

Patrimonio en vivienda y ahorro de los hogares en el final del ciclo inmobiliario

José Manuel Naredo

Óscar Carpintero

Carmen Marcos

1. Introducción

Frente a la vivienda como bien de uso, el pasado *boom* inmobiliario acentuó la percepción de la vivienda como un interesante producto de inversión para colocar el ahorro de los hogares. Y la mayor preferencia por la inversión en vivienda de los hogares limitó sus posibilidades de inversión en otros activos —y el desarrollo de éstos— recortando su tasa de ahorro financiero y acentuando sus niveles de endeudamiento. Parece evidente que la acusada caída de la tasa de ahorro financiero y el mayor endeudamiento hipotecario de los hogares, que se han venido observando en España y en la mayoría de los países industrializados, están relacionados con el aumento del ahorro invertido en vivienda y con los elevados niveles de endeudamiento, consumo y actividad económica, vinculados al *boom* inmobiliario.

Desde hace tiempo se ha estudiado la relación entre los mercados inmobiliarios y los financieros y la incidencia de las revalorizaciones patrimoniales sobre las variables de flujo¹, con especial referencia al efecto que tienen dichas revalorizaciones sobre el consumo y el ahorro, a través del llamado “efecto riqueza”. Pero la experiencia en el análisis de estos temas induce a concluir que es difícil modelizar con generalidad y precisión la relación

entre lo inmobiliario y lo financiero, sobre todo porque las diferencias del marco institucional que gobierna la fiscalidad y las políticas territoriales, urbanas y de vivienda de los países, hacen que éstos puedan vivir de maneras muy diferentes los ciclos internacionales alcistas del precio de los inmuebles y de la actividad constructiva. Esta evolución viene marcada por la pugna entre 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 de los países mediante impuestos, cotizaciones o productos financieros diversos. El primero es más dependiente de la coyuntura inmobiliaria y promueve la construcción nueva para obtener plusvalías de la recalificación de suelos, mientras que el segundo evoluciona más atendiendo a la demografía y a la renta disponible de los hogares para rentabilizar, mediante el alquiler, el stock ya construido. Una característica del pasado *boom* 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 fuerte incidencia sobre la transformación observada en el patrimonio de los hogares y en los riesgos generados en el sistema. España ha venido liderando el primero de estos dos modelos, el que incentivaba a los hogares a invertir “en ladrillos”, generando la consabida burbuja inmobiliaria tanto de precios como de cantidades construidas. Ahora, una vez pinchada ésta, se ha desinflado también la preferencia de los hogares por “el ladrillo”, haciendo que repunte su ahorro financiero, a la vez que el “efecto riqueza” ha mudado en “efecto pobreza”, recortando el consumo y los ingresos tributarios bastante más allá de lo que podía sugerir la simple evolución de la renta. Estudiemos cómo han evolucionado los componentes de este proceso.

¹ Véase la amplia bibliografía referenciada en los numerosos trabajos sobre el tema de los autores de este artículo, entre los que remitimos al último de sus libros como información de base de este artículo: Naredo, J.M., O. Carpintero y C. Marcos (2008): *Patrimonio inmobiliario y Balance Nacional de la economía española (1995-2007)*, Madrid, FUNCAS, Colección Estudios.

2. La inflexión de los precios de la vivienda y del patrimonio inmobiliario de los hogares

Ha llovido mucho desde que dominaba la creencia de que los precios de la vivienda nunca bajarían, sino que, todo lo más, moderarían su crecimiento siguiendo un "aterrizaje suave". Los dos años largos de crisis inmobiliaria han pulverizado estos interesados e infundados vaticinios. La discrepante información disponible muestra que los precios de la vivienda han bajado y siguen bajando, pero ¿cuánto?

Hasta ahora hemos venido utilizando el índice oficial de precios de la vivienda que elabora trimestralmente el Ministerio de Vivienda para seguir la evolución del mercado y valorar el stock de viviendas, dado que era la única información disponible con cobertura nacional². Pero este índice no recoge los precios a los que efectivamente se realizan las transacciones de viviendas, sino los precios que imputan a las viviendas las empresas de tasación de inmuebles que, como veremos, muestran una sospechosa aversión a la baja. Pues, además de los normales desfases entre tasaciones y precios de mercado, el hecho de que las empresas de tasación trabajen mayoritariamente para entidades financieras interesadas en soslayar el desplome de sus garantías hipotecarias, hace dudar de la independencia de esta fuente. Lo cual es grave cuando el valor de las operaciones de este mercado supera, con mucho, en nuestro país a las del mercado bursátil³. Mientras la bolsa de valores presenta diariamente índices oficiales de cotización de las operaciones efectivamente realizadas, el mercado inmobiliario ha venido contando sólo con el mencionado índice oficial que sintetiza, cada tres meses, los valores que las entidades de tasación otorgan al metro cuadrado de vivienda.

En los últimos tiempos, dos nuevas fuentes han roto el monopolio que venía ejerciendo el índice mencionado. Por una parte, el INE ha elaborado un nuevo índice de precios de la vivienda a partir de los escriturados por los notarios, como se viene haciendo en otros países europeos⁴. El problema estriba en que, en España, los precios de mercado no suelen coincidir con los escriturados que están, además, ligados a prácticas recaudatorias ajenas a la co-

yuntura inmobiliaria. Con lo cual tampoco cabe esperar que esta fuente refleje de modo fidedigno la caída de los precios de mercado. La experiencia de otros países denota que la evolución de los precios proporcionados por los notarios y registradores observa también un retraso de varios meses respecto a los precios de mercado, habida cuenta de la demora entre los precios acordados para la transacción y los escriturados. Por otra parte, Fotocasa⁵ ofrece desde hace tiempo un nuevo índice mensual de precios de la vivienda a partir de los precios de los anuncios, que aunque también difieren de los de mercado, establecen una cota máxima bastante fiable. Porque la crisis inmobiliaria es fértil en rebajas y "gangas", y los vendedores más necesitados de liquidez acaban vendiendo a precios inferiores a los de los propios anuncios.

