto a otras circunstancias de crisis inmobiliaria y económica: la holgura presupuestaria de la economía española para favorecer un declive suave de la actividad. Cabe pensar que, desde el punto de vista general, el colchón del superávit presupuestario español permitirá activar políticas anticíclicas que no suelen estar al alcance de la mayoría de los países que atraviesan situaciones críticas.

Pero cualquiera que sea el contexto mencionado no evita el riesgo al que se ven sometidos los hogares endeudados, que se agravaría si decayera la actividad económica. Los precios de mercado de las viviendas pueden bajar recortando de hecho el valor efectivo del patrimonio inmobiliario de los hogares, sin que su endeudamiento hipotecario se reduzca en consonancia. Como señala White (2006)²⁷ “el ahorro asociado con aumentos de riqueza ilusoria es un ahorro ilusorio”. El problema estriba en que mientras el ahorro en viviendas asociado a revalorizaciones de precios corre el riesgo de desinflarse, no ocurre lo mismo con el endeudamiento contraído para adquirirlas. Es más, el servicio de la deuda amenaza incluso con aumentar con las subidas de tipo de interés, acentuando el riesgo de los hogares con créditos hipotecarios sometidos

²⁶ En los últimos tiempos están tomando auge las subastas, tanto por entidades especializadas en subastar, no sólo los inmuebles de “impagados” sino también de particulares o empresas que quieren venderlos con rapidez y transparencia, como por grandes propietarios institucionales que hacen uso de internet, un nuevo canal abierto para ello, (véase, “Adiós a los subasteros. Firms especializadas abren las pujas inmobiliarias a los inversores”, *La Vanguardia*, 16 de mayo, 2006).

²⁷ WHITE, 2006.



a tipos variables, como es el caso general en España²⁸. En el límite, el hecho de que el valor de los activos pueda hacerse ilíquido, o recortarse drásticamente a la hora de realizarlo, pero el de los pasivos no, haría aconsejable el impago de estos si llegan a quedar por encima del valor efectivo de venta del bien hipotecado. Es estos casos, el riesgo de los hogares se traslada directamente a las entidades financieras acreedoras del crédito hipotecario.

El gráfico 10 denota que la exposición de las entidades financieras al riesgo inmobiliario se sitúa también en España a la cabeza del ranking mundial, habida cuenta del gran peso que tiene el crédito en su cartera a la compra, construcción y promoción inmobiliaria, en consonancia con la importancia que tienen las actividades constructivas e inmobiliarias en la economía nacional²⁹. Conscientes de este riesgo, las entidades financieras han iniciado, sobre todo a partir de 2002, un intenso proceso

de titulación de su deuda hipotecaria, para traspasar el riesgo a los compradores de los títulos emitidos: actualmente el 36 por 100 de la deuda hipotecaria española está titulada. Aunque esta situación de riesgo no tiene precedentes, también hay que recordar que los sistemas bancarios de los países europeos ocupan posiciones bastante sólidas: sus niveles de capital y de beneficio son elevados y sus áreas de negocio relativamente diversificadas. Pero también es evidente que el elevado peso e incidencia adquiridos por el sector inmobiliario y de la construcción observado en países como España, acentúa el riesgo de que la previsible recesión inmobiliaria se extienda al conjunto de la economía.

A la vista de lo anterior, puede decirse que la exposición de la economía española a los riesgos inmobiliarios supera, en todos los aspectos, a la de los otros países considerados. Cuando la suerte ya está echada, el que los riesgos teóricos indicados se traduzcan en efectivos y afecten en mayor o menor medida a la economía en su conjunto, dependerá de la habilidad con la que se gestione la crisis inmobiliaria que se avecina. Algunos se han atrevido a diseñar posibles escenarios (Chaney y Milles, 2007, y Milles *et al.*, 2007)³⁰, pero no es la prospectiva lo ahora nos ocupa, sino el propósito de aclarar algunos aspectos esenciales del panorama económico actual.

²⁸ España es el país europeo con mayor porcentaje de crédito hipotecario contratado a interés variable, en momentos en los que los tipos alcanzaron mínimos históricos. Mientras que en España y Portugal la casi totalidad de los créditos hipotecarios son a interés variable, la media europea no llega al 50 por 100, con países como Holanda que apenas supera el 10 por 100, Dinamarca el 15, Suecia el 35, ... (datos de la Asociación Hipotecaria Española: www.ahe.es).

