PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

78

Financiación de la vivienda

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

78

2003

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

PATRONATO

JUAN RAMÓN QUINTÁS SEOANE
(Presidente)
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN
(Secretario)
JOSÉ M.ª BUENO LIDÓN
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO
DIDAC HERRERO AUTET
RAFAEL JENÉ VILLAGRASA
ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ
JESÚS MEDINA OCAÑA
JUAN MANUEL NIETO NAFRÍA
ATILANO SOTO RÁBANOS

Presidente de honor
ENRIQUE FUENTES QUINTANA

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Director
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

Coordinadores
JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

Redactor-Jefe
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

Coordinación gráfica
PILAR LÓPEZ ISARRÍA

Portada
Bravo-Lofish

Edita
Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas
para la Investigación Económica y Social
Padre Damián, 48; 28036-Madrid

Imprime
Raíz Técnicas Gráficas, S.L.
Calle Gamonal, 19; Polígono Industrial de Vallecas
28031-Madrid

Depósito legal: M. 7.461.-1993
ISSN: 1132-9564

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, offset o mimeografo, sin la previa autorización escrita del editor.

SUMARIO

- INTRODUCCIÓN. ..... *V*
- LA VIVIENDA EN ESPAÑA: DESGRAVACIONES, BURBUJAS Y OTRAS HISTORIAS *José García-Montalvo* *1*
- LA FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA EN EUROPA. *Paloma Taltavull* *45*
- RÉGIMEN TRIBUTARIO DE LA VIVIENDA. *José Antonio Antón Pérez* *71*
- PRECIOS DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y FACTORES EXPLICATIVOS *Jorge Martínez Pagés y M.ª de los Llanos Matea Rosa* *77*
- POLÍTICA MONETARIA, CRÉDITO BANCARIO Y MERCADO INMOBILIARIO. *Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso y Francisco Rodríguez Fernández* *101*

DOCUMENTO

- FACTORES ESTRUCTURALES EN LOS MERCADOS DE VIVIENDA DE LA UE *Banco Central Europeo* *115*

Introducción

La tenencia de una vivienda en propiedad constituye una de las grandes preocupaciones de las familias españolas. Así lo ponen de manifiesto los resultados de las múltiples encuestas realizadas tanto por los organismos públicos como por los diversos observatorios dedicados al seguimiento de las principales tendencias de nuestra sociedad. La naturaleza y las características intrínsecas de la vivienda hacen que ésta presente una importante dimensión social. Por ello, la política de vivienda constituye, cada día más, uno de los grandes pilares en la elaboración de los programas y propuestas de los partidos políticos y de las actuaciones de los gobiernos.

Deducciones fiscales, acceso a tipos de interés subvencionados y medidas liberalizadoras del suelo son, entre otras muchas, las actuaciones adoptadas para que una parte importante de la población pueda resolver sus restricciones financieras y constituir un hogar en las condiciones deseadas. La necesidad de este tipo de medidas se ha acrecentado como consecuencia del importante *boom* inmobiliario experimentado durante los últimos años. Los precios se disparan, al igual que las explicaciones que tratan de justificar la dinámica de este proceso. La disponibilidad de un mayor nivel de renta de las familias, el crecimiento del empleo y la inmigración, junto con la mejora en las condiciones de acceso a la financiación, debido a los bajos tipos de interés y a la intensificación de la competencia entre las entidades bancarias, son algunos de los argumentos empleados por los analistas para sugerir la existencia de una burbuja especulativa que, según las previsiones, debería haber «estallado» tras la culminación de la entrada física del euro. Sin embargo, éste ya ha celebrado su primer cumpleaños, la tendencia no se ha invertido y adquirir una vivienda resulta cada vez más costoso.

La Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS) ha pretendido desde siempre aportar bases conceptuales y estudios empíricos que faciliten una mejor comprensión de los fenómenos reales y financieros de la economía, así como de los vínculos y relaciones entre los mismos. Por ello, dedica el presente número de *Perspectivas del Sistema Financiero* a obtener un mejor conocimiento de la situación actual del mercado de la vivienda y de su financiación en nuestro país. Los trabajos recogidos ofrecen una amplia perspectiva, abarcando desde la composición y evolución del parque de viviendas español hasta el régimen tributario al cual se ve sometida, pasando, por su financiación y la relevancia que ha jugado dentro de la misma el estado de la política monetaria.

El primero de los trabajos, realizado por el profesor de la Universidad Pompeu Fabra e Investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), **José García-Montalvo,** proporciona una exhaustiva radiografía del sector de la vivienda en España, señalando sus principales características estructurales y rasgos diferenciales en relación con los principales países europeos. Identificados los principales problemas actuales a los que se enfrenta el mercado de la vivienda en España, el profesor **García-Montalvo** muestra la ausencia de fundamentos acerca de los tres mitos que están generando que la demanda de vivienda siga creciendo con fuerza. De este modo, justifica el continuo crecimiento del precio de la vivienda y la convergencia en precio en el contexto europeo, así como los condicionantes que deben darse para que la tenencia de vivienda en propiedad resulte aconsejable frente a la de régimen en alquiler. En relación al *boom* inmobiliario existente en la actualidad, el autor considera que el crecimiento experimentado durante los últimos años no parece que venga justificado por la evolución esperada de la oferta y la demanda, sino por las altas rentabilidades asociadas a la adquisición de la vivienda como inversión, fomentada en parte por los medios de comunicación.

Las condiciones de acceso al crédito hipotecario han sufrido cambios sustanciales. Los menores tipos de interés y las mayores facilidades para obtener créditos hipotecarios en condiciones cada vez más ventajosas han sido el lubricante que ha acelerado el incremento del precio de la vivienda. En esta línea, se incluyen los trabajos de **Jorge Martínez Pagés** y **M.ª de los Llanos Matea,** economistas del Servicio de Estudios del Banco de España, y de **Paloma Taltavull,** profesora de Análisis Económico Aplicado de la Universidad de Alicante.

En primer lugar, **Martínez Pagés** y **Matea** señalan que el aumento experimentado durante los últimos años responde, ante todo, a un fuerte impulso de la demanda, no suficientemente compensado con el crecimiento de la oferta, debido a la existencia de ciertas ineficiencias y elementos de rigidez en la misma. Según estos autores, el empuje de la demanda se ha visto amparado en el crecimiento de la población potencialmente demandante, de la renta y el empleo, la transformación en las formas de convivencia y el significativo el descenso de los costes de financiación y la flexibilización de las condiciones de los préstamos hipotecarios. Dichos autores señalan que al hecho de que los precios se encuentren por encima de su nivel de equilibrio ha contribuido la normativa urbanística vigente, que contiene elementos que limitan la oferta del suelo. En el medio y largo plazo, los aumentos del precio del suelo han tendido a consolidarse, sin que la competencia entre los distintos propietarios del suelo haya ayudado a reconducirlo hacia niveles más moderados.

Por su parte **Paloma Taltavull** aborda, con una visión distinta a la convencional, la financiación de la vivienda en Europa, haciendo especial hincapié en los diferentes sistemas de financiación residencial existentes y en el proceso de desregulación, que ha introducido cambios sustanciales en ellos. Entre los principales resultados de este trabajo, Taltavull señala la existencia de cierta segmentación de los mercados de financiación, distinguiendo entre aquellos que han sido protagonistas en el desarrollo del ciclo de edificación y los que han jugado una función principal de dar respuesta a la demanda de financiación del mercado de viviendas. Para el caso español, esta autora concluye que la mayor tendencia a la propiedad ha generado el efecto «viviendas financian viviendas», mientras que las familias han tenido que realizar menores esfuerzos en términos de endeudamiento al cambiar de casa.

Mostrada la relevancia del funcionamiento del mercado de crédito hipotecario sobre el precio de la vivienda, el artículo desarrollado por los profesores de la Universidad de Granada e investigadores de FUNCAS **Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso** y **Francisco Rodríguez Fernández,** profundiza en el análisis de la incidencia del estado de la política monetaria sobre las condiciones vigentes en el mercado de crédito hipotecario, y su posterior reflejo en el mercado inmobiliario. Los resultados obtenidos por estos investigadores señalan que el fuerte descenso de los tipos de interés hipotecarios como consecuencia de las continuas bajadas de tipos de interés por parte del Banco de España, hasta 1999, y del Banco Central Europeo, desde esa fecha, ha reducido de forma sustancial el esfuerzo acometido por una familia media para adquirid una vivienda. De este modo, las familias españolas se han encontrado ante condiciones más favorables para afrontar mayores niveles de endeudamiento y, por tanto, mayores precios de la vivienda. Junto a ello, muestran que, aun cuando la titulización de activos hipotecarios y la subrogación y modificación de los créditos de dicha naturaleza ha mejorado la eficacia del mercado hipotecario, sus beneficios no se han reflejado de manera significativa en menores precios de la vivienda, lo cual ha podido venir motivado por la bonanza económica, que ha dado lugar a una importante adquisición de inmuebles para inversión.

Este número 78 de *Perspectivas del Sistema Financiero* se cierra, en cuanto a colaboraciones, con el trabajo elaborado por **José Antonio Antón,** Subdirector General de FUNCAS, en el que se aborda el régimen tributario aplicado a la vivienda. El autor señala la necesidad de reconsiderar el tratamiento que reciben los bienes inmuebles en el Impuesto sobre el Patrimonio, así como la existencia de problemas aplicativos en la coordinación entre el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y el Impuesto sobre el Valor Añadido, que no han quedado resueltos. **Antón** concluye que el efecto del sistema tributario no es el más importante sobre el mercado de la vivienda. De igual modo, manifiesta que una política adecuada para resolver los graves problemas que hoy se plantean, especialmente a los jóvenes, ha de atender no sólo al precio de la vivienda para su compra, sino también a fomentar las posibilidades del arrendamiento, que no parecen suficientemente explotadas.

Por último, el presente volumen se cierra con un documento elaborado por el Banco Central Europeo titulado «Factores estructurales de los mercados de vivienda de la UE». En este interesante documento se recogen las principales transformaciones acontecidas en los mercados inmobiliarios de los países de la Unión Europea, así como sus implicaciones sobre la política económica y social, con lo que el lector podrá completar las visiones aportadas en ese volumen.

La vivienda en España: desgravaciones, burbujas y otras historias

José García-Montalvo (*)

Durante los últimos años se ve con creciente preocupación la evolución del sector de la vivienda en España, fundamentalmente por el aumento de los precios y el creciente volumen de préstamos hipotecarios en el pasivo de las familias. El sector español de construcción residencial ha sido capaz de producir en los últimos cuatro años más del 40 por 100 de las viviendas construidas en la Unión Europea con unos costes de producción reales en continua disminución. Sin embargo, los precios de la vivienda han aumentado un 54,1 por 100. Sin duda, los factores financieros, relacionados con las condiciones de los préstamos hipotecarios (tipo de interés, duración, etc.) y la competencia en el sector son elementos importantes en la explicación de esta aparente paradoja, aunque también existen indicios que apuntan a la formación de una burbuja. Desde diversos organismos —por ejemplo, el Banco de España (1)— se ha mostrado una cierta preocupación por las consecuencias del incremento del precio de la vivienda y de la acumulación de crédito hipotecario en las cuentas del sistema financiero. El objetivo de este artículo es hacer un análisis de la estructura y el funcionamiento del sector de la construcción en España, con especial referencia al subsector residencial y a su evolución reciente, fundamentalmente a partir de 1999.

I. LA CONSTRUCCIÓN COMO SECTOR ECONÓMICO

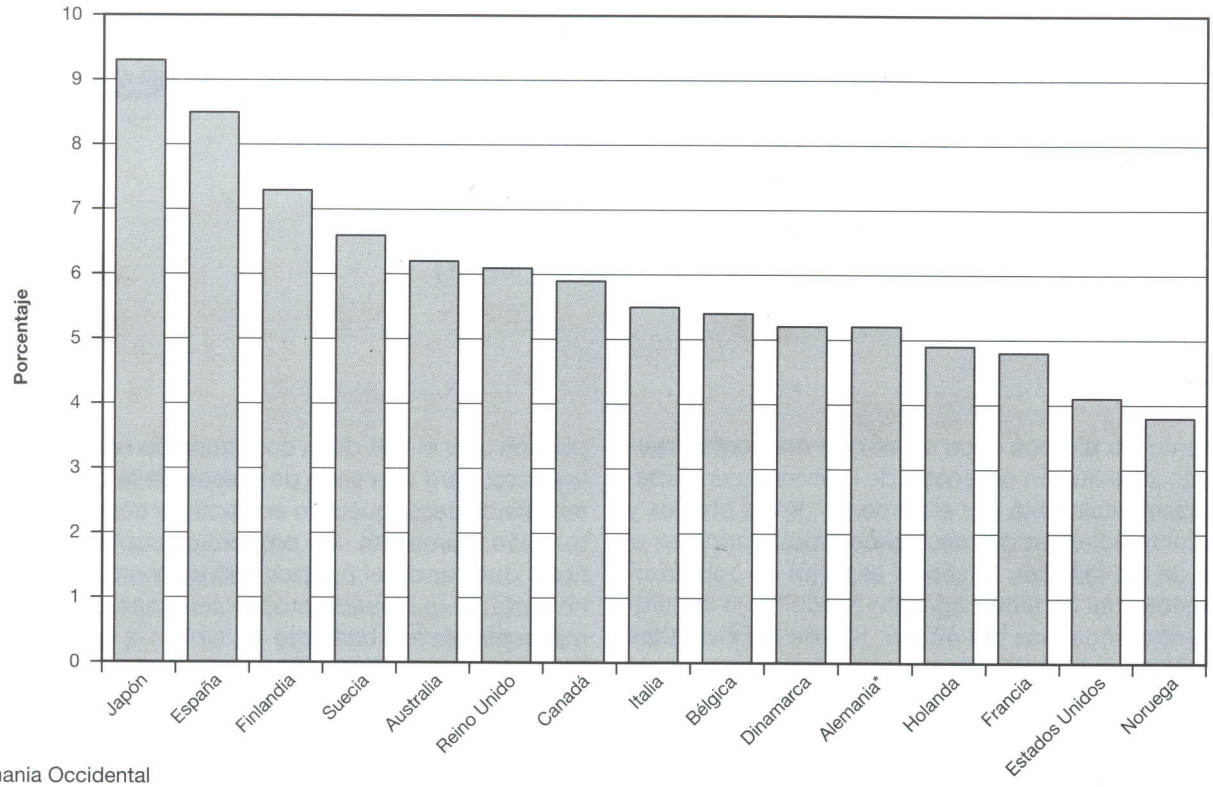
Para evaluar la importancia del sector de la construcción en el conjunto de la economía se pueden adoptar dos perspectivas en el análisis de la cifras de la Contabilidad Nacional. Una visión descansa en la descomposición sectorial de la oferta, mientras otra se basa en la parte de la demanda ligada a la inversión en el sector de la construcción. Desde el lado de la oferta, se puede señalar que el peso relativo del sector de la construcción en la economía varía considerablemente en función de los países. El gráfico 1 presenta la proporción que el VAB de la construcción representa en el VAB total para una serie de países de la OCDE. Es interesante destacar que sólo en Japón el sector de la construcción representa una proporción superior a la española, que ronda el 8,5 por 100 de media en los años noventa. Esta elevada proporción hace que la economía española sea bastante sensible a la evolución cíclica del sector de la construcción. Japón, España y Finlandia son los únicos países donde el sector de la construcción supera en media el 7 por 100 del VAB total. Por el contrario en Holanda, Francia, Estados Unidos y Noruega el peso del sector de la construcción no alcanza el 5 por 100.

El gráfico 2 muestra una comparación entre países de la ratio entre VAB y empleo en el sector de la construcción medida en dólares de 1990 y ajustada por PPA. En este caso, Estados Unidos, que aparecía como uno de los países con un menor peso de la construcción en su economía, se sitúa en la cabeza de la productividad aparente del trabajo. Los otros países donde la construcción representaba menos del 5 por 100 del VAB total siguen situados en la cola de la distribución (Francia, Holanda y Noruega). España se sitúa en una posición intermedia, con un VAB por empleado de 35.000 dólares.

La evolución del sector de la construcción contribuyó en gran medida al crecimiento económico de finales de los años noventa. Sin embargo, en fechas recientes (especialmente a partir del segundo trimestre de 2002) se observa que el sector de la construcción, y particularmente la residencial, ha empezado a tener una contribución negativa en el conjunto de la Unión Europea, aunque España sigue siendo una excepción. El cuadro número 1 muestra cómo el sector de la construcción de la Unión Europea se contrajo un 1,3 por 100, en términos interanuales, durante el cuarto trimestre de 2002. El país más perjudicado es Alemania, donde dicha contracción

GRÁFICO 1

VAB DE LA CONSTRUCCIÓN EN PROPORCIÓN AL VAB TOTAL
(Media 1990-2000)



* Alemania Occidental
Fuente: OCDE y elaboración propia.

alcanzó una tasa interanual del 7 por 100. Sólo España, Finlandia y, particularmente, el Reino Unido, muestran tasas de crecimiento positivas en este período. El cuadro núm. 2 muestra el elevado ritmo de crecimiento de la construcción residencial en España (4,9 por 100) y el Reino Unido (9,5 por 100) durante el último trimestre de 2002, por contraposición con la enorme disminución observada en Alemania y Austria.

CUADRO NÚM. 1

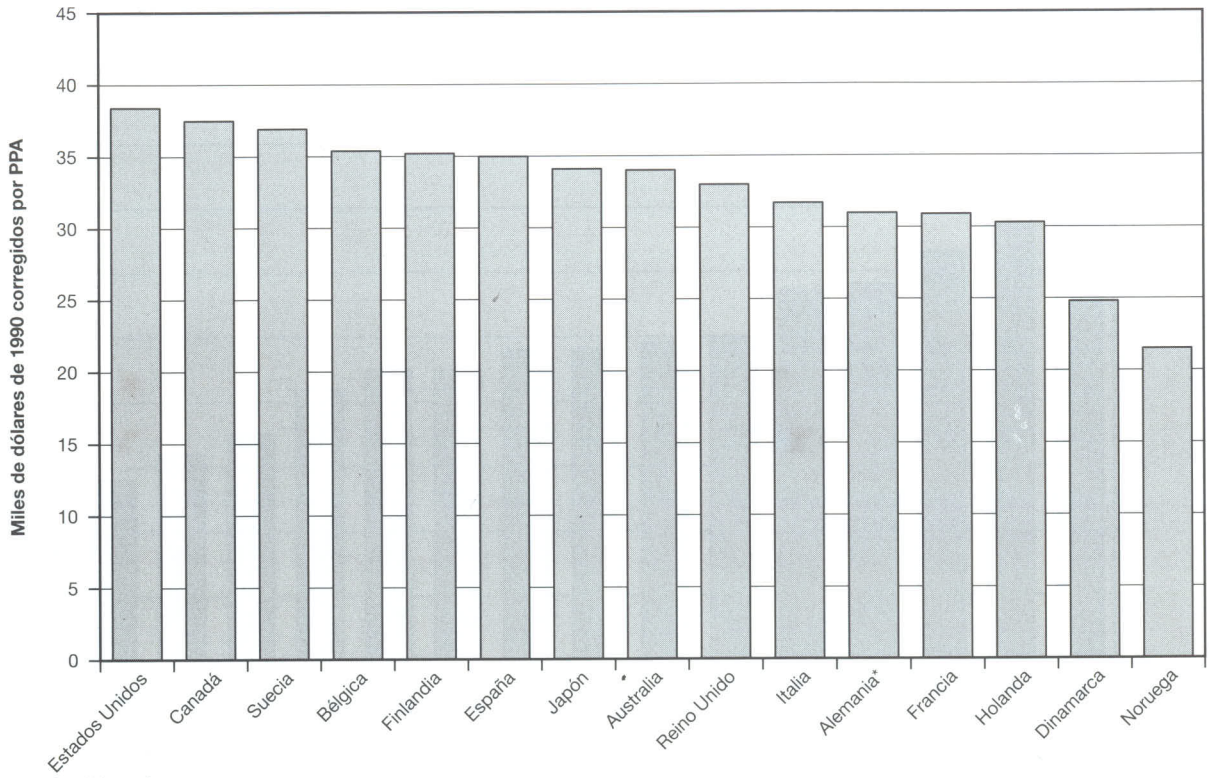
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRECIMIENTO DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA
Crecimiento interanual

TOTAL CONSTRUCTION	*Q400*	*Q101*	*Q201*	*Q301*	*Q401*	*Q102*	*Q202*	*Q302*	*Q402*
Zona euro	0,9	-1,6	-0,9	0,0	1,4	1,2	-1,7	-0,9	-2,7
Unión Europea	0,7	-1,6	-0,5	0,5	2,0	2,1	-0,5	0,3	-1,3
Bélgica	2,6	0,1	0,7	-2,6	-2,7	1,2	0,2	4,5	-5,9
Dinamarca	-2,9	-8,4	-5,7	-5,1	-3,9	0,4	-0,6	-2,4	-1,2
Alemania	-5,6	-12,9	-8,4	-4,3	-3,4	-0,7	-5,8	-7,5	-7,0
España	7,0	8,2	6,4	6,2	8,5	7,1	5,4	8,8	0,9
Francia	4,0	0,4	-0,5	0,0	-0,4	-4,6	-3,6	-3,2	-2,9
Luxemburgo	4,1	-3,6	3,3	8,4	10,1	9,6	10,7	-3,6	-0,5
Holanda	3,1	1,7	-0,5	4,6	1,3	3,4	-1,6	-2,0	-4,9
Austria	1,4	4,6	-2,9	-0,3	-3,4	1,8	3,4	-2,8	-3,9
Finlandia	6,6	4,1	1,4	2,1	-3,2	-2,7	3,3	3,3	1,8
Suecia	4,5	0,9	0,1	2,5	6,2	-2,2	3,2	6,2	-1,3
Reino Unido	-0,3	-1,2	3,0	5,2	6,4	8,2	7,3	8,1	8,5

Fuente: Eurostat.

GRÁFICO 2

PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL TRABAJO EN EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN
(VAB de la construcción sobre empleo. Media 1990-2000)



* Alemania Occidental
Fuente: OCDE y elaboración propia.

Por el lado de la demanda, se puede evaluar la importancia del sector de la construcción en función del peso de la inversión residencial en el conjunto del PIB. El gráfico 3 muestra una comparación de la ratio de inversión residencial sobre PIB para diversos países de la Unión Europea en 2001. En él se observa cómo la inversión residencial en España representa un 7,3 por 100 del PIB y es superada tan sólo por Irlanda.

CUADRO NÚM. 2

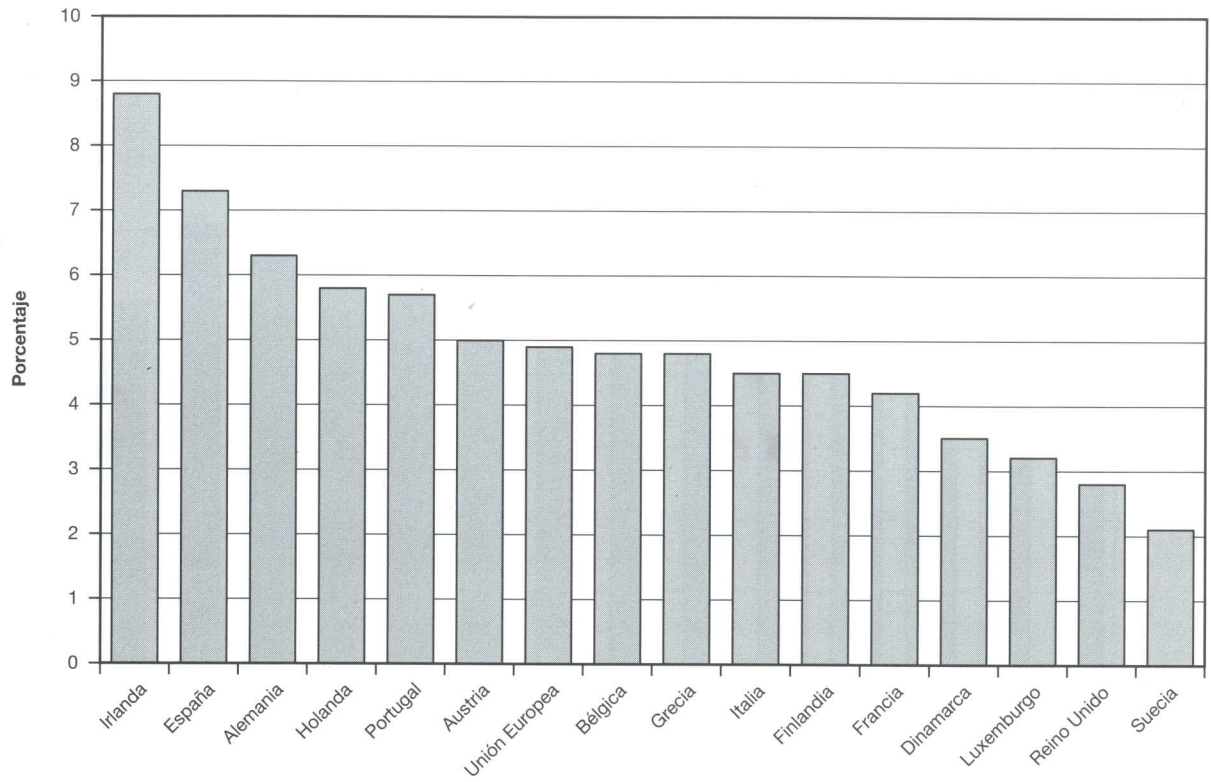
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRECIMIENTO DE LA CONSTRUCCIÓN RESIDENCIAL EN LA UNIÓN EUROPEA

CONSTRUCCIÓN RESIDENCIAL	*Q400*	*Q101*	*Q201*	*Q301*	*Q401*	*Q102*	*Q202*	*Q302*	*Q402*
Zona euro	1,3	-2,8	-1,9	-1,4	0,8	0,9	-2,1	-1,5	-2,4
Unión Europea	1,2	-2,7	-1,4	-0,7	1,4	1,7	-1,0	-0,3	-0,8
Bélgica	9,2	-3,1	3,0	-1,0	-3,4	2,1	-0,8	-3,0	-5,2
Dinamarca	-5,0	-19,0	-5,9	-3,8	-2,1	0,0	-1,1	-2,4	-0,7
Alemania	-6,2	-14,2	-10,9	-6,9	-5,2	-2,2	-7,1	-8,8	-7,6
España	5,8	5,3	6,7	5,0	9,2	9,9	6,5	9,0	4,9
Francia	5,0	0,1	-0,3	0,6	0,6	-4,3	-4,0	-3,1	-2,8
Luxemburgo	11,3	9,4	15,0	16,5	11,8	6,7	11,0	-1,5	-2,3
Holanda	3,0	0,7	-1,7	1,3	-0,9	1,2	-1,8	-2,3	-4,7
Austria	2,8	2,7	-4,2	-3,1	-4,6	-0,7	2,0	-2,7	-9,1
Finlandia	6,7	4,9	1,4	1,6	-4,6	-3,2	3,2	3,1	1,4
Suecia	7,7	3,7	3,1	-0,9	-1,9	-1,2	3,7	6,3	1,5
Reino Unido	0,4	-1,7	2,8	5,1	6,3	7,6	6,6	7,9	9,5

Fuente: Eurostat.

GRÁFICO 3

PROPORCIÓN DE INVERSIÓN RESIDENCIAL SOBRE EL PIB (2001)



Fuente: Eurostat y estadísticas nacionales.

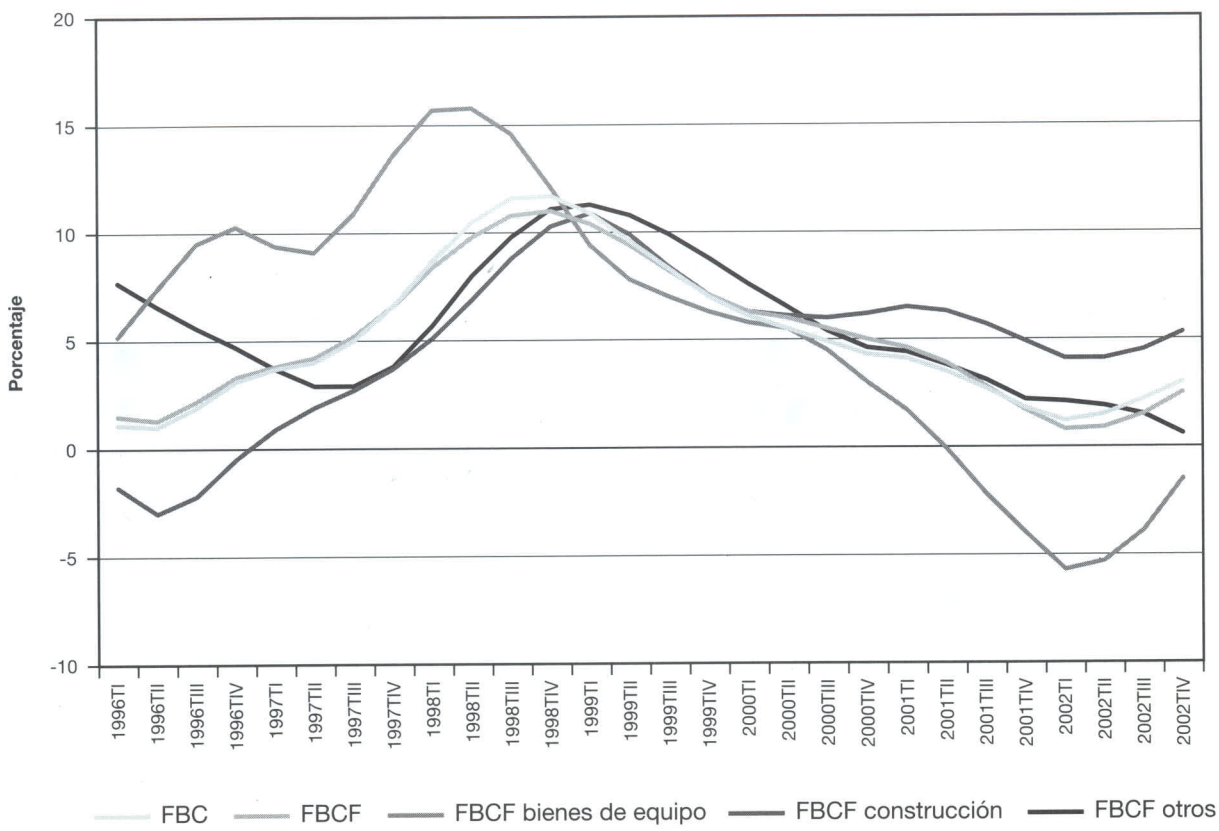
II. EL NUEVO *BOOM* DE LA CONSTRUCCIÓN EN ESPAÑA

En términos de comparaciones internacionales, el apartado anterior ha mostrado que el sector de la construcción tiene un peso elevado en el caso español y que su desaceleración está siendo menor y más tardía que en el resto de los países, con excepción del Reino Unido. La contribución del sector de la construcción al crecimiento económico español desde 1997 hasta el año 2002 ha sido espectacular. Mientras el PIB real crecía un 26 por 100 entre el primer trimestre de 1997 y el último trimestre de 2002, el VAB del sector de la construcción lo hacía un 71,5 por 100. De esta forma, la contribución del sector de la construcción al crecimiento económico en este período fue del 15,2 por 100 (4,5 puntos porcentuales). Si tomamos como punto de referencia inicial el primer trimestre de 2000, la contribución del sector de la construcción es todavía mayor. Entre el año 2000 y el cuarto trimestre de 2002 la economía española creció un 10,1 por 100, frente al 38,7 por 100 de crecimiento del sector de la construcción. Esto significa que la construcción ha aportado un 26,4 por 100 del crecimiento del PIB español durante los últimos tres años. Por tanto, sea cual sea el período de referencia, la aportación del sector de la construcción al crecimiento económico español en fechas recientes ha sido muy importante.