Mientras el índice de Fotocasa lleva bajando ya más de dos años y registraba el pasado mes de agosto una caída acumulada del 20 por 100, el del INE baja desde hace año y medio, con una caída acumulada próxima al 8 por 100 y el del Ministerio de Vivienda baja poco más de un año, con una caída acumulada similar a la anterior. De esta manera, mientras el precio del metro cuadrado de vivienda del índice de Fotocasa se situaba en agosto de 2009 por debajo del de enero de 2005, el de índice de Ministerio de Vivienda apenas caía en el segundo trimestre de 2009 por debajo del correspondiente al segundo trimestre de 2006. Cabe concluir, pues, que las tres fuentes indicadas muestran caídas de precios de la vivienda bien diferentes, pero en todo caso, inferiores a las de mercado que no salen en la foto de nuestras precarias estadísticas. El gráfico 1 muestra la evolución comparada de estos índices en tasas anuales.

Las notables diferencias y desfases observados entre la evolución del índice de precios del Ministerio de Vivienda y aquellos otros del INE y Fotocasa invita a establecer dos hipótesis de evolución del valor del patrimonio inmobiliario en esta última fase del ciclo. Una aplicando los precios de la vivienda del Ministerio de Vivienda, como habíamos venido haciendo para estimar el patrimonio inmobiliario de los hogares. Otra, más próxima a los precios de mercado, con un índice resultado de utilizar los precios de las viviendas usadas de Fotocasa y el precio de las nuevas obtenido al aplicar la relación que ofrece el índice del INE entre el precio de las viviendas nuevas y las usadas⁶. El gráfico 2 muestra la distinta evolución del patrimonio en vi-

² Ministerio de Vivienda, *Índice General de Precios de la Vivienda*. Madrid.

³ También en los años del boom inmobiliario estos precios habrían reflejado, lógicamente, un crecimiento espurio derivado no del mayor valor de mercado de la vivienda sino de una sobrevaloración en las tasaciones que permitía conceder créditos por un monto más elevado sin vulnerar formalmente la ley.

⁴ INE, *Índice de Precios de la Vivienda* (Base 2007).

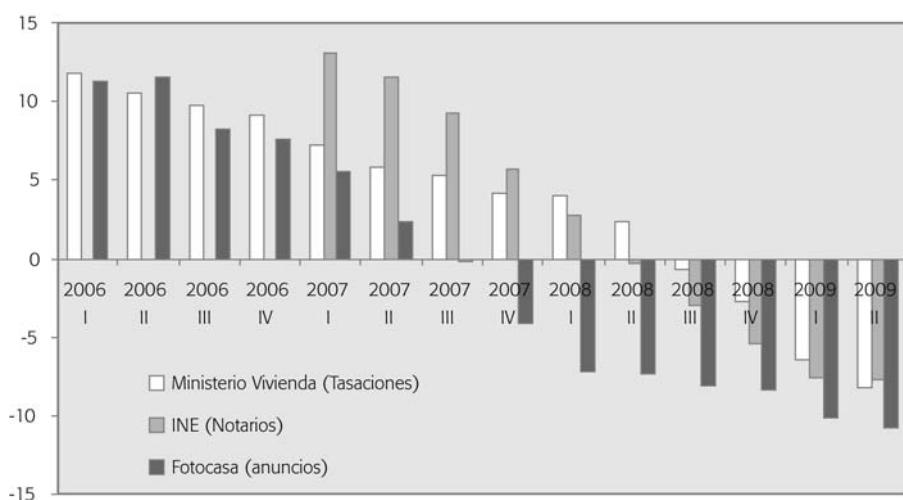
⁵ Fotocasa-IESE, *Índice Inmobiliario*, Madrid. (www.fotocasa.es).

⁶ Por lo que se refiere a la superficie de vivienda nueva se ha realizado una hipótesis más restrictiva de la que resulta de aplicar los modelos habituales de distribución temporal de la transformación de las licencias de obra solicitadas en obra terminada, ya que una parte importante de las licencias de construcción de nuevas viviendas concedidas en los últimos años no llegaron a iniciarse y/o a terminarse.

Gráfico 1

EVOLUCIÓN DE DISTINTOS ÍNDICES DE PRECIOS DE LA VIVIENDA

(variaciones anuales en porcentaje)

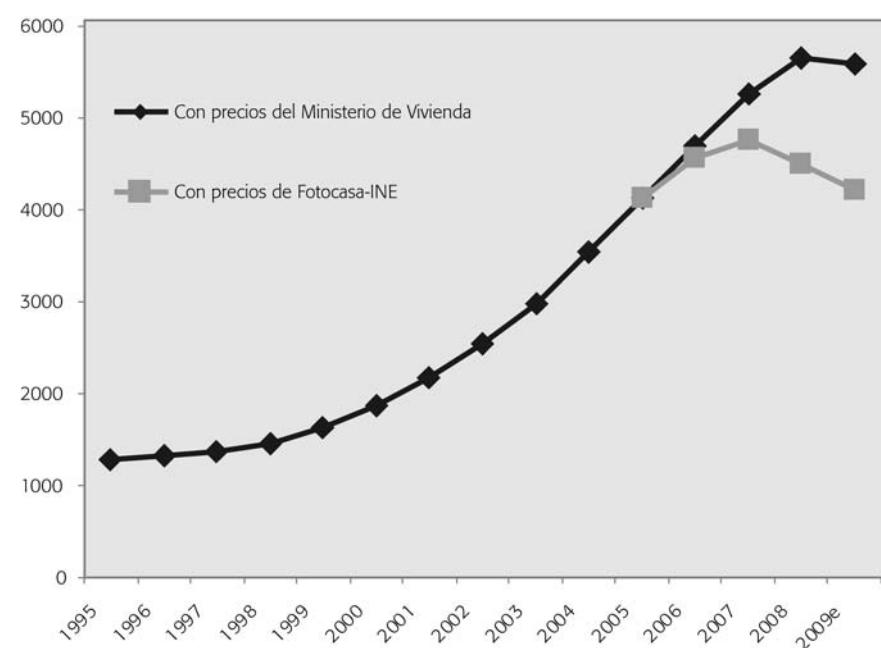


Fuente: elaboración propia a partir de los índices del Ministerio de Vivienda, INE y Fotocasa.