²⁹ En los últimos tiempos, este riesgo se está empezando a manifestar ligeramente con el repunte de la morosidad, tanto en el crédito hipotecario al comprador, como en el crédito al promotor.

³⁰ Véase, por ejemplo, CHANEY y MILLES (2007) y MILLES *et al.* (2007).

Bibliografía

- BARCHIN, P. (1996): *Housing Policy in Europe*, Routledge, Londres, Nueva York.
- BOVER, O. (2005): "Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo", *Boletín Económico del Banco de España*.
- CHANEY, E. y MILLES, D. K. (2007): "Spanish Economics. Three Scenarios for the end of the Party", *Morgan Stanley Research*, 4 de mayo, 2007.
- GARCÍA ENTERRÍA, P. y NAREDO, J. M. (1996): "Composición y distribución del patrimonio inmobiliario urbano", en VVAA, *La desigualdad de recursos*, Madrid, Fundación Argentaria y Visor Distribuciones, págs. 215-255.
- INURRIETA, A. (2007): *Mercado de vivienda de alquiler en España: más vivienda social y más mercado profesionalizado*, Madrid, Fundación Alternativas, Doc. de trabajo 113/2007.
- MARCOS, C.; CARPINTERO, O. y NAREDO, J. M. (2005): "El patrimonio en vivienda y su distribución regional", publicados ambos en *Cuadernos de Información Económica*, núm. 186.
- MILLES, D. K.; BELDARRAIN, P. y MARTÍNEZ DE OLCOZ, J. (2007): "Spanish housing. The Spanish Housing Market: What Happens After de Boom?", *Morgan Stanley Research*, 15 de mayo, 2007.
- NAREDO, J. M.; CARPINTERO, O. y MARCOS, C. (2002): "Los aspectos patrimoniales de la coyuntura económica actual: nuevos datos e instrumentos de análisis", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 171.
- (2005): *Patrimonio inmobiliario y Balance Nacional de la economía española (1991-2004)*, FUNCAS, colección Ensayos.
- TRILLA, C. (2001): *La política de vivienda en una perspectiva europea comparada*, Barcelona, Fundación La Caixa (accesible en www.estudios.lacaixa.es).
- WHITE, W. (2006): "Measured wealth, real wealth and de illusion of saving", Ponencia inaugural en la *Conference on Measuring the financial position of the household sector*, organizada por el Irving Fisher Committee del Banco Internacional de Pagos, en Basilea, 30-31 de agosto, 2006 (accesible en la página web del Bank for International Settlements: www.bis.org).

PRECISIONES SOBRE LA ESTIMACIÓN DEL VALOR DEL STOCK DE VIVIENDA A PRECIOS DE MERCADO O POR EL MÉTODO DE INVENTARIO PERMANENTE

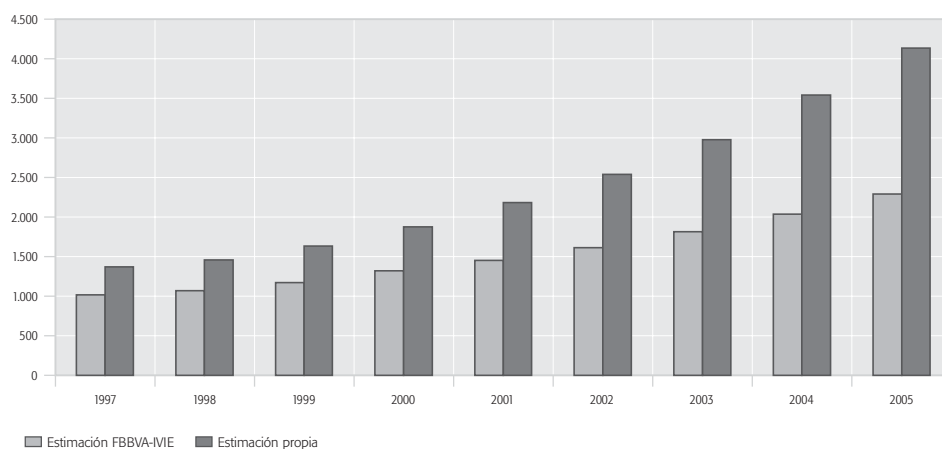
Merece la pena hacer un breve comentario sobre las notables diferencias que se observan entre la estimación aquí presentada del valor del *stock* de vivienda y la contenida en la última actualización del *stock* de capital —con revisión metodológica incluida— elaborada por la Fundación BBVA-IVIE (2007). La finalidad de este último trabajo ha sido estimar el valor del *stock* de capital en sus dos dimensiones (pública y privada) utilizando para ello el “método del inventario permanente”, que valora el *stock* de capital acumulando la inversión que ha exigido su obtención. Este método es el único posible para aproximarse a las dotaciones de capital público en distintos tipos de infraestructuras e instalaciones, cuyo valor de mercado no existe o resulta difícil de precisar (carreteras, aeropuertos, hospitales, ...), de modo que los trabajos de la FBBVA-IVIE ofrecen la única estimación completa disponible de este *stock* de capital público, por comunidades autónomas. Sin embargo, y a pesar de las modificaciones introducidas, se sigue aplicando la misma metodología del “inventario permanente” para estimar todo el capital privado, aunque en ocasiones se disponga de precios que permiten valorarlo directamente, a precios de mercado, como suele ocurrir con algunos componentes del patrimonio inmobiliario o, como es usual, con la mayoría de los activos financieros.