En este apartado, es importante destacar que la desaceleración económica mundial tiene su origen fundamental en la desaceleración, o incluso retroceso, de la inversión después de los excesos de finales de los años noventa. No obstante, y aunque en muchos países la inversión total decrece, el crecimiento de la inversión residencial ha impedido una caída mayor de la inversión durante los últimos años. El caso español es un ejemplo significativo. El gráfico 4 muestra, desde la perspectiva de la demanda, las tasas de crecimiento del componente ciclo-tendencia de la formación bruta de capital fijo en España desde 1996. En él se puede observar que durante la desaceleración de 1996 la inversión residencial tuvo una tasa de crecimiento negativa en todos los trimestres de dicho año. A partir del primer trimestre de 1997, y hasta el primer trimestre de 1999, el crecimiento de la inversión en construcción es positivo, pero inferior al del conjunto de la formación bruta de capital fijo, debido al importante impulso de la inversión en bienes de equipo. A partir de 1999, y hasta el

GRÁFICO 4

TASA DE CRECIMIENTO REAL INTERANUAL DE LA FB DE CAPITAL
Componente ciclo-tendencia



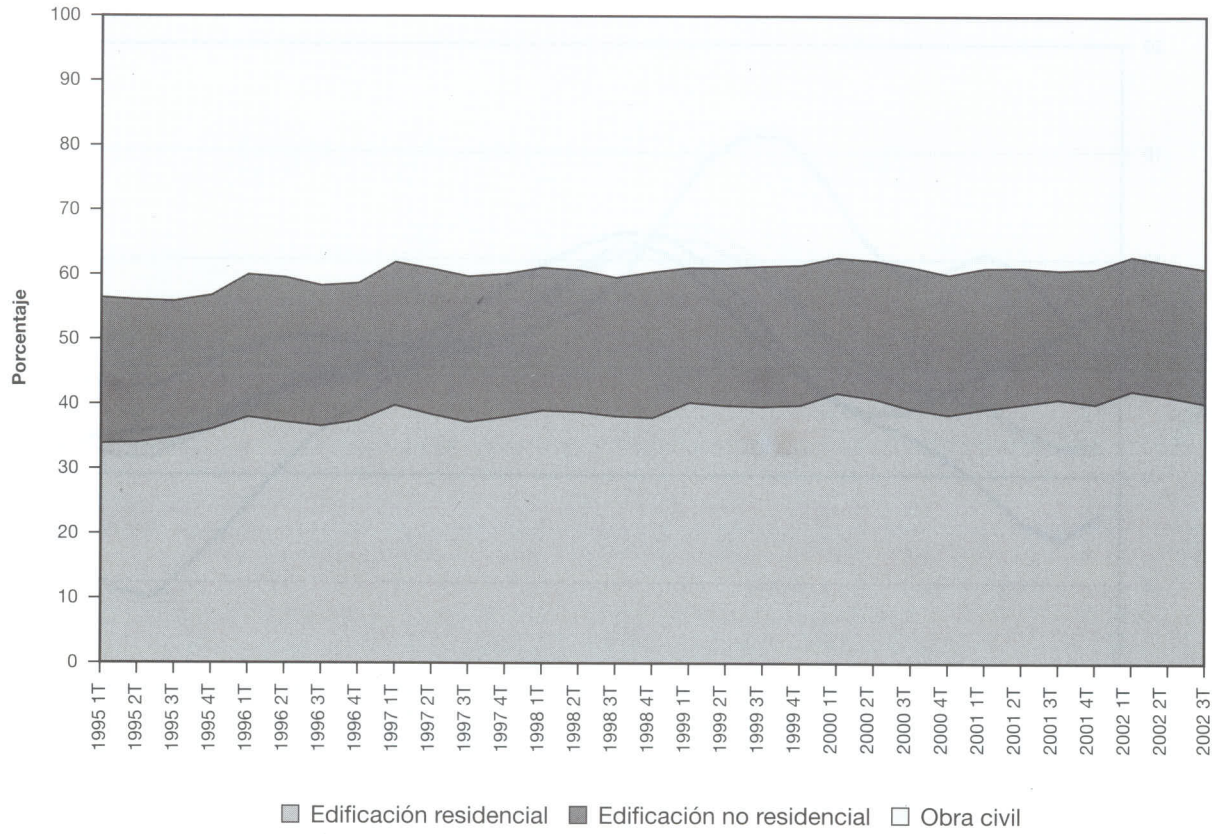
Fuente: INE.

segundo trimestre de 2000, la inversión en construcción se alinea con el crecimiento del conjunto de la formación bruta de capital fijo. Desde el tercer trimestre de 2000 hasta el cuarto trimestre de 2002 el crecimiento de la inversión en construcción ha sido muy superior al del conjunto de la inversión, y ha compensado en gran medida el crecimiento negativo de la inversión en bienes de equipo que se observa a partir del tercer trimestre de 2001. El patrón es similar al observado en otros países, aunque el momento del comienzo del descenso de la inversión en bienes de equipo fue, en casi todos los casos, anterior en el resto de países, y su intensidad tan grande que el incremento de la inversión en construcción no ha sido capaz de compensarla.

¿Cuáles son los subsectores que más han contribuido al crecimiento de la construcción durante los últimos años? La información contenida en la Encuesta de la Coyuntura de la Construcción (ECIC), gráfico 5, permite comprobar la evolución del peso de los tres componentes (edificación residencial, no residencial y obra civil) en el conjunto de los trabajos realizados por las empresas. En media, durante la segunda mitad de los años noventa y principios del nuevo decenio la edificación residencial ha supuesto un 38,7 por 100 del total, frente al 21,6 por 100 de la no residencial y el 39,7 por 100 del componente de obra civil. No obstante, la evolución de la tasa de crecimiento de los trabajos realizados por las empresas en cada subsector tiene un perfil diferencial. El gráfico 6 muestra la gran volatilidad de los trabajos en el subsector de obra civil y la coincidencia de las aceleraciones con períodos preelectorales, con la consiguiente disminución de la tasa de crecimiento en el año posterior a las elecciones. Otro aspecto importante que destaca el gráfico 6 es la relativa estabilidad de los trabajos realizados en el sector de edificación residencial, con una tasa media de crecimiento interanual del 7,1 por 100, frente al 3,8 por 100 de la obra civil. La descomposición del crecimiento de los trabajos realizados en el sector de la construcción desde el primer trimestre de 1997 hasta el tercer trimestre de 2002 muestra que la contribución de la edificación residencial al crecimiento del sector alcanza el 40,6 por 100, frente al 40 por 100 de la obra civil.

GRÁFICO 5

PROPORCIÓN DE TRABAJOS REALIZADOS POR TIPOLOGÍAS



Fuente: ECIC y elaboración propia.

III. EL SECTOR RESIDENCIAL: CARACTERÍSTICAS DE LAS VIVIENDAS Y PERFIL DE LA TENENCIA

En el apartado anterior quedó de manifiesto la importancia que el subsector residencial tiene en el conjunto del sector de la construcción español. Además, la relevancia del análisis de la construcción de viviendas viene determinada por la consideración de éstas como un elemento básico del bienestar de los ciudadanos. Incluso la Constitución señala que el acceso a una vivienda digna es uno de los derechos fundamentales de los españoles.

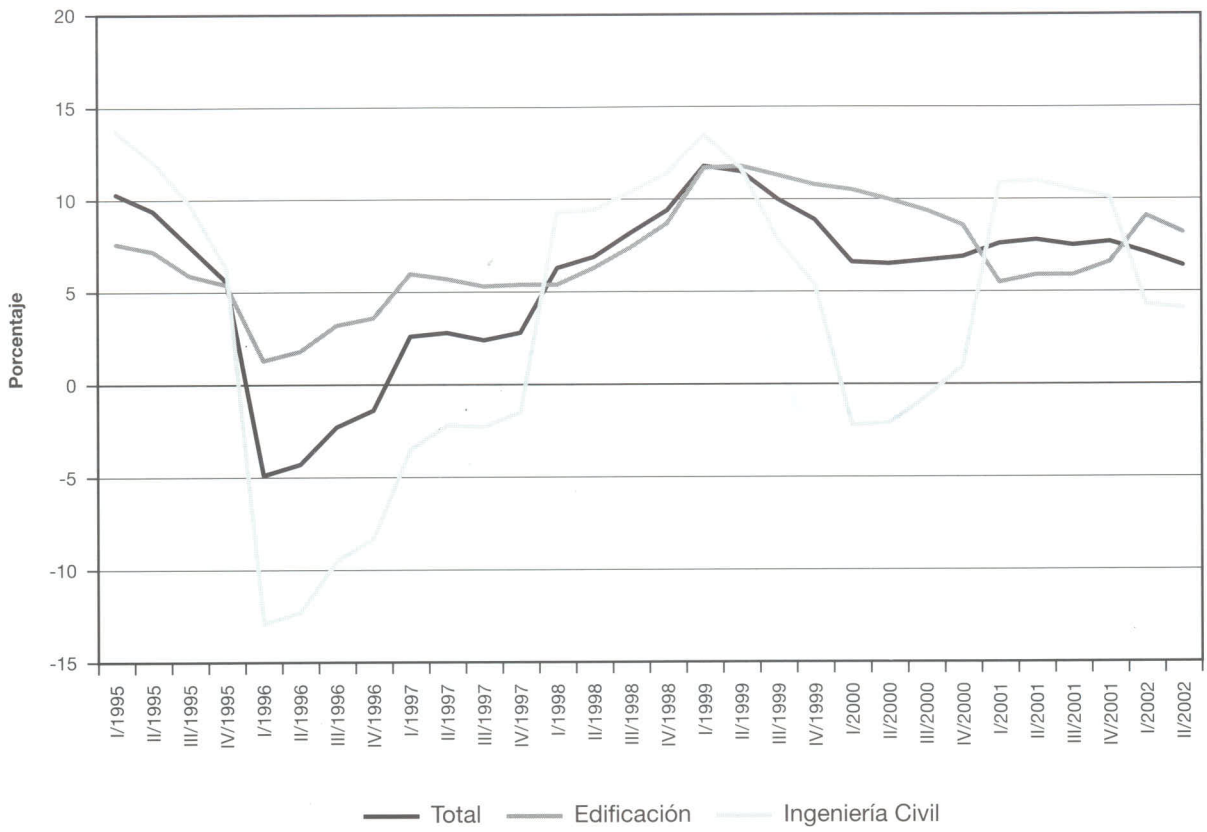
Características del *stock* de viviendas

La forma más conveniente de analizar las características del parque de viviendas es utilizando los censos. La disponibilidad de datos parciales sobre el nuevo censo de 2001 permite realizar algunas comparaciones frente a los anteriores (2). El cuadro núm. 3 muestra la evolución de las viviendas por tipología desde el Censo de 1981 hasta el Censo de 2001. El número de viviendas ha pasado de los 14,7 millones de 1981 hasta los 20,8 millones del último censo. El crecimiento entre 1991 y 2001 es de un 21,6 por 100. La evolución de las viviendas iniciadas permite hacerse una idea de la intensidad constructora de viviendas en los últimos años. El gráfico 7 presenta las viviendas visadas por el Colegio de Arquitectos entre 1980 y 2001. La media durante el período 1980-1997 fue de 287.000 viviendas anuales, aunque, como se puede comprobar, durante el *boom* de la construcción de finales de los años ochenta se alcanzó una media superior a las 350.000. A partir de 1998, la media de viviendas iniciadas anualmente se dispara, siendo la media entre 1998 y 2002 de 540.000. De esta forma, entre 1998 y el año 2002 se iniciaron 2,7 millones de viviendas, lo que significa que en cinco años el *stock* de viviendas aumentó aproximadamente un 14,2 por 100.

El cuadro núm. 3 también muestra el desglose de las viviendas en primarias, secundarias y desocupadas. El primer hecho destacable es la relativa estabili-

GRÁFICO 6

TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS SUBSECTORES DE LA CONSTRUCCIÓN
Componente ciclo-tendencia



Fuente: Idescat.

dad de las proporciones. El significativo aumento de las viviendas secundarias que se produjo entre los censos de 1981 y 1991 no se ha visto reforzado en el período posterior. Por su parte, el número de viviendas desocupadas continúa disminuyendo su proporción, aunque muy lentamente. Si comparamos estas cifras con las de otros países de la Unión Europea (gráfico 8) inmediatamente aparecen dos elementos característicos del parque de viviendas español: la elevada proporción de viviendas secundarias y de viviendas desocupadas. De los países considerados en el gráfico 8, sólo Grecia supera a España en cuanto a la proporción de viviendas secundarias en el conjunto del *stock* de viviendas. En cuanto a las viviendas desocupadas, España se sitúa en cabeza de todos los países con un amplio margen.

CUADRO NÚM. 3

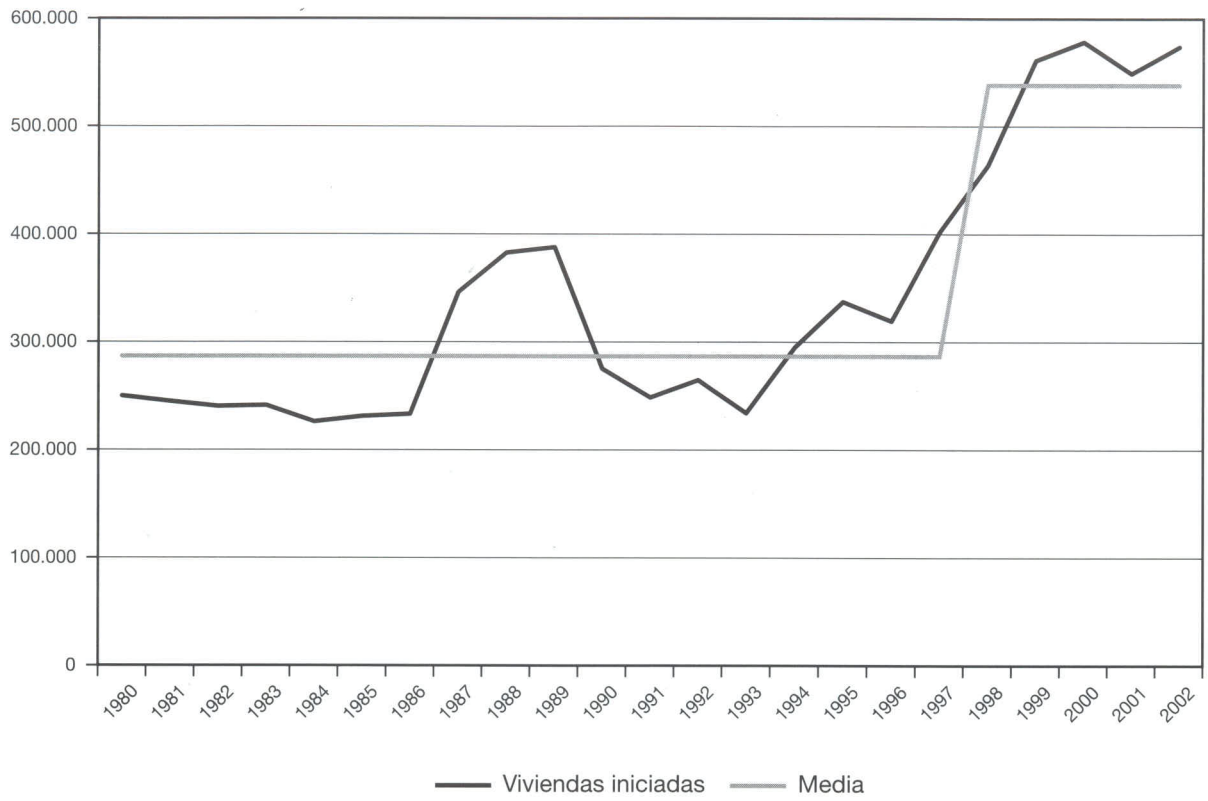
NÚMERO DE VIVIENDAS Y TIPOLOGÍA

	1981	*PORCENTAJE*	*1991*	*PORCENTAJE*	*2001*	*PORCENTAJE*
Principales	10.430.898	70,83	11.703.180	68,20	14.270.656	68,53
Secundarias	1.899.760	12,90	2.917.215	17,00	3.323.127	15,96
Desocupadas	2.396.205	16,27	2.471.053	14,40	2.894.986	13,90
Otras	—	—	68.640	0,40	334.600	1,61
Total	14.726.863		17.160.088		20.823.369	

Fuente: Censo de Viviendas (INE).

GRÁFICO 7

VIVIENDAS INICIADAS
(Visadas por el Colegio de Arquitectos)



Fuente: Dirección General de Vivienda (Ministerio de Fomento).

La proporción de viviendas desocupadas también varía entre las comunidades autónomas (CC.AA.) de España. En Extremadura se alcanza casi el 18 por 100, seguida en los primeros lugares por Galicia y la Comunidad Valenciana. El gráfico 9 permite comprobar la elevada correlación (0,55) existente entre el número de viviendas por habitante en cada comunidad autónoma y la proporción de viviendas desocupadas.

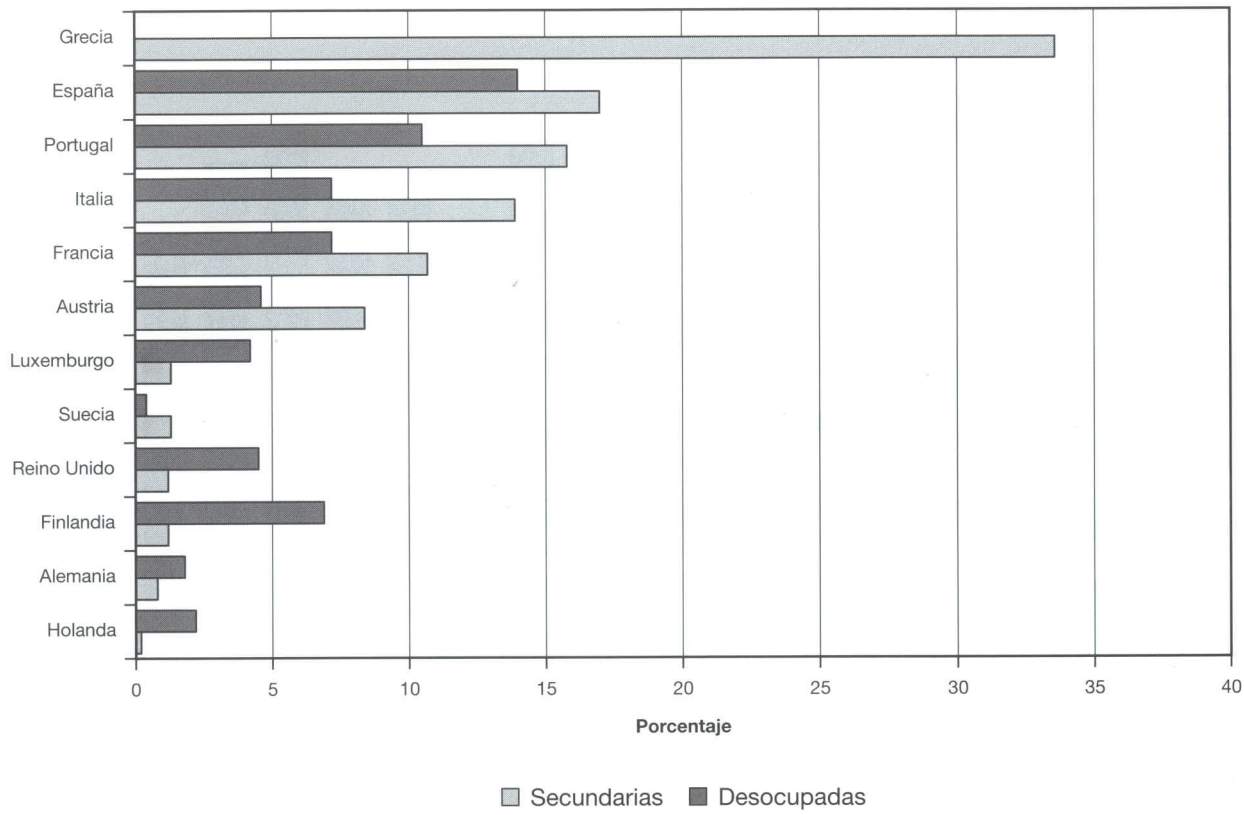
El cuadro núm. 4 muestra la evolución del régimen de tenencia de la viviendas españolas. En él se puede comprobar cómo la vivienda en propiedad aumenta su peso en el conjunto en detrimento de la vivienda en alquiler, hasta el punto de que esta última tan sólo representa el 11,5 por 100 del total según los datos provisionales del Censo de 2001. Esta tendencia no es exclusiva del caso español. Sin embargo, el bajísimo nivel alcanzado por la proporción de viviendas en alquiler en España sí que resulta más preocupante, y no tiene correspondencia en ningún otro país. El gráfico 10 muestra la evolución de la proporción de viviendas en alquiler en una serie de países de la Unión Europea. En todos ellos, la proporción de vivienda en propiedad gana terreno, aunque en Alemania o en Holanda la vivienda en propiedad todavía es minoritaria frente al alquiler. Por el contrario, en el Reino Unido y en España se ha producido una disminución muy significativa de la proporción de viviendas en alquiler. En el primer caso, han pasado del 58 por 100 en 1960 a cerca del 30 por 100 en 1999. En el caso español, la disminución ha sido incluso mayor, cayendo del 43 por 100 hasta el 11,5 por 100 que muestran los datos provisionales del último Censo. Esta ínfima proporción tiene variabilidad entre CC.AA., como muestra el cuadro núm. 5, aunque sólo cinco comunidades (Baleares, Cataluña, Canarias, Madrid y Asturias) supera el listón del 11,5 por 100 (media de España).

IV. REGULACIÓN Y FISCALIDAD DE LA VIVIENDA

A partir de los datos expuestos en el apartado anterior, se puede caracterizar el mercado inmobiliario español por un elevado nivel de viviendas desocupadas, una alta proporción de viviendas secundarias y un nivel ridículamente bajo de viviendas de alquiler. La intervención del

GRÁFICO 8

CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DEL *STOCK* DE VIVIENDAS



Fuente: Eurostat.

sector público en el de la vivienda tiene una gran relación con las características anteriormente comentadas. La propiedad más importante de estas intervenciones ha sido su carácter inconsistente y contradictorio. Dado el bajo nivel de vivienda en alquiler, muchas medidas han tenido como objetivo explícito, incluido en la exposición de motivos de las leyes, la promoción del alquiler. Sin embargo, al mismo tiempo se aprobaban otras medidas que tenían justamente el efecto contrario.

En este apartado se analizan brevemente los diferentes mecanismos de intervención pública en el sector de la vivienda español y su efecto en las decisiones sobre tenencia y ocupación de los inmuebles (3).

La construcción, el alquiler y la compra de viviendas son actividades económicas sometidas a regulaciones en un grado superior a lo que sucede en la mayoría de los sectores económicos.

El sector vivienda es probablemente uno de los más afectados por la intervención pública, tanto en España como en la mayoría de los países desarrollados. De hecho, la política de la vivienda es uno de los elementos característicos del llamado Estado del bienestar. En el caso español, la Constitución de 1978 señala, en su artículo 47, que todo español tiene derecho a una vivienda digna y adecuada, lo que convierte el acceso a ella en un derecho fundamental y, por tanto, de protección prioritaria por parte del sector público. La justificación de la intervención pública en este sector se fundamenta en las especiales características de la vivienda, dado que:

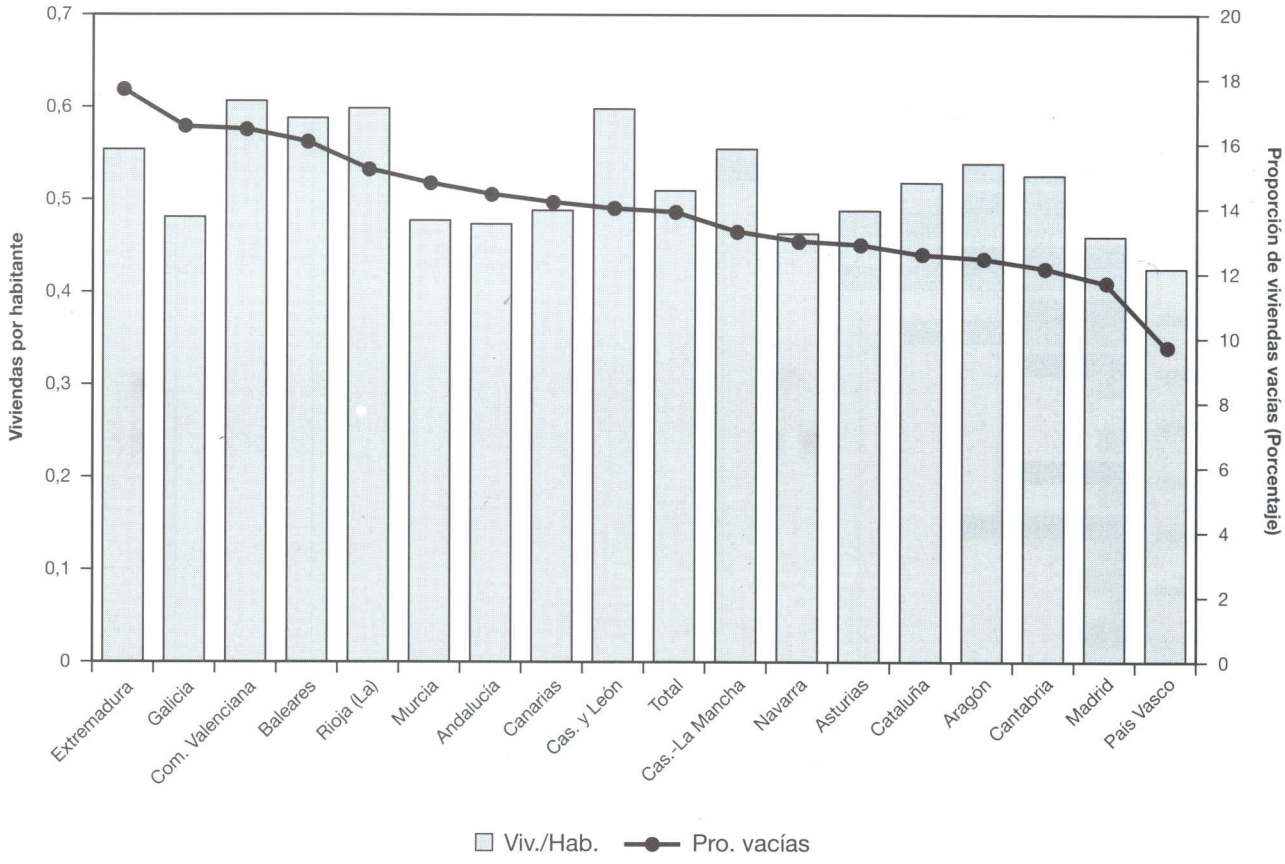
a) genera unos servicios esenciales, a los que las familias destinan una parte importante de su presupuesto;

b) su oferta es rígida a corto plazo, por lo que la coyuntura económica le afecta asimétricamente debido a que la demanda es muy sensible a dicha coyuntura;

c) su gran durabilidad hace que cualquier decisión sobre el uso del suelo, construcción o régimen de tenencia tenga efecto a muy largo plazo;

GRÁFICO 9

VIVIENDAS DESOCUPADAS POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. CENSO DE VIVIENDAS DE 2001



Fuente: INE.

d) es un activo real alternativo a los activos financieros que forman parte de la cartera de los individuos.

La intervención del sector público sobre la vivienda se plasma en dos tipos de acciones: la regulación económica y las medidas presupuestarias.

1. Regulación económica

La regulación económica del sector inmobiliario y de la construcción contempla multitud de elementos. Abarca desde aspectos financieros (regulación de los fondos de inversión inmobiliaria, los fondos de titulación inmobiliaria y el fondo de garantía); los gastos de formalización de préstamos hipotecarios; los gastos de escritura y registro; la ley de edificación o las atribuciones profesionales de arquitectos e ingenieros técnicos, etc. No obstante las regulaciones con mayor influencia sobre la vivienda son los planes de vivienda, la Ley de Arrendamientos Urbanos y la Ley del Suelo (4).

La regulación referida a la política de vivienda protegida aparece contenida en los llamados *planes de vivienda.* El objetivo de estos planes es favorecer el acceso a una vivienda a las personas con niveles de renta bajos y medios, aunque hasta 1976 las ayudas eran independientes del nivel de renta de los adquirentes, lo que le valió la denominación de política de «apoyo a la piedra». Como los *planes de vivienda* tienen reflejo presupuestario, su discusión se pospone al siguiente apartado.

CUADRO NÚM. 4

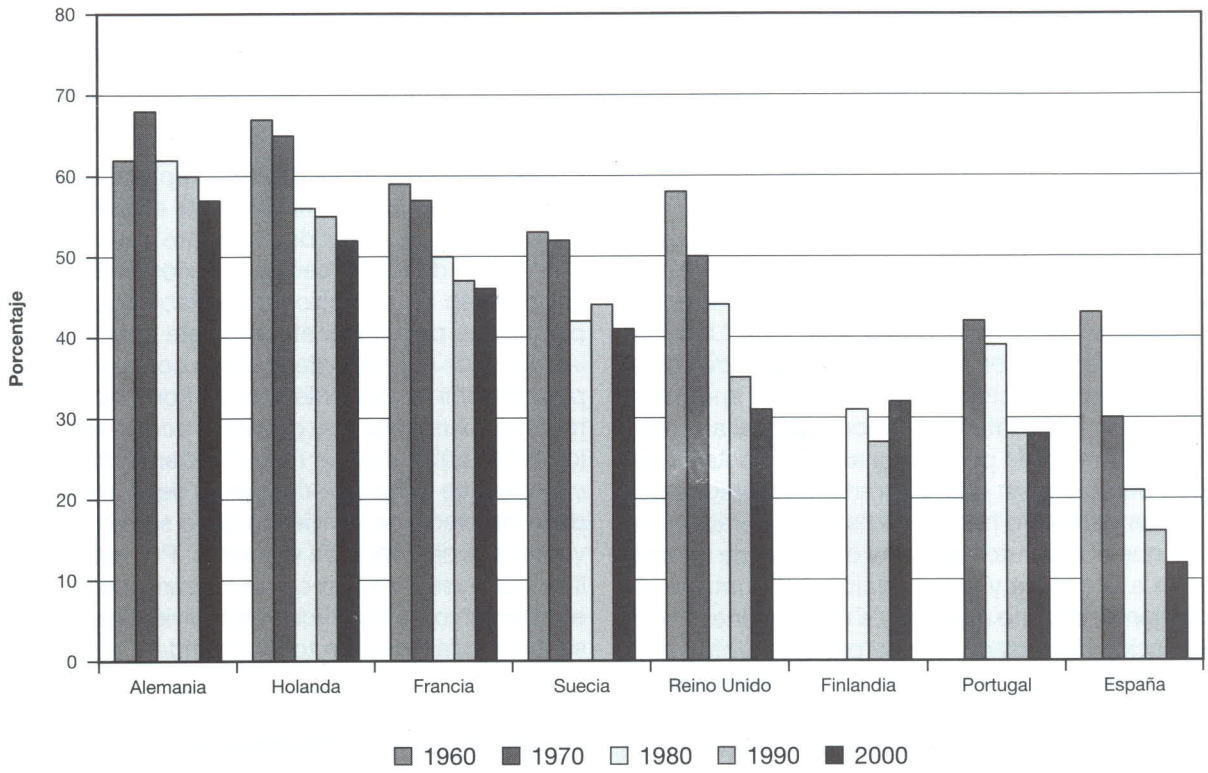
TIPOLOGÍA POR FORMA DE TENENCIA (Porcentajes)

	1981	*1991*	*2001*
Propiedad	73,14	78,34	82,00
Alquiler.....	20,79	15,17	11,50
Cesión y otras	6,14	6,49	6,50

Fuente: Censo de Viviendas (INE).

GRÁFICO 10

EVOLUCIÓN DE LA PROPORCIÓN DE VIVIENDAS EN ALQUILER EN VARIOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA



Fuente: BCE (2003) y elaboración propia.

La *Ley de Arrendamientos Urbanos (LAU)* es uno de los cuerpos legales (junto con la *Ley del Impuesto sobre la Renta* y las *leyes de Presupuestos*) más importantes en la decisión sobre el régimen de disfrute de los servicios que proporciona la vivienda: propiedad o alquiler. La LAU determina el delicado equilibrio de intereses entre los derechos y deberes de arrendadores y arrendatarios y, al menos recientemente, se ha orientado a resolver el desequilibrio entre oferta y demanda de viviendas en alquiler. Las sucesivas leyes de arrendamientos urbanos, desde la inicial de 1964, se han caracterizado por regular, entre otros, tres aspectos esenciales de la relación entre arrendadores y arrendatarios: la duración de los contratos de arrendamiento, las posibilidades de subrogación de dicho contrato, y la renta y los procedimientos para su actualización. La regulación de estas características de los contratos de arrendamiento incide decisivamente en la decisión de comprar frente a alquilar. Por ejemplo, la Ley de 1964, y las limitadas posibilidades de actualización de los alquileres que concedía, fue uno de los factores importantes en la reducción de la proporción de viviendas en alquiler desde su aprobación hasta el año 1985, así como del progresivo deterioro de los edificios destinados al

CUADRO NÚM. 5

VIVIENDAS EN ALQUILER POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. CENSO DE 2001
Porcentaje sobre viviendas totales

	ALQUILER
Andalucía	9,2
Aragón	10,2
Asturias	12,6
Baleares	20,1
Canarias	16,9
Cantabria	8,4
Castilla-La Mancha	6,9
Castilla y León	8,8
Cataluña	16,6
Comunidad Valenciana	8,3
Extremadura	8,8
Galicia	10,5
Comunidad de Madrid	13,7
Murcia	9,3
Navarra	7,8
País Vasco	7,3
La Rioja	8,5

Fuente: INE y elaboración propia.

alquiler. El Real Decreto 2/1985, también llamado Ley Boyer, con un objetivo reconocido de fomentar la vivienda en alquiler, intentó reequilibrar de nuevo los derechos de arrendatarios y arrendadores suprimiendo la prórroga forzosa para cualquier tipo de arrendamientos y permitiendo la actualización efectiva de las rentas. No obstante, debido al efecto contrapuesto de las medidas presupuestarias, como se comentará con posterioridad, el porcentaje de vivienda en alquiler siguió disminuyendo.