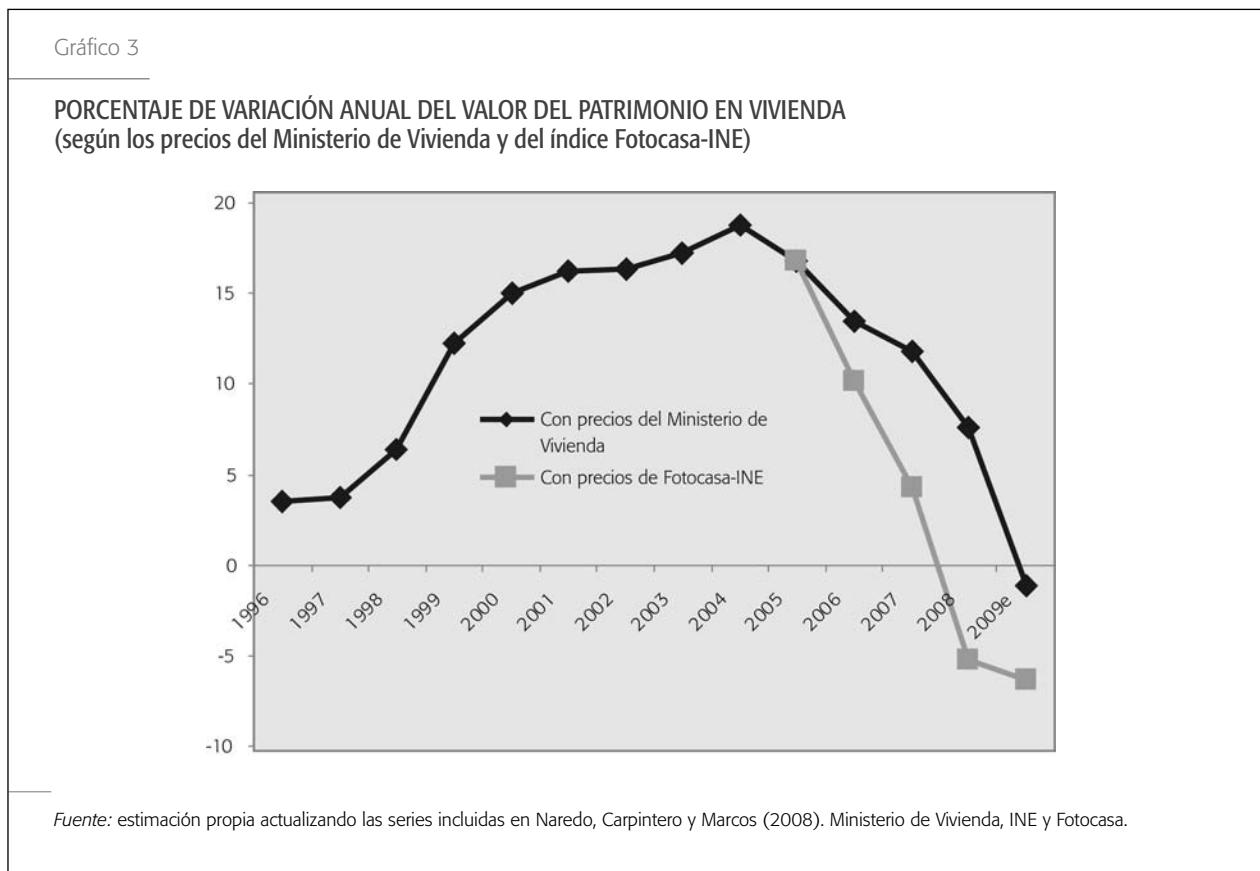
Gráfico 2

EVOLUCIÓN DEL VALOR DEL PATRIMONIO EN VIVIENDA SEGÚN LOS PRECIOS DEL MINISTERIO DE VIVIENDA E ÍNDICE FOTOCASA-INE

(miles de millones de euros)



Fuente: estimación propia actualizando las series incluidas en Naredo, Carpintero y Marcos (2008). Ministerio de Vivienda, INE y Fotocasa.



vienda según se utilice una u otra fuente. El gráfico 3 denota las marcadas discrepancias observadas en las tasas de variación del patrimonio en los últimos dos años, según se valore aplicando uno u otro de los dos índices considerados.

Las estimaciones patrimoniales indicadas permiten afirmar que el valor del *stock* de viviendas se ha multiplicado por 3,6 en el decenio 1996-2006, como resultado aproximado de haber aumentado en una cuarta parte la superficie construida y de haberse triplicado los precios. Es decir, que el valor del patrimonio en vivienda ha venido creciendo a lo largo del decenio del *boom* inmobiliario a tasas anuales que doblan a las de la renta disponible de los hogares. Y ello, no sólo por la revalorización de precios sino también por la intensa actividad constructiva, que hizo que en los años álgidos del *boom* inmobiliario se construyeran en España más viviendas que en Francia y Alemania juntas, que duplican a España en territorio y lo triplican en población, lo cual exigió un intenso esfuerzo de financiación y generó un parque de viviendas sobredimensionado.

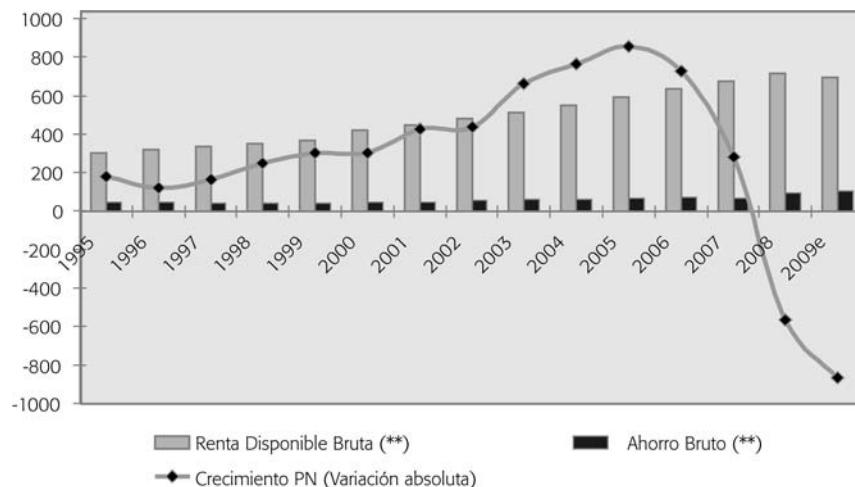
Una vez pinchada la burbuja inmobiliaria y, por ende, el afán de invertir “en ladrillos”, el modelo inmobiliario español ha deparado una copiosa deuda hipotecaria y un *stock* de suelo y de vivienda infrautilizado e ilíquido a los precios a los que se venía valorando. Se acentuaron así las