La comparación ilustrada por el gráfico adjunto muestra la diferencia de la estimación del *stock* de capital *bruto* en vivienda obtenido por FBBVA-IVIE, por el procedimiento antes señalado con nuestra estimación del valor del *stock* en vivienda registrado a precios de mercado. Nuestra valoración del *stock* de vivienda se realiza, de acuerdo con las recomendaciones del SEC-95, a precios de mercado, aplicando para ello la información disponible de los precios del metro cuadrado de vivienda a la superficie del *stock*. Las diferencias entre una y otra son elocuentes: mientras en 2005, el valor de la primera de las estimaciones ascendía a 2,29 billones de euros, la cifra obtenida a precios de mercado casi doblaba a la anterior, alcanzando un valor de 4,13 billones de euros. Por otro lado, esta última cifra casi iguala al valor obtenido por la Fundación BBVA-IVIE para el conjunto del *stock* de capital de la economía española que cifran en 4,7 billones de euros para 2005, lo que pone de relieve la importancia de nuestras estimaciones a precios de mercado de ciertas rúbricas con el fin de obtener una imagen lo más certera posible.

La diferencia entre ambos valores cabe achacarla a los distintos criterios de valoración. Sobre todo a que la estimación con base en el inventario permanente hace abstracción de las revalorizaciones de los objetos patrimoniales a lo largo de su existencia, que resultan muy relevantes en el caso de los inmuebles. Así, las cifras de la FBBVA-IVIE no incorporan el valor de los terrenos mientras que nuestra estimación se realiza a precios de mercado valorando el inmueble completo. Aplicar esta división al patrimonio inmobiliario genera algunos problemas de valoración: el valor aplicado al suelo es un valor residual que acumula todas las revalorizaciones, ya que se obtiene, normalmente, por diferencia entre el valor del inmueble y su coste de construcción. Este modo de proceder hace que se atribuyan las variaciones de valor al suelo y no a los inmuebles, pese a que es la variación de valor de éstos —en tanto que *producto final*— la que condiciona a la del suelo como un fenómeno insoluble.

Gráfico

COMPARACIÓN CON LA ESTIMACIÓN DEL STOCK DE VIVIENDA DE FBBVA-IVIE
(Miles de millones de euros)



Fuente: Elaboración propia. Para FBBVA: Mas, M.; Pérez, F. y Uriel, E. (dirs.), (2007): *El stock y los servicios de capital en España y su distribución territorial (1964-2005)*. Nueva metodología, Fundación BBVA, Bilbao.

Anexo II

SUPERFICIE CONSTRUIDA, PRECIOS Y VALOR DEL PATRIMONIO INMOBILIARIO POR CC.AA.(Miles de millones de m², euros/m², y millones de euros)