La Ley de Arrendamientos de 1994 supone un nuevo intento de fomentar la vivienda en alquiler, con un nuevo reequilibrio de los deberes y derechos de los arrendatarios y arrendadores a favor de los segundos. La nueva ley señala que la duración del contrato de arrendamiento será la libremente decidida por las partes, aunque si dicha duración fuera inferior a cinco años, el arrendatario puede prorrogarla por plazos anuales hasta alcanzar dicha duración, sin que el arrendador pueda oponerse. Si las partes no han fijado ninguna duración, se entiende que el contrato tiene una duración de un año. Respecto a la cesión y subrogación del contrato de arrendamiento, impone multitud de restricciones frente a la legislación del pasado. Por su parte, la renta se fija con plena libertad entre las partes. La actualización de la renta no es obligatoria, aunque lo habitual es pactar aumentos en función de las variaciones en el coste de la vida. En cualquier caso, estas condiciones afectan sólo a los contratos firmados con posterioridad a la aprobación de la nueva ley. Respecto a los contratos sometidos a las anteriores legislaciones se reducen las posibilidades de subrogación y se permite una cierta actualización de las rentas.

Los datos del Censo de 2001 muestran como la LAU de 1994 no han sido capaz de contrarrestar los incentivos a la compra de viviendas, frente al alquiler, existentes en otras medidas legislativas. Además, el difícil equilibrio entre los derechos de arrendatarios y arrendadores dificulta también la acción de los tribunales de justicia, que, en muchos casos, provocan retrasos en la resolución de situaciones flagrantes de abuso, lo que también reduce la propensión a la tenencia en alquiler e incentiva el mantenimiento de inmuebles desocupados.

Otra forma de regulación en el mercado inmobiliario son las *leyes del suelo* (5). Los elementos básicos de esta legislación son cuatro:

a) El *régimen urbanístico* del suelo define los usos (residencial, industrial) y los tipos de suelo (urbano, urbanizable, rústico, etcétera).

b) El *planeamiento urbanístico* delimita, mediante planes de ordenación urbana, los usos y clasificación del suelo de un municipio, área metropolitana, etcétera.

c) La *valoración de los distintos tipos de suelo.* La legislación sobre el suelo define cómo se debe valorar cada tipo de suelo: valor de mercado, valor inicial, etcétera.

d) La *gestión urbanística* se refiere a las fases administrativas que supone el proceso de promoción y construcción.

Las sucesivas leyes del suelo aplicadas en España han sido incapaces de hacer frente al aumento del precio del suelo, a pesar del mandato constitucional del artículo 47, donde se señala que «los poderes públicos promoverán las condiciones y establecerán las normas pertinentes para hacer efectivo este derecho regulando la utilización del suelo de acuerdo con el interés general para impedir la especulación. La comunidad participará de las plusvalías que genera la acción urbanística de los entes públicos». La razón fundamental de este fracaso es que la fijación del precio del suelo se realiza a partir del precio de la vivienda, pues su demanda es derivada de la demanda de viviendas. Por este motivo, utilizar las leyes de suelo como mecanismo para detener el incremento de los precios de la vivienda es una empresa destinada, casi con toda seguridad, al fracaso.

2. Las medidas presupuestarias

Otra forma de intervención del sector público en el mercado inmobiliario son las medidas presupuestarias. Éstas se agrupan en dos tipos: ayudas directas y ayudas indirectas. Las ayudas directas aparecen en los sucesivos *planes de vivienda,* y se materializan en subvenciones personales a fondo perdido, subsidios de tipo de interés y acceso a préstamos cualificados. Las ayudas indirectas son las derivadas del tratamiento fiscal de la vivienda, habitual en el sistema impositivo español y, en particular, en el Impuesto sobre la Renta.

Los planes de vivienda determinan las condiciones que deben cumplir los individuos para poder ser beneficiarios de cada una de las medidas (prestamos cualificados, subsidio del tipo de interés y subvenciones), la superficie máxima de la vivienda, la cuantía máxima del préstamo, subsidio o subvención, el precio máximo de venta, etc. Estas condiciones pueden variar en función de que la vivienda sea de régimen especial o general, sea de nueva construcción o ya construida, o se trate de la primera vivienda de sus beneficiarios.

La vivienda tiene además un tratamiento fiscal muy favorable en el Impuesto sobre la Renta, donde se pueden desgravar tanto el capital como los intereses por su adquisición. Desde 1985 hasta 1989 (6) estos beneficios podían disfrutarse tanto para la vivienda habitual como para las viviendas secundarias, lo que es un fac-

tor importante en la explicación del significativo incremento de viviendas secundarias entre los censos de 1981 y 1991. La posesión de una vivienda daba lugar a la imputación de un rendimiento inmobiliario basado en el valor catastral de la vivienda, hasta la reforma del IRPF de 1999. A partir de esta fecha, sólo las viviendas secundarias generan un rendimiento que deba computarse en el IRPF. Esta reforma también modificó el límite conjunto de las deducciones por inversión en vivienda, aumentando la progresividad de la deducción. Hasta 1998, el límite máximo era un 30 por 100 de la base imponible. Esto significaba que la deducción media de los contribuyentes en los tramos de renta más altos era muy superior a la de los en los tramos más bajos. A partir de 1999 existe un límite fijo independiente de la renta (7). Según los últimos datos del Ministerio de Hacienda (2002), las modificaciones introducidas en las deducciones a la vivienda por la reforma de 1999 hicieron que la participación de las rentas inferiores a 21.000 euros en la deducción por vivienda aumentaran del 57,1 por 100 de 1998 hasta el 65,9 por 100 de 1999. Gran parte de este cambio se debe a la fijación del nuevo límite.

Por último, el IRPF contempló desde 1992 hasta 1998 una deducción por alquiler que fue eliminada por la reforma de 1999. De esta manera, la reforma de 1999 presenta medidas que tenían efectos contradictorios sobre la promoción de la vivienda en alquiler. Por una parte, la fijación de un límite independiente de la renta para las deducciones por compra de vivienda, lo que implica una reducción del subsidio efectivo a la adquisición de vivienda en propiedad para muchos niveles de renta. Por otra parte, la eliminación del rendimiento imputable por la propiedad de la vivienda habitual y la eliminación de la deducción por alquileres tienen el efecto contrario.

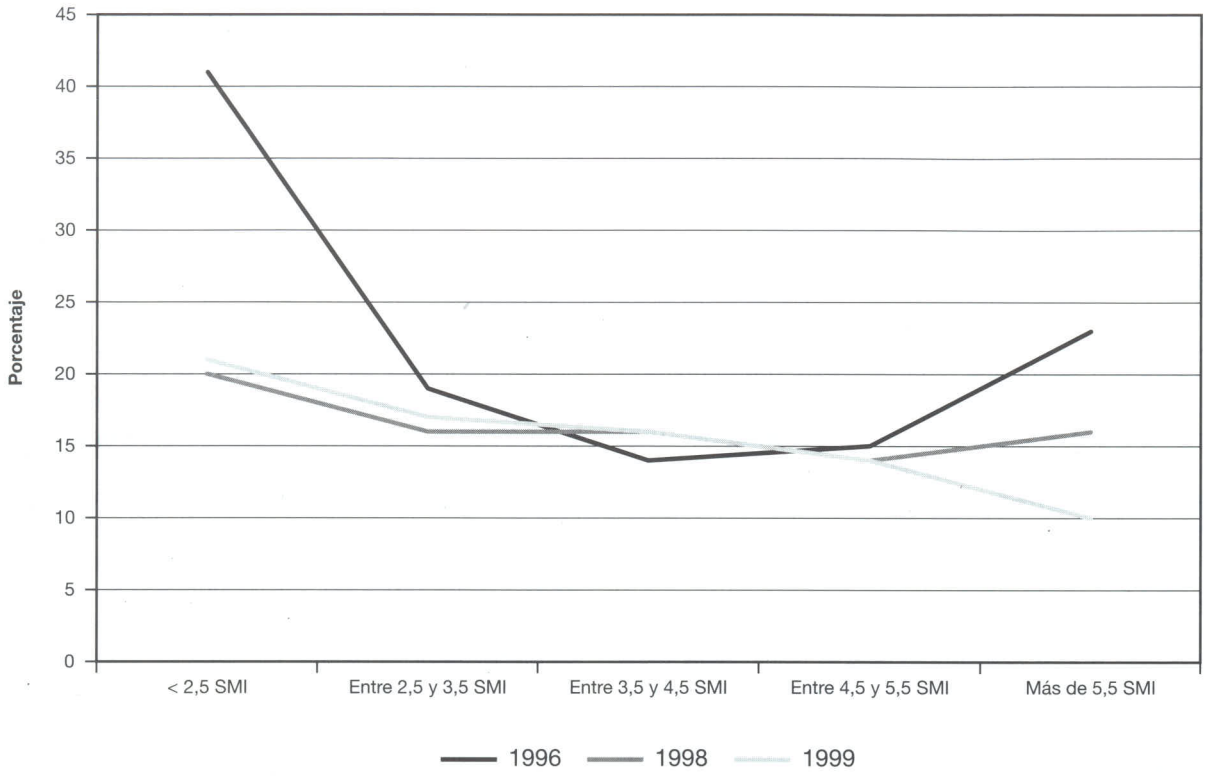
Todas estas intervenciones presupuestarias del sector público tienen dos efectos: en primer lugar provocan una reducción del coste efectivo de la compra de una vivienda, y en segundo lugar tienen un coste en términos presupuestarios. González-Páramo y Onrubia (1992) calculan que en 1990 el subsidio efectivo en Cataluña oscilaba entre el 50,5 por 100, para el tramo de renta más bajo, y el 36,5 por 100 para el tramo de renta más alto. García-Montalvo y Mas (2000) calculan el subsidio efectivo medio recibido por los compradores de una vivienda en la Comunidad Valenciana (8). El cálculo del subsidio efectivo incluye el subsidio implícito en los precios máximos de la vivienda de protección oficial, más el subsidio del tipo de interés, más las ayudas a fondo perdido, más la deducción por adquisición de vivienda habitual (amortización e intereses), menos los pagos por el impuesto sobre bienes inmuebles y, hasta 1998, menos el rendimiento imputado en el IRPF (9). Por tanto, varias de estas partidas (ayuda a fondo perdido, subsidio a los tipos de interés, etc.) dependen del nivel de renta. El gráfico 11 muestra la relación entre el subsidio efectivo y el nivel de renta, medido en términos del salario mínimo interprofesional (SMI). Entre los años 1996 y 1998 el subsidio efectivo tiene forma de U en función del nivel de renta: los que mayores subsidios perciben son los compradores del tramo de renta inferior y los del tramo superior. El gráfico 11 muestra que en 1996 el subsidio efectivo osciló entre el 41,1 por 100 para los niveles más bajos de renta y el 14,7 por 100 para los niveles intermedios de renta. Los niveles de renta más altos disfrutaban de un subsidio efectivo del 23 por 100. El motivo del mayor subsidio del tramo más bajo de renta es el efecto de la subvención a fondo perdido y el subsidio de intereses. La razón del aumento del subsidio efectivo para el tramo de renta superior es el efecto de la deducción por intereses y el del mayor tipo marginal, lo que restaba progresividad al impuesto. La caída de los tipos de interés provocó que el subsidio efectivo se redujera en 1996 respecto al valor que tuvo a principios de los años noventa. Su efecto fue doble: en primer lugar, supuso una reducción de la parte de la base imponible relacionada con los intereses satisfechos por capitales ajenos utilizados en la adquisición de una vivienda propia; en segundo lugar, la bajada de tipos de interés ha reducido el subsidio de intereses.

La puesta en marcha del Plan de Vivienda 1998-2001 implicó una disminución en el subsidio efectivo en 1998, debido a varios factores. En primer lugar, la aproximación entre el tipo de interés subsidiado y el tipo de interés de mercado ha propiciado una reducción de la parte del subsidio efectivo que depende del subsidio de tipos de interés. En segundo lugar, las subvenciones a fondo perdido también disminuyeron. Por último, la caída de tipos de interés entre 1996 y 1998 ha provocado que la deducción por intereses de capitales ajenos utilizados en la adquisición de vivienda propia disminuyeran, afectando más a los contribuyentes con mayores tipos marginales. El subsidio efectivo osciló entre el 20 por 100 y el 15 por 100 del precio de venta de la vivienda en 1998.

En la simulación relativa al año 1999, el tipo marginal no tiene ninguna influencia sobre el subsidio efectivo, al desaparecer el rendimiento imputado de la vivienda propia y ser la deducción por intereses de capitales ajenos para adquisición de vivienda habitual una reducción de la cuota, y no de la base imponible. Por estos motivos, la forma en U del subsidio efectivo observada en los años anteriores, y causada por el efecto de la progresividad del IRPF sobre los rendimientos y las deducciones de la vivienda, desaparece. De esta forma, y como consecuencia esencialmente de la deducción a fondo perdido y del subsidio de tipos de interés, el subsidio efectivo es máximo para los tramos más bajos de renta (21 por 100) y disminuye continuamente, haciéndose mínimo (10 por 100) para los más altos.

GRÁFICO 11

EVOLUCIÓN DEL SUBSIDIO EFECTIVO POR NIVEL DE RENTA



Fuente: García Montalvo y Mas (2000).

¿Cuál es el coste de las intervenciones del sector público en el sector de la vivienda? García-Montalvo y Mas (2000) presentan una estimación del coste total de la política de apoyo a la vivienda. En ella se incluye el apoyo directo tanto del Estado como de CC.AA. y municipios, los gastos fiscales derivados de las desgravaciones en el IRPF y la reducción del tipo del IVA. El total de ayudas a la adquisición de vivienda sobre el PIB se sitúa en torno al 2 por 100 de media durante la primera mitad de los años noventa. Más recientemente, el Banco Central Europeo (2003a) ha realizado un cálculo similar para un conjunto de países de la Unión Europea. Como se puede comprobar en el cuadro núm. 6, los resultados para España en 1990 coinciden con los obtenidos por García-Montalvo y Mas (2000) y sitúan el gasto público en política de vivienda sobre el PIB muy por encima de países como Suecia o Finlandia. No obstante, la tendencia de los últimos años es a un cierto estancamiento del gasto y, en el caso de Finlandia, Suecia y España, que eran los países que encabezaban el *ranking* de gasto público en vivienda sobre el PIB en 1990, la tendencia es decreciente.

En conclusión, se puede decir que los poderes públicos hace bastante tiempo que reconocen con preocupación la necesidad de aumentar la proporción de viviendas en alquiler en España. Sin embargo, las políticas adoptadas han sido inconsistentes, cuanto no contradictorias, con el objetivo de aumentar el peso del alquiler entre las formas de tenencia. Esta inconsistencia derivó en un enorme subsidio efectivo a la compra de viviendas, que durante los años noventa se situó entre el 20 por 100 y el 50 por 100 del precio final, dependiendo de la comunidad autónoma, el nivel de renta del comprador y el año concreto de referencia. El coste de esta política de apoyo a la compra de viviendas supuso un 2 por 100 del PIB durante los mismos años, siendo el más alto de todos los países de la Unión Europea para los que existe información (10).

V. LA FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA

Uno de los elementos determinantes del crecimiento acelerado de la inversión residencial durante los últimos años ha sido la caída de los tipos de interés, que ha permitido la refinanciación de muchos préstamos y la obtención de nuevos créditos en mejores condiciones de financiación ante la creciente competencia entre instituciones financieras. Asimismo, las condiciones de

CUADRO NÚM. 6

GASTO PÚBLICO EN POLÍTICAS DE FINANCIACIÓN A LA VIVIENDA (Porcentaje del PIB)

	1980	1990	2000	
Bélgica	—	0,8	1,0	(1997)
Dinamarca	1,3	1,3	1,4	
Alemania	0,9	0,6	0,9	
Grecia	0,2	0,2	0,2	
España	1,3	2,3	1,4	(1999)
Francia	—	1,1	1,1	(1999)
Italia	0,3	0,1	0,1	(1998)
Luxemburgo	—	0,8	0,6	
Holanda	—	0,9	0,7	(1999)
Austria	1,4	1,3	1,3	(1999)
Portugal	—	0,3	0,8	
Finlandia	1,4	1,6	1,2	
Suecia	1,0	1,5	0,4	
Reino Unido	—	—	0,6	

Fuente: BCE (2003a).

los créditos hipotecarios han sufrido cambios importantes. En conjunto, los menores tipos de interés y las mayores facilidades para obtener créditos hipotecarios en condiciones cada vez más ventajosas han sido el lubricante que ha acelerado el incremento del precio de la vivienda que se comenta en el siguiente apartado.

1. La evolución del crédito

La evolución del crédito en los ámbitos de la construcción y la vivienda tiene dos aproximaciones: una desde el lado de las actividades productivas (construcción y actividades inmobiliarias) y otra desde el punto de vista de la financiación a las personas físicas para la adquisición y rehabilitación de la vivienda. Desde principios de los años ochenta, se observa una tendencia continua a la disminución de la proporción que la financiación de las actividades productivas representa en el total de créditos de las entidades financieras y un aumento de las otras financiaciones a hogares. Mientras en 1983 las financiación de las actividades productivas representaba aproximadamente el 85 por 100 del crédito por finalidades, en el tercer trimestre de 2002 era tan sólo el 52,7 por 100.

La financiación de las actividades productivas puede desglosarse, a su vez, por sectores productivos. El gráfico 12 muestra el peso de la financiación a la construcción y las actividades inmobiliarias sobre el total del crédito a actividades productivas. En su conjunto, el crédito a estos dos sectores aumentó hasta 1992, para luego presentar una pequeña tendencia decreciente hasta 1999. A partir de esta fecha volvió a aumentar, y a finales de 2002 representaba nada menos que el 30 por 100 del crédito total a las actividades productivas. Además, la distribución entre estos dos sectores ha cambiado significativamente. Si en 1992 el crédito a las actividades inmobiliarias era un 33 por 100 del crédito al sector de la construcción, en el año 2002 el crédito a las actividades inmobiliarias ha alcanzado un volumen prácticamente igual al de la construcción.

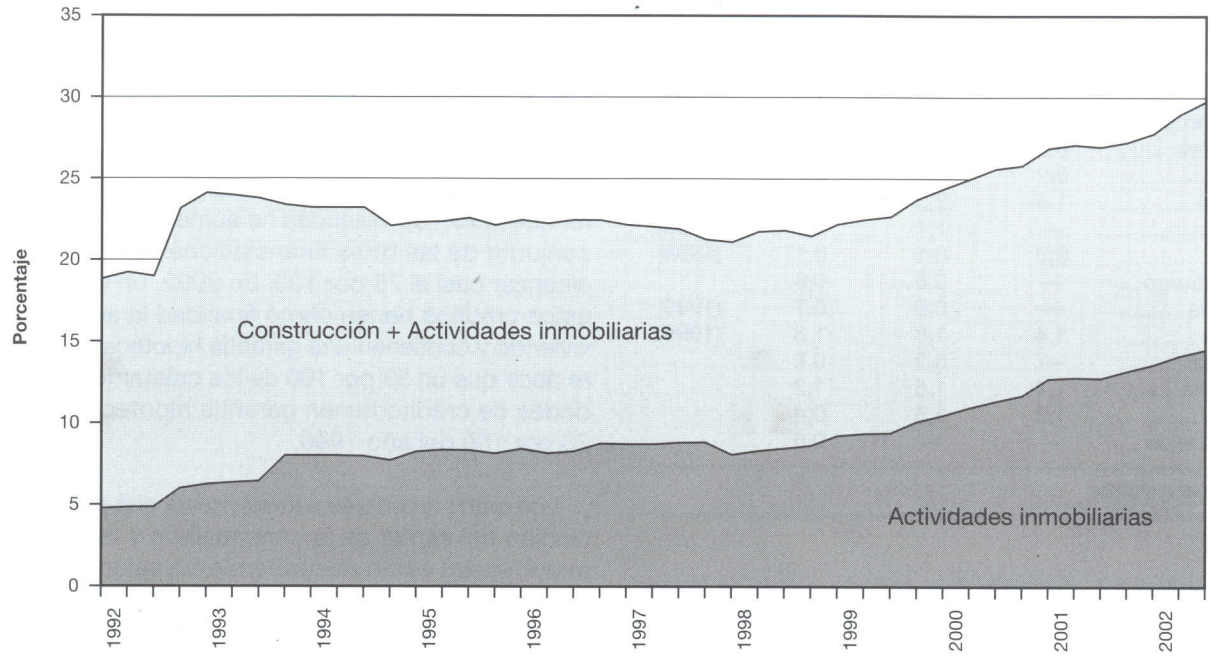
Por el lado de la financiación a las familias, el gráfico 13 muestra cómo el crédito para la adquisición y rehabilitación de viviendas ha aumentado su peso en el conjunto de las otras financiaciones a hogares, hasta alcanzar casi el 75 por 100. En 2002, un 92 por 100 de estos créditos tienen como finalidad la adquisición de vivienda y contienen una garantía hipotecaria. Esto quiere decir que un 33 por 100 de los préstamos de las entidades de crédito tienen garantía hipotecaria, frente al 20 por 100 del año 1990.

Los datos anteriores señalan hasta qué punto la financiación del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias están absorbiendo un volumen creciente de créditos del sistema financiero. El gráfico 14 muestra que, a pesar de los niveles alcanzados, el crédito relacionado con la construcción, comercialización o adquisición de viviendas continúa creciendo a tasa de dos dígitos. El gráfico 14 permite comprobar que el crédito a las actividades inmobiliarias creció a tasas superiores al 30 por 100 entre 1999 y el segundo trimestre de 2001, y que la desaceleración del crédito a actividades relacionadas con la construcción o adquisición de viviendas observada durante el año 2001 se ha tornado en una nueva aceleración a partir de 2002.

Estas elevadas tasas de crecimiento del crédito para la adquisición de vivienda han multiplicado su volumen por 5,25, en términos nominales, entre 1992 y 2002. El aumento del crédito hipotecario ha sido un factor fundamental en el crecimiento del endeudamiento de las familias españolas, que a finales de 2002 alcanzaba la cota del 80 por 100 de la renta bruta disponible. La preocupación por el endeudamiento de las familias tiene dos vertientes: su nivel y su tasa de crecimiento reciente. Respecto a su nivel, se puede decir que, en términos de comparaciones internacionales, se encuentra en una posición similar a la de la media de la Unión Europea (11). En Alemania y el Reino Unido, el endeudamiento de los hogares alcanza el 111 por 100 de la renta bruta disponible, y en Holanda se dispara hasta el 190 por 100, mientras en Estados Unidos se sitúa en torno al 104 por 100. Si consideramos la proporción de préstamos para adquisición a la vivienda en el conjunto de préstamos bancarios (gráfico 13), la proporción observada en el caso español es en 2002 también muy similar a la observada en la media europea. La proporción de préstamos hipotecarios sobre el PIB español se sitúa

GRÁFICO 12

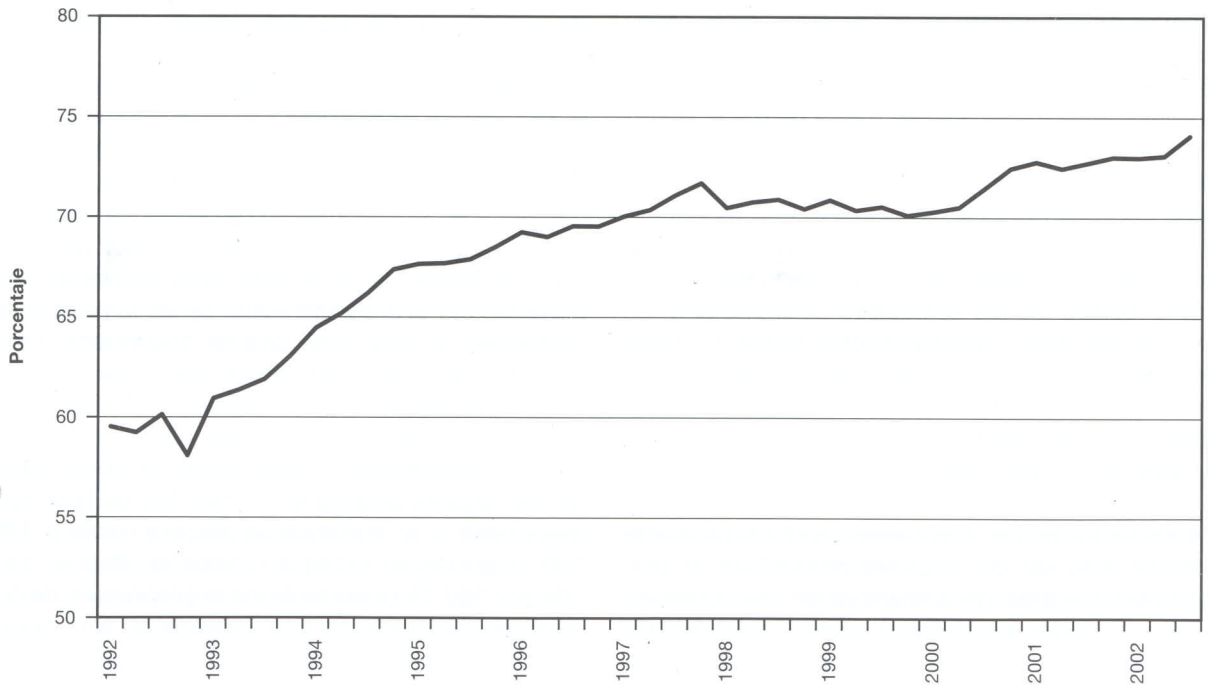
EVOLUCIÓN DE LA PROPORCIÓN DE CRÉDITO A LA CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS EN EL TOTAL DEL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 13

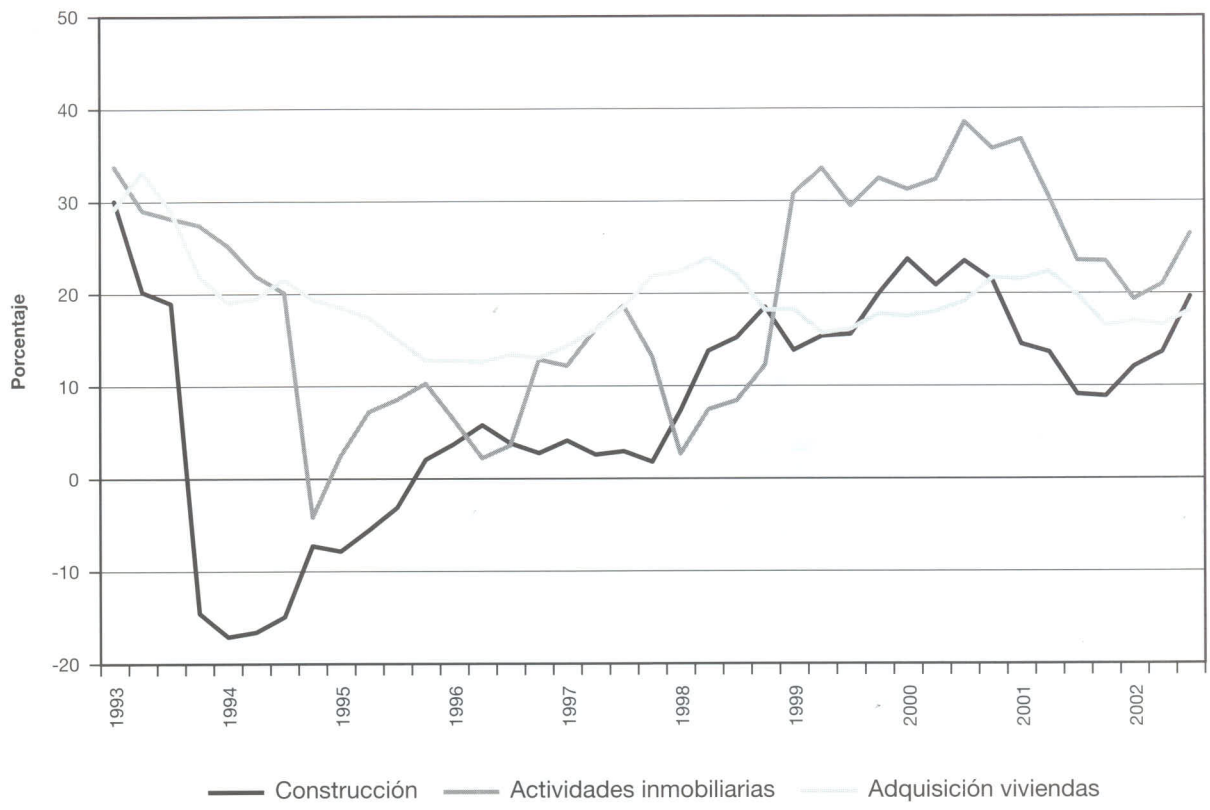
CRÉDITO PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA SOBRE TOTAL CRÉDITO A LOS HOGARES



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 14

TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO RELACIONADO CON EL SECTOR INMOBILIARIO



Fuente: Banco de España.

en el 32 por 100, muy cercana a la media de la zona euro (33 por 100) y todavía inferior a la media de la Unión Europea (39 por 100) (gráfico 15). Por tanto, el nivel de endeudamiento de las familias en 2002, y en particular el que tiene como finalidad la adquisición de viviendas, es similar al de la media de la Unión Europea.

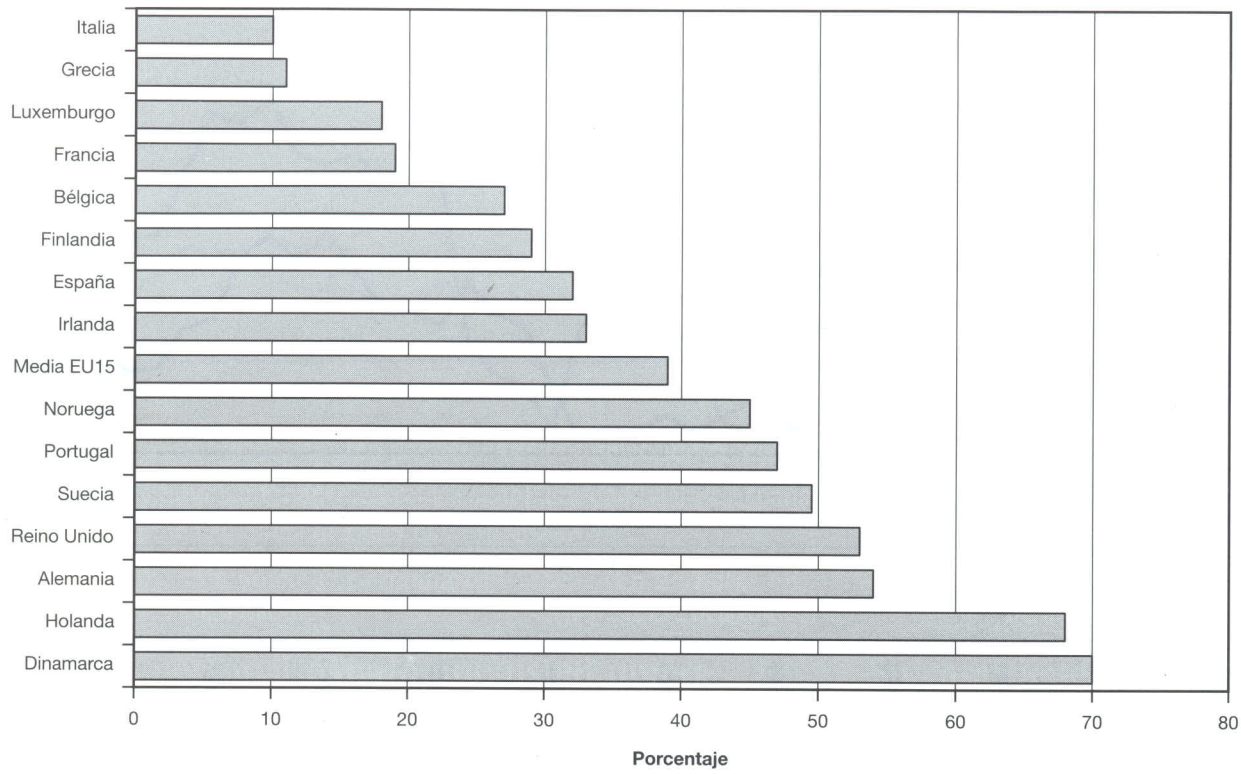
Lo que resulta a todas luces más preocupante es la rapidez con la que se ha producido la expansión del endeudamiento. En 1996, el endeudamiento de los hogares españoles alcanzaba el 50 por 100 de su renta bruta disponible, mientras en el año 2002 ya se situaba en el 80 por 100. Este riesgo se ve amplificado por el hecho de que la mayor parte de los nuevos préstamos y las subrogaciones se han realizado a tipo de interés variable, colocando a España a la cabeza en la proporción de este tipo de créditos, como muestra el cuadro núm. 7. En éste destaca también el elevado volumen de nuevos préstamos a tipo variable en Luxemburgo, Finlandia, Grecia y el Reino Unido. En el caso español, se observa en fechas recientes un aumento en la duración de los préstamos con garantía hipotecaria y un aumento de la proporción de crédito sobre el valor de la vivienda, hasta el punto de que algunas inmobiliarias han llegado a ofrecer préstamos por un valor superior al de la vivienda. La competencia entre las entidades financieras españolas por aumentar su cuota en el mercado hipotecario ha llevado también a modificaciones en otras condiciones de los préstamos, como la elegibilidad en función del contrato laboral, las condiciones respecto a los límites salariales, etcétera.