diferencias entre los precios de tasación y los de mercado que indujeron a plantear las dos hipótesis de valoración del patrimonio en vivienda de los hogares arriba mencionadas. La diferencia entre ambas estriba, sobre todo, en que los precios de tasación empiezan a caer con un año de retraso respecto a los precios de los anuncios, manteniendo todavía para 2007 un fuerte crecimiento del valor del patrimonio, mientras que la estimación apoyada en los índices de Fotocasa-INE denota en ese año un importante desplome en la tasa de crecimiento. Este índice cifra ya en 2007 la disminución de los precios respecto al año anterior, pero el valor del patrimonio calculado con él (gráficos 2 y 3) todavía no cae en ese año debido al intenso aumento registrado de la superficie construida, que refleja la prisa del sector por rentabilizar el fin de ciclo que se le venía encima. Consideramos más ajustada a la realidad del mercado inmobiliario la segunda hipótesis de valoración, ya que el estrepitoso desplome del valor y número las operaciones de compra-venta, hipotecas, impuesto de transmisiones patrimoniales (véase la tabla 1 del anexo) denotan, ya en 2007, un claro enfriamiento de dicho mercado que parece incompatible con el crecimiento de los precios que todavía refleja el índice del Ministerio de Vivienda durante todo ese año y la primera mitad del siguiente.

En nuestra anterior publicación de FUNCAS, ya resena da, calculamos el Balance Nacional y de los principales

Gráfico 4

VARIACIONES PATRIMONIALES TOTALES EN RELACIÓN CON LOS FLUJOS DE RENTA Y AHORRO, 1995-2009
(miles de millones de euros)



Fuente: elaboración propia actualizando las series incluidas en Naredo, Carpintero y Marcos (2008). En la estimación de 2009, se han tenido en cuenta las previsiones de FUNCAS para las variables flujo.

grupos de agentes económicos para el período 1995-2007. Ahora, hemos actualizado el Balance de los hogares (adoptando la valoración del patrimonio inmobiliario apoyada en los precios de Fotocasa e INE) y estimado la posible evolución de su patrimonio neto para 2009 a partir de los datos parciales disponibles. Esta actualización, incluida en el anexo, da lugar al gráfico 4, que muestra cómo evoluciona la variación anual en euros del patrimonio neto de los hogares en relación con su ahorro y su renta disponible. Se observa que en los años centrales del pasado ciclo alcista el aumento del patrimonio neto de los hogares supera ampliamente, no solo a su ahorro bruto, sino a su propia renta disponible, de lo que cabe intuir el gran peso que ha tenido en esos años el “efecto riqueza”, que ha venido animando tanto la recaudación de impuestos como el pulso de la coyuntura económica en general, pero forzando también el endeudamiento y los desequilibrios de la economía española que ahora afloran con fuerza. Al mismo tiempo, el gráfico 4 muestra cómo las revalorizaciones patrimoniales decayeron drásticamente en 2007 para convertirse en notables pérdidas de valor durante 2008 y 2009, al haber confluido la caída de los precios inmobiliarios con las cotizaciones bursátiles. El antiguo “efecto riqueza” mudó, así, en “efecto pobreza” que motivó en estos dos últimos años caídas de la actividad económica, empleo e ingresos tributarios muy superiores a los del producto, renta o consumo, recogidos en el cuadro macroeconómico ordinario.

En la estimación de 2009, se han tenido en cuenta las previsiones de FUNCAS para las variables flujo.

3. La vuelta a la normalidad: recuperación del ahorro financiero de los hogares y caída de la inversión en vivienda

El principal talón de Aquiles del *boom* inmobiliario ha sido su creciente necesidad de financiación, que succionó el ahorro y reclamó el fuerte endeudamiento de los hogares, llamados a pagar en última instancia ese “producto final” inmobiliario que son las viviendas. Habida cuenta de que las compraventas de vivienda usada transcurren normalmente dentro del propio colectivo de los hogares, sobre todo es la compra de vivienda nueva la que reclama un esfuerzo financiero neto por parte de este colectivo. En nuestro anterior trabajo de FUNCAS, ya mencionado, estimamos este esfuerzo financiero al calcular el gasto en vivienda nueva a partir de la estadística del IVA. Ahora hemos actualizado este cálculo que se presenta en el gráfico 5.

Este gráfico muestra la tijera insostenible que se ha venido abriendo durante el pasado auge inmobiliario: la que separa la creciente inversión en vivienda de los hogares de su decreciente inversión financiera hasta trasmutarla en



desinversión. Pues, como se observa en el gráfico 5, la preferencia por la inversión “en ladrillo” de los hogares fue recortando su inversión neta en activos financieros hasta el punto de hacerla negativa durante los últimos cuatro años del *boom* inmobiliario, lo cual denota que, en esos últimos años del ciclo alcista, los hogares en vez de aportar recursos al sistema financiero demandaron al mismo una financiación neta nada despreciable. Merece la pena recordar que esta insólita situación⁷ ha podido mantenerse gracias al paraguas del euro, que ha permitido a la economía española atraer capitales del resto del mundo para abastecer su creciente necesidad de financiación sin que se resintiera la cotización de su moneda, evitando que su endeudamiento desembocara en devaluaciones y programas de “ajuste” que hubieran enfriado mucho antes el mercado inmobiliario.