	Superficie construida			Precios implícitos			Valor		
	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva
Andalucía									
1997	354,4	348,2	6,2	502,8	502,0	548,5	178.170,7	174.795,3	3.375,4
1998	360,0	353,5	6,4	516,1	514,7	592,5	185.796,5	181.976,5	3.820,0
1999	366,4	359,1	7,3	561,1	559,1	657,2	205.591,8	200.808,6	4.783,1
2000	373,3	365,6	7,7	628,4	625,5	762,1	234.584,8	228.685,7	5.899,0
2001	381,1	371,3	9,9	730,6	726,8	874,3	278.456,5	269.833,4	8.623,1
2002	393,0	380,6	12,4	844,9	839,2	1.022,4	332.046,4	319.409,2	12.637,2
2003	406,8	394,0	12,9	1.000,5	994,0	1.198,7	407.020,4	391.606,9	15.413,6
2004	421,2	406,6	14,6	1.226,0	1.219,8	1.399,0	516.416,6	496.010,5	20.406,2
2005	436,6	421,0	15,6	1.407,7	1.399,6	1.624,5	614.566,1	589.202,0	25.364,0
2006	453,2	436,2	17,0	1.562,5	1.552,5	1.819,6	708.176,8	677.249,8	30.927,1
Aragón									
1997	65,8	64,8	1,0	555,2	553,7	654,4	36.520,1	35.878,4	641,7
1998	66,5	65,6	1,0	582,6	580,7	711,6	38.768,9	38.069,8	699,1
1999	67,4	66,3	1,1	663,7	661,0	832,2	44.718,7	43.841,1	877,6
2000	68,2	67,2	1,1	770,3	767,9	925,3	52.546,7	51.572,7	974,0
2001	69,3	68,0	1,3	876,8	873,4	1.055,7	60.748,9	59.369,6	1.379,3
2002	71,0	69,3	1,7	1.025,7	1.022,7	1.150,3	72.812,9	70.853,2	1.959,7
2003	73,1	71,1	2,0	1.148,8	1.145,3	1.269,4	83.987,0	81.406,7	2.580,3
2004	75,4	73,1	2,3	1.345,5	1.341,7	1.467,2	101.408,5	98.018,6	3.389,8
2005	77,6	75,3	2,3	1.560,3	1.557,0	1.666,8	121.145,7	117.275,7	3.870,0
2006	80,4	77,6	2,8	1.764,2	1.758,1	1.935,8	141.770,0	136.406,9	5.363,1
Asturias									
1997	47,8	47,1	0,6	644,0	642,2	779,4	30.767,3	30.280,4	486,9
1998	48,3	47,6	0,7	669,4	667,3	820,2	32.308,2	31.770,5	537,7
1999	48,8	48,1	0,7	728,2	725,9	888,3	35.534,1	34.916,1	618,0
2000	49,3	48,6	0,7	798,8	796,1	993,0	39.387,1	38.721,9	665,2
2001	50,1	49,2	0,9	865,7	861,0	1.114,0	43.365,6	42.325,0	1.040,6
2002	51,2	50,0	1,2	959,8	953,0	1.255,4	49.132,6	47.678,7	1.453,9
2003	52,2	51,2	1,0	1.065,0	1.058,4	1.404,1	55.560,9	54.159,0	1.402,0
2004	53,0	52,1	0,9	1.211,7	1.205,9	1.558,5	64.236,9	62.863,1	1.373,8
2005	53,9	53,0	1,0	1.372,1	1.366,5	1.681,0	74.002,5	72.395,7	1.606,8
2006	55,0	53,9	1,1	1.525,0	1.518,8	1.829,3	83.883,4	81.850,4	2.033,0
Baleares									
1997	59,2	58,5	0,7	616,8	615,5	728,5	36.536,4	36.033,4	503,0
1998	59,8	59,1	0,7	715,2	713,4	864,9	42.742,4	42.134,3	608,1
1999	60,4	59,6	0,8	904,4	902,4	1.058,4	54.592,2	53.772,4	819,7
2000	61,0	60,2	0,8	1.097,3	1.095,1	1.264,6	66.922,1	65.910,0	1.012,0
2001	61,6	60,8	0,8	1.247,8	1.244,8	1.466,2	76.877,2	75.644,1	1.233,1
2002	62,5	61,6	0,9	1.382,9	1.379,7	1.600,1	86.429,1	84.971,7	1.457,4
2003	63,5	62,6	0,9	1.536,8	1.534,0	1.731,9	97.560,9	95.995,2	1.565,7
2004	64,1	63,4	0,7	1.714,3	1.712,8	1.851,2	109.951,7	108.658,8	1.292,9
2005	64,7	64,1	0,6	1.922,2	1.920,4	2.124,3	124.325,2	123.096,3	1.228,9
2006	65,3	64,6	0,6	2.165,9	2.164,4	2.325,5	141.346,9	139.881,3	1.465,7

Anexo II (continuación)

SUPERFICIE CONSTRUIDA, PRECIOS Y VALOR DEL PATRIMONIO INMOBILIARIO POR CC.AA.