2. La evolución del tipo de interés

El factor más importante en la explicación de la evolución del endeudamiento, y en particular del relativo a la adquisición de viviendas, ha sido el descenso generalizado de los tipos de interés. El gráfico 16 presenta la evolución desde 1990 de tres tipos de interés de referencia en el mercado hipotecario: el MIBOR (después Euromibor), el indicador CECA y el tipo medio de préstamos hipotecarios a más de tres años para adquisición de vivienda libre. Como se puede observar, la caída de los tipos de interés de referencia en el mercado hipotecario ha sido espectacular. En el primer trimestre de 2003 el Euromibor se situó incluso por debajo del 2,5 por 100.

GRÁFICO 15

PROPORCIÓN DEL VOLUMEN DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS SOBRE EL PIB



Fuente: European Mortgage Federation y Eurostat.

CUADRO NÚM. 7

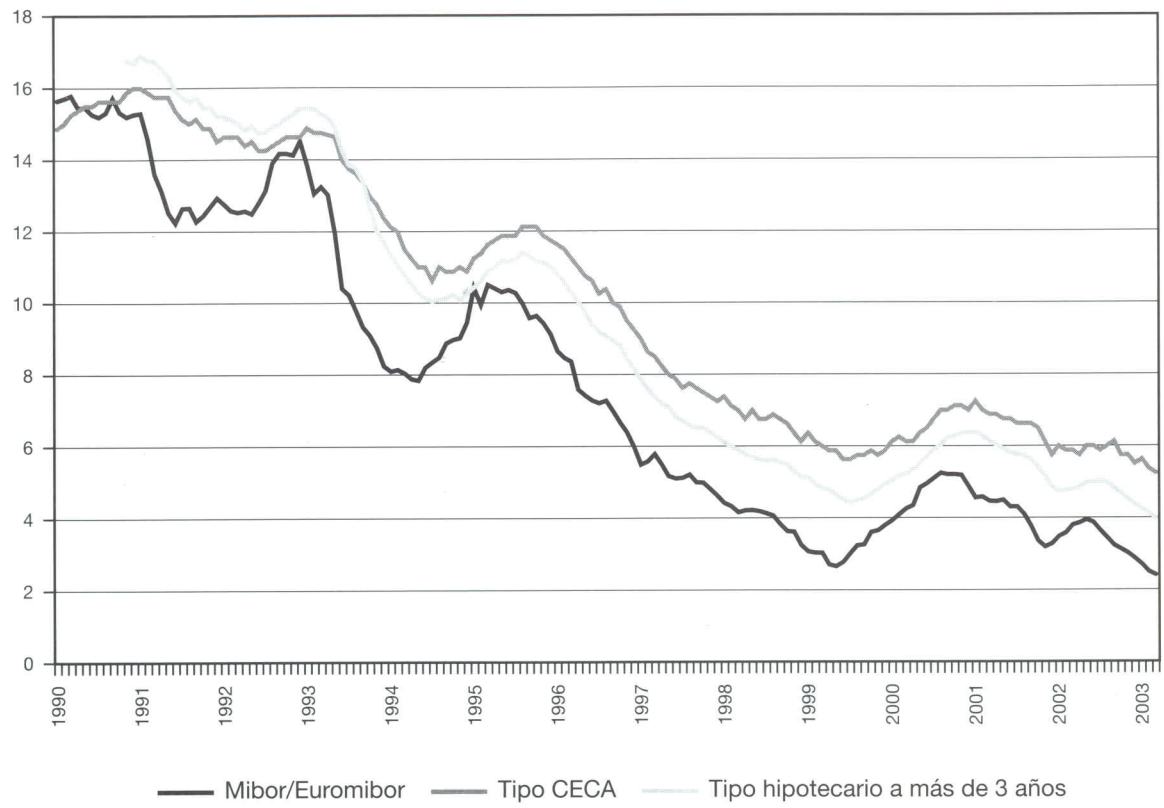
CARACTERÍSTICAS DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS EN LA UNIÓN EUROPEA

	TIPO DE INTERÉS (a)		*DURACIÓN*	*PROPORCIÓN MEDIA PRÉSTAMOS/VALOR*
	Variable	*Fijo*	*(Años)*	*(Porcentaje)*
Bélgica	6	75	20	80-85
Dinamarca	15	75	—	—
Alemania	—	—	Hasta 30	Aprox 70
Grecia	80	5	15-20	70-80
España	95	5	15-25	Aprox. 80
Francia	14	86	Más de 5	—
Irlanda	70	0	—	60-70
Italia	—	28	10-25	—
Luxemburgo	90	—	20-25	Max. 80
Holanda	7 (b)	74 (b)	10	112
Portugal	—	—	25-30	70-80
Finlandia	97	2	15-20	75-80
Suecia	38	38	—	80-90
Reino Unido	72	—	—	70

(a) La tercera categoría son los préstamos con tipo de interés mixto (fijo más de un año y hasta 5 años).
(b) Se refiere al *stock* de préstamos.
Fuente: Banco Central Europeo (2003b) y Asociación Hipotecaria Española.

GRÁFICO 16

TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA EN EL MERCADO HIPOTECARIO



Fuente: Banco de España.

El gráfico 17 permite comparar la evolución de los tipos de interés hipotecarios en España y en la zona euro desde 1996 (12). El tipo de interés elegido para el caso español es el tipo medio de préstamos hipotecarios a más de tres años para adquisición de vivienda libre. El tipo hipotecario de la zona euro lo calcula el Banco Central Europeo agregando los tipos de interés de los países de dicha zona. Los pesos son ajustados mensualmente, y se calculan como la proporción de cada país en los créditos hipotecarios dentro de la zona. Otra forma de constatar la importancia creciente de los créditos para la adquisición de viviendas en España es observar la evolución del peso del tipo de interés español en el conjunto de los tipos de interés hipotecario de la zona euro. Por ejemplo, en la media del año 2000 el tipo español pesó un 8,9 por 100 del total de préstamos para compra de vivienda en la zona euro. En el año 2001 el peso del tipo de interés español en el conjunto ascendió al 9,8 por 100, a pesar de la inclusión de Grecia en el cálculo.

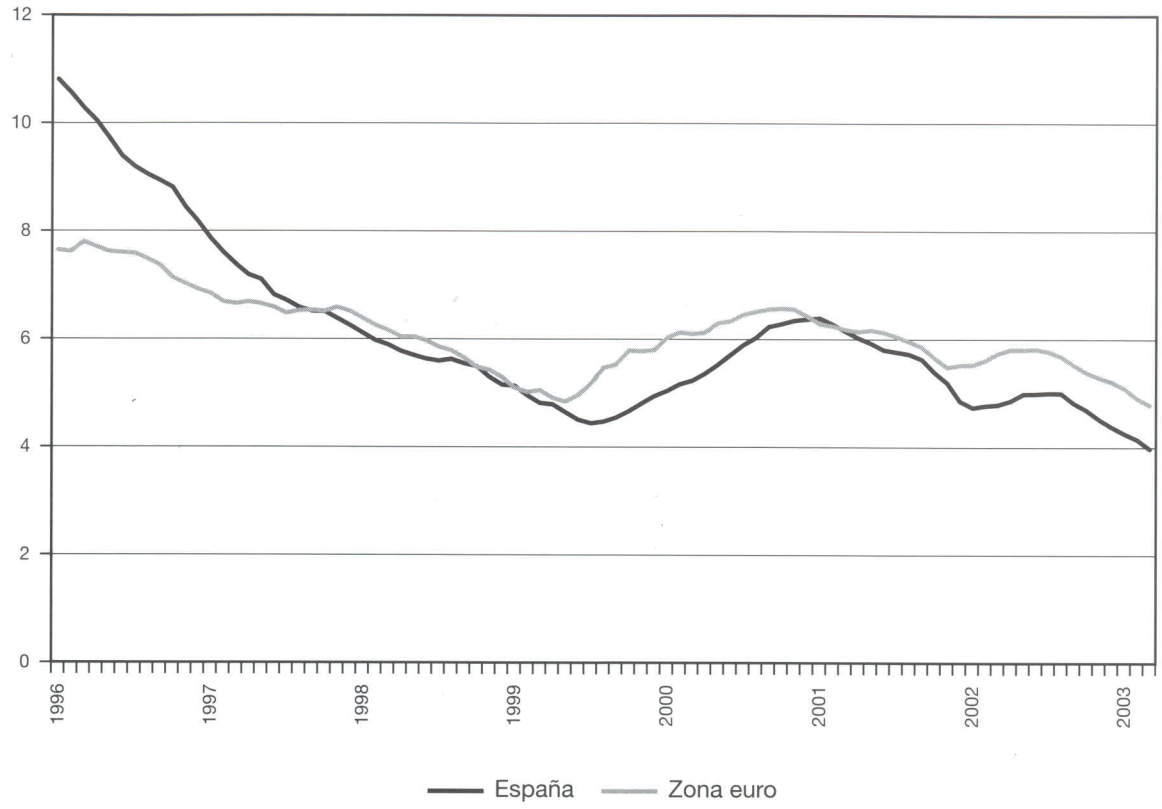
Como se puede observar en el gráfico 17, la evolución reciente de los tipos hipotecarios en España muestra un nivel que, desde 1999, se ha mantenido significativamente por debajo de los tipos medios de la zona euro (13). La creciente competencia entre las entidades financieras españolas por aumentar su cuota en el mercado hipotecario tiene una gran incidencia en este bajo tipo de interés, así como en la mejora de las condiciones de financiación.

3. Financiación y precio de la vivienda: el señor Martínez va de compras

Una forma sencilla de evaluar la influencia de las condiciones de los préstamos sobre la capacidad financiera de las familias es utilizar un ejemplo. Supongamos que un individuo, el señor Martínez, tiene un salario que coincide con la media española y ha decidido comprar una vivienda. Utiliza una *rule of thumb* que dice que, por término medio, a lo largo de su vida quiere gastar la mitad de su renta en la vivienda y la otra mitad dedicarla a otros gastos. Como la vivienda es un bien indivisible y los costes de transacción son elevados, el señor Martínez no ajusta constantemente su demanda de servicios de vivienda a pesar de los cambios en su salario o los tipos de interés.

GRÁFICO 17

TIPOS DE INTERÉS HIPOTECARIOS EN ESPAÑA Y EN LA ZONA EURO



Fuente: Banco de España y Banco Central Europeo.

El señor Martínez ganaba 1.317 euros (14) mensuales en 1996. En el cuarto trimestre de 2002 su salario era de 1.548 euros (15) mensuales. Para simplificar, supongamos que al hacer los cálculos no consideró los efectos de los impuestos y las desgravaciones fiscales en su decisión de comprar una vivienda. El cuadro núm. 8 muestra que el señor Martínez, con su salario de 1996, pagando una entrada del 20 por 100, a los tipos exis-

CUADRO NÚM. 8

EL SEÑOR MARTÍNEZ SE COMPRA UNA VIVIENDA

TIPOS DE INTERÉS	*5*	*10*	*15*	*20*
1996 Sueldo 1.317 euros				
2,50	46.380	87.316	123.446	155.335
5,00	43.618	77.605	104.088	124.724
10,80	38.032	**60.249**	73.227	80.808
12,00	37.004	57.372	68.584	74.756
15,00	34.600	51.020	58.812	62.510
2002 Sueldo 1.548 euros				
3,10	53.711	99.719	**139.128**	172.886
5,00	51.269	91.217	122.345	146.601
10,00	45.536	73.212	90.033	100.257
12,00	43.494	67.435	80.614	87.868
15,00	40.668	59.968	69.128	73.474

tentes en aquel momento (10,81 por 100 para préstamos con plazo superior a tres años), y pidiendo una hipoteca de 10 años de duración, podría permitirse comprar una vivienda de 60.249 euros. Normalmente, en 1996 el tipo de interés de nuestro trabajador será fijo.

En el año 2003 decide cambiar de vivienda, pues está cansado de que todos sus amigos le enseñen sus casas nuevas mientras él sigue vivienda en la misma casa desde hace «muchos» años. El tipo de interés de referencia es del 2,5 por 100 y el banco le cobra 0,6 puntos porcentuales sobre el tipo de referencia. El señor Martínez, que es bastante miope, piensa que los tipos se mantendrán a ese nivel durante los 15 años que dura su nueva hipoteca. Utiliza lo que obtiene por la venta de su vivienda para acabar de pagar el viejo préstamo y dar una entrada del 20 por 100 del nuevo piso. Por tanto siguiendo sus reglas y estas nuevas condiciones podría permitirse una vivienda de 139.128 euros. Su salario ha aumentado sólo un 17,5 por 100. Sin embargo, pagando la misma proporción de su renta se puede permitir una vivienda que es un 130 por 100 más cara que antes gracias al efecto multiplicador de la disminución de los tipos de interés y el aumento de la duración de la hipoteca. Solamente teniendo en cuenta el efecto de la disminución de los tipos de interés y el aumento de la duración de la hipoteca se observa que el incremento de los precios sería del 90 por 100 (16).

Este ejemplo resalta la importancia que los cambios en las condiciones de financiación de la vivienda, y en particular la bajada de los tipos de interés, han tenido en el *boom* de finales de los años noventa y principios del nuevo siglo. El siguiente apartado presenta un análisis econométrico de la evolución del precio de la vivienda en España y sus factores determinantes.

VI. EL PRECIO DE LA VIVIENDA

El precio de la vivienda acapara las portadas de los periódicos cada vez que el Ministerio de Fomento o alguna de las grandes sociedades de tasación hacen públicos los datos del trimestre. El motivo fundamental es su rápido crecimiento y su persistencia, a pesar de sucesivas predicciones de desaceleración en los últimos dos años. De hecho, el crecimiento de los precios se ha acelerado durante el año 2002 y principios de 2003. Los últimos datos disponibles de TINSA señalan que la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda fue del 14,5 por 100 en el primer trimestre de 2003.

La evolución de los precios de la vivienda es importante por múltiples motivos. En primer lugar, los servicios proporcionados por la vivienda son básicos para el consumo de las economías domésticas. En segundo lugar, la vivienda también es considerada como un activo, en la mayor parte de los casos el más importante, en la cartera de las familias. Por tanto, el aumento de los precios de la vivienda supone un *efecto riqueza* que puede tener consecuencias importantes sobre el equilibrio macroeconómico (consumo y demanda agregada) y sobre la distribución de la riqueza, por cuanto que las ganancias de capital derivadas del aumento de los precios se concentran en los propietarios frente a los arrendatarios. Por último, puesto que el precio de la vivienda y el ciclo económico están estrechamente relacionados, la evolución de los precios de la vivienda también tiene consecuencias importantes sobre el mercado de trabajo agregado y los mercados laborales locales (17).

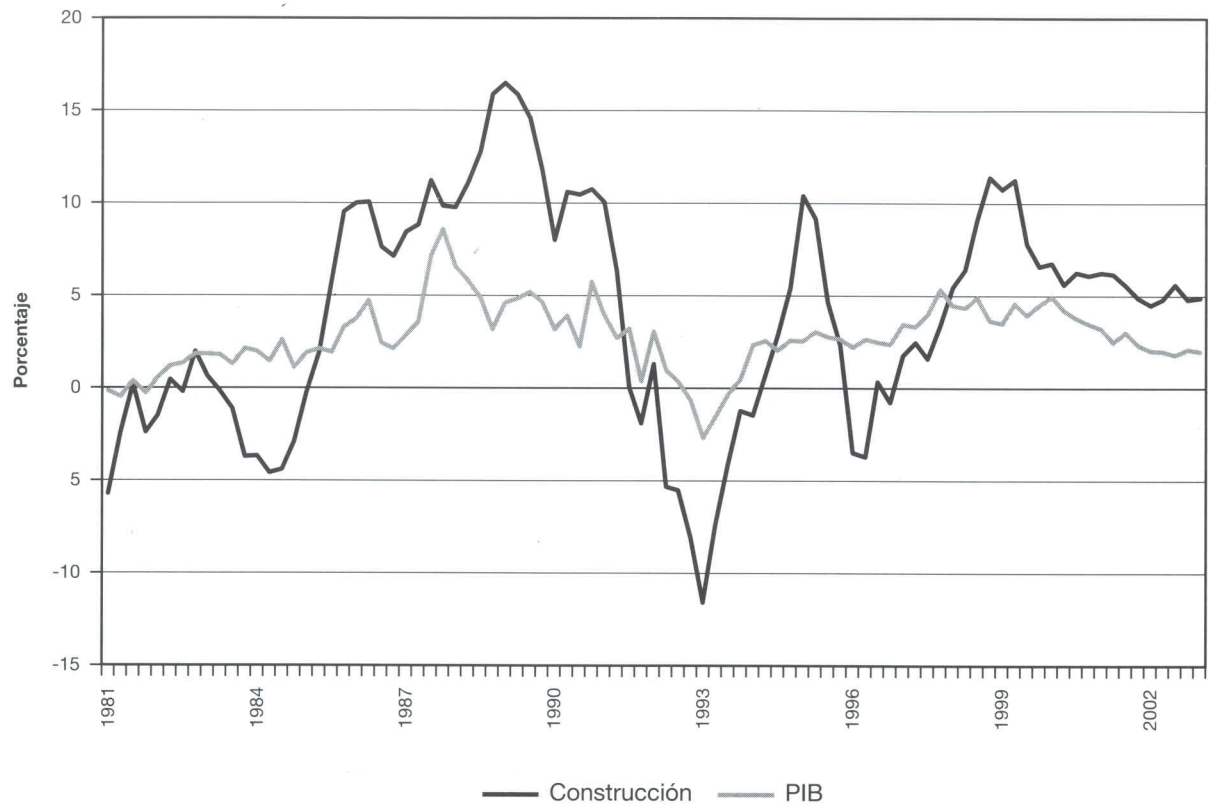
El sector de la construcción se caracteriza por presentar oscilaciones cíclicas muy acentuadas respecto a la evolución del PIB (gráfico 18). Por este motivo, el efecto de los ciclos económicos es particularmente importante en la evolución de los precios de la vivienda. El perfil habitual es el de aceleración pronunciada en las expansiones y fuerte disminución en las contracciones. Ortalo-Magné y Randy (1999) señalan que en Gran Bretaña y Estados Unidos los precios de la vivienda y las transacciones muestran mayores fluctuaciones que el PIB dentro de un patrón general procíclico. Muellbauer y Murphy (1997) también insisten en la volatilidad de los precios y la producción en el sector de la vivienda *(boom and busts).*

El gráfico 19 muestra la evolución de los precios de la vivienda para un conjunto de países. En Estados Unidos, el precio de la vivienda nueva aumentó durante los años setenta en un 30 por 100. De hecho, sólo en el período comprendido entre los años 1975 y 1979 el incremento fue del 23 por 100. Por contra, durante la recesión de principios de los noventa los precios en algunas áreas de Estados Unidos, fundamentalmente de la costa Este, llegaron a desplomarse en un 40 por 100, aunque la media disminuyó un 12 por 100. En Japón, después del pinchazo de la burbuja bursátil e inmobiliaria, los precios del suelo residencial han caído hasta niveles de principios de los años ochenta.

También se observa una gran variabilidad en los precios reales de la vivienda en la Unión Europea. Por ejemplo, en el Reino Unido, durante el *boom* inmobiliario de comienzos de los setenta (1970-1973) y el de los años ochenta (1984-1989), los precios experimentaron tasas de crecimiento anuales que, en algunos casos, superaron el 20 por 100. Estas expansiones fueron seguidas por contracciones en las que el precio de la vivienda cayó alrededor del 40 por 100 entre 1973 y 1977, mientras que entre 1989 y 1993 la caída fue del 25 por 100. El Banco Central Europeo (2003a) señala que durante los últimos 20 años la mayor parte de los países de la UE han tenido períodos de rápido crecimiento *(boom)* o

GRÁFICO 18

TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB Y EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN. SEC95. AJUSTADO DE ESTACIONALIDAD Y EFECTO CALENDARIO
Precios constantes de 1995



Fuente: Idescat.

caída *(bust)* de los precios reales de la vivienda, definidos como cambios continuados de al menos un 10 por 100 anual. El BCE (2003a) encuentra 18 *booms* en países de la UE y 10 *busts.* En media, cuatro años después de un *boom* los precios reales de la vivienda caen a un ritmo del 3 por 100 anual. Los países con mayor volatilidad de precios son los nórdicos (Finlandia, Suecia y Dinamarca) y el Reino Unido. El estudio del BCE (2003a) también destaca que es sorprendente que muchos países de la UE hayan mostrado una sincronización tan grande en el movimiento de los precios de la vivienda a pesar de que su fijación se produce fundamentalmente en mercados locales.

1. La medición del precio de la vivienda en España

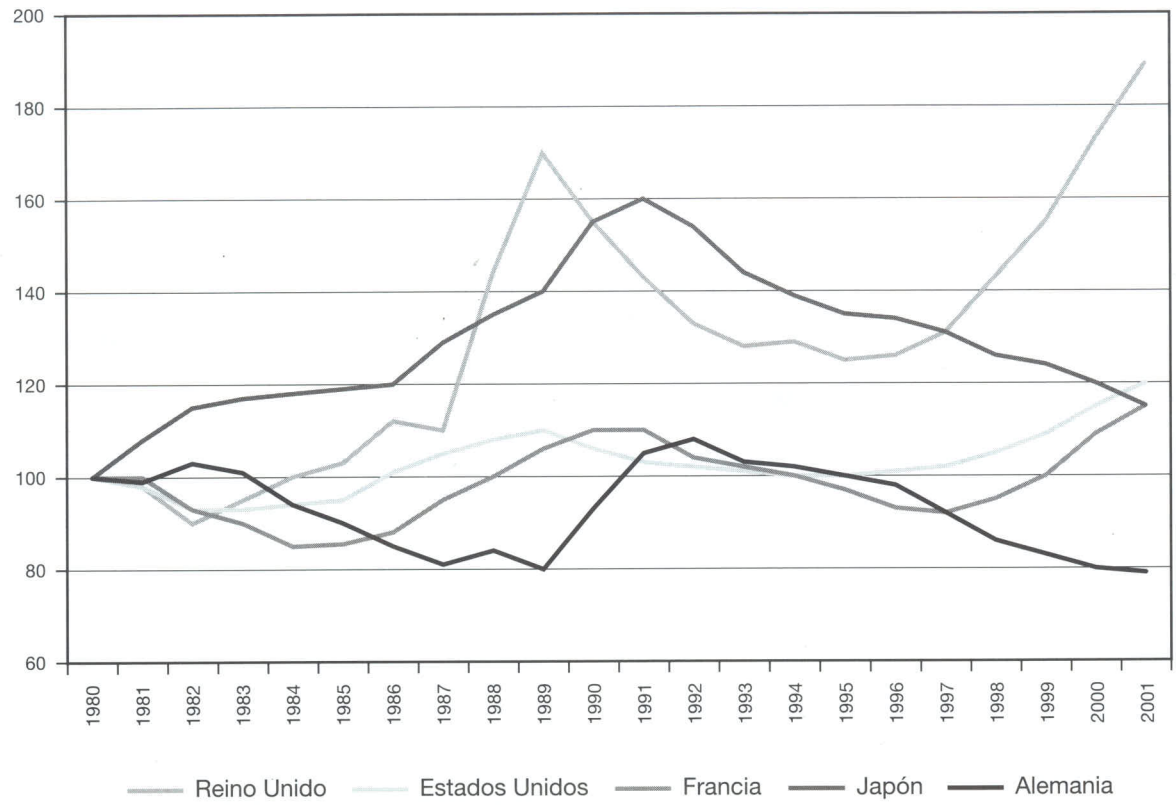
El principal problema metodológico al abordar el análisis del precio de la vivienda, al igual que el de otros bienes económicos, como los ordenadores o los productos farmacéuticos, es la falta de homogeneidad del mismo en el tiempo y, en el caso particular de la vivienda, también en el espacio. Para poder agregar los precios de las viviendas y utilizar la media como un indicador, sería necesario que éstas tuvieran idénticas características. Sin embargo, en el caso de la vivienda esa homogeneidad es especialmente difícil, pues el simple paso del tiempo y la mejora del nivel de vida modifican la calidad y los complementos de las viviendas que se construyen, dificultando las comparaciones.

Existen diversos métodos para resolver los problemas asociados con cambios en la calidad de los bienes y su efecto sobre los índices de precios. En el caso de la vivienda, hay dos alternativas básicas: la utilización de precios hedónicos y el procedimiento de las ventas repetidas.

La primera posibilidad, el análisis hedónico, consiste en obtener un precio separado para cada característica de la vivienda —número de habitaciones, número de cuartos de baño, metros cuadrados, tener aire acondicionado, tener calefacción central, etc. (18)— y calcular el precio de una vivienda tipo definida como aquella

GRÁFICO 19

PRECIO REAL DE LA VIVIENDA EN UNA MUESTRA DE PAÍSES
1980 = 100



Fuentes: BIS, OFHEO, Japan Real State Institute, ABN-Amor y Nationalwide Building Society.

que tiene las características más comunes. La forma de obtener esta valoración individualizada consiste en estimar una regresión del precio de cada vivienda sobre las características de la misma para determinar la influencia de cada una de ellas y, de esta forma, valorar los precios de los productos, en este caso viviendas, de calidad semejante. El precio implícito de cada característica (por ejemplo, tener aire acondicionado o parqué), se puede obtener realizando una regresión. De esta forma, se puede construir el índice de precios correspondiente a una calidad y un tamaño constantes de una vivienda tipo.

El segundo enfoque para corregir por las diferencias de calidad de las viviendas es el procedimiento de las ventas repetidas. Esta metodología consiste en utilizar una muestra de viviendas cuya calidad no haya cambiado en el tiempo, con excepción de algunas pequeñas reformas o la depreciación de las mismas. De esta forma, es razonable suponer que la variación en el precio entre dos ventas sucesivas de la misma vivienda es un cambio puro de los precios, sin efectos de calidad, dado que se trata del mismo bien (19). En Estados Unidos, la Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) estima y publica un índice trimestral de precios de viviendas individuales usando una versión modificada del indicador de ventas repetidas ponderadas propuesto por Case y Shiller (1989). Los datos básicos sobre el valor de las hipotecas se obtienen de Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) y Fannie Mae (Federal National Mortgage Association). Poterba (1991) analiza una muestra de precios de varias ciudades de Estados Unidos construida con esta técnica de ventas repetidas.

Por desgracia, en el caso español no sólo no se consideran correcciones por calidad, sino que es incluso difícil obtener información sobre precios de la vivienda anteriores a la mitad de la década de los ochenta. Por tanto, incluso los datos brutos, sin corregir por cambios en la composición y la calidad de las viviendas que integran la muestra, son escasos. Las fuentes estadísticas relativas a los precios de la vivienda en España son las siguientes:

a) La información proporcionada por las sociedades de tasación. Los precios que estas sociedades recogen se refieren a tasaciones de inmuebles con fines de concesión de préstamos, asesoría de compraventa, reparto de herencias y valoración de los activos de empresas. Por tanto, no son el resultado de un estudio de mercado propiamente dicho, sino que se basan en las tasaciones con cargo a los clientes que realizan estas sociedades. Existen datos para casi todas las ciudades mayores de 20.000 habitantes y todas las capitales de provincia, aunque, en el caso de no haberse realizado un número suficiente de tasaciones en una localidad determinada, se hace la advertencia sobre la escasa significatividad estadística. Las más importantes de estas sociedades de tasación son TINSA y la *Sociedad de Tasación.*

b) La información proporcionada por Tecnigrama, que es una empresa que realiza estudios de mercado sobre el sector inmobiliario basándose en datos obtenidos mediante muestreo y entrevistas. El trabajo de campo se realiza mediante entrevistadores que se hacen pasar por compradores potenciales (compra simulada). Sólo se recogen datos de las grandes ciudades y, con la excepción de Madrid, la serie comienza a finales de los años ochenta.

c) Los datos del *Ministerio de Fomento,* que se basan en la información suministrada por las sociedades de tasación. Ante la subida de los precios de la vivienda en 1986, el entonces Ministerio de Obras Públicas, Transportes y Medio Ambiente se planteó la elaboración de una estadística sobre los precios de la vivienda. Las opciones posibles para confeccionar estas estadísticas eran encargar a una consultora el trabajo de campo, lo que habría supuesto un elevado coste, o comprar las bases de datos de las sociedades de tasación más importantes y elaborar a partir de ellas un indicador del precio de la vivienda. Finalmente, se optó por la segunda posibilidad. Pérez y González (1996) justifican esta elección con varios argumentos. En primer lugar, la tasación tiene como objetivo conocer el valor de realización de una vivienda, por lo que aproxima bien el valor de mercado. En segundo lugar, la subjetividad del tasador queda amortiguada por los criterios objetivos existentes en la legislación vigente sobre tasaciones inmobiliarias, y por representar la media de gran número de tasaciones realizadas por multitud de empresas (20).

Los organismos que facilitan información para la construcción de la serie de precios de la vivienda del Ministerio de Fomento son TINSA (1987) (21), el Banco Hipotecario (1987), TASER (1988), SERVATAS (1991), Sociedad de Tasación (1993), Tasaciones Hipotecarias (1991) (22), TASAMADRID (1991) y la Compañía Hispana de Tasaciones (1995). La metodología que utiliza el Ministerio de Fomento para la obtención de los precios medios aparece descrita en MOPTMA (1994). La serie comienza en 1987, y tiene periodicidad trimestral. La estimación de los precios se realiza a partir de los datos sobre la fecha de la tasación, los metros cuadrados de la superficie construida, el precio de tasación, el año de construcción de la vivienda (o de la última gran rehabilitación) y el código postal y del municipio. Tras depurar los posibles errores en los datos, se procede en dos etapas. En la primera, se calculan los precios medios (23) por m^2 de las viviendas de un mismo código postal. Si un municipio tiene más de un código postal, el precio medio municipal se calcula como la media de los precios de todos los códigos postales comprendidos en el municipio. En segundo lugar, los precios medios por m^2 se ponderan por la población de hecho, basada en el Censo de 1991, para agregar por áreas geográficas superiores al municipio.

El gráfico 20 muestra la evolución de la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda en España a partir de los datos del Ministerio de Fomento, junto con la inflación general. El precio de la vivienda en España creció muy rápidamente entre 1987 y 1991, hasta el punto de duplicarse. El gráfico 20 muestra cómo las tasas de crecimiento de los precios a finales de los ochenta alcanzaron valores superiores al 20 por 100 anual. Por el contrario, a partir de 1992, y hasta el segundo trimestre de 1997, se observa cómo la tasa de inflación supera el crecimiento de los precios de la vivienda. De hecho, durante la desaceleración del período 1992-1993, el precio medio disminuyó algún trimestre hasta un 12,6 por 100 en tasa real interanual (24). A partir de 1998, el crecimiento de los precios de la vivienda vuelve a superar a la inflación, hasta alcanzar tasas nominales del 17 por 100 a finales de 2002.