Es evidente que la inversión en vivienda no podía seguirse apoyando indefinidamente en la desinversión finan-

ciera de los hogares: el *boom* inmobiliario estaba llamado a morir por estrangulamiento financiero. Este panorama se mantuvo mientras las entidades financieras, amparadas en el euro, dispusieron en los mercados financieros internacionales de una liquidez inusualmente barata y abundante que les permitió, entre otras cosas, titular buena parte de la deuda hipotecaria. Pero las dificultades que planteó la crisis financiera para seguir obteniendo esta financiación, contribuyeron a pinchar la burbuja inmobiliaria cuando el mercado de vivienda daba ya claros síntomas de agotamiento. El desplome de la inversión en vivienda de los hogares trajo consigo la recuperación de su ahorro financiero neto en 2008 y 2009 (gráfico 5), pese a que la crisis económica contribuyó a contener su renta disponible. Se vuelve así a la normalidad de los manuales, en la que las entidades financieras canalizan el ahorro financiero neto de los hogares para cubrir la necesidad de financiación de las empresas. El siguiente apartado muestra los mecanismos de financiación ligados a la economía de los hogares que sostuvieron el *boom* inmobiliario y que provocaron su declive.

⁷ Esta situación rompe con las enseñanzas de los manuales de economía, que presuponen que los hogares ahorrán, 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 cuatro últimos años del *boom*, los hogares españoles no generaron financiación adicional, sino que, como las empresas, la demandaron a las instituciones financieras, teniendo que cubrirse con cargo al resto del mundo esa necesidad de financiación acumulada por ambos agentes.

4. Aproximación al mercado inmobiliario y su financiación

La información contenida en los cuadros 1 y 2 sintetiza las operaciones que determinan la evolución del valor del patrimonio en vivienda durante el pasado auge y el actual

Cuadro 1

ENLACE ENTRE EL BALANCE INICIAL Y LAS OPERACIONES Y REVALORIZACIONES DE VIVIENDA, 1996-2009

(miles de millones de euros)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e
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	4.557	4.750	4.504
2. Vivienda nueva	21	25	28	33	38	52	70	78	95	120	148	171	187	172
3. Demolición y ruina	6	6	6	6	7	8	9	10	11	13	14	16	16	14
4. Revalorización	30	30	66	150	214	260	296	370	477	490	286	38	-417	-467
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	4.557	4.750	4.504	4.195

Fuente: elaboración propia actualizando la serie aparecida en Naredo, Carpintero y Marcos, (2008. p. 74), con las fuentes y metodología allí expuestas.

declive inmobiliario. El cuadro 1 muestra el enlace entre el balance y las operaciones y revalorizaciones concernientes a la vivienda, a partir de los datos del *stock* estimados en este trabajo. Aunque los datos presentados se refieren al conjunto del *stock* de vivienda hay que recordar que en España dicho *stock* es mayoritariamente propiedad de los hogares. El cuadro 2 ilustra el funcionamiento del mercado de 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 las observadas para el primero. De ahí que este segundo cuadro lleve la palabra "aproximación" en el título y que las cifras se hayan redondeado en miles de millones de euros, para advertir que algunas rúbricas no son la mera transcripción de estadísticas solventes, sino fruto de imputaciones razonables que tratan de completar el panorama de este mercado para confirmar el orden de magnitud de las estimaciones presentadas y la coherencia de las interpretaciones que cabe construir sobre ellas.

La información del cuadro 1 resalta la importancia de las revalorizaciones operadas durante el auge. El hecho de que en 2004 y 2005 su importe multiplique casi por ocho el ahorro bruto de los hogares, o que suponga más del 80 por 100 de su renta disponible bruta, subraya la importancia de este fenómeno que, como ya hemos indicado, incentiva a la vez el consumo y el endeudamiento de los hogares, y acelera el pulso de la coyuntura económica⁸.

⁸ Conviene aclarar que las revalorizaciones estimadas en el cuadro 1 se refieren solo al parque de viviendas y no incluyen las que resultan de transformar suelo rústico en urbanizable y este último 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

La comparación del valor del *stock* de vivienda (cuadro 1) con el valor de las operaciones de compraventa (cuadro 2) denota que éstas representan una pequeña fracción de aquél, que llegó a subir hasta el 7 por 100 en 2004, durante el auge, para caer al 2 por 100 en 2009, durante el declive. De esta manera, el mercado de vivienda se asimila a los mercados de bienes patrimoniales (como las acciones o las obras de arte) en los que solo una pequeña fracción del *stock* es objeto de compraventa y en los que las operaciones aumentan cuando los precios suben y decaen cuando bajan, al revés de lo que ocurre en los mercados de bienes de consumo, generando las consabidas burbujas en las que las revalorizaciones y las compras se alimentan mutuamente. 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 información recogida en el cuadro 2 sobre el mercado de vivienda pone de manifiesto que la vivienda usada ha tenido mayor peso que la nueva en este mercado durante todo el ciclo alcista. Pero, también se constata que la compraventa de vivienda usada se desinfla con mayor rapidez que la nueva durante el declive, haciendo que en 2008 y 2009 su importe caiga por debajo del mercado de vivienda nueva.

El cuadro 2 recoge nuestra estimación, ya mencionada, del gasto en compra de vivienda nueva, que señala un mínimo bastante solvente, ya que se apoya en la tributación de IVA por este concepto⁹. La comparación de este gasto

en el conjunto económico, escapan a estas reflexiones, más centradas en los hogares y la vivienda.

⁹ Esta estimación eleva el gasto declarado por tal concepto en un 10 por 100 para paliar la previsible infravaloración de estas declaraciones.