(Miles de millones de m², euros/m², y millones de euros)

	Superficie construida			Precios implícitos			Valor		
	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva
Canarias									
1997	86,8	85,3	1,4	649,1	648,3	702,0	56.320,8	55.313,0	1.007,8
1998	88,1	86,5	1,5	714,1	713,0	775,4	62.884,5	61.706,3	1.178,1
1999	89,6	87,8	1,7	822,2	821,2	873,5	73.648,9	72.136,2	1.512,7
2000	91,1	89,4	1,7	955,8	955,5	972,0	87.068,4	85.390,1	1.678,3
2001	92,5	90,8	1,7	1.076,2	1.076,1	1.084,2	99.550,1	97.671,3	1.878,8
2002	94,5	92,4	2,1	1.179,4	1.179,7	1.166,2	111.493,4	109.060,1	2.433,4
2003	97,0	94,7	2,3	1.284,3	1.284,1	1.290,2	124.541,5	121.550,6	2.990,9
2004	99,4	96,9	2,5	1.382,6	1.380,7	1.454,7	137.485,2	133.822,1	3.663,1
2005	101,8	99,4	2,5	1.531,8	1.529,7	1.619,2	156.001,6	152.024,0	3.977,6
2006	104,0	101,8	2,3	1.687,1	1.686,5	1.714,0	175.504,9	171.623,8	3.881,1
Cantabria									
1997	27,9	27,4	0,4	714,8	711,9	901,6	19.921,0	19.540,7	380,3
1998	28,2	27,8	0,5	744,8	743,0	849,3	21.037,3	20.637,6	399,7
1999	28,7	28,2	0,5	796,8	795,1	884,9	22.858,0	22.384,4	473,6
2000	29,2	28,6	0,6	895,2	892,9	996,2	26.173,8	25.531,7	642,2
2001	30,0	29,1	0,9	1.036,5	1.032,3	1.168,9	31.069,6	30.002,2	1.067,3
2002	31,1	30,0	1,1	1.184,6	1.181,4	1.272,9	36.825,1	35.410,3	1.414,8
2003	32,5	31,2	1,3	1.311,8	1.307,0	1.430,8	42.583,6	40.775,9	1.807,6
2004	33,7	32,4	1,3	1.463,1	1.458,1	1.592,9	49.293,1	47.299,5	1.993,6
2005	34,8	33,7	1,1	1.684,8	1.684,6	1.689,9	58.648,4	56.711,2	1.937,2
2006	36,0	34,8	1,2	1.874,5	1.871,9	1.950,4	67.463,4	65.105,4	2.358,0
Castilla-La Mancha									
1997	110,1	107,9	2,1	879,9	845,5	759,9	96.838,8	91.256,0	1.615,0
1998	111,8	109,7	2,1	920,7	876,1	872,4	102.973,5	96.148,1	1.827,8
1999	113,8	111,5	2,2	981,0	939,9	892,0	111.609,8	104.842,7	1.987,2
2000	115,8	113,5	2,4	1.072,4	1.029,6	960,5	124.230,4	116.829,7	2.280,5
2001	118,2	115,4	2,8	1.163,2	1.118,5	1.026,3	137.449,4	129.070,8	2.836,3
2002	121,7	118,0	3,8	1.247,0	1.200,5	971,4	151.796,4	141.622,4	3.655,2
2003	126,1	121,8	4,3	1.338,7	1.293,3	904,8	168.739,4	157.504,6	3.859,2
2004	130,5	126,0	4,5	1.492,9	1.450,2	866,0	194.802,3	182.692,6	3.903,0
2005	136,3	130,4	5,9	1.627,6	1.611,4	858,0	221.861,2	210.143,4	5.068,7
2006	143,4	136,2	7,2	1.758,0	1.747,0	1.116,8	252.040,0	237.970,1	7.986,6
Castilla y León									
1997	149,7	147,3	2,3	389,5	356,7	534,8	58.308,3	52.563,1	1.253,4
1998	151,7	149,2	2,5	392,9	366,3	500,4	59.590,7	54.652,4	1.239,6
1999	153,7	151,2	2,6	416,1	386,9	546,1	63.973,7	58.487,9	1.400,8
2000	156,0	153,3	2,7	451,5	417,5	603,1	70.408,6	63.989,9	1.623,7
2001	158,3	155,2	3,1	505,3	467,1	681,7	79.975,4	72.485,0	2.097,1
2002	162,0	158,3	3,7	576,6	532,7	874,3	93.388,7	84.326,2	3.193,1
2003	166,0	162,4	3,6	663,7	618,2	1.128,2	110.171,0	100.414,8	4.010,2
2004	169,1	165,9	3,2	795,1	744,9	1.552,3	134.420,8	123.557,9	4.939,8
2005	172,7	168,9	3,8	973,5	911,3	2.049,3	168.118,0	153.933,6	7.717,8
2006	177,9	172,5	5,4	1.096,2	1.042,6	1.885,8	195.048,1	179.880,8	10.186,7