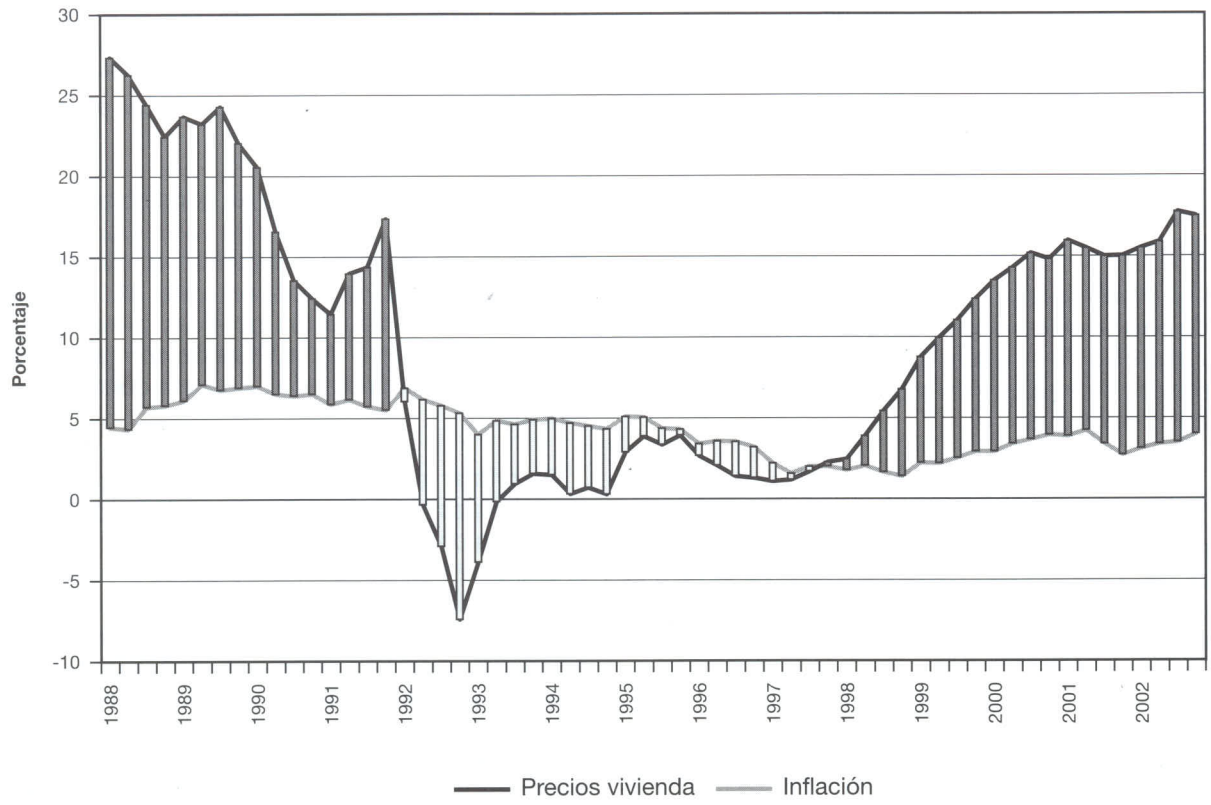
2. Un modelo teórico sencillo para entender los cambios en el precio de la vivienda

La importancia para la política económica de los precios de la vivienda explica que prácticamente todas las instituciones que elaboran modelos económicos incluyan una consideración explícita del sector. El origen del interés se encuentra no sólo en la importancia cuantitativa del sector residencial, sino, sobre todo, en las peculiaridades de éste y en su influencia sobre el ciclo general de la economía. Tan sólo para el caso inglés Meen (1993) recopila cinco ecuaciones de precios creadas y mantenidas por otras tantas instituciones: el Banco de Inglaterra, el Tesoro, la London Business School, el National Institute y el grupo de Oxford Economic Forecasting.

Estas ecuaciones, al igual que la mayor parte de las aportaciones teóricas y empíricas recientes, se basan en el modelo de Poterba (1984) (25), que estructura la demanda y la oferta de viviendas a partir de la distinción

GRÁFICO 20

CRECIMIENTO NOMINAL DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA E INFLACIÓN



Fuente: Ministerio de Fomento e INE.

entre el mercado de servicios de la vivienda y el mercado del *stock* de viviendas, considerando dos submercados, correspondientes a viviendas nuevas y usadas. El modelo se completa con el supuesto de expectativas racionales (26).

La demanda de servicios de vivienda (SV_d) en este modelo depende del precio de dichos servicios o alquiler real por unidad de servicios del *stock* de viviendas, *R:*

$$SV^d = f(R) \quad f_R' < 0$$

Por su parte, la oferta de servicios de la vivienda se genera a partir de un determinado *stock* de viviendas, *V,* que es fijo en el corto plazo.

$$SV^o = h(V) \quad h_V' > 0$$

En equilibrio, demanda y oferta de servicios de la vivienda serán iguales y, por tanto, el alquiler que vacía el mercado de servicios de la vivienda será $R = R(V)$. En esta expresión, cuanto mayor sea el *stock* de vivienda menor será el alquiler, $R_V < 0$. El alquiler representa el valor del ingreso marginal de los servicios generados por el *stock* de viviendas *V.*

Las economías domésticas consumirán servicios de la vivienda hasta el punto en que dicho ingreso marginal sea igual al coste marginal (27). Por ejemplo, en el caso español, el coste de uso anterior a la reforma del IRPF de 1999 tendría la forma

$$\omega = (1-\varphi)\left[(1-\tau_{IRPF})\, i + \alpha\delta - \frac{\Delta P^e_{NV}}{P_{NV}}\right] + \rho\,[(1-\tau_{IRPF})\,\tau_{IBI} + \tau_{IRPF}\,\tau_{CI}]$$

donde φ es el porcentaje de la deducción por adquisición de vivienda habitual, τ_{IRPF} es el tipo impositivo marginal en el IRPF, i es el tipo de interés, α es la proporción de la edificación sobre el valor total de la vivienda, δ es la suma de la tasa de depreciación más los gastos de mantenimiento, P_{NV} es el precio nominal de la vivienda, ρ es la proporción del valor catastral sobre el precio de la vivienda, τ_{IBI} es el tipo impositivo del impuesto de bienes inmuebles, y τ_{CI} es la tasa de rendimiento imputada a la vivienda habitual. Las ganancias de capital esperadas vienen representadas por el crecimiento de los pre-

cios nominales de la vivienda (P_{NV}). Con posterioridad a 1999, el coste de uso de la vivienda en propiedad se puede calcular como:

$$\omega = (1 - \varphi)\left[(1 - \tau_{IRPF})\, i + \alpha\delta - \frac{\Delta P^{e}_{NV}}{P_{NV}}\right] + \rho\tau_{IBI}$$

Simplificando los aspectos tributarios del coste de uso (28), podemos escribir el coste marginal, ω, como:

$$\omega = (1 - \varphi)\left[(1 - \tau)\, i + \delta - \frac{\Delta P^{e}_{NV}}{P_{NV}}\right]$$

Por tanto, el coste por período de los servicios de la vivienda será igual al producto del coste de uso del capital por el precio de la vivienda en términos reales, ωP_V. La igualación en equilibrio del ingreso marginal y el coste marginal supone que:

$$R\,(V) = \omega P_V$$

Teniendo en cuenta que la tasa de crecimiento de los precios de la vivienda en términos reales es igual a la tasa de crecimiento nominal menos la inflación, π, la expresión anterior puede escribirse como:

$$\dot{P}_V = -\,R\,(V) + \gamma P_V$$

donde $\gamma = (1 - \varphi)\,[(1 - \tau)\, i + \delta - \pi]$. La ecuación de la demanda se obtiene como resultado de suponer que las ganancias de capital esperadas son 0 y, por tanto, los precios reales de la vivienda se mantienen constantes. Para un *stock* de viviendas superior, dado que éste supone un nivel de alquiler inferior, el precio de la vivienda tiene que ser inferior para no provocar expectativas de pérdidas o ganancias de capital.

El mercado de nuevas construcciones es la base de la función de oferta. Suponiendo que el sector de la construcción es perfectamente competitivo, la oferta dependerá positivamente del precio de la vivienda en términos reales. Definimos I como la inversión bruta en vivienda, $I = \psi\,(P_V, Z)$, donde Z incluye el precio de los factores de producción en el sector de la construcción: suelo, materiales de construcción y mano de obra. Un aumento de P_V provocará un aumento de la inversión, $\psi_{P_V} > 0$, mientras que el incremento del coste de los factores de producción supondrá una disminución de la inversión, $\psi_Z < 0$. El aumento en el *stock* de viviendas será igual a la inversión bruta en viviendas menos la depreciación

$$\dot{V} = I - \delta V = \psi\,(P_V, Z) - \delta V$$

En el equilibrio a largo plazo el crecimiento en el número de viviendas será 0 y el número de viviendas será $V = \psi\,(P_V, Z)/\delta$.

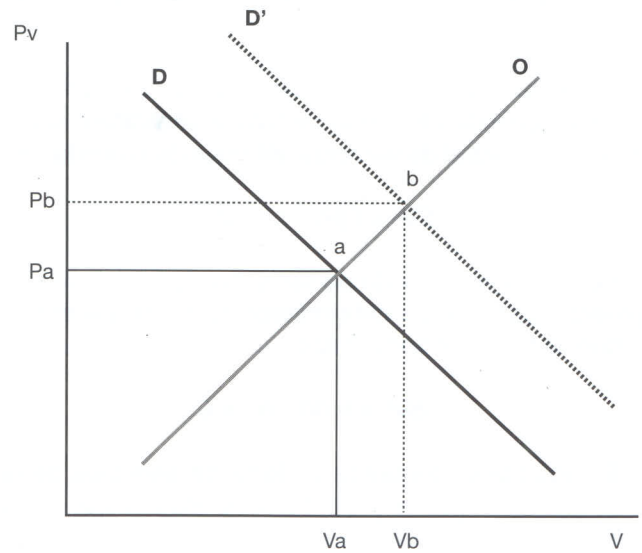
El gráfico 21 muestra la oferta y la demanda de viviendas según el modelo expuesto. La curva de demanda *(D)* tiene pendiente negativa porque cuando el número de viviendas aumenta, el alquiler R disminuye y el precio de la vivienda también, dado que en el estado estacionario $R = \gamma P_V$, *y* $R(\cdot)$ es una función negativa del número de viviendas, V. La oferta de viviendas *(O)* tiene pendiente positiva porque al aumentar el precio de la vivienda aumenta su oferta.

Un ejercicio interesante es considerar los efectos sobre los precios y el *stock* de viviendas de modificaciones en las variables que definen el modelo. Utilizando este esquema, se puede entender cómo muchas de las recientes propuestas políticas para contener el aumento del precio de la vivienda en realidad supondrían un aumento adicional, y no una contención de los precios.

En primer lugar, cualquier cambio que disminuya *el coste de uso* implica un desplazamiento de la curva de demanda de vivienda hacia la derecha, como muestra el gráfico 21 en el movimiento desde *D* hasta *D'*. En el nuevo equilibrio, tanto el precio de la vivienda como el *stock* de viviendas habrán aumentado. Por ejemplo, una disminución del tipo de interés implica una caída en el coste de uso de la vivienda, al reducir la rentabilidad de los activos alternativos y, por tanto, provocaría un aumento del *stock* de viviendas y del precio de éstas. Lo mismo sucede si se reducen los costes de subrogación de las hipotecas; por ejemplo, mediante una rebaja del cargo por amortización anticipada de los préstamos.

GRÁFICO 21

DEMANDA Y OFERTA DE VIVIENDAS



También la fiscalidad afecta al coste de uso de la vivienda. La disminución de los impuestos ligados a la propiedad y la transmisión de las viviendas reduce el coste de uso, y por tanto desplaza la demanda hacia la derecha, haciendo aumentar tanto el precio como la cantidad de viviendas demandadas. El aumento de la desgravación por intereses y capital en el impuesto sobre la renta reduce el coste de uso y aumenta el precio de la vivienda. Finalmente, la actualización de los valores catastrales supone un acercamiento entre éstos y el valor de mercado que aumenta el coste de uso del capital residencial y reduce su precio.

El efecto de la inflación sobre el coste de uso del capital residencial es incierto, pues el aumento de la inflación implica un aumento del precio de la vivienda en la misma proporción para mantener constantes los precios reales de ésta. Pero la inflación también tiene efectos sobre el tipo de interés: cuando la inflación aumenta, el tipo de interés nominal aumenta y, con él, el coste de uso del capital. El efecto final de la inflación sobre el coste de uso del capital residencial depende de la relación entre el tipo impositivo marginal y la sensibilidad del tipo de interés ante cambios en la inflación.

Por último, las ganancias de capital por la posesión de una vivienda suponen una disminución del coste de uso del capital y aumentan la demanda de viviendas, aunque, si tuvieran impacto sobre los tipos de interés, el efecto final sería indeterminado. Por ejemplo, si las ganancias de capital hicieran a los individuos sentirse más ricos y consumir más, este efecto podría aumentar la inflación y tener influencia sobre el tipo de interés y las restantes variables anteriormente mencionadas (29).

A partir del modelo teórico anterior, se pueden obtener los factores económicos que determinan el precio de la vivienda. En particular, si queremos obtener con posterioridad una especificación econométrica, será necesario determinar las variables que, en una forma reducida, influyen sobre la demanda de servicios de vivienda, *R,* y sobre la inversión en viviendas *I* (nuevas construcciones).

Los *factores de demanda* son los causantes del movimiento de la curva de demanda de vivienda del gráfico 21. Entre ellos, los principales son la demografía, la renta per cápita, la tasa de desempleo y el coste de uso.

Un elemento fundamental de la demanda de vivienda es la *demografía* (30). Mankiw y Weil (1989) resaltan su importancia y concluyen que los grandes cambios demográficos provocan grandes cambios en la demanda de vivienda, que además son predecibles a partir del tamaño de las cohortes de nacidos en cada año. Según Mankiw y Weil (1989), lo importante no es tanto la evolución del total de la población como la de determinados grupos de edad. Hay un incremento muy importante de la demanda de vivienda entre los 20 y los 34 años, para estancarse a partir de ese momento. Poterba (1991) también utiliza la variable de demanda por grupos de edad para recoger los efectos de la demografía.

Otro factor importante en la demanda de vivienda es el efecto de la *renta* y las posibilidades de que existan restricciones de liquidez. La forma habitual de recoger el impacto de la renta es utilizar algún indicador de renta per cápita. Muellbauer y Murphy (1997) concluyen que la renta corriente, junto con la demografía, son los factores más importantes que éstan detrás del *boom* de los años ochenta en los precio de la vivienda en el Reino Unido. Bover (1993) señala que entre 1985 y 1990, el crecimiento de la renta explica el 70 por 100 del incremento del precio real de la vivienda.

Adicionalmente, en cualquier estudio sobre la demanda de vivienda en España es preciso tener en cuenta la tasa de desempleo, y particularmente la de los jóvenes. El motivo es doble. En primer lugar, el *desempleo juvenil* tiene un efecto muy importante sobre la renta agregada del grupo de edad que tiene mayor propensión a comprar vivienda. Ortalo-Magne y Randy (1999) señalan que las fluctuaciones más importantes en los precios de la vivienda son debidas al efecto de las variaciones en la renta de los jóvenes (primeros compradores), y que esta relación explica el comovimiento entre precios de la vivienda, volumen de transacciones y renta en países como Estados Unidos o el Reino Unido.

El segundo motivo por el cual la tasa de desempleo de los jóvenes es importante en la explicación de la demanda de vivienda es que sirve de *proxy* a una restricción de crédito. Meen (1996) destaca la importancia que en el caso del Reino Unido tuvieron las restricciones crediticias de los primeros años ochenta y la liberalización posterior sobre el precio de la vivienda. Ortalo-Magne y Randy (1998) apuntan que la situación de los ochenta fue una experiencia única debida a la desregulación y al aumento de la competencia en el mercado hipotecario. En concreto, el crecimiento de la renta no puede explicar por sí sólo el aumento de la tasa de propietarios jóvenes durante estos años, mostrando que los cambios en el mercado hipotecario fueron un factor determinante. Sin embargo, una medida directa de estas restricciones en el mercado de créditos es difícil de obtener. Meen (1996) utiliza la diferencia entre el incremento porcentual trimestral de la demanda de crédito hipotecario y la oferta. Para resolver los problemas de endogeneidad en la construcción de esta variable, Muellbauer y Murphy (1997) utilizan la ratio crédito-valor para primeros compradores de vivienda. La endogeneidad de este indicador respecto al tipo de interés, la ratio valor de la vivienda sobre renta y otras condiciones del mercado implican tener que utilizar los residuos

de la regresión de la ratio crédito/valor sobre estas variables como *proxy* de los cambios en la política oficial sobre créditos a la vivienda (31).

Otro factor importante en la demanda de vivienda es su *coste de uso.* Como ya se ha señalado anteriormente, en él influyen tanto el tipos de interés como la depreciación de la vivienda, la fiscalidad y las expectativas de revalorización de las viviendas. Estos factores también son los que determinan la demanda de vivienda como activo. Por tanto, caídas del tipo de interés, condiciones fiscales más ventajosas para la posesión de una vivienda o mayores expectativas de revalorización implican un incremento de la demanda.

Respecto al último factor, es importante recordar que la demanda de vivienda tiene dos motivaciones principales: para disfrutar de sus servicios y/o como forma de mantenimiento de la riqueza. El cálculo de la rentabilidad de *la vivienda como activo* se computa considerando la inversión realizada y el beneficio obtenido de ella. De esta forma, la rentabilidad de la posesión de una vivienda no depende sólo del aumento del precio, sino también de la proporción de préstamo hipotecario solicitado para su compra. Como en cualquier activo, la tasa de rentabilidad es igual al cociente entre los dividendos más la revalorización del capital menos el coste de los intereses pagados para la obtención del capital, dividido todo por la inversión neta. En el caso de la vivienda, los dividendos serían la rentas imputadas. La inversión neta es la parte del capital que se ha desembolsado efectivamente, teniendo en cuenta los posibles costes en los que se haya incurrido. De esta forma, la rentabilidad del activo vivienda, sin tener en cuenta las complicaciones derivadas del sistema impositivo, se puede calcular como

$$r_V = \frac{\Delta P_V + R - CI}{I_N}$$

donde ΔP_V es el incremento de los precios de la vivienda, R es la rentabilidad imputada neta, CI es el coste después de impuestos del pago del préstamo, e I_N sería el capital efectivamente desembolsado para la compra. Por ejemplo, si la compra se produce al contado, el capital efectivamente desembolsado sería el precio de la vivienda. Si se solicita un préstamo, el capital desembolsado sería la diferencia entre el valor de la vivienda y el valor de préstamo que resta por amortizar.

El elemento más complejo en la expresión anterior es *R,* la rentabilidad neta imputada —definida como la diferencia entre la renta imputada y los costes de mantenimiento menos el pago de los impuestos sobre la propiedad—, por la dificultad que entraña la estimación del primer componente, originada en la estrechez del mercado de alquiler (32). La expresión de la rentabilidad en términos del precio de la vivienda se puede rescribir como:

$$r_V = \frac{\Delta P_V + R - i\beta P_V}{(1 - \beta - ct)\, P_V}$$

donde β es la proporción del préstamo sobre el precio de la vivienda, ct es el coste de transacción en proporción al precio de la vivienda e i es el tipo de interés de referencia después de impuestos de los préstamos hipotecarios. Según esta simple formulación, las nuevas medidas que se proponen para reducir el coste de transacción de las viviendas tendrían como consecuencia un aumento de la rentabilidad de la vivienda como activo y, por tanto, un aumento de la demanda y los precios.

El gráfico 22 muestra tres escenarios alternativos para la evolución de la rentabilidad de la vivienda. Las condiciones en las que se construyen dichos escenarios son (33):

a) El denominado *adquisición con hipotecario* se calcula suponiendo que el préstamo representa el 50 por 100 del valor de la vivienda y los costes de transacción ascienden al 10,44 por 100. Estos costes incluyen los gastos notariales y registrales de la escritura, los gastos de formalización e inscripción en el registro de la hipoteca y los impuestos. En los impuestos se considera el 7 por 100 del IVA más el 0,5 por 100 del Impuesto de Actos Jurídicos Documentados.

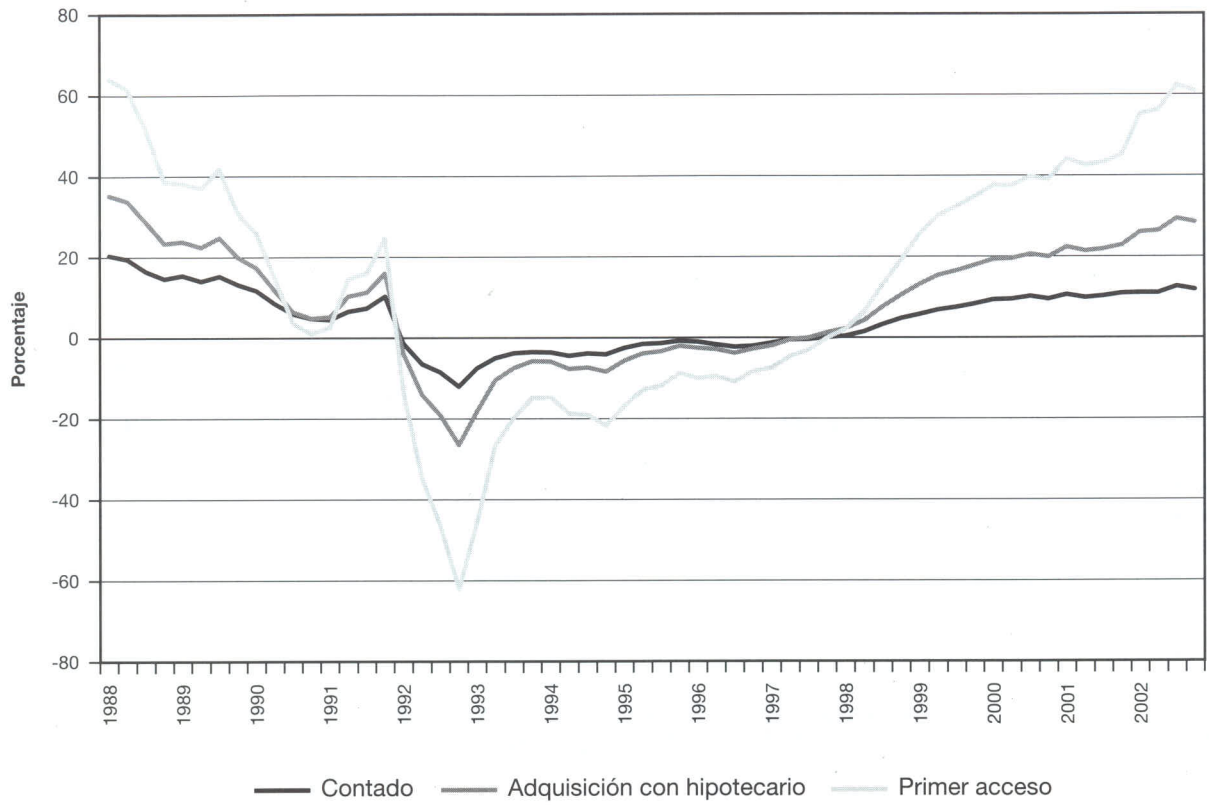
b) El *primer acceso a la vivienda* se ha estimado suponiendo una relación préstamo/valor del 80 por 100 y unos costes de transacción del 10,86 por 100.

c) El *pago al contado* implica abonar la totalidad del valor de la vivienda sin necesidad de disponer de un préstamo. En este caso, los costes de transacción son el 8,69 por 100.

En el gráfico 22 se puede observar que, teniendo en cuenta el nivel de apalancamiento, la rentabilidad obtenida en algunos períodos ha alcanzado tasas superiores al 60 por 100. Éste es el caso del final del *boom* inmobiliario de finales de los ochenta y el año 2002. La rentabilidad del primer acceso a la vivienda es más volátil, al ser la inversión inicial menor, por suponerse que el préstamo hipotecario alcanza el 80 por 100. Los tres escenarios muestran las mismas tendencias: altas tasas de rentabilidad hasta 1991, rentabilidad negativa durante los años 1992-1997 y clara mejora de la rentabilidad a partir 1998. El rápido crecimiento de los precios de la vivienda que se ha producido entre 1998 y 2002 ha permitido que la tasa de rendimiento de la vivienda se elevara de nuevo a niveles no vistos desde finales de los años ochenta.

GRÁFICO 22

RENTABILIDAD DE LA VIVIENDA



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Los *factores de oferta* son los que producen desplazamientos de la curva de oferta descrita en el sencillo modelo teórico expuesto con anterioridad. Un factor importante en la oferta de viviendas es el *coste de construcción* (salarios, materiales, etc.). Aunque en períodos de crecimiento acelerado de los precios de la vivienda se suele acusar al precio del suelo como causante, esta argumentación tiene poco fundamento (García Montalvo, 2001). El precio del suelo se determina descontando las expectativas sobre el precio de las viviendas que podrán ser construidas en dicho suelo y, por tanto, no es la causa del aumento de los precios de la vivienda, sino más bien la consecuencia.

3. Una especificación econométrica para explicar el precio de la vivienda

En este epígrafe se estima un modelo econométrico para estudiar el impacto de cada uno de los determinantes expuestos con anterioridad sobre la evolución de los precios de la vivienda. La especificación básica es muy similar a la utilizada por Poterba (1991):

$$\Delta \ln P_{v_{it}} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln y_{it} + \beta_2 \Delta U_{it} + \beta_3 \Delta CU_{it} + \\ + \beta_4 \Delta DEM_{it} + \beta_5 \Delta \ln CCO_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde P_v es el precio real de la vivienda, y es el nivel de renta per cápita, U es la tasa de desempleo, CU es el coste de uso, DEM es alguna variable demográfica y CCO es el coste real de la construcción. En la versión original de Poterba (1991) no aparecía la variable desempleo, aunque, para el caso español, resulta sensato pensar que puede tener bastante importancia.

La base de datos utilizada es un panel por comunidades autónomas que cubre el período 1987-2001. La variable dependiente es el crecimiento del precio real por metro cuadrado de la vivienda, P_v. El crecimiento real del precio de la vivienda se ha obtenido descontando al crecimiento nominal la inflación (34).

El trabajar con los precios agregados a escala de CC.AA. presenta limitaciones, pues la dinámica de los precios depende de la localización concreta de la vivienda (zona costera, rural o urbana, tamaño del municipio, etcétera). No obstante, la variabilidad entre CC.AA. puede

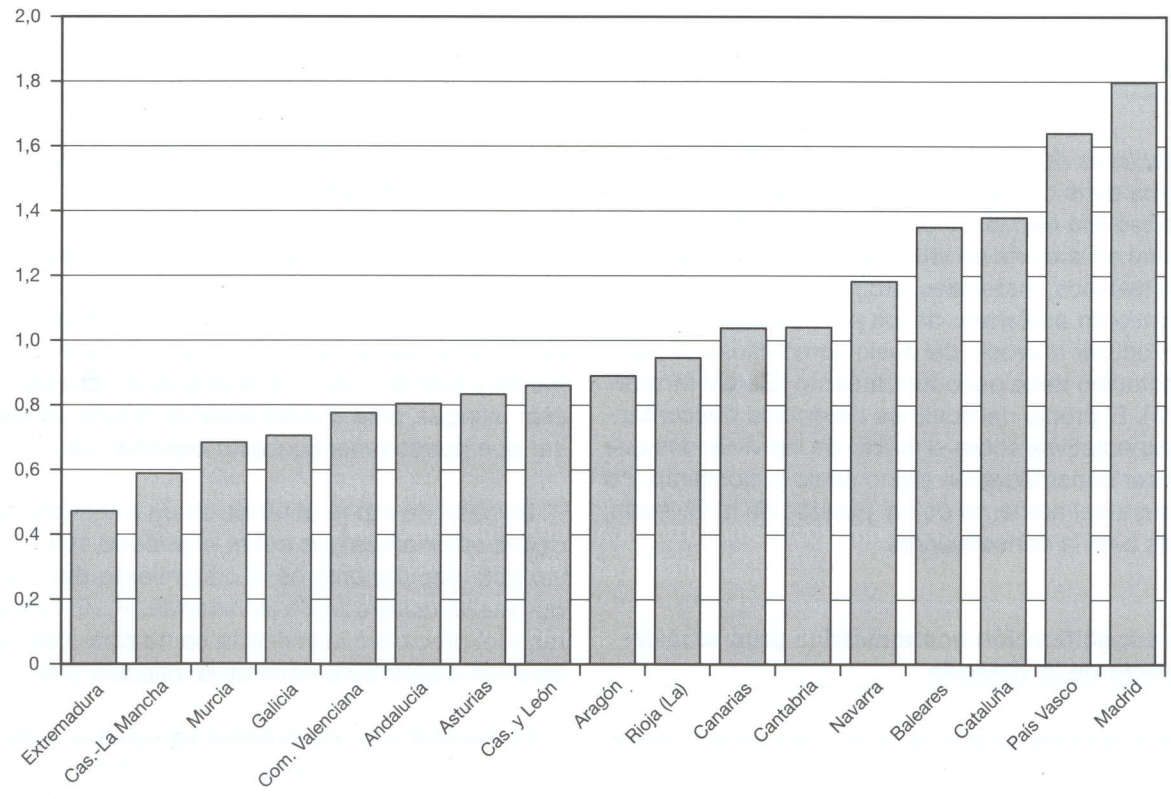
ayudar a identificar y estimar con más precisión los efectos de los diferentes factores. El gráfico 23 muestra la gran dispersión existente en el precio de la vivienda por CC.AA. relativo a la media de España (35).

Los datos disponibles para cada comunidad autónoma varían en función del año en que el Ministerio de Fomento comienza a considerarlos, por lo que el panel es incompleto. Las siguientes comunidades presentan información parcial respecto a esta variable: Aragón (1989-2001), Asturias (1989-2001), Baleares (1992-2001), Cantabria (1994-2001), La Rioja (1993-2001), Murcia (1988-2001), Castilla-La Mancha (1988-2001), Navarra (1995-2001) y el País Vasco (1991-2001). La renta per cápita, *y*, se ha aproximado a partir de la renta familiar bruta disponible per cápita de la Contabilidad Regional de España. El último año para el cual está disponible una estimación de esta variable es el año 2000, por lo que limita la extensión de la muestra. También se han realizado las mismas estimaciones utilizando el PIB per cápita de las CC.AA. (36). La variable *U* representa la tasa de desempleo por CC.AA. Se han probado dos especificaciones con dos versiones de esta variable: la tasa general (UNEM) y la tasa de desempleo de los jóvenes (U25, menores de 25 años). El coste de uso del capital residencial, *CU,* se ha obtenido como la suma del tipo de interés (Mibor/Euromibor) más una tasa de depreciación constante menos la tasa de inflación (37). La variable *DEM* es la proporción de jóvenes entre 20 y 34 años en el total de la población de cada comunidad autónoma —P2034— (38), y proviene de las estimaciones revisadas del INE a partir del Censo de 1991. *CCO* es el coste real de la construcción en el sector de edificación, obtenido mediante la ponderación del precio de los materiales, consumos diversos y mano de obra (Ministerio de Fomento).

Antes de presentar las estimaciones utilizando los datos de las CC.AA., es interesante mirar a los gráficos de cada una de estas variables para el conjunto de España. El gráfico 24 presenta la tasa de crecimiento del PIB per cápita, mostrando un rápido incremento a finales de los años ochenta y también a finales de los años noventa. Teniendo en cuenta la desaceleración sufrida por el PIB durante los años 2001 y 2002 y la continúa llegada de inmigrantes durante estos años, es lógi-

GRÁFICO 23

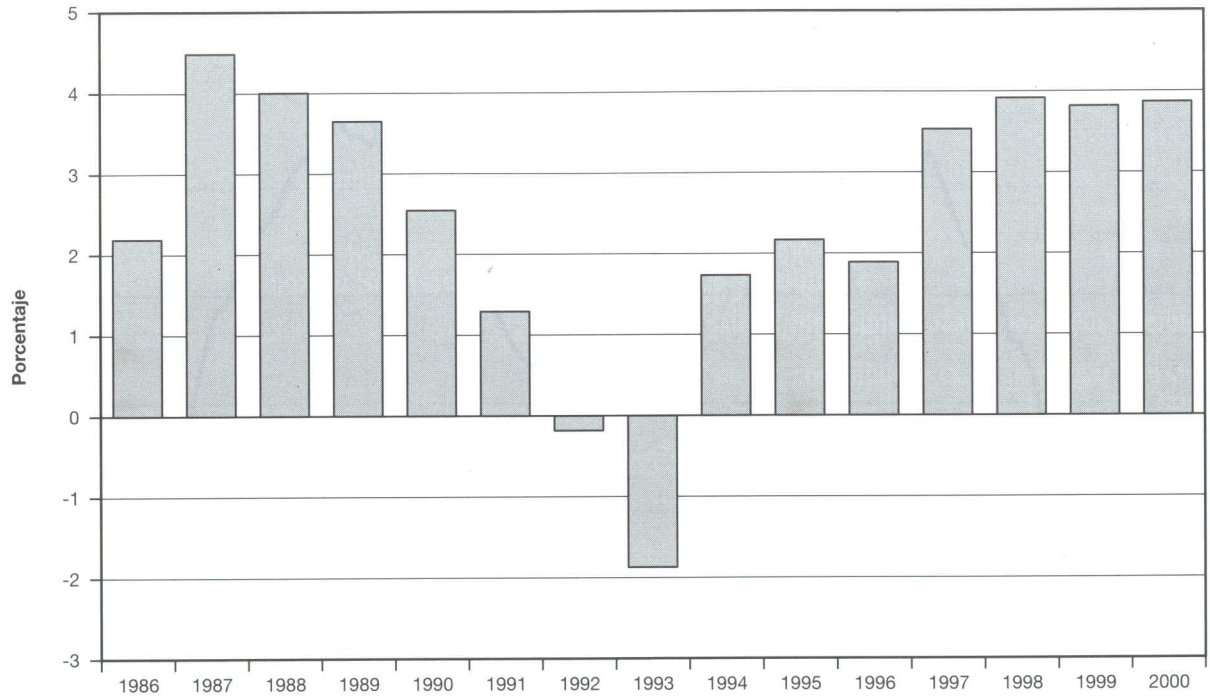
PRECIO RELATIVO DE LA VIVIENDA POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. CUARTO TRIMESTRE DE 2002 (Media = 1)



Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

GRÁFICO 24

TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA
(Base 1995)



Fuente: INE y elaboración propia.

co suponer que las tasas de crecimiento del PIB per cápita se han reducido bastante en los años posteriores al período utilizado en la estimación (1987-2000).