Cuadro 2

APROXIMACIÓN AL MERCADO DE VIVIENDA Y SU FINANCIACIÓN, 1996-2009
 (miles de millones de euros)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e
Aproximación a las compras de vivienda:														
1. Compras de vivienda nueva	20	24	28	34	40	48	57	66	81	89	101	102	82	57
2. Variación del stock de vivienda nueva en venta	1	1	0	-1	-2	4	13	12	14	31	47	69	105	115
3. Compras de vivienda existente	32	34	34	36	41	50	71	86	129	147	137	108	60	43
4. Total compras de vivienda (1+3)=(5+6+7+8)	52	58	62	70	81	98	128	152	210	236	238	210	142	100
Aproximación a la financiación de las compras:														
5. Inversión extranjera	2	3	4	5	6	7	8	10	9	6	5	5	5	4
6. Ingresos venta vivienda existente	27	29	29	31	34	43	60	73	99	103	101	81	48	36
7. Préstamos compra de vivienda	9	18	18	21	31	28	28	38	54	107	95	72	32	-8
8. Otras fuentes	14	8	11	13	10	20	32	31	48	20	37	52	57	68
Pro memoria:														
9. Endeudamiento total de los hogares (variación anual)	14	24	34	41	46	36	53	72	88	111	129	91	33	-12
10. Ahorro bruto de los hogares	46	45	43	41	47	50	54	61	62	67	71	69	93	105
11. Ahorro neto de los hogares	29	27	24	23	25	24	25	29	26	23	21	23	42	56
12. Operaciones financieras netas de los hogares	24	22	17	14	9	6	4	1	-6	-13	-18	-19	1	3
13. Saldo (10-8-12)	8	15	15	14	28	24	18	29	20	60	52	36	35	34
14. Saldo (11-8-12)	-9	-3	-4	-4	6	-2	-11	-3	-16	16	2	-10	-16	-15

Fuente: elaboración propia actualizando la serie aparecida en Naredo, Carpintero y Marcos, (2008, p. 76), con las fuentes y metodología allí expuestas.

con el valor de la vivienda nueva construida en el año (cuadro 1), permite estimar por diferencia la variación del valor del stock de vivienda nueva que permanece en venta, cuya evolución parece verosímil ya que las viviendas que pasan a engrosar el stock de viviendas nuevas en venta se redujo 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 del ciclo, pues la mayor parte del

enorme esfuerzo constructivo de los últimos años contribuyó a alimentar este stock. Nuestra estimación del valor de las viviendas nuevas que pasaron a engrosar el stock de viviendas en venta llegó a superar incluso, en 2008 y 2009, al de viviendas nuevas vendidas.

El valor de las compraventas de vivienda usada se estima aplicando al gasto en vivienda la relación entre ambas

que señalan la estadística de registros y notarías. 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 adquisición de otros activos. Estas fugas hacen que, en momentos de auge, el mercado de vivienda usada requiera una financiación adicional que las compense. Y es, sobre todo, el aumento del *stock* de viviendas nuevas, el que demanda una financiación neta del colectivo de hogares procedente de sus ahorros o endeudamiento.

El cuadro 2 muestra que la principal fuente de financiación de las compras de vivienda procede de los ingresos derivados de la venta de las mismas, otorgando notables plusvalías que sus propietarios reinvierten mayoritariamente en el mismo sector, pudiendo desviar el resto hacia la adquisición de otros activos o el consumo, activando el llamado "efecto riqueza"¹⁰. 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 compras de viviendas, que se retroalimenta en buena parte por si misma, aunque su expansión reclame importantes medios de financiación externa. En efecto, ya hemos indicado que la importancia que adquirió la construcción nueva en el pasado *boom* inmobiliario ha exigido potentes medios de financiación adicional por parte de los hogares. La bajada de los tipos de interés y el alargamiento de los plazos de devolución, unido al aumento de valor de los inmuebles hipotecados, posibilitaron la expansión sin precedentes del endeudamiento de los hogares registrada en el cuadro 2¹¹ haciendo que su ratio deuda/renta disponible llegara a superar al de todos los países de nuestro entorno e incluso al de EEUU. Los préstamos han llegado a constituir, así, la segunda fuente de financiación en importancia del mercado de vivienda, desplazando a un tercer lugar la procedente del ahorro y/o la desinversión en otros activos de los hogares. El hecho de que las operaciones financieras netas de los hogares fueran decayendo hasta alcanzar valores negativos refleja esa desinversión de los hogares en activos distintos de los inmobiliarios.

Junto a la evolución de las operaciones financieras netas de los hogares, el cuadro 2 recoge también los saldos de ahorro bruto y neto (es decir sin descontar y descontando la amortización, respectivamente) de los hogares que estiman las Cuentas Nacionales. El creciente patrimonio en inmuebles de los hogares origina un aumento del consumo de capital fijo, que debería de ser compensado con amortizaciones que acentúan la diferencia entre el ahorro bruto y neto de los hogares. El hecho de que éste último se muestre generalmente insuficiente para financiar a la vez las operaciones financieras netas de los hogares y la liquidez adicional que le exigen sus compras de vivienda, señala una situación que solo puede mantenerse desatendiendo las amortizaciones de su propio patrimonio inmobiliario¹². En los últimos años del *boom* 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 reducción de sus operaciones financieras netas que desemboca en la desinversión financiera neta ya comentada. La comprometida situación financiera de los hogares acabó así poniendo límites al auge inmobiliario, al no satisfacer sus crecientes exigencias de financiación. Sobre todo, cuando en la fase final del ciclo se desplomó el mercado de viviendas de segunda mano (cuadro 2) y, con él, el peso de las plusvalías derivadas de la venta de vivienda usada reinvertidas en el proceso. Junto a ello, el estrangulamiento financiero de la burbuja inmobiliaria se agravó con el endurecimiento del crédito a compradores y promotores que se produjo a raíz de la crisis financiera internacional, a la vez que se desinflaban las perspectivas de revalorización que animaba a los compradores.

Por otra parte, el cuadro 2 recoge el auge y 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 pudo ser muy determinante. Esta fuente de financiación ha venido cayendo desde 2003 y, sobre todo, 2004, anticipando con cierta antelación el fin del auge inmobiliario¹³. Esta señal anticipada del agotamiento del auge inmobiliario, se reforzó 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 inmobilia-

¹⁰ 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.

¹¹ También han aumentado mucho los préstamos a las empresas promotoras, que llegaron a representar más de la mitad de los préstamos a la adquisición de viviendas.

¹² 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.

¹³ Como había ocurrido también con el *boom* inmobiliario anterior, en el que la inversión extranjera empezó a decaer dos o tres años antes de que el mencionado *boom* empezara a desinflarse tras los festejos de 1992.

rias españolas forzada por las limitadas previsiones del negocio interno.