Anexo II (continuación)

SUPERFICIE CONSTRUIDA, PRECIOS Y VALOR DEL PATRIMONIO INMOBILIARIO POR CC.AA.(Miles de millones de m², euros/m², y millones de euros)

	Superficie construida			Precios implícitos			Valor		
	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva
Cataluña									
1997	327,6	322,7	4,9	791,0	769,3	844,5	259.138,8	248.267,3	4.129,7
1998	331,8	326,6	5,2	847,4	818,6	925,6	281.146,7	267.365,5	4.787,3
1999	336,3	330,8	5,6	964,1	935,2	1.032,0	324.254,4	309.340,9	5.740,1
2000	341,0	335,3	5,7	1.092,4	1.078,9	1.118,3	372.544,2	361.791,0	6.382,7
2001	349,6	343,0	6,6	1.225,5	1.224,0	1.224,3	428.459,0	419.852,9	8.092,1
2002	356,3	349,0	7,3	1.355,2	1.358,5	1.342,6	482.797,1	474.103,6	9.761,9
2003	359,6	353,0	6,6	1.542,8	1.553,5	1.507,2	554.808,7	548.331,2	10.008,8
2004	366,6	359,4	7,2	1.804,7	1.815,2	1.771,5	661.614,7	652.327,8	12.837,6
2005	375,6	366,4	9,3	2.012,8	2.021,0	1.988,4	756.084,9	740.452,7	18.419,9
2006	385,6	375,4	10,3	2.256,6	2.264,2	2.228,5	870.186,5	849.910,2	22.850,9
Comunidad Valenciana									
1997	277,7	273,5	4,2	486,1	484,4	597,5	134.997,8	132.513,4	2.484,3
1998	281,2	276,9	4,3	521,1	519,2	643,5	146.532,1	143.779,1	2.753,0
1999	285,1	280,5	4,6	578,0	575,8	709,7	164.768,1	161.477,3	3.290,7
2000	289,5	284,3	5,2	656,2	653,7	797,8	189.979,4	185.859,6	4.119,8
2001	297,6	291,3	6,3	745,9	742,5	905,3	222.017,3	216.317,0	5.700,2
2002	305,0	297,3	7,7	861,4	856,0	1.070,6	262.720,1	254.487,6	8.232,5
2003	310,0	302,3	7,7	994,0	987,7	1.241,4	308.170,2	298.583,5	9.586,7
2004	317,9	309,8	8,1	1.135,9	1.128,7	1.411,9	361.127,6	349.729,9	11.397,6
2005	327,3	317,7	9,6	1.346,3	1.337,0	1.652,1	440.650,5	424.780,6	15.869,9
2006	337,5	327,0	10,5	1.466,2	1.454,1	1.843,2	494.863,1	475.515,9	19.347,2
Extremadura									
1997	60,2	59,1	1,1	398,1	397,2	448,7	23.967,5	23.485,3	482,2
1998	61,2	60,0	1,2	414,3	413,4	461,9	25.338,8	24.802,9	535,9
1999	62,2	61,0	1,2	438,2	437,1	494,4	27.237,0	26.646,5	590,6
2000	63,2	62,0	1,2	468,9	467,6	537,2	29.616,8	28.975,1	641,7
2001	65,1	63,5	1,6	512,6	510,0	615,2	33.365,9	32.398,8	967,0
2002	66,6	64,9	1,8	564,9	561,8	679,1	37.649,9	36.458,1	1.191,8
2003	67,6	66,0	1,7	628,4	625,0	761,5	42.493,9	41.221,3	1.272,6
2004	69,3	67,6	1,7	718,6	714,7	873,6	49.783,4	48.297,7	1.485,8
2005	70,7	69,2	1,5	839,5	837,1	952,2	59.387,8	57.953,5	1.434,3
2006	72,1	70,7	1,4	932,9	931,5	999,3	67.287,8	65.847,9	1.439,9
Galicia									
1997	140,5	138,3	2,2	586,5	585,4	653,5	82.403,9	80.969,3	1.434,7
1998	142,3	140,1	2,2	606,4	604,8	706,6	86.312,6	84.727,3	1.585,3
1999	144,2	141,9	2,3	628,4	626,7	730,8	90.621,2	88.933,6	1.687,6
2000	146,1	143,8	2,3	674,7	673,0	784,1	98.594,3	96.769,1	1.825,1
2001	150,2	147,0	3,2	733,0	730,7	838,4	110.078,3	107.429,3	2.649,1
2002	153,7	149,9	3,9	791,8	788,7	911,1	121.728,2	118.200,9	3.527,3
2003	155,8	152,2	3,5	878,5	875,5	1.007,8	136.829,6	133.287,9	3.541,8
2004	159,2	155,7	3,5	998,1	995,1	1.131,8	158.915,4	154.898,1	4.017,4
2005	163,0	159,1	3,9	1.130,6	1.127,0	1.277,3	184.292,2	179.317,9	4.974,3
2006	167,1	162,9	4,2	1.277,1	1.271,5	1.493,8	213.351,9	207.090,0	6.261,9