El gráfico 25 muestra la elevada sensibilidad de la tasa de desempleo juvenil al ciclo económico. En las fases de desaceleración de la actividad económica, la tasa de desempleo juvenil alcanza rápidamente niveles entre el 40 y el 50 por 100. Desde el segundo trimestre de 2001 se observa un cierto repunte en la tasa de desempleo juvenil compatible con la interpretación anterior sobre la elevada sensibilidad de dicha tasa ante cambios en la tasa de crecimiento. El gráfico 26 muestra dos versiones del coste de uso del capital residencial. La variable *cu* representa la suma del tipo de interés más una depreciación constante del 2 por 100 menos la tasa de inflación general. La variable *cu1* utiliza la tasa de crecimiento de los precios de la vivienda en lugar de la inflación (39). La variable *cu* muestra una tendencia decreciente a lo largo de todo el período causada por la reducción más rápida de los tipos de interés que de la inflación, con la consiguiente caída de los tipos reales. La segunda serie, *cu1,* viene marcada por la evolución del crecimiento de los precios de la vivienda y muestra tres fases. La primera, anterior a 1992, donde el coste de uso fue negativo. La segunda, entre 1992 y 1998, con un coste de uso positivo, y finalmente la posterior a 1998, donde, de nuevo, el coste de uso se convierte en negativo.

El gráfico 27 presenta la evolución de la proporción de población entre 20 y 35 años, obtenida a partir de las proyecciones del Censo de 1991 (revisadas) del INE. En él se observa un rápido crecimiento de esta proporción hasta el año 2000 y un posterior decrecimiento como consecuencia de la llegada a este grupo de edad de unas cohortes fruto de unas tasas de natalidad cada vez más bajas. Finalmente, el gráfico 28 muestra la evolución de la tasa de crecimiento del coste real de la construcción. Como se puede comprobar, se han producido caídas en casi todos los años. De hecho, los costes han caído a una tasa media anual del 0,9 por 100 en el período 1986-2002.

El cuadro núm. 9 presenta la estimación por mínimos cuadrados de la especificación propuesta para el crecimiento real de los precios de la vivienda. Todas las variables presentan el signo previsto teóricamente y son estadísticamente significativas. La elasticidad renta es positiva y significativa con un valor (1,14) algo inferior al obtenido por Poterba (1991), que se situaba entre 1,3 y 2 (40).

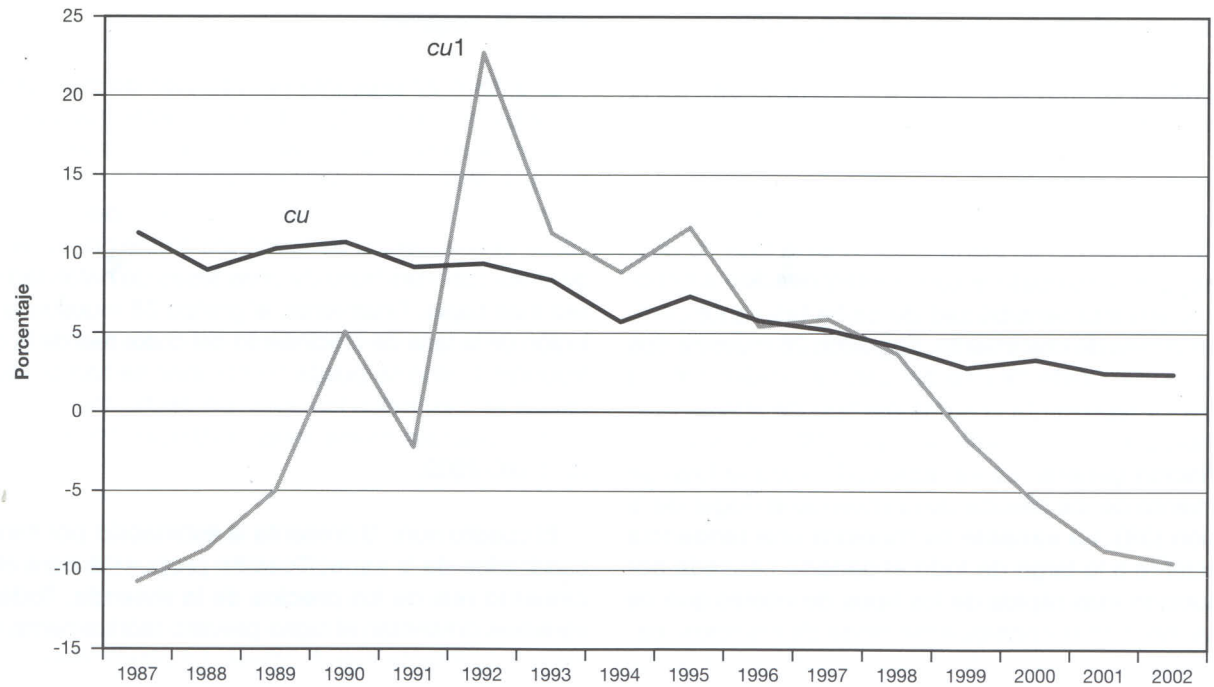
GRÁFICO 25

TASA DE DESEMPLEO DE LOS JÓVENES MENORES DE 25 AÑOS



GRÁFICO 26

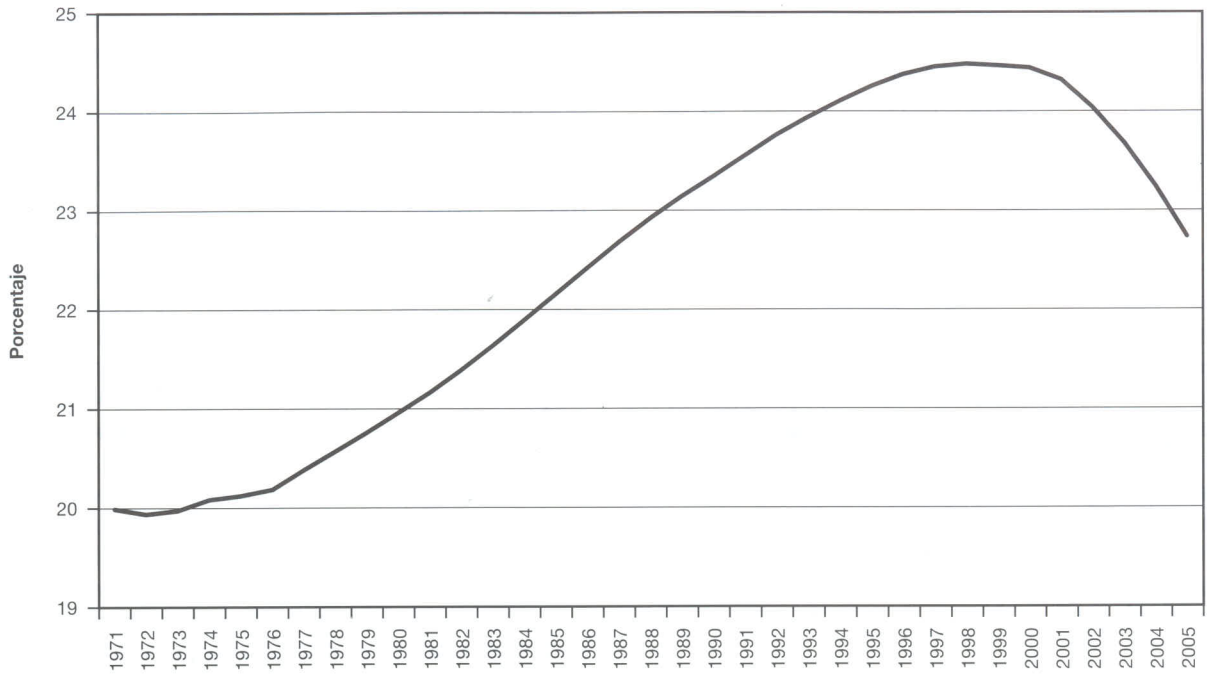
EVOLUCIÓN DEL COSTE DE USO DEL CAPITAL RESIDENCIAL



Fuente: Banco de España, INE, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

GRÁFICO 27

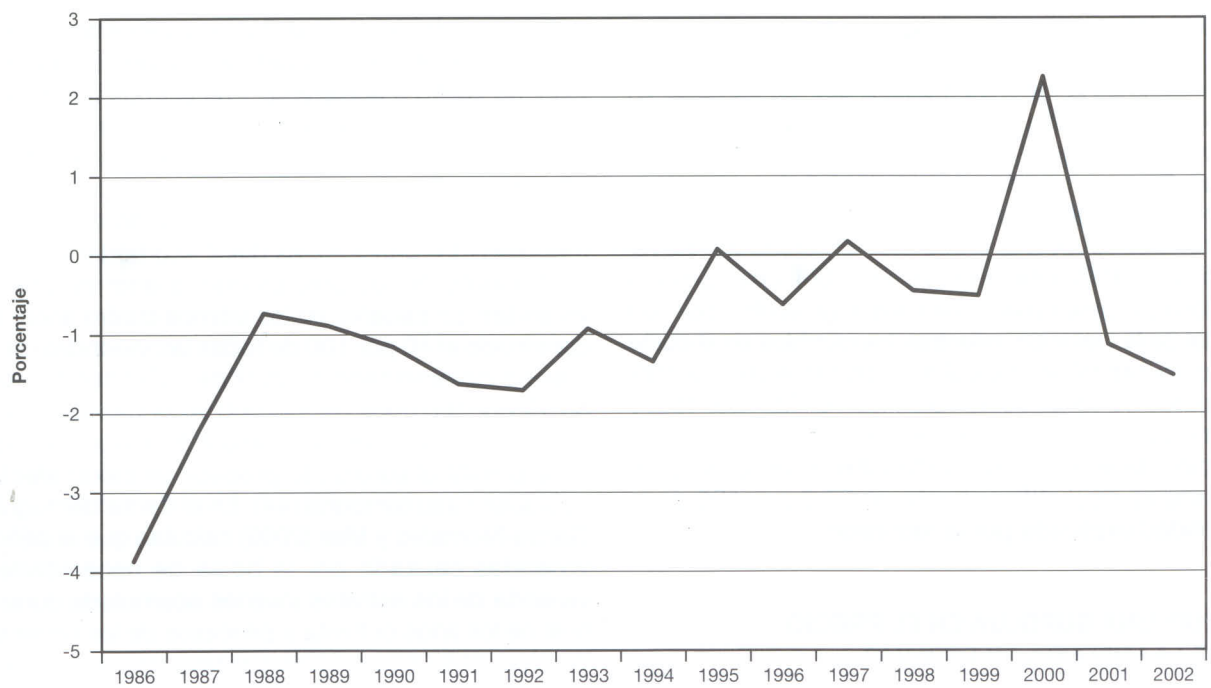
PROPORCIÓN DE POBLACIÓN ENTRE 20 Y 35 AÑOS. MEDIA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS



Fuente: INE, proyecciones demográficas a partir del Censo de 1991 (revisadas).

GRÁFICO 28

TASA DE CRECIMIENTO DE LOS COSTES REALES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN



Fuente: Ministerio de Fomento, INE y elaboración propia.

CUADRO NÚM. 9

ESTIMACIÓN DEL MODELO ECONOMÉTRICO

	A	*B*
DRFBD	1,13 (6,67)	1,14 (7,02)
DCCOR	1,73 (3,30)	1,95 (3,92)
DCU	-0,64 (-1,87)	-0,69 (-2,06)
DP2034	0,09 (2,79)	0,08 (2,69)
DUNEM	-0,01 (-5,62)	
DU30		-0,006 (-6,65)
N	216	216
R2	0,39	0,42

El efecto de los costes de construcción también es positivo y significativo. En una estimación similar, García-Montalvo (2001) encuentra que el coeficiente de los costes de construcción es significativo sólo en el caso de las viviendas nuevas, aunque el período muestral, en ese caso, recoge hasta el año 1998. Es lógico pensar que las más de un millón de nuevas viviendas construidas entre 1999 y 2000 hayan hecho que el precio medio de todas las viviendas se vuelva más sensible a los costes de construcción.

Por su parte, y como era de esperar, el coste de uso (en su versión *cu*) tiene un efecto negativo y significativo sobre el incremento de los precios de la vivienda. La proporción de población en el grupo de edad con una mayor propensión a comprar una vivienda (entre 20 y 34 años) también tiene un efecto positivo sobre los precios (41). Finalmente, tanto la tasa de desempleo general (primera especificación) como la de los jóvenes tienen un efecto negativo y muy significativo sobre los precios.

El análisis de la varianza muestra que los cambios en la renta familiar bruta disponible per cápita explican un 41,1 por 100 de la tasa de crecimiento predicha de los precios. Esta proporción es bastante inferior a la calculada por García-Montalvo (2001) con una muestra hasta 1998 (61 por 100) y a la proporción obtenida por Bover (1993) con datos anteriores (70 por 100). Los cambios en la tasa de desempleo juvenil explican el 36,7 por 100 del total de la variación, mientras los cambios en el coste de uso del capital residencial representan el 3,4 por 100. Los costes de construcción alcanzan el 12,7 por 100, y la demografía representa el 5,8 por 100. Por lo tanto, la evolución de la renta per cápita y del desempleo juvenil es capaz de justificar hasta un 77,8 por 100 de la variabilidad explicada por la regresión.

VII. ¿HAY UNA BURBUJA EN EL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA?

En fechas recientes, los medios de comunicación se hacen eco con mayor frecuencia de la posibilidad de que exista una burbuja en el precio de la vivienda en muchos países, y de que ésta se desinfle al igual que sucedió en Japón desde principios de los años noventa (42). La proximidad del pinchazo de la burbuja de la nueva economía en el año 2000 ha incrementado la sensibilidad ante este problema. En principio, hay muchas señales que apuntan en la dirección de la formación de una burbuja (43). Las economías se han desacelerado durante los últimos años, y sin embargo los precios de la vivienda siguen creciendo en los dos dígitos en muchos países. La experiencia de otros ciclos económicos indica que cuando comienza una desaceleración de la actividad económica se produce una desaceleración simultánea del crecimiento de los precios de la vivienda y, en muchos casos, una caída en términos reales. La desaceleración actual no ha comportado, en la mayoría de los casos, este efecto. Un elemento que diferencia la situación actual de la vivida en desaceleraciones anteriores es la influencia de la debacle bursátil desde el año 2000. En muchos casos, la vivienda se está utilizando como un activo al que se transfiere parte de la riqueza ante la creciente volatilidad de los mercados financieros. Es interesante recordar que, en cierto sentido, esto ya sucedió con anterioridad en Japón, donde, en primer lugar, pinchó la burbuja bursátil para, con una diferencia de dos años, comenzar a pinchar la burbuja inmobiliaria. Algunas señales parecen indicar que en los países donde se ha producido un aumento más importante de los precios en fechas recientes, como Gran Bretaña y Australia, el crecimiento de los precios de la vivienda y los alquileres comienzan a mostrar claros síntomas de agotamiento.

Por el contrario, en España, el crecimiento de los precios de la vivienda, después de una breve desaceleración, ha vuelto a acelerarse. Los últimos datos indican que los precios de la vivienda seguían creciendo a un ritmo del 15 por 100 durante el primer trimestre de 2003. ¿Puede justificarse el acelerado crecimiento de los precios en España a partir de la evolución de los fundamentales? En principio, es difícil acomodar el ritmo de crecimiento de los precios con la enorme oferta de viviendas. En España, en los últimos cuatro años, se ha construido el 40 por 100 de todas las viviendas de la UE y se ha incrementado el *stock* de viviendas en más de un 10 por 100 (más de 540.000 viviendas iniciadas, de media, en los últimos cinco años). Es cierto que el paso de la peseta al euro pudo producir un cierto efecto, en cualquier caso temporal (44). En el frente demográfico, García-Montalvo y Mas (2000) calculan que el déficit de viviendas causado por la bolsa de necesidades de vivienda de los estratos jóvenes acumulada durante el final de los años ochenta y principios de los noventa era de unas 216.000 en 1998. El ritmo de crecimiento del número de viviendas principales de los últimos años ha sido muy superior a este valor, por lo que no parece que se pueda justificar en función de las necesidades por

formación de nuevo hogares. No parece tampoco que la inmigración pueda justificar el aumento de los precios, por la escasa solvencia financiera de los inmigrantes y su elevada propensión al alquiler (45).

Un fenómeno que sí ha podido ser importante en los últimos años es el reajuste de carteras, también observado en otros países, con el paso de fondos de los mercados financieros al sector inmobiliario. La baja rentabilidad de los activos alternativos a la vivienda ha podido tener un impacto más grande en España, donde la importancia de la vivienda como activo tiene mucho mayor peso que en otros países.

¿Cuál es el tamaño de la burbuja inmobiliaria? Éste es un tema importante, pero muy difícil de tratar en términos cuantitativos. Balmaseda, San Martín y Sebastián (2002) estiman que la sobrevaloración de los activos inmobiliarios entre 1999 y 2002 puede alcanzar el 28 por 100, casi tres cuartas partes de todo el crecimiento observado en este período. De este porcentaje, se estima que 13 puntos porcentuales son consecuencia del llamado efecto euro, mientras los restantes 15 puntos son debidos a expectativas no fundamentales de revalorización. Además, la burbuja representó en el año 2002 más del 50 por 100 del incremento de los precios. La metodología de Balmaseda, San Martín y Sebastián (2002) se basa en estimar una ecuación que recoge los fundamentales para el período 1990-1999 y considerar que los residuos en el período 2000-2002, obtenidos a partir de los parámetros estimados, son debidos a cambios no fundamentales —burbuja y efecto transitorio de la introducción del euro— (46).

Otra forma de comparar la evolución de los fundamentales con el cambio en los precios se basa en utilizar la ratio P/E *(price/earnings ratio).* Ésta es una aproximación habitual en la literatura financiera. Shiller (2000) muestra cómo en el año 2000 la ratio P/E de las acciones en los mercados norteamericanos había alcanzado niveles comparables a los de 1929 y, por tanto, era previsible que la burbuja financiera pinchara en cualquier momento, como así sucedió. Leamer (2002) ha propuesto aplicar las ratios P/E también a la viviendas. Usando este procedimiento, Krainer (2003) concluye que los precios de las viviendas en Estados Unidos deberían caer un 11 por 100 para restaurar la relación de largo plazo entre el valor de la vivienda y el valor de los alquileres.

Este mismo ejercicio se puede realizar para el caso español. El gráfico 29 muestra la evolución de la ratio P/E de las viviendas españolas desde 1987. El índice de rentas de viviendas en alquiler se ha calculado a partir del correspondiente componente del IPC. En el período 1986-2002 existen tres bases diferentes para el IPC. Los datos de 1986 hasta 1992 se han calculado a partir del subgrupo de vivienda en alquiler del IPC-Base 1983 (47). Para el período 1993-2001, se ha utilizado la subclase de vivienda en alquiler del IPC-Base 1992. Finamente, para el año 2002, se ha usado el subgrupo alquiler de viviendas del IPC-Base 2001. Para enlazar las series, se ha se ha utilizado la tasa de crecimiento interanual del último mes de la serie aplicada (dic92/dic91 = 8 por 100, dic01/dic00 = 4,4 por 100) y se han aplicado a enero de 1993 y 2002 (a partir de enero de 1992 y 2001). El resto se ha calculado con los incrementos mensuales.

El gráfico 29 muestra un incremento muy rápido de la ratio P/E hasta finales de 1991, para después caer hasta un nivel cercano al de finales de 1987. A partir de 1998, se observa un crecimiento muy pronunciado, y en el año 2002 se había superado el nivel del máximo de 1991, año en que finalizó el *boom* de la construcción de finales de los ochenta. Por tanto, es evidente que los precios de la vivienda están creciendo mucho más rápidamente que las rentas durante los últimos años. ¿Puede este optimismo sobre los precios de la vivienda ser compatible con la evolución futura de los fundamentales? ¿Es posible que los compradores esperen un tipo de interés más bajo en el futuro, un crecimiento de la renta per cápita muy alto o un aumento futuro de la demanda basado en factores demográficos? No parece que se pueda ser muy optimista sobre la evolución futura de estos factores fundamentales considerados en el modelo econométrico del apartado anterior. En el frente demográfico, todas las previsiones indican que la proporción del grupo de edad entre 20 y 34 años se reducirá en los próximos años. Tampoco parece probable que los tipos de interés puedan situarse muy por debajo de los mínimos históricos que se han alcanzado a comienzos de 2003. El crecimiento de la renta per cápita se ha desacelerado mucho durante los últimos dos años y las perspectivas futuras son muy inciertas. Por último, la tasa de desempleo de los jóvenes vuelve a crecer y, si la desaceleración se mantiene, aumentará con rapidez en vista de los sucedido en el pasado. Todos estos cambios tienen un efecto negativo sobre los precios de la vivienda, por lo que no parece que se pueda ser muy optimista respecto a las expectativas futuras de evolución de los fundamentales.

¿Qué haría falta para que la ratio P/E volviera al valor medio del período 1987-2002? Para ser compatible con este nivel de la ratio P/E de largo plazo, sería necesario que los precios de la vivienda en España cayeran un 28,5 por 100 (48). Esto último implicaría una desaceleración muy rápida de los precios de la vivienda, incluso con caídas del precio en términos reales como las observadas en el período 1992-1997. Además, varios estudios recientes constatan que normalmente se produce un cierto *overshooting* de los precios (49), lo que implicaría que la caída podría ser incluso superior al 28,5 por 100. Este mismo fenómeno es habitual cuando se observan las ratios P/E de activos financieros.

GRÁFICO 29

EVOLUCIÓN DE LA RATIO P/E DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA
(1987 = 1)



Fuente: INE, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

Es evidente que los precios de la vivienda y la renta de sus servicios deberían estar relacionados. No obstante, desviaciones grandes y prolongadas de la ratio P/E respecto a su valor de largo plazo no son prueba suficiente para asegurar que existe una burbuja. Sin embargo, si existe una burbuja, sería de esperar que síntomas de ella aparecieran en la ratio P/E. La observación de las ratios P/E para los mercados financieros de Japón o Estados Unidos en el momento próximo a la explosión de sus respectivas burbujas y las perspectivas negativas de los fundamentales españoles parecen ser sintomáticos de la formación de una burbuja.

VIII. MACROECONOMÍA Y PRECIO DE LA VIVIENDA

En el apartado I de este artículo, se argumenta que el sector de la construcción en general, y la vivienda en particular, representa una parte importante del PIB de muchos países. Desde el punto de vista del *stock,* la riqueza inmobiliaria también tiene efectos macroeconómicos muy importantes. En este apartado se plantean tres cuestiones relacionadas:

a) ¿Existe evidencia empírica de un efecto riqueza por la revalorización de los activos inmobiliarios?

b) ¿Deben los bancos centrales considerar los movimientos de los precios de la vivienda en su formulación de la política monetaria?

c) ¿Se debe incluir el precio de la vivienda en la medida de la inflación?

1. Efecto riqueza y precio de la vivienda

Uno de los fenómenos macroeconómicos más sorprendentes de los últimos dos años es el mantenimiento de las tasas de crecimiento del consumo mientras la renta per cápita se desacelera y el precio de las acciones disminuye. Una interpretación muy popular es que las ganancias de capital inmobiliario han compensado con creces las pérdidas sufridas en los mercados financieros, por lo que el efecto riqueza neto ha sido positivo. Una justificación habitual de este razonamiento es la extensión de la propiedad de activos inmobiliarios frente a la posesión de acciones. En el caso del Reino

Unido, por ejemplo, la acciones representaba un 17 por 100 en la cartera de las familias, mientras los activos inmobiliarios suponían un 34 por 100. En el caso español, la situación es incluso más desequilibrada. Según Naredo y Carpintero (2002), las familias españolas poseían en el año 2000 un 69 por 100 de su riqueza en forma de activos inmobiliarios, y sólo un 9 por 100 en forma de acciones.

La evidencia sobre el efecto riqueza de la revalorización de los activos financieros no es totalmente concluyente. Case *et al*. (2001) comparan el efecto riqueza del mercado de acciones y del mercado inmobiliario en una muestra de 14 países, con datos anuales de 25 años y con datos trimestrales del panel de estados de los Estados Unidos. Los resultados indican que la revalorización de los activos financieros no tiene un efecto riqueza sobre el consumo, mientras que el efecto riqueza derivado del aumento del valor de los activos inmobiliarios es muy importante. La evidencia empírica es similar en la muestra de países y en la muestra de estados de EE.UU. La elasticidad del consumo ante cambios en la riqueza inmobiliaria oscila entre 0,11 y 0,17 para la muestra de países, y entre 0,05 y 0,09 para la muestra de estados. Sin embargo, otros estudios recientes encuentran elasticidades menores (Ludwig y Slok, 2002) o incluso no significativas (Eschenbach y Schuknecht, 2002).

Aoki *et al*. (2001) consideran que la riqueza inmobiliaria es muy diferente de los activos financieros. En primer lugar, las viviendas tienen valor por los servicios que proporcionan a sus dueños. Además, en el mercado inmobiliario, a diferencia de los mercados financieros, la ganancia de unos individuos (los vendedores últimos) es pérdida para otros (los compradores de primera vivienda). Por este motivo, Aoki *et al*. (2001) consideran que el efecto riqueza sobre el consumo de la revalorización de los activos inmobiliarios no puede entenderse de la misma manera que cuando se hace referencia a activos financieros. En el caso de los activos inmobiliarios, el efecto sobre el consumo funciona por la vía del mercado de crédito en una versión del llamado «acelerador financiero». Un aumento del precio de la vivienda reduce el apalancamiento de las familias y mejora su posición financiera, lo que les permite reducir los tipos de interés en sus hipotecas. Además, la mejora de la posición financiera permite aumentar la cantidad de crédito que obtienen familias sometidas a restricciones crediticias y, por tanto, aumentar su consumo. Por último, existe un efecto de equilibrio general: a la vez que el precio de la vivienda aumenta y mejoran los balances de las familias, la demanda de vivienda aumenta, lo que provoca un incremento adicional de los precios. Todos estos mecanismos señalan al sector inmobiliario como una fuente de propagación amplificada de los *shocks* macroeconómicos. La simulación del modelo parece indicar que los cambios en el precio de la vivienda han tenido un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria en el Reino Unido (50).

Para que el canal crediticio pueda funcionar, es necesario que los consumidores sean capaces de realizar las ganancias de capital en todo o en parte. El aumento de la competencia en los mercados financieros ha dado lugar al nacimiento de nuevos productos, como la posibilidad de retirar parte de las ganancias de capital no realizadas por la posesión de una vivienda en forma de *home equity*. Este mercado, muy importante en Estados Unidos, se está extendiendo con rapidez a otros países. El nivel alcanzado por el *home equity* en Estados Unidos alcanzó los 130.000 millones de dólares en el año 2002, el doble que el año anterior. La mayor parte de este crédito contra el incremento del valor de la vivienda ha sido utilizada por las familias norteamericanas para financiar el consumo y pagar parte de las enormes deudas acumuladas en las tarjetas de crédito (51). La debilidad que empiezan a mostrar los precios de la vivienda en algunas partes del país genera bastante preocupación (52).

¿Existe evidencia de que las familias españolas estén utilizando la revalorización de la riqueza inmobiliaria para financiar un aumento del consumo? La contestación de Marqués y Nieto (2003) es negativa. Estos autores construyen el indicador RCI (reembolso del capital inmobiliario) para medir la diferencia entre la variación de crédito hipotecario concedido a los hogares y el valor de la inversión neta en activos inmobiliarios en un período de tiempo concreto. El RCI mide, por tanto, los fondos hipotecarios que no son utilizados con fines inmobiliarios, si bien indican que un RCI positivo no es condición suficiente ni necesaria de que una revalorización inmobiliaria se transforme en un incremento del consumo. Marqués y Nieto (2003) señalan que en el caso de Estados Unidos y el Reino Unido el indicador RCI es positivo, está positivamente correlacionado con el precio de la vivienda y el consumo, y ha crecido en los últimos años. Según esos indicios, los hogares de estos dos países estarían utilizando la revalorización de su vivienda para financiar el consumo. En el caso español, el RCI es negativo, por lo que Marqués y Nieto (2003) señalan que es improbable que haya habido un efecto directo de la revalorización inmobiliaria sobre el consumo. Sin embargo, en un contexto de crecimiento rápido del crédito hipotecario, parece que el crecimiento de los precios de la vivienda está teniendo un efecto importante sobre la inversión residencial.

2. Política monetaria y precio de la vivienda

Existen múltiples motivos teóricos que justifican la importancia del precio de la vivienda, y en general de los activos, en la transmisión de la política monetaria.

Una expansión monetaria reduce el tipo de interés y aumenta el precio de la vivienda relativo al coste, lo que incrementa la inversión inmobiliaria y la renta (efecto directo). Además, como se señaló en el epígrafe anterior, el aumento de los precios de la vivienda provoca un efecto riqueza que aumenta el consumo y la demanda agregada. Finalmente, el aumento de los precios de los activos inmobiliarios ante una caída del tipo de interés aumenta el crédito bancario, lo que provoca un aumento adicional de la inversión y del *output* (Mishkin, 2001; o Cecchetti *et al.,* 2000).

Vista esta conexión entre el precio de la vivienda y la transmisión de la política monetaria, ¿debería el Banco Central Europeo considerar la evolución de los precios de los activos (financieros, inmobiliarios, etc.) entre sus objetivos de política monetaria? En fechas recientes, está cuestión ha generado bastante polémica. El origen se encuentra en la controversia sobre la actuación de la Reserva Federal ante el incremento del precio de las acciones durante la segunda mitad de los años noventa. Algunos economistas han señalado que la ausencia de los precios de los activos entre los objetivos de la Reserva Federal ha tenido consecuencias nefastas en Estados Unidos, al igual que sucedió en Japón a partir de 1990 o puede suceder a raíz del crecimiento acelerado del precio de la vivienda en el Reino Unido.

En diciembre de 1996, Greenspan pronunció la famosa conferencia en la que habla por primera vez de la «exhuberancia irracional» que estaban viviendo los mercados financieros. A pesar de esto, la Reserva Federal no tuvo en cuenta la situación de los mercados financieros en su gestión de la política monetaria. De hecho, en 1998, y como reacción a diversas situaciones (crisis rusa, crisis brasileña, problemas con el Long Term Capital Fund, etc.), se redujeron los tipos de interés cuando los precios de las acciones parecía que volvían a una valoraciones más acordes con los criterios tradicionales. Esta disminución de los tipos espoleó la valoración bursátil, provocando una rápida recuperación durante el último trimestre de 1998 y una inercia posterior que duró hasta el año 2000. Cecchetti (2002) argumenta que la decisión de la Reserva Federal de no reaccionar ante el crecimiento de la burbuja financiera ha tenido unas consecuencias económicas desastrosas: sobreinversión, problemas financieros de las administraciones públicas ante el colapso de la recaudación (53), retraso en la edad de jubilación de muchos trabajadores como consecuencia de las pérdidas en sus fondos de pensiones, etc. Cecchetti *et al*. (2000) sostienen que los bancos centrales deberían reaccionar ante las burbujas, tanto financieras como inmobiliarias. Dado que una burbuja es simplemente una expectativa poco realista de crecimiento económico futuro, un aumento de los tipos de interés puede moderar el crecimiento presente y frenar la formación de la burbuja. Las simulaciones de Cecchetti *et al*. (2000) indican que la estabilización de la inflación en torno a un objetivo se puede conseguir en mayor medida ajustando los instrumentos de política monetaria no sólo a las predicciones de inflación y *output gap* futuros, sino también teniendo en cuenta explícitamente el precio de los activos. Esto quiere decir que los bancos centrales deberían considerar la posible existencia de burbujas en los activos a la hora de fijar el tipo de interés. Mishkin (2001) señala que el resultado favorable de Cecchetti *et al*. (2000) a la utilización del precio de los activos como un objetivo de política monetaria es totalmente dependiente del conocimiento de la existencia de dicha burbuja por parte del banco central. Sin embargo, argumenta que es muy difícil para las autoridades monetarias identificar cuándo se ha desarrollado una burbuja. Cecchetti (2002) señala que la dificultad para medir la extensión de las burbujas no es suficiente justificación para desechar la utilización del precio de la vivienda entre los objetivos monetarios. Según su argumentación, también es difícil hacer predicciones sobre la inflación futura y no por eso se renuncia a tener estimaciones de ésta.