De todo lo anterior, y a modo de conclusión, cabe subrayar dos elementos importantes. Por un lado, un factor de naturaleza estadística, que tiene que ver con la necesidad y la ventaja de utilizar y promover aquellos índices de precios de la vivienda que más se aproximen al valor de las transacciones de mercado. Sólo así se puede evaluar razonablemente tanto la dimensión de las fases de auge como la profundidad de las épocas de declive inmobiliario, así como su efecto sobre el valor del patrimonio en vivienda de los hogares. Por otra parte, la información aportada en estas páginas pone de relieve un doble elemento que tiene que ver tanto con la evolución previsible del mercado inmobiliario como con la economía de los hogares, a saber: la existencia de un *stock* de suelo y viviendas sobredimensionado y de mala calidad que la sociedad tardará años en digerir y utilizar convenientemente, y de una enorme deuda con problemas de morosidad e impagos que los hogares y las empresas inmobiliarias arrastrarán

durante mucho tiempo. El adecuado tratamiento de estos dos problemas pasa por una reconversión conjunta del modelo inmobiliario y financiero que, entre otras cosas, diversifique los productos y las posibilidades de inversión de los hogares.

Nota metodológica

Las fuentes estadísticas y los supuestos metodológicos de los cálculos y actualizaciones se encuentran en Naredo, Carpintero, y Marcos (2008, pp. 217-221). En esta ocasión, la modificación más importante —por su mejor aproximación a los precios de mercado y por el resto de razones apuntadas en el texto— ha sido sustituir en la estimación del valor del patrimonio en vivienda desde 2006, el índice de precios del Ministerio de Vivienda por otro compuesto por la estimación de precios de Fotocasa (para las viviendas usadas) y del INE (para las viviendas nuevas).

Anexo estadístico

Tabla 1

DATOS DEL MERCADO INMOBILIARIO, 2005-2009

Variables	Niveles					Tasa de variación			
	2005	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
NUMERO VIVIENDAS (miles)									
Hipotecas (INE)	1.263	1.342	1.239	835	752	6,3	-7,7	-32,6	-22,0
Compraventa (INE)	Total	-	-	775	558	475	-	-	-28,0
	Nuevas	-	-	285	274	228	-	-	-3,7
	Usadas	-	-	491	284	247	-	-	-42,1
Transmisiones (M. Viv)									
Todas las viviendas	Total	901	956	828	576	406	6,1	-13,4	-30,4
	Nuevas	336	411	407	264	172	22,3	-1,0	-35,1
	Usadas	565	545	421	312	234	-3,5	-22,8	-25,0
Viviendas libres	Total	855	908	771	509	353	6,2	-15,1	-34,0
	Nuevas	306	377	365	291	189	23,2	-3,2	-20,3
	Usadas	549	531	406	218	164	-3,3	-23,5	-46,3
Tasaciones hipotecarias (B.de España)	Total	1.434	1.411	1.162	769	-	-1,6	-17,7	-33,8
Terminadas (M. Viv)	Libres	529	598	580	564	-	13,0	-3,0	-2,8
Iniciadas (M. Viv)	Libres	635	664	532	269	121	4,6	-19,9	-49,4
Visadas (M.Fom)	Total	730	867	651	265	106	18,8	-24,8	-59,3
Licencias municipales (M. Viv)	Total	601	728	624	270	108	21,2	-14,3	-56,8
IMPORTE (miles millones de euros)									
Hipotecas	Total	158	188	184	117	93	19,3	-2,1	-36,7
Transmisiones inmobiliarias									
Viviendas libres	Total	131.955	158.682	143.777	94.951	58.923	20,3	-9,4	-34,0
	Nuevas	49.784	67.107	69.895	55.899	33.539	34,8	4,2	-20,0
	Usadas	82.171	91.575	73.882	39.052	25.384	11,4	-19,3	-47,1
Tasaciones hipotecarias	Total	314	346	306	204	-	10,1	-11,4	-33,5
VALORES MEDIOS Y PRECIOS									
Hipoteca (euros / vivienda)		124.970	140.292	148.842	139.744	124.217	12,3	6,1	-6,1
Transmisión inmobiliaria	Total	154.333	174.760	186.481	186.544	167.087	13,2	6,7	0,0
Vivienda libre (euros / vivienda)	Nuevas	162.693	178.003	181.975	192.093	177.316	9,4	2,2	5,6
	Usadas	149.674	172.458	181.975	179.138	155.253	15,2	5,5	-1,6
Tasaciones hipotecarias									
Euros / vivienda	Total	219.029	245.040	263.620	265.088	-	11,9	7,6	0,6
Euros / m ² (1)	Total	1.785	2.009	2.130	2.006	-	1,3	0,6	-0,6
Índice Precios M. Vivienda (euros/m ²)	Total	1.761	1.944	2.056	2.071	1.999	10,4	5,8	0,7
	Menos 2 años	1.724	1.913	2.032	2.069	2.028	11,0	6,2	1,8
	2 ó más años	1.778	1.956	2.063	2.067	1.964	10,0	5,5	0,2

Tabla 1 (continuación)

DATOS DEL MERCADO INMOBILIARIO, 2005-2009

Variables	Niveles					Tasa de variación				
	2005	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	
VALORES MEDIOS Y PRECIOS (continuación)										
Fotocasa (euros/m ²)	2 ^a mano	2.543	2.805	2.911	2.709	2.438	10,3	3,8	-6,9	-10,0
Índice precios INE (2007=100)	Total	-	-	100	99	94	-	-	-1,5	-5,0
	Nuevas	-	-	100	104	101	-	-	4,2	-3,0
	Usadas	-	-	100	94	86	-	-	-6,2	-8,5
Gasto en vivienda (Mill. euros)		82.428	91.681	91.498	72.101	50.471	11,2	-0,2	-20,0	-30,0
Impuesto transmisiones patrimoniales (Mill. euros)		8.378	10.085	8.562	4.709	3.061	20,4	-15,1	-45,0	-35,0

Los datos en cursiva son estimados

(1) El Banco de España suministra información sobre superficie de las tasaciones.