Anexo II (continuación)

SUPERFICIE CONSTRUIDA, PRECIOS Y VALOR DEL PATRIMONIO INMOBILIARIO POR CC.AA.

(Miles de millones de m², euros/m², y millones de euros)

	Superficie construida			Precios implícitos			Valor		
	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva
Comunidad de Madrid									
1997	233,7	229,0	4,7	1.014,2	1.011,3	1.157,9	237.057,6	231.589,2	5.468,4
1998	238,2	233,2	5,0	1.032,9	1.029,1	1.211,8	246.024,7	239.945,9	6.078,7
1999	242,4	237,6	4,8	1.106,2	1.102,9	1.269,4	268.175,9	262.062,0	6.113,9
2000	246,7	241,9	4,9	1.226,9	1.223,6	1.391,7	302.690,8	295.934,9	6.756,0
2001	254,6	248,2	6,3	1.410,6	1.407,5	1.532,3	359.076,1	349.373,6	9.702,5
2002	260,7	253,5	7,1	1.706,5	1.704,9	1.764,2	444.820,8	432.218,9	12.601,9
2003	264,6	257,8	6,8	2.069,2	2.070,1	2.036,6	547.506,0	533.581,9	13.924,1
2004	271,8	264,6	7,2	2.422,6	2.425,4	2.322,9	658.442,6	641.683,0	16.759,6
2005	278,8	271,7	7,1	2.720,0	2.722,2	2.635,3	758.338,7	739.748,9	18.589,8
2006	285,9	278,6	7,3	2.916,8	2.918,2	2.864,2	833.809,3	812.983,9	20.825,4
Murcia									
1997	62,9	61,8	1,1	414,4	412,9	498,6	26.065,3	25.510,0	555,3
1998	63,9	62,8	1,2	444,0	442,0	552,1	28.374,1	27.735,7	638,4
1999	65,1	63,8	1,3	476,8	474,3	597,5	31.023,3	30.245,4	777,9
2000	66,3	64,9	1,4	538,4	535,7	665,3	35.690,2	34.780,7	909,5
2001	68,7	66,8	1,9	623,5	619,5	769,0	42.806,3	41.374,2	1.432,1
2002	70,7	68,5	2,2	722,5	716,8	897,8	51.071,5	49.067,6	2.004,0
2003	72,1	69,9	2,2	863,3	858,4	1.017,1	62.256,0	60.004,2	2.251,7
2004	74,7	72,1	2,6	1.089,6	1.082,9	1.273,0	81.382,6	78.058,0	3.324,5
2005	77,8	74,7	3,2	1.276,3	1.269,5	1.436,5	99.342,7	94.772,6	4.570,1
2006	81,2	77,8	3,5	1.403,1	1.396,4	1.554,4	113.978,5	108.611,5	5.367,0
Navarra									
1997	28,0	27,5	0,5	751,9	749,5	876,3	21.069,1	20.597,2	471,9
1998	28,4	27,9	0,5	779,5	777,1	917,6	22.153,2	21.700,5	452,6
1999	28,8	28,3	0,5	849,2	847,2	963,7	24.474,7	23.996,2	478,5
2000	29,2	28,7	0,5	982,8	980,9	1.095,5	28.711,2	28.179,1	532,1
2001	29,8	29,2	0,6	1.105,6	1.103,9	1.194,0	32.972,0	32.281,2	690,7
2002	30,3	29,8	0,6	1.197,0	1.195,9	1.257,4	36.284,3	35.578,2	706,2
2003	30,6	30,1	0,5	1.295,9	1.295,1	1.345,2	39.693,2	39.047,5	645,7
2004	31,2	30,6	0,6	1.399,3	1.398,6	1.433,4	43.681,3	42.805,7	875,6
2005	31,9	31,2	0,7	1.565,1	1.565,7	1.540,1	49.941,0	48.837,1	1.103,9
2006	32,3	31,5	0,7	1.683,8	1.684,9	1.635,1	54.317,9	53.106,5	1.211,4
País Vasco									
1997	85,3	84,4	0,9	913,8	911,6	1.122,4	77.918,2	76.911,8	1.006,4
1998	85,9	84,9	1,0	983,8	981,8	1.153,1	84.556,5	83.403,7	1.152,8
1999	86,7	85,6	1,1	1.150,0	1.148,0	1.308,8	99.703,6	98.309,0	1.394,6
2000	87,4	86,4	1,0	1.408,7	1.407,8	1.488,1	123.103,6	121.617,9	1.485,7
2001	88,8	87,5	1,3	1.628,4	1.627,5	1.691,2	144.580,2	142.416,9	2.163,2
2002	90,0	88,6	1,4	1.820,0	1.817,7	1.963,7	163.777,1	160.971,7	2.805,4
2003	90,7	89,4	1,2	2.053,0	2.051,6	2.148,9	186.151,2	183.484,9	2.666,3
2004	91,6	90,6	1,0	2.242,9	2.242,5	2.284,2	205.509,2	203.162,3	2.346,9
2005	92,6	91,6	1,0	2.525,7	2.527,3	2.384,0	233.761,4	231.378,0	2.383,5
2006	93,1	91,6	1,5	2.788,6	2.790,9	2.644,7	259.526,8	255.615,1	3.911,6