¿Cuál es la relevancia de esta discusión para el caso español? En principio, uno de los inconvenientes de una política monetaria común es la dificultad de acomodar *shocks* asimétricos entre los países que forman parte de la zona euro. Estos *shocks* asimétricos podrían tener su origen en el mercado inmobiliario. España es un claro *outlier* respecto al resto de los países de la zona, en cuanto a su mercado inmobiliario, por la enorme proporción de vivienda en propiedad y de los préstamos a tipo variable, y el gran peso que la riqueza inmobiliaria tiene en el conjunto de la cartera de activos de las familias. Por estos motivos, si el mercado inmobiliario tiene importancia en la transmisión de la política monetaria y en la economía en su conjunto, un *shock* asimétrico puede ser incluso más peligroso que en el caso general. Por ejemplo, en la situación actual parece claro que existe una burbuja en los precios de la vivienda en España, pero no en países más importantes, como Alemania. La continuación de una política de reducción del tipo de interés por parte del Banco Central Europeo, con el objetivo de reactivar la economía de la zona euro, puede llevar a inflar todavía más la burbuja. Pero si en el futuro la economía europea se reactivara y fuera preciso subir los tipos de interés rápidamente, el mecanismo de propagación tendría consecuencias más perniciosos sobre la economía española que en el resto de economías de la zona euro.

3. La medición de la inflación y el precio de la vivienda

En la actualidad, y a pesar de que muchos titulares periodísticos se empeñen en ocasiones en proclamar que

la inflación aumenta por el efecto del aumento de los precios de la vivienda, el índice de precios al consumo no incluye el precio de los activos inmobiliarios ¿Debería el índice de precios al consumo tener en cuenta el precio de la vivienda? Bryan *et al*. (2001) creen que no considerar el precio de la vivienda genera un problema de sesgo por exclusión de bienes en los índices de precios al consumo (54), dado que el precio de la vivienda es relevante para los agentes económicos. Además, la inclusión de los precios inmobiliarios permitiría tener en cuenta el precio de los activos entre los objetivos de política monetaria, tal y como proponen Cecchetti *et al.* (2000). La gran volatilidad del precio de los activos es uno de los problemas prácticos básicos para su inclusión en los índices de precios. Bryan *et al*. (2001) proponen un índice factorial dinámico para evitar este problema.

La idea de incluir el precio de los activos en la construcción de índices de precios agregados es ya antigua (Alchian y Klein, 1973), y tiene como objetivo medir la capacidad de compra en general, y no sólo en términos de precios del consumo corriente. Un índice de precios construido de esta forma sería un indicador apropiado para deflactar la renta permanente nominal. De hecho, hasta principios de los años ochenta el IPC de Estados Unidos incluyó el coste de la vivienda en propiedad a partir del método del precio de los activos, que considera a una vivienda como cualquier otro bien de consumo. En el cambio de base de 1983 se sustituyó el valor de la vivienda por la renta equivalente, o imputada, a la vivienda ocupada por su propietario. La renta imputada se obtiene directamente preguntando a una muestra de dueños de vivienda la cuestión: «si alguien alquilara su casa hoy, ¿cuánto cree que tendría que pagar al mes por la casa vacía y sin tener en cuenta el agua, la electricidad, el gas o los combustibles para calefacción?».

Un procedimiento similar era el obtenido para calcular el peso de la vivienda en propiedad en el IPC español con base en 1976 y 1983 («alquiler ficticio» según la Encuesta de Presupuestos Familiares). Los precios de la vivienda se obtenían a partir del precio de venta de diversas inmobiliarias. Con el cambio de base de 1992, el INE eliminó los alquileres imputados de la EPF 1990-1991 en la ponderación de la vivienda en el IPC. La interpretación oficial de esta eliminación fue el seguir las recomendaciones de Eurostat para la construcción de un índice de precios armonizado. Sin embargo Ruiz-Castillo, Ley e Izquierdo (1999) argumentan que el motivo fundamental fue la gran repercusión que los alquileres imputados podrían tener sobre el IPC en la nueva base debido al sustancial incremento de los precios de la vivienda entre 1987 y 1991.

El último cambio de base del IPC español (2001) consagró la eliminación de los alquileres imputados y la vivienda en propiedad del cálculo del IPC. En este sentido, la nueva metodología del IPC se mantiene fiel a los principios del Índice de Precios al Consumo Armonizado, que tampoco considera el gasto de los propietarios de viviendas (o rentas equivalentes). No obstante, algunos países, como Alemania, siguen incluyendo alquileres imputados en sus índices de precios, y hay planes para expandir la cobertura del Índice de Precios Armonizado, aunque su extensión está todavía por determinar.

IX. CONCLUSIONES

El sector de la vivienda en España se caracteriza por una minúscula proporción de vivienda en alquiler (11 por 100), un gran volumen de viviendas desocupadas (14 por 100), un alto peso de la inversión inmobiliaria en las carteras de las familias (69 por 100), una elevadísima proporción de nuevos contratos a tipo variable (90-95 por 100), unos tipos de interés hipotecarios muy bajos y un elevado nivel de subsidios y desgravaciones públicas para la adquisición de una vivienda. Las diferencias en estas características frente a otros países hacen del caso español una clara «anomalía» en el contexto internacional, donde figura destacado, por arriba o por abajo, en la mayoría de los indicadores.

Algunas de estas características, como la baja y decreciente proporción de la vivienda en alquiler, ha sido reconocida como un problema desde hace mucho tiempo. El fomento del alquiler ha sido recogido explícitamente como un objetivo en numerosas leyes. Sin embargo, en la práctica, las medidas de política económica adoptadas han sido limitadas y, en muchas ocasiones, contradictorias. Dos ejemplos evidentes. En 1985 el llamado decreto Boyer nace con el objetivo reconocido de aumentar la oferta de viviendas en alquiler. Al mismo tiempo, la ley de presupuestos de ese año incrementa el porcentaje de la deducción de la cuota por vivienda habitual nueva e implanta una nueva deducción por la adquisición de viviendas secundarias. Más recientemente, las modificaciones fiscales de 1999 relativas al IRPF reducen el límite de la cantidad máxima a desgravar por inversión en vivienda de muchos contribuyentes, lo que favorece el alquiler, pero al mismo tiempo se elimina la desgravación por alquiler y la renta imputada por la posesión de una vivienda en propiedad, lo que perjudica claramente a la vivienda en alquiler.

La demanda de vivienda sigue empujando con fuerza, dominada por tres mitos, o falacias, que son difíciles de contrarrestar, a pesar de su ausencia de fundamento. El primero de estos mitos dice que «el precio de la vivienda no puede bajar». Es claro que en muchos países, incluida España, el precio de la vivienda ha caído, a veces incluso en términos nominales. La vivienda es un activo arriesgado como cualquier otro, a pesar de la

errónea percepción contraria que tienen algunos inversores. La segunda falacia indica que «los precios de la vivienda en España tienen que converger con los precios europeos». Sin embargo, la vivienda es un bien no comercializable cuyo precio se fija en mercado locales, por lo que la convergencia en precios requiere condiciones más fuertes que la simple apertura del mercado o la utilización de una misma moneda. El tercer mito es que «para pagar un alquiler es mejor pagar una hipoteca, y al final la casa es mía». Obviamente, éste no puede ser un principio general y dependerá del coste de uso de la vivienda.

Sin embargo, en la práctica, el elevado nivel del subsidio efectivo del que gozan los compradores de una vivienda perjudica la posibilidad real de fomentar el alquiler como alternativa. La política de fomento a la compra de viviendas ha derivado en un enorme subsidio efectivo, que durante los años noventa se situó entre el 20 y el 50 por 100 del precio final, dependiendo de la comunidad autónoma, el nivel de renta del comprador y el año concreto de referencia. El coste de esta política de apoyo a la compra de viviendas supuso un 2 por 100 del PIB anual durante los mismos años, siendo el más alto de todos los países de la Unión Europea para los que existe información.

Los períodos de *boom* inmobiliario, como el que comenzó en 1999, tienen como consecuencia un rápido incremento de los precios. Sin embargo, muchas de las medidas que se ponen en marcha con urgencia para reducir el crecimiento del precio de la vivienda tienen, desde la perspectiva teórica, el efecto contrario, lo que indica una evidente desconexión entre la acción política en este ámbito y los principios económicos básicos. El aumento de las desgravaciones a la compra de vivienda por parte de algunas autonomías, en el ejercicio de sus competencias en materia fiscal, es un claro ejemplo de desprecio a los principios económicos básicos, o de desinterés real por el nivel alcanzado por el precio de la vivienda.

El sospechoso habitual como causante del incremento de los precios en períodos de *boom* es el precio del suelo. Sin embargo, no se tiene en cuenta que el precio del suelo es simplemente una proporción del valor descontado del precio de las viviendas que se construirán en dicho terreno y, por tanto, es la consecuencia, y no la causa, del aumento del precio de la vivienda. Intentar contener el precio de la vivienda a base de modificaciones en la regulación del suelo es una empresa destinada al fracaso desde el principio.

En los últimos meses, la posibilidad de que exista una burbuja en los precios de la vivienda en España ha cobrado especial relevancia a través de lo medios de comunicación. El Fondo Monetario Internacional, el Consejo de Superior de Arquitectos, e incluso *The Economist*, se muestran convencidos de que dicha burbuja existe y puede ser un riesgo importante para la economía. Por otra parte, los ministros Rato y Cascos, así como las asociaciones de promotores y constructores, aseguran que no existen ninguna burbuja. Finalmente, el gobernador del Banco de España asegura que no hay burbuja, sino una sobrevaloración (¿alguien sabe cuál es la diferencia?) y aconseja a los bancos mucha prudencia en la concesión de créditos hipotecarios. Lo que parece claro es que la evolución esperada de los fundamentales (demografía, tipos de interés, crecimiento de la renta per cápita, costes de la construcción o nivel de desempleo) no puede justificar el crecimiento de los precios que se ha observado durante los últimos años. Menos aún si se tiene en cuenta que la oferta ha reaccionado con rapidez y se han iniciado, desde 1998 hasta 2002, más de 2,7 millones de viviendas. Si la previsión se cumple, las viviendas iniciadas durante 2003 alcanzarán las 600.000, lo que supondrá que el parque de viviendas habrá aumentado un 17 por 100 en sólo seis años.

No obstante, es difícil que los compradores y los inversores sean cautelosos ante un activo que, adquirido con un alto grado de apalancamiento, produce rentabilidades superiores al 60 por 100 anual. Las expectativas de mantener esas rentabilidades son el principal aliento al crecimiento de los precios de la vivienda en la actualidad, fomentado de forma involuntaria por los propios medios de comunicación. Como se señala en el texto, los precios de la vivienda en España se calculan trimestralmente. Sin embargo, como el tema de la vivienda causa evidente alarma social, los medios de comunicación recogen normalmente tres veces al trimestre el crecimiento interanual de los precios: uno cuando lo publica Tinsa, otro cuando la Sociedad de Tasación hace públicos sus datos y, finalmente, cuando el Ministerio de Fomento publica sus cifras. Básicamente, estos tres números son el mismo, pero aparecen espaciados en el tiempo. Por tanto, para un observador poco cuidadoso, podría parecer que los precios suben incluso más deprisa de lo que lo hacen en realidad, pues aquél se ve sometido a tres impactos mediáticos cada trimestre. El rápido enlace con los datos del siguiente trimestre hace que el proceso de crecimiento de los precios se perciba incluso con mayor intensidad.

Por estos motivos, parece razonable pensar que puede existir una burbuja inmobiliaria, aunque su medición es más compleja. No obstante, los dos procedimientos para medir dicha burbuja descritos en este artículo señalan sorprendentemente a la misma cifra. Según estos cálculos, a finales de 2002 la burbuja podría alcanzar el 28 por 100 del precio. El probable *overshooting* negativo podría llevar los precios de la vivienda a una deflación incluso mayor.

En resumen, es muy probable que el mercado inmobiliario español sea una bomba de relojería esperando a ser detonada. El hecho de que exista una gran incertidumbre sobre el momento en el que el *timer* llegará a la marca de *on* no justifica el obviar que es muy difícil que las expectativas futuras de los fundamentales puedan justificar los precios actuales.

Aún así, muchos constructores y promotores siguen sin reconocer que el precio de la vivienda ya ha ido demasiado lejos y mantienen que la demanda es «sólida», a pesar de que es bien conocido que una gran parte de las transacciones tienen un origen especulativo. Esto, sin embargo, no es raro si se piensa que en plena burbuja financiera los analistas y banqueros de inversión seguían recomendando cargar las carteras con acciones tecnológicas, aun siendo conscientes de los peligros existentes. Es lo que los inversores querían oír, y además su negocio dependía de cuántas transacciones pudieran contratar. En septiembre de 1999, Kevin Hassett (profesor de una escuela de negocios) publicó su famoso libro *Dow 36.000,* donde exponía la idea de que el Dow Jones seguiría subiendo aceleradamente hasta alcanzar los 36.000 puntos. Este libro se convirtió rápidamente en la Biblia de los inversores. A principios del año 2000, cuando Wall Street estaba en máximos históricos, Robert Shiller (profesor de un departamento de economía) publicó el libro *Irrational Exuberance,* donde, comparando las series históricas de la ratio P/E de Wall Street, concluía que existía una burbuja inmensa. El resto ya es historia.

NOTAS

(*) El autor agradece a Juan Fernández y Robin Choi su excelente labor en la recopilación y tratamiento de la información estadística. El autor agradece también la hospitalidad del Grupo de Servicios Públicos del Banco Mundial. Gran parte de este artículo fue escrito durante dicho período en el Banco Mundial. Los resultados, interpretaciones y conclusiones expresadas en este trabajo representan enteramente la opinión de su autor, y no necesariamente un punto de vista compartido por el Banco Mundial, sus directores ejecutivos o los países a los que éstos representan.

(1) «El precio de la vivienda puede bajar, según el Banco de España», *El País,* 16 de junio de 2002.

(2) Para un análisis más detallado de las características del parque de viviendas español a partir de los datos de los censos de 1981 y 1991 y la información contenida en la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, se puede consultar García-Montalvo y Mas (2000).

(3) Para una exposición exhaustiva de los diferentes instrumentos de intervención pública en el sector de la vivienda y su evolución histórica, se puede consultar García-Montalvo y Mas (2000).

(4) García-Montalvo y Mas (2000) presentan un recorrido exhaustivo por la evolución de estas regulaciones en España.

(5) García-Montalvo y Mas (2000) proporcionan una visión histórica de las características de las diferentes leyes del suelo aprobadas en España, incluyendo la Ley del Suelo de 1998 y la original, y polémica, Ley Reguladora de la Actividad Urbanística de la Comunidad Valenciana.

(6) La deducción por vivienda secundaria se mantuvo con posterioridad para aquellas que fueron adquiridas antes de 1990.

(7) García-Montalvo y Mas (2000) contiene una revisión detallada de la evolución del IRPF relativa a los apartados que afectan a la vivienda.

(8) Nótese que el hecho de comprar una vivienda en una comunidad autónoma u otra tiene un impacto en el subsidio efectivo debido a las competencias de las CC.AA. en la materia. Ver Rafols *et al.* (1997).

(9) Las fórmulas para el cálculo concreto del subsidio efectivo aparecen en García-Montalvo y Mas (2000: 236-246).

(10) En el informe del BCE (2003a), no aparece información cuantitativa sobre el coste de la política de la vivienda sobre el PIB en el caso de Irlanda, aunque si que aparece información sobre los impuestos relacionados con la vivienda en todos los países de la UE (tabla 4.1).

(11) Excluyendo Grecia y Luxemburgo. Ver Del Río (2002).

(12) En el gráfico 16 hay que tener en cuenta que Grecia entró en la zona euro el 1 de enero de 2001 y, por tanto, todos los tipos de interés comerciales calculados para esa zona pasan a referirse a 12 países, en lugar del euro 11 anterior.

(13) Esta diferencia sería incluso mayor si se tomara como índice de referencia el Euromibor.

(14) Ganancia por trabajador y mes. Encuesta de Salarios de la Industria y los Servicios del primer trimestre de 1996.

(15) Coste salarial por trabajador y mes, total trabajadores, Índice de Costes Laborales.

(16) Según los datos del Ministerio de Fomento, los precios de la vivienda se han incrementado un 92 por 100 entre el primer trimestre de 1996 y el último trimestre de 2002.

(17) En el siguiente apartado se desarrollan con más detalle algunos de estos temas.

(18) Bover y Velilla (2002) proponen un procedimiento alternativo al habitual en el análisis hedónico del precio de la vivienda.

(19) Para un análisis detallado de este tipo de datos, se puede consultar Meen y Andrew (1998).

(20) Duatis y Bernat (1998) examinan la metodología de valoración hipotecaria comparándola con la metodología catastral. Las principales características de la valoración hipotecaria son el uso del método de comparación de mercado y amortización lineal. Otras valoraciones administrativas regladas, además de la hipotecaria y la catastral, son la de viviendas de protección oficial, las urbanísticas y las valoraciones a efectos fiscales.

(21) Entre paréntesis, la fecha desde la cual proporcionan dicha información.

(22) Excepto en la parte correspondiente al Banco Hipotecario.

(23) Media aritmética simple de los precios individuales.

(24) Los datos de Tecnigrama sobre el precio de la vivienda en algunas ciudades españolas indican que a principios de los años ochenta también se produjo una significativa disminución de los precios.

(25) Por ejemplo Mankiw y Weil (1989), Munth y Goodman (1989).

(26) Algunos autores han cuestionado la validez de este supuesto aplicado al mercado de viviendas, en particular Case y Shiller (1989), o el mismo Poterba (1991).

(27) Esta condición se puede obtener también resolviendo el problema de un consumidor que maximiza una función de utilidad intertemporal, sujeto a la restricción presupuestaria y a dos condiciones técnicas de acumulación de riqueza financiera e inmobiliaria. Ver Meen (1989) y Meen y Andrew (1998).

(28) MEEN (1996) introduce una modificación en el coste de uso para reflejar la posibilidad de restricciones a los préstamos debidas a la existencia de racionamiento de crédito.

(29) Esta discusión se pospone al apartado VIII.

(30) GARCÍA-MONTALVO y MAS (2000) presentan una descripción muy detallada de diferentes formulaciones para captar el efecto de la demografía sobre las necesidades de vivienda.

(31) MEEN y ANDREW (1998) recogen multitud de *proxies* utilizadas en la literatura para aproximar las restricciones de crédito (p. 36), así como los problemas asociados a las mismas.

(32) Para los cálculos, usaremos el supuesto, mantenido por muchos estudios, de tomar su valor igual al 2 por 100. Ver, por ejemplo, MUELLBAUER y MURPHY (1997).

(33) En los tres escenarios se supone que el Mibor representa el tipo de interés de los préstamos hipotecarios. Ver GARCÍA-MONTALVO y MAS (2000) para más detalles sobre el cálculo de los costes de transacción.

(34) Las mismas estimaciones utilizando los precios y la renta convertidos por la paridad del poder de compra entre comunidades autónomas pueden ser obtenidas directamente del autor.

(35) GARCÍA-MONTALVO (2001) muestra que no existe convergencia en los precios de la vivienda en las CC.AA. españolas.

(36) Estos resultados están disponibles si se solicitan al autor.

(37) GARCÍA-MONTALVO y MAS (2000) y GARCÍA-MONTALVO (2001) estiman una regresión similar calculando el coste de uso utilizando una formulación más compleja, donde se tiene en cuenta la desgravación de las viviendas y el tipo marginal en el IRPF (también por comunidades autónomas).

(38) GARCÍA-MONTALVO (2001) muestra cómo otras medidas más complejas de la demanda de viviendas, como estimaciones de la formación de hogares, no resultan significativas en este tipo de estimaciones.

(39) Esta tasa esperada se podría calcular a partir de predicciones formales, lo que reduciría bastante el tamaño muestral. En lugar de esto, se supone que los individuos aciertan con la tasa de crecimiento de los precios de la vivienda a final del año como si tuvieran expectativas racionales. El gráfico es básicamente el mismo si se utiliza en lugar del crecimiento del último año una media móvil de los últimos cuatro trimestres.

(40) La elasticidad renta obtenida es también similar a la estimada en otros estudios como los incluidos en MEEN y ANDREW (1998).

(41) Otras variables que también tienen relación con los cambios demográficos, como la estimación de la formación de hogares, no tienen un efecto significativo, al igual que sucedía en GARCÍA-MONTALVO (2001).

(42) «Betting the house: housing markets in several countries are looking decidedly bubbly», *The Economist,* 6 de marzo de 2003.

(43) La literatura económica sobre burbujas en los mercados inmobiliarios también está aumentando de forma significativa. Ver, por ejemplo, BOURASSA *et al.* (2001) y HENDERSHOTT (2000).

(44) De hecho, la mayoría de los estudios empíricos no encuentran ningún efecto del llamado «dinero negro», si bien es cierto que resulta complicado hacer ni siquiera una estimación de su volumen.

(45) No obstante, algunos analistas justifican la existencia de una «demanda sólida» en el factor inmigrantes y en las comprar costeras de los alemanes. Los estudios disponibles en la actualidad no permiten observar estos efectos.

(46) La verosimilitud de esta aproximación depende de la selección del año 1999 como el comienzo de la burbuja, lo que resulta un tanto arbitrario.

(47) La serie de renta de vivienda en alquiler, separada de los gastos de reparación y mantenimiento por parte de los inquilinos, y calefacción, alumbrado y distribución de agua, existe desde agosto de 1985. Con anterioridad, todas estas partidas aparecían agregadas en otra serie de vivienda en alquiler.

(48) Obviamente, ese mismo efecto se podría conseguir con un crecimiento de los alquileres muy superior al crecimiento de los precios durante varios años.

(49) CAPOZZA *et al.* (2002); ABRAHAM y HENDERSHOTT (1996).

(50) La identificación del modelo está sujeta a algunas críticas. Ver GILCHRIST (2002).

(51) Es curioso constatar cómo, estando el tipo de intervención de la Reserva Federal en el 1,25 por 100, el tipo medio que pagan las familias norteamericanas en el conjunto de sus deudas (hipotecas, créditos personales, tarjetas de crédito, etc.) se sitúa en el 11 por 100, y con tendencia a crecer. El ajuste individual de los tipos de interés al nivel de deuda acumulada explica en gran parte esta tendencia.

(52) «Home equity borrowing rises to worrisome levels», *The New York Times,* 26 de marzo de 2003. GREENSPAN (2003), no obstante, considera que no hay peligro de que se esté generando una burbuja inmobiliaria como la burbuja de la nueva economía, dado que las viviendas tienen un elevado coste de transacción y no hay un mercado nacional, sino mercados locales.

(53) Debido a que muchas administraciones pensaron que el crecimiento de los ingresos como consecuencia de las ganancias de capital serían permanentes. De hecho, la situación podría empeorar, ya que empresas como Enron han solicitado la devolución de los impuestos pagados de más como consecuencia del inflado artificial de las cifras de beneficios por parte de sus ejecutivos durante los años de la burbuja.

(54) Ver RUIZ-CASTILLO, LEY E IZQUIERDO (1999) para una aproximación similar.

(55) Como se ha señalado con anterioridad, los precios de la vivienda se calculan trimestralmente. Sin embargo, como el tema del precio de la vivienda causa evidente alarma social, los medios de comunicación recogen normalmente tres veces al trimestre el crecimiento interanual de los precios: uno cuando lo publica Tinsa, otro cuando la Sociedad de Tasación hace públicos sus datos y, finalmente, cuando el Ministerio de Fomento publica sus cifras. Básicamente, estos tres número son el mismo, pero aparecen espaciados en el tiempo. Por tanto, para un observador poco cuidadoso, podría parecer que los precios suben incluso más deprisa que lo que lo hacen en la realidad, pues se ve sometido a tres impactos cada trimestre. El rápido enlace con los datos del siguiente trimestre hace que el proceso de crecimiento de los precios se perciba incluso con mayor intensidad.

BIBLIOGRAFÍA

ABRAHAM, J., y HENDERSHOTT, P. (1996), «Bubbles in metropolitan housing markets», *Journal of Housing Research,* 7: 191-207.

ALCHIAN, y KLEIN (1973), «On a correct measure of inflation», *Journal of Money, Credit and Banking,* 5(1):173-191.

AOKI, K.; PROUDMAN, J., y VLIEGHE, G. (2001), «A financial accelerator model of the UK household sector», *Bank of England Working Paper.*

BALMASEDA, M.; SAN MARTÍN, I., y SEBASTIÁN, M. (2002), «Una aproximación cuantitativa a la burbuja inmobiliaria», *Situación Inmobiliaria,* diciembre, Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya.

BANCO CENTRAL EUROPEO -BCE- (2003a), *Structural Factors in the EU Housing Markets.*

— (2003b), *Euro area retail interest rate statistics-methodological explanation.*

BOURASSA, S.; HENDERSHOTT, P., y MURPHY, J. (2001), «Further evidence on the existence of housing market bubbles», *Journal of Property Research,* 18: 1-20.

BOVER, O. (1993), «Un modelo empírico de la evolución de los precios de la vivienda en España (1976-1991)», *Investigaciones Económicas*, XVII(1): 65-86.

BOVER, O., y VELILLA, P. (2002), «Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing», *Working Paper,* Banco Central Europeo, n.º 117.

BRYAN, M.; CECCHETTI, S., y O'SULLIVAN, R. (2001), «Asset prices in the measurement of inflation», mimeo.

CAPOZZA, D.; HENDERSHOTT, P.; MARK, C., y MAYER, C. (2002), «Determinants of real house price dynamics», *NBER Working Paper* 9262.

CASE, K., y SHILLER, R. (1989), «The efficiency of the market for single family homes», *American Economic Review,* 79, 1: 125-137.

CASE, K.; QUIGLEY, J., y SHILLER, R. (2001), «Comparing the wealth effects: the stock market versus the housing market», *NBER Working Paper* 8606.

CECCHETTI, S. (2002), «The trouble with bubbles», *Occasional Essays on Current Policy Issues,* n.º 21.

CECCHETTI, S.; GENBERG, H.; LIPSKY, J., y WADHAWANI, S. (2000), «Asset prices and central bank policy», *Geneve Report on the World Economy 2.*

DEL RÍO, A. (2002), «El endeudamiento de los hogares españoles», *Documento de Trabajo,* Banco de España.

DUATIS, J., y BERNAT, J. (1998), «Valoración catastral, valoración hipotecaria: al otro lado del espejo», *Catastro:* 47-56.

ESCHENBACH, F., y SCHUKNECHT, L. (2002), «Asset prices and fiscal balances», *ECB Working Paper* 141.

FUNDACIÓN DE ESTUDIOS INMOBILIARIOS e IESE (1999), *Libro Blanco del sector de la construcción.*

GARCÍA-MONTALVO, J. (2000), «El precio del suelo: la polémica interminable», en *Nuevas Fronteras de la Política Económica,* CREI y Universitat Pompeu Fabra.

— (2001), «Un análisis empírico del crecimiento del precio de la vivienda en las comunidades autónomas españolas», *Revista Valenciana de Economía y Hacienda,* 2: 117-136.

— (2002), «Informe sobre la coyuntura del sector de la construcción en Cataluña», mimeo.

GARCÍA-MONTALVO, J., y MAS, M. (2000), *La vivienda y el sector de la construcción en España,* Editorial CAM.

GONZALEZ-PÁRAMO, J.M., y ONRUBIA, J. (1992), «El gasto público en vivienda en España», *Hacienda Pública Española,* 120/121: 189-231.

GREENSPAN, A. (2003), «Home mortgage market», Conferencia en la Convención Anual de Banqueros Independientes de América.

GILCHRIST, S. (2002), «Commentary on Aoki, Proudman and Gertjan», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 8(1).

HENDERSHOTT, P. (2000), «Property asset bubbles: evidence from the Sydney Office Market», *Journal of Real State Finance and Economics,* 20: 67-81.

INE (2003), Censo de Población y Viviendas 2001. Avance de resultados.

KRAINER, J. (2003), «House price bubbles», *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letters*, n.º 6.

LEAMER, E. (2002), «Bubble trouble? Your home has a P/E ratio too», *UCLA Anderson School Forecast Quarterly Journal*, junio.

LÓPEZ-GARCÍA, M. (2001), *Política impositiva, precios y stock de vivienda,* Editorial Instituto de Cooperación Iberoamericana.

LUDWIG, A., y SLOK, T. (2002), «The impact of changes in stock prices and house prices on consumption in the OECD countries», *IMF Working Paper* 02/1.

MANKIW, G., y WEIL, D. (1989), «The baby boom, the baby bust and the housing market», *Regional Science and Urban Economics,* 19, 2: 235-258.

MARQUÉS, J.M., y NIETO, F. (2003), «¿Aprovechan los hogares la revalorización de su riqueza inmobiliaria para financiar un aumento del consumo?», *Boletín Económico del Banco de España,* marzo.

MARTÍNEZ, J., y DE LOS LLANOS MATEA, M. (2002), «El mercado de la vivienda en España», *Boletín Económico del Banco de España,* septiembre.

MEEN, G. (1989), «The removal of mortage market constraints and the implications for econometric modelling of UK house prices», *Oxford Bulleting of Economics and Statistics,* 52: 1-23.

— (1993), *The Treatment of House Prices in Macroeconometric Models: A Comparison Exercise*, Londres.

— (1996), «Ten propositions in UK housing macroeconomics: an overview of the 1980s and early 1990s», *Urban Studies,* 3: 425-444.

MEEN, G., y ANDREW, M. (1998), *Modelling Regional House Prices: A Review of the Literature,* Informe preparado para el Ministerio de Medio Ambiente, Transporte y Regiones.

MINISTERIO DE HACIENDA (2002), *Memoria de la Administración Tributaria,* año 2000.

MISHKIN (2001), «The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy», *NBER Working Paper* 8617.

MOPTMA (1994), *Precio medio del m² de las viviendas,* Madrid.

MUELLBAUER, J., y MURPHY, A. (1997), «Booms and busts in the UK housing market», *The Economic Journal,* 107: 1701-1727.

MUNTH, R., y GOODMAN, A. (1989), *The Economics of Housing Markets,* Editorial Harwood.

NAREDO, J., y CARPINTERO, O. (2002), *El balance nacional de la economía española 1984-2000,* FUNCAS, Madrid.

ORTALO-MAGNE, F., y RANDY, S. (1998), «Market fluctuations in a life-cycle economy with credit constrains», mimeo.

— (1999), «Boom in, bust out: young households and the housing price cycle», *European Economic Review,* 43: 4-6, 755-766.

PÉREZ, J., y GONZÁLEZ, L. (1996), «Las estadísticas de precios de la vivienda en España», *Cuadernos Económicos de Granada:* 105-114.

POTERBA, J. (1984), «Tax subsidies to owner-occupied housing: an asset market approach», *Quarterly Journal of Economics,* 99: 729-752.

— (1991), «House price dynamics: the role of tax policy and demography», *Brookings Papers on Economic Activity,* 2: 143-203.

RAFOLS, J.; PÉREZ, M.; CABRÉ, A., y TRILLA, C. (1997), *Política d'habitatge en l'estat de les autonomies,* Institut d'Estudies Autonòmics.

RUIZ-CASTILLO, J.; LEY, E., y IZQUIERDO, M. (1999), *La medición de la inflación en España,* Colección de Estudios e Informes de La Caixa, número 17.

SERVICIO DE ESTUDIOS DEL BBVA (varios números), *Situación Inmobiliaria.*

SHILLER, R. (2000), *Irrational Exuberance,* Princeton University Press.