Fuentes: *Estadística de Hipotecas*, *Estadística de transmisiones de derechos de propiedad e Índice de precios de la vivienda (INE)*, *Tasaciones hipotecarias (Banco de España)*, *Transmisiones inmobiliarias*, *Precios de la vivienda y Viviendas iniciadas y Terminadas (Ministerio de Vivienda)*

Estadística de Obras en Edificación y Licencias municipales de obra mayor (Ministerio de Fomento), *Fotocasa*, *Badespe (IEF)*.

Tabla 2

ESTIMACIÓN DEL PATRIMONIO EN VIVIENDA DE LOS HOGARES SEGÚN DIFERENTES ÍNDICES DE PRECIOS
(miles de millones de euros)

	Con índice de precios del Ministerio de Vivienda	Con índice de precios Fotocasa-INE
1995	1.276	...
1996	1.321	...
1997	1.370	...
1998	1.458	...
1999	1.635	...
2000	1.880	...
2001	2.184	...
2002	2.541	...
2003	2.979	...
2004	3.540	...
2005	4.137	...
2006	4.695	4.557
2007	5.250	4.750
2008	5.649	4.504
2009e	5.586	4.216

Fuente: véase texto.

Tabla 3

PATRIMONIO TOTAL DE LOS HOGARES, 2000-2009

(miles de millones de euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e
ACTIVOS	3.794,1	4.254,1	4.744,5	5.481,4	6.335,1	7.304,2	8.161,1	8.532,1	8.000,4	7.078,1
ACTIVOS NO FINANCIEROS	2.745,3	3.149,0	3.627,2	4.208,5	4.948,6	5.734,6	6.335,3	6.614,1	6.312,9	5.913,7
INMOBILIARIO TOTAL	2.588,3	2.982,0	3.448,0	4.015,1	4.743,8	5.518,5	6.106,9	6.373,7	6.055,5	5.657,5
Urbano	2.389,6	2.776,2	3.229,9	3.786,1	4.499,7	5.257,9	5.827,7	6.074,7	5.759,2	5.363,9
Rural (tierras)	198,7	205,8	218,1	229,0	244,1	260,7	279,2	299,0	296,3	293,6
BIENES AFECTOS A ACTIV.COMER. E INDU. DE P.F.	134,9	143,0	153,6	166,2	175,9	184,8	195,0	204,8	219,1	219,1
AJUAR DOMÉSTICO Y OTROS	22,2	24,0	25,7	27,2	28,9	31,2	33,3	35,6	38,2	37,1
ACTIVOS FINANCIEROS	1.048,8	1.105,0	1.117,3	1.272,9	1.386,5	1.569,6	1.825,8	1.918,0	1.687,5	1.164,4
EFEKTIVO Y DEPÓSITOS	416,9	445,9	472,4	498,5	540,5	590,5	671,2	730,5	805,0	...
VALORES A CORTO PLAZO	2,7	2,6	2,1	2,7	2,0	2,1	2,7	5,3	5,6	...
VALORES A LARGO PLAZO	23,9	22,4	26,1	34,9	29,2	31,1	43,8	50,5	35,3	...
ACCIONES Y OTRAS PARTICIPACIONES	279,6	298,0	269,4	349,5	388,5	469,3	592,1	615,8	392,1	...
Acciones cotizadas	116,4	106,0	81,3	98,5	101,8	117,7	156,9	155,5	94,6	...
Acciones no cotizadas	134,3	155,3	146,5	201,4	221,6	276,1	344,9	369,5	208,9	...
Otras participaciones (*)	29,0	36,7	41,6	49,5	65,1	75,5	90,3	90,8	88,5	...
FONDOS DE INVERSIÓN Y SEGUROS	289,5	302,6	309,1	347,5	381,6	427,5	456,7	454,4	390,9	...
PRÉSTAMOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	...
OTROS	36,2	33,6	38,2	39,8	44,6	49,1	59,4	61,5	58,6	...
PASIVOS	341,7	377,7	430,8	503,3	591,1	702,5	831,9	922,7	955,3	899,9
PRÉSTAMOS	291,3	327,5	379,8	451,1	541,9	653,5	780,8	878,2	914,1	...
OTROS	50,4	50,2	51,1	52,1	49,2	49,0	51,1	44,6	41,1	...
PATRIMONIO NETO (SALDO)	3.452,4	3.876,4	4.313,7	4.978,1	5.744,0	6.601,7	7.329,3	7.609,4	7.045,1	6.178,2
Crecimiento PN (variación absoluta)	305,4	424,0	437,3	664,4	765,8	857,7	727,6	280,1	-564,3	-866,9
PROMEMORIA										
Renta Disponible Bruta (**)	421,7	450,4	478,9	511,1	547,9	591,9	634,2	670,4	717,5	696,0
Gasto en consumo final	375,4	402,3	425,1	451,2	487,1	524,1	564,3	602,4	626,0	592,2
Ahorro bruto	46,3	48,1	53,8	59,9	60,8	67,7	69,9	68,0	91,5	103,8
Deuda (pasivos)/ Renta disponible bruta (%)	81,0	83,9	90,0	98,5	107,9	118,7	131,2	137,6	133,1	129,3
Deuda/Gasto en consumo final (%)	91,0	93,9	101,3	111,5	121,4	134,0	147,4	153,2	152,6	152,0
Crecimiento PN/Renta disponible bruta (%)	72,4	94,1	91,3	130,0	139,8	144,9	114,7	41,8	-78,6	-124,6
Renta disponible bruta/ Patrimonio neto (%)	12,2	11,6	11,1	10,3	9,5	9,0	8,7	8,8	10,2	11,3
Ahorro bruto/ Renta disponible bruta (%)	11,0	10,7	11,2	11,7	11,1	11,4	11,0	10,1	12,8	14,9
Deuda/Patrimonio neto (%)	9,9	9,7	10,0	10,1	10,3	10,6	11,3	12,1	13,6	14,6

Fuente: elaboración propia actualizando la serie aparecida en Naredo, Carpintero y Marcos, (2008), con las fuentes y metodología allí expuestas. En la estimación de 2009, se han tenido en cuenta las previsiones de FUNCAS para algunas variables flujo y, en el caso de la estimación de los activos y pasivos financieros para ese año, se ha anualizado la tasa de variación del primer trimestre de 2009.