Anexo II (continuación)

SUPERFICIE CONSTRUIDA, PRECIOS Y VALOR DEL PATRIMONIO INMOBILIARIO POR CC.AA.(Miles de millones de m², euros/m², y millones de euros)

	Superficie construida			Precios implícitos			Valor		
	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva	Total	Antigua	Nueva
Rioja									
1997	15,8	15,6	0,2	557,1	555,1	692,0	8.808,7	8.646,9	161,8
1998	16,0	15,8	0,2	568,7	567,2	685,8	9.083,2	8.936,3	146,8
1999	16,1	15,9	0,2	651,2	649,4	774,9	10.516,5	10.336,3	180,2
2000	16,4	16,1	0,3	740,0	738,0	860,9	12.111,6	11.878,5	233,1
2001	17,0	16,5	0,5	875,7	873,3	964,4	14.885,7	14.446,0	439,8
2002	17,6	17,0	0,6	1.006,5	1.003,8	1.078,5	17.729,4	17.046,0	683,3
2003	18,0	17,4	0,6	1.127,8	1.125,4	1.193,7	20.332,7	19.567,0	765,7
2004	18,7	18,0	0,7	1.194,9	1.191,8	1.277,0	22.356,4	21.469,8	886,6
2005	19,7	18,7	1,0	1.355,2	1.346,2	1.533,0	26.636,6	25.169,9	1.466,7
2006	20,2	18,7	1,5	1.526,4	1.511,1	1.721,3	30.860,0	28.320,3	2.539,7
Total nacional (valor en miles de millones de euros)									
1997	1.778	1.749	29	770	769	883	1.370	1.344	25
1998	1.803	1.773	30	809	806	946	1.458	1.429	28
1999	1.830	1.798	32	894	891	1.021	1.635	1.603	33
2000	1.858	1.825	33	1.012	1.010	1.128	1.880	1.842	38
2001	1.902	1.861	41	1.148	1.146	1.258	2.184	2.132	52
2002	1.948	1.899	49	1.304	1.302	1.410	2.541	2.471	70
2003	1.988	1.939	49	1.498	1.496	1.588	2.979	2.901	78
2004	2.040	1.987	52	1.736	1.734	1.817	3.540	3.445	95
2005	2.097	2.038	58	1.973	1.971	2.052	4.137	4.017	120
2006	2.158	2.093	65	2.175	2.172	2.266	4.695	4.547	148