La financiación de la vivienda en Europa

Paloma Taltavull

I. INTRODUCCIÓN

La financiación a la vivienda es uno de los componentes que permiten al mercado residencial desarrollarse. Los fundamentos de la teoría inmobiliaria han puesto de manifiesto desde sus comienzos cómo este componente es uno de los factores más relevantes que permite «existir» al mercado a la vez que incorpora dentro de su equilibrio un mayor o menor dinamismo, dándose una íntima relación entre la evolución de los mercados de viviendas y la de los sistemas financieros (1), tanto en cuanto a sus estructuras generales como a las especializadas en la financiación residencial. Le permite existir porque, dados los elevados requerimientos de capital para su producción y la demanda hacia la que se dirige (familias fundamentalmente y empresas), sería impensable la existencia de una suficiente oferta en el mercado sin un simultáneo flujo de financiación que posibilitase a los demandantes acceder a una vivienda (2). Por su parte, esta íntima relación genera una dependencia entre ambos mercados que actúa de transmisor de los *shocks* financieros al mercado de viviendas y viceversa (3).

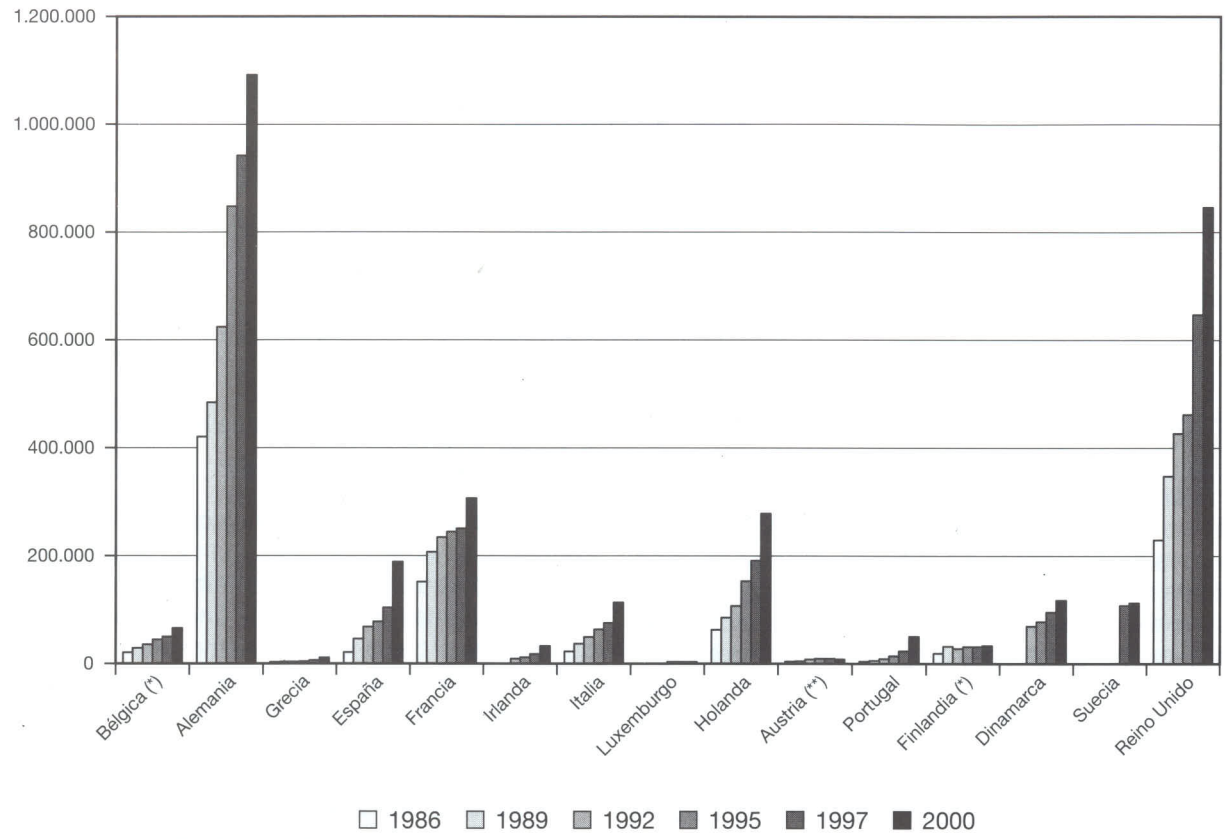
La financiación a la vivienda tiene importantes repercusiones tanto en el propio mercado residencial como en otros aspectos agregados de la economía. La aceptación de que estos efectos son dispares dependiendo de las limitaciones que marcan sus mercados locales justifica el hecho de que puedan encontrarse distintas reacciones de los mercados de viviendas (ciclos, evolución de sus precios) en regiones en las que los factores financieros puedan ser comunes, como es el caso de un país. Cuando los sistemas de financiación son diferentes, los mercados residenciales experimentan reacciones marcadamente distintas y la tarea de tratar de comparar el dinamismo de su actividad o precios se hace ardua, dada la heterogeneidad existente, tanto en cuanto a sus características de mercado como en las de sus sistemas de canalización de los flujos financieros.

Por ello, hablar de la financiación de la vivienda en Europa en el estrato de integración en el que se encuentran los estados miembros es hablar de una multiplicidad de sistemas diferentes de financiación residencial que han dado como resultado (entre otros factores) unos ciclos de actividad y precios asociados a unos niveles de flujos financieros y de endeudamiento que difieren sustancialmente entre ellos.

Dicho esto, sin embargo, desde la década de los noventa del pasado siglo se ha experimentado en Europa un proceso de desregulación financiera que ha afectado de manera especialmente intensa a la financiación de viviendas. En una buena parte de las experiencias, la reducción de los tipos de interés, la eliminación de las restricciones para financiar al sector vivienda existente para algunas instituciones, la liberalización de los movimientos de capitales y la caída en la rentabilidad de los activos alternativos, entre otros, han incrementado extraordinariamente los flujos de financiación a este sector, especialmente en Alemania, Reino Unido, Holanda, Francia y España (gráfico 1), eliminando situaciones de restricción crediticia e intensificando los mecanismos endógenos del mercado residencial con una, en ocasiones, «avalancha» de fondos para el sector de vivienda. Este proceso se ha visto limitado y/o incentivado en los distintos estados miembros (EM) dependiendo de la flexibilidad de sus sistemas financieros e hipotecarios, que han tenido que afrontar sucesivos crecimientos fuertes y caídas en la demanda residencial. La sucesión de períodos de expansión y recesión (en edificación y precios residenciales) en la mayor parte de los mercados de viviendas de los EM han puesto el acento en los niveles de riesgo mantenidos por las entidades financiadoras, su gestión y la conciencia de que los efectos sobre estos mercados

GRÁFICO 1

SALDOS VIVOS DE CRÉDITO HIPOTECARIO EN VIVIENDA EN EUROPA
(Millones de euros corrientes)



(*) Incluyen crédito a vivienda no asegurado por hipoteca.
(**) Son total de créditos hipotecarios.
Fuente: Asociación Hipotecaria Española. Traducción del informe del ECB, *Bank Stability and Asset Prices.*

dependen, en gran manera, de las decisiones tomadas en el sector financiero.

Durante esta década, se desarrolla una floreciente literatura que analiza los efectos macroeconómicos de los mercados de vivienda y cómo éstos se encuentran vinculados a los procesos de financiación. Siguiendo sus pautas, en las siguientes páginas se describen estos efectos y los mecanismos de interrelación con la financiación de la vivienda, concentrando, posteriormente, la atención en la casuística europea sobre los sistemas de financiación y su evolución. Así, en el apartado siguiente se describen someramente las vías de influencia de la financiación al comportamiento del mercado residencial y sus precios, tanto endógenos como en cuanto a los efectos agregados sobre la economía, de la evolución en el mercado residencial (efecto riqueza y precios) y su implicación sobre la demanda de financiación. A continuación, se describen los riesgos típicos a los que se enfrenta una institución especializada en la financiación residencial, su vinculación con aspectos económicos generales y específicos del mercado residencial, y cómo los países de la Unión Europea los han resuelto con distintas normativas asociadas a sus sistemas de financiación. El apartado siguiente aborda las estadísticas comparativas de la financiación en los EM europeos y plasma los resultados de aplicaciones empíricas. Por último, se aportan algunas conclusiones.

II. RELACIONES ENTRE EL MERCADO DE VIVIENDAS Y LA FINANCIACIÓN

La financiación de la vivienda puede producirse en distintos estratos del proceso de construcción y/o de venta. La multiplicidad de sistemas de financiación hace necesario distinguir entre la financiación a la oferta y a la demanda, y el sistema combinado puede tener diferentes efectos sobre la demanda residencial final. En ocasiones, se asocia una mayor flexibilidad de la

financiación a la oferta con un mayor dinamismo en el proceso de ventas residenciales, esto es, una mayor facilidad para el acceso a la propiedad de los demandantes finales.

La financiación a la oferta se produce en los primeros momentos del diseño, planificación y ejecución de las obras. Ha sido habitual en el pasado el sistema de «autofinanciación», es decir, financiar una obra de edificación con los ingresos obtenidos por la desarrollada previamente, de manera que el promotor obtiene los fondos en la primera de las construcciones, y posteriormente utiliza los ingresos obtenidos de la venta para financiar las siguientes. Este sistema, generalizado en España durante los sesenta y setenta, generaba la necesidad de construir y vender lo más rápidamente posible, aunque individualmente generaba restricciones financieras para el sector en épocas de debilidad de la demanda y fuerte flujo de financiación en épocas de expansión, acelerando, de esa manera, la evolución del ciclo de edificación, perfilando el comportamiento cíclico tan típico de este mercado. El segundo sistema consiste en acudir a la financiación externa para la obtención de recursos para invertir. Ésta es la fórmula más común en la mayoría de los países, por la cual el promotor obtiene un préstamo matriz (sobre toda la obra que va a ser realizada) que distribuye proporcionalmente a las unidades inmobiliarias independientes obtenidas una vez que finalice la obra. Este sistema permite la financiación suficiente de la obra en su proceso de construcción, pero también la transmisión en propiedad de forma más sencilla (dado que ya incorpora financiación) a los demandantes.

Desde el lado de la demanda, la financiación para la compra de viviendas habitualmente es obtenida por las familias con el recurso al sistema financiero, obteniendo uno o más créditos que cubran el precio de la vivienda o una proporción de él que varía en función de características institucionales del mercado (4). Las familias tienen también una segunda vía de financiación de la demanda que proviene del propio mercado residencial, en aquellos casos en que las familias poseen ya una vivienda cuyo valor utilizan para reducir el endeudamiento hipotecario generado por la nueva unidad. Este caso se da en familias consolidadas que son propietarias y entronca con los segundos estratos de demanda por ciclo de vida. Esto implica que el primer acceso a la propiedad se encuentra asociado a mayores niveles de endeudamiento hipotecario, que las familias conocen la dificultad del mismo y se cubren, convirtiéndose en propietarios, para los siguientes accesos a la vivienda. La propiedad se convierte así en una formula de inversión que garantiza menor esfuerzo futuro del endeudamiento (5), a la vez que una fuente de aumento de la riqueza que servirá, en el futuro, para acceder a unidades residenciales de mayor calidad con un menor esfuerzo financiero.

La cantidad de capital que el sistema financiero destina al acceso a la propiedad de las viviendas y la vía por la que lo canaliza determina la relevancia que los flujos financieros tienen para explicar el desarrollo de este sector. Los montantes totales dependerán, inicialmente, de las características de tenencia de su parque, por lo que podría encontrarse una asociación entre mayores necesidades de financiación en aquellos mercados en los que las viviendas sean tenidas mayoritariamente en propiedad y menores donde la proporción de alquiler es mayor. Este aspecto no es homogéneo en Europa encontrándose mercados con una elevada tasa de propiedad, como España y el Reino Unido, frente a otros en los que el mercado de alquiler residencial es mayor, como Alemania (cuadro núm. A1.1).

El mayor peso de la financiación ajena dentro del total de recursos obtenidos para la construcción de viviendas supone que los cambios en las condiciones de financiación y en las decisiones de las instituciones tienen importantes e inmediatas repercusiones sobre la actividad en el mercado residencial. Durante el período previo al proceso de liberalización financiera que comienza en los ochenta, una característica fundamental de estas relaciones fue la existencia de restricciones crediticias a la concesión de créditos para la compra de viviendas derivadas de los mecanismos de financiación. Estas restricciones aparecían como consecuencia de la limitación de flujos financieros «a repartir» entre viviendas y otras actividades productivas, de forma que, en períodos de expansión, los capitales se concentraban en las actividades de no-construcción (con mayores rentabilidades a corto plazo), pero cuando éstas invertían su ciclo, los flujos de financiación se orientaban hacia el sector de propiedad, generando un característico comportamiento contracíclico, resultado de la mayor financiación que se obtenía en épocas de contracción y recesión general. Esta formula de asignación de capitales ha sido conocida como el *principio de la sustituibilidad* de las inversiones, y tenía un efecto de restricción crediticia sobre los mercados residenciales (6). En Europa (y también en Estados Unidos), esta evolución se suavizó con la intervención de la política pública y la creación de instituciones que normalizaron las vías de financiación a la vivienda para evitar situaciones en las que las restricciones generasen escasez de viviendas en el mercado (7). Las restricciones permitían también el acceso al mercado sólo de aquellos demandantes cuyas características económicas, en términos de ingresos y estabilidad laboral, les permitieran obtener un crédito al pasar los «filtros» restrictivos de accesibilidad que imponía el sistema financiero (8).

La liberalización financiera ha tenido como efecto inmediato la eliminación de barreras a la entrada de instituciones y capitales en la financiación inmobiliaria. Este proceso se ha producido coincidiendo con un crecimiento

económico que mejoraba las condiciones de las que dependían las restricciones aplicadas (aumento de la renta per cápita, salarios reales crecientes, intereses decrecientes) y ha posibilitado el cumplimiento de las restricciones citadas a más demandantes, por lo que aquellos sistemas financieros que no han tenido excesivas limitaciones de acceso a fondos han permitido crecer a sus mercados residenciales, en ocasiones, exacerbando los mecanismos de ajuste a corto plazo y acelerando los precios (Miles, 1992: 1093-1136, y Meen, 2001).

Un aumento en los precios residenciales y una expansión de la tenencia en propiedad tiene un efecto riqueza positivo en las familias, y estudios recientes demuestran cómo han existido implicaciones relevantes de este efecto, como ser incentivo adicional a la demanda de nuevas viviendas en propiedad (principales o secundarias, Taltavull, 2001), la expansión en el consumo de bienes no duraderos (Case, Quigley y Shiller, 2001), así como la utilización de la capacidad de endeudamiento por él generada para aumentar las hipotecas sobre las viviendas (9). Otro efecto importante de la inflación en vivienda, aunque poco estudiado hasta ahora, es el existente sobre los precios generales, dada la relevancia de los pagos por alquiler o amortización residencial dentro del total de gasto en el consumo habitual de una familia, que muestra cómo el mercado residencial puede contener un canal de crédito como instrumento transmisor de la política monetaria (10). Parece, pues, que puede existir una vinculación entre los flujos de financiación a la vivienda, las herramientas para su canalización y su dinamismo sobre los precios residenciales y precios en general, que todavía está pendiente de evaluar.

Desde la óptica de la actividad en la edificación de viviendas, la relevancia de la financiación suele variar dependiendo de cómo afecten los condicionantes financieros a la demanda residencial, es decir, de cómo la financiación desplace su curva de demanda (efecto distancia y pendiente) y dependiendo de cuál sea la elasticidad de la curva de oferta (Meen, 2001). Por su parte, la evolución general de la economía afecta también a la demanda de financiación (dado que afecta a la de viviendas), en una relación difícilmente aislable que suele resolverse con un mecanismo de asignación de créditos que depende de una serie de ratios de garantía, y tiene como límite el volumen total de préstamo a conceder decidido por las instituciones financieras (11).

Como es sabido, las ratios de garantía son cuatro (Kent, 1980): la ratio crédito/valor, que limita la cantidad de préstamo concedida al 80 por 100 del valor (precio o tasación) de la vivienda. La ratio de solvencia, que muestra los «deudores solventes» a través de una relación entre el precio de la vivienda y el ingreso total anual de la familia, cuyo valor oscila entre 3 y 4 (en ocasiones se calcula al revés, es decir, ingresos sobre precio —llamado el *income/value ratio*—, en cuyo caso, el valor suele oscilar también alrededor del 30 por 100). La tercera ratio es la de capacidad de pago, también conocida como de accesibilidad, que relaciona el montante total a pagar por una hipoteca (capital más intereses) al año con los ingresos totales anuales de la unidad familiar; el valor medio se encuentra entre el 30 y el 35 por 100 (12), aunque varía sustancialmente en el espacio y en el tiempo, debido a las diferentes características locales, así como a la evolución dispar de sus componentes. La cuarta ratio es la de madurez, que muestra el plazo mínimo de concesión de una hipoteca que no afecte al gasto en otros consumos necesarios a la familia solicitante. Su valor mínimo es 12 años, y prácticamente es desconocida desde los ochenta como resultado de las sucesivas ampliaciones de plazos medios de financiación durante este tiempo.

Nótese que, salvo la última, todas las demás dependen de la evolución de los precios de las viviendas, de los ingresos de las familias, de los tipos de interés y del volumen de capital solicitado, que está en relación directa con los primeros, de manera que, desde la óptica de la oferta de financiación, la concesión del préstamo depende de los factores determinantes de las restricciones crediticias antes vistas (Taltavull, 2002a).

Por su parte, desde la demanda, las familias ajustarán su volumen de crédito hipotecario deseado a su restricción presupuestaria, lo que supone la aplicación de similares variables auto-limitativas del endeudamiento. En este sentido, el endeudamiento total de las familias será sostenido y aceptable siempre que cumplan las ratios mencionadas, y no disminuyan su capacidad de consumo de bienes corrientes.

En este contexto, la demanda de viviendas y de créditos puede verse modificada por los cambios que puedan suceder en las variables mencionadas de múltiples formas, por ejemplo:

— Una decisión institucional en cuanto a la flexibilidad en la aplicación de las ratios de garantía para la limitación del riesgo del acreedor. No existen evidencias empíricas para los países europeos que muestren los valores de equilibrio en el largo plazo de dichas ratios, aunque sí para algunos períodos de los noventa (13).

— Una variación (+/-) en los tipos de interés, que afecte a los costes de construcción y a los precios de las nuevas viviendas. A la vez, afectan a la demanda modificando el montante total de intereses a pagar por la financiación obtenida para la compra de una vivienda y, por tanto, a la ratio de esfuerzo de pago. En el momento en que esta ratio supera el valor considerado como techo por la institución financiera, el demandante-futuro deudor es expulsado del mercado, al actuar el

mecanismo de restricción crediticia. Hay que hacer notar que el efecto del aumento de los tipos de interés puede ser minorado con la creación de nuevas condiciones en los contratos hipotecarios, como son, por ejemplo, la expansión del plazo de amortización reduciendo los pagos corrientes por hipoteca (numerador de la ratio de accesibilidad) y, por tanto, manteniendo constante el esfuerzo financiero familiar dedicado a la vivienda. En este caso, la restricción no tiene efecto y la concesión financiera permite el desplazamiento de la curva de demanda residencial. Las innovaciones en las herramientas de financiación en este sentido han podido ser muy relevantes en cuanto al efecto que aquí se señala.

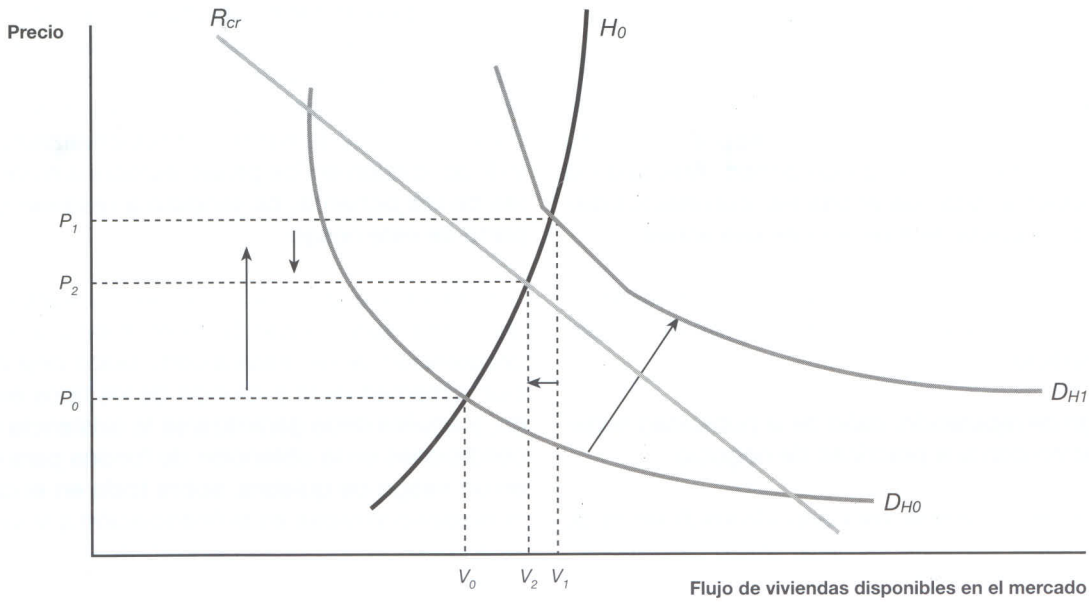
— El volumen total de crédito dedicado a financiar la vivienda depende, en la mayor parte de los casos, de una decisión institucional en cuanto a los montantes que destinan a este mercado, de los límites que le sean impuestos por las autoridades monetarias o del control del mercado hipotecario definido por las instituciones responsables de la política financiera o de vivienda. Una variación en el volumen del crédito disponible para prestar tendría un efecto inmediato sobre la oferta y/o la demanda de viviendas, como muestra la experiencia de los noventa (Freixas, 1991), y sus efectos son asimétricos según el canal que se utilice, como parece haber ocurrido con la financiación generalizada a la demanda y la expansión del consumo, según sugieren los trabajos recientes. Una restricción del volumen de créditos tiende a concentrar los préstamos hipotecarios en deudores con menor nivel de riesgo para las entidades y limita la expansión de la demanda residencial, aunque el impacto final sobre la oferta de viviendas dependerá de la elasticidad de la curva de unidades nuevas (Meen, 2001).

En el esquema 1 se presenta el equilibrio general de los mercados residenciales a corto plazo, donde puede observarse el impacto sobre los precios que tiene un aumento de la demanda. Se ha incluido una curva de restricción crediticia *(Rcr)* que es función de las ratios explicadas. En ausencia de restricciones, la cantidad de equilibrio de consumo de viviendas tras un *shock* positivo sería V_1 pero, a medida que los precios crecen, las ratios actúan limitando el acceso de parte de la demanda, de manera que la demanda final de equilibrio será V_2 al precio P_2. Nótese que el efecto sobre la cantidad total ofrecida depende de la capacidad que tengan estas restricciones para limitar el acceso, y el proceso se verá acompañado indefectiblemente por un aumento en los precios. Si el aumento en la demanda se produce sobre el tramo rígido de la curva de oferta a corto plazo (cuando ya no hay más posibilidad de aumentar viviendas disponibles para vender por limitaciones de oferta, y todas las existentes libres están ya en el mercado), las restricciones no tendrán efectos limitando los precios ni las cantidades.

La financiación a la vivienda adolece de limitaciones que implican la necesidad de asumir riesgos adicionales para las entidades financieras que actúan en la fijación de las restricciones antes mencionadas, y que se explican en el siguiente apartado.

ESQUEMA 1

MERCADO RESIDENCIAL. EQUILIBRIO EN EL CORTO PLAZO CON RESTRICCIÓN CREDITICIA



III. LOS RIESGOS DEL MERCADO HIPOTECARIO COMO CONDICIONANTES DE LOS FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La oferta de financiación a la vivienda depende de las decisiones del sistema financiero sobre el destino de sus fondos, y está influenciada desde dos ámbitos: la fortaleza del mercado como demandante de créditos hipotecarios y potencial mercado, y desde el sector público como regulador de los flujos y/o canalizador, a través de ellos, de sus medidas de política monetaria y de vivienda. Desde el inicio del proceso de liberalización del sistema financiero y la eliminación de restricciones a la entrada de las instituciones para financiar viviendas, el total de flujos depende, además, de los niveles de riesgo asociados a la concesión de créditos hipotecarios y de la capacidad de financiación de éstos. Las instituciones que operan dentro de este mercado tienen que gestionar, al igual que en otro tipo de operaciones, los riesgos habituales en la intermediación financiera, que son (Roldán, 2001):

— *Riesgo de crédito:* el que se genera por la posibilidad de impago del cliente o contraparte. Es el más relevante.

— *Riesgo de liquidez:* generado por la no disposición de liquidez para hacer frente a compromisos vencidos, o porque no pueda liquidar activos u obtener financiación (conocido como *riesgo de financiación),* por que no pueda deshacer posiciones sin afectar a los precios del mercado, o por crisis en él (conocido como *riesgo de mercado).*

— *Riesgo de tipo de interés:* resultante de la combinación de una variedad de tipos de interés con la estructura temporal del activo y pasivo bancarios. Es vital para instituciones que no pueden captar ahorro, como los *Hedge Funds* o las Sociedades de Crédito Hipotecario (SCH).

— *Riesgo de mercado:* resultante del impacto de movimientos en los precios o tipos de los activos (de interés, de cambio o cotizaciones) sobre la cartera de inversión y negociación de un banco. Afecta en la misma dirección a todas las entidades, con efectos dispares según su cuota de mercado en ese activo.

— *Riesgo operativo,* por el mal funcionamiento de los sistemas operativos y de control. Es relevante pero de difícil medición.

— *Riesgo de reputación,* daño de la publicidad negativa en relación con sus prácticas de negocio.

— *Riesgo de insolvencia,* asociado a la insuficiencia de capital para cubrir pérdidas, es decir, riesgo de quiebra.

La financiación a la vivienda, en la medida en que incorpora operaciones de préstamo a muy largo plazo, enfrenta de manera especial algunos de ellos, como son *el riesgo de liquidez,* en primer lugar, derivado de la acción de prestar a plazo largo reduciendo sus montantes de liquidez en plazos cortos; el de *tipo de interés,* al obtener los recursos en el corto plazo que utiliza para prestar a largo, y el de *crédito,* ligado al grado en que las familias comprometen sus ingresos para pagar la hipoteca. El comportamiento cíclico del mercado residencial y los cambios que experimentan los precios de las viviendas en determinados períodos de expansión o recesión inciden, también, en el *riesgo de mercado* que tienen estas instituciones, en la medida en que pueden variar rápidamente el valor del capital-vivienda dentro de sus balances si el mercado se ve sometido a una deflación súbita. Estos riesgos tienen especiales connotaciones en el sistema de financiación a la vivienda, haciendo que la mayor parte de los sistemas europeos se diferencien, precisamente, en los instrumentos utilizados para cubrir estos riesgos al máximo posible.

La literatura ha analizado los distintos métodos instrumentados en la financiación residencial para reducir los riesgos y sus efectos sobre los mercados. El *riesgo de liquidez* hace referencia al peligro que tiene una institución financiera de reducir al máximo sus fondos para prestar si se especializa en exceso en la financiación a la vivienda, ya que una excesiva financiación a largo plazo podría generar que la institución se quedase sin fondos para cubrir imprevistos a corto. Ha habido múltiples fórmulas para resolver este problema en el contexto internacional. La más generalizada ha sido la recuperación de los fondos con la creación de distintas figuras que adquieren la forma de deuda o bonos ligados a la garantía hipotecaria y, por tanto, al valor de las viviendas adquiridas; sin embargo, este riesgo no ha sido eliminado completamente en la medida en que la mayoría de ellas tienen un límite temporal inferior al de la propia hipoteca, lo que requiere de continuas renovaciones que incorporan la asunción del riesgo de tipos de interés. La progresiva normalización del proceso de titulización, fuertemente institucionalizado en EE.UU. y de aplicación en los países europeos a partir de finales de los ochenta, ha tendido a resolver una buena parte de este riesgo.

El riesgo de *tipos de interés* es consustancial con lo anteriormente explicado: la financiación a largo plazo con la obtención de recursos a corto plazo deja a la institución a merced de la evolución de los tipos en el mercado, y aquélla debe garantizarse la existencia de buenas condiciones en la obtención de fondos para evitar caer en un riesgo de quiebra, sobre todo en el caso de las más especializadas en la financiación a la vivienda. En esta cuestión, los sistemas europeos han desarrollado una multiplicidad de estrategias, desde la emisión de las cédulas a distintos plazos hasta la cobertura del riesgo de interés en el mercado de futuros. El desarrollo de los

préstamos hipotecarios a tipos de interés variable es una de las medidas con más éxito, sobre todo desde la década de los noventa, y especialmente popular en algunos países, como en España y Reino Unido. La sustitución de los prestamos a tipo fijo por los de tipo variable ha tenido el efecto de casi anular este riesgo, según los expertos.

El *riesgo de crédito* se asocia a la idea de que las familias, llevadas por la necesidad de tener una vivienda, pueden asumir créditos mayores de los que pueden atender, y caer en el impago de las cuotas, riesgo que, si se generaliza, puede llevar a problemas muy graves en el sistema financiero en su conjunto (14). Recientes estudios muestran que el riesgo de selección adversa de hipotecas por parte de los que acceden a la propiedad es elevado en períodos de pico en el crecimiento de los precios. Es en este ámbito donde actúan las ratios de garantía antes mencionadas, que generan restricción crediticia. El impago de una hipoteca puede producirse por distintos motivos. El más común es una caída sustancial en los ingresos familiares (por desempleo, por ejemplo), aunque también se produce cuando el valor de mercado de la vivienda cae por debajo del crédito a devolver o por cambio de residencia de la familia, entre otros. La ratio *préstamo/valor* cubre algunas de estas eventualidades, garantizando la aportación por parte del deudor de una parte del precio (20 por 100), de forma que la pérdida por dejar de pagar sea mayor que mantener el pago del nominal más intereses si se produjera la situación. Es generalmente aceptado que la probabilidad de impago de una hipoteca aumenta junto al valor de esta ratio, por lo que las hipotecas concedidas con menores valores pueden considerarse más garantizadas que las que superan el valor de referencia (80 por 100). De hecho, es común en las regulaciones existentes permitir la emisión de activos financieros hipotecarios sólo a aquellos créditos con valores reducidos de la ratio *préstamo/valor* y, en algunos países, también con valores menores del 28 por 100 en la ratio de *accesibilidad.* Los procesos de expansión en los precios residenciales tienen como efecto una reducción de esta ratio (en el caso de los préstamos ya concedidos) y generan un incentivo a las familias a que soliciten mayores nominales de préstamo (hasta el valor máximo posible) o a incrementar la hipoteca vigente con otros objetivos de consumo. Un límite a este comportamiento se produce al aplicar las ratios de *solvencia y accesibilidad,* que comparan los pagos a realizar con los ingresos del deudor.

El sistema de financiación hipotecario es especialmente sensible al *riesgo de mercado.* La razón radica en el sistema de garantía que normalmente se aplica a la financiación residencial, basado en el valor de la propia vivienda. En un mercado con revalorización continua de los bienes inmobiliarios (como España, Portugal, Reino Unido, Irlanda u Holanda, entre otros), los prestamos vigentes tendrán una garantía creciente derivada del aumento del valor de las viviendas (plasmado en crecientes precios de mercado), de manera que la actividad hipotecaria implica un aumento de las garantías globales para la institución que concede los préstamos y actúa como incentivo para la canalización de capitales. Sin embargo, en los mercados maduros pueden darse procesos de deflación y caída en los precios de las viviendas (por ejemplo, en el caso de Reino Unido a finales de los ochenta o de los países nórdicos a principios de los noventa), de manera que los bancos vean reducir sustancialmente la garantía de sus créditos. Si, además, hay emitidos activos con garantía hipotecaria, un cambio en el signo de los precios en el mercado puede colapsar las instituciones hipotecarias, dañando gravemente el sistema en su conjunto. También para cubrir este riesgo los países han desarrollado (y están unificando) un sistema de valoración inmobiliaria que no compute los períodos de sobrevaloración como resultado de la evolución del mercado y mantenga la garantía para el activo y el pasivo financiero en el largo plazo. La convergencia en los sistemas de valoración parece que se acelera en los países en el sentido de la búsqueda de un sistema de valoración/tasación conjunto que insertaría transparencia en cuanto a las garantías en este mercado para los sistemas de financiación (15). En el caso de España, el valor de tasación es el que sirve de base para la aplicación de la ratio credito/valor, y no el precio de compra de mercado, como ocurre en otros países.

Por último, y derivado de los principios de rentabilización financiera y del carácter de largo plazo que tiene la financiación hipotecaria, las instituciones suelen decidir dedicar sus fondos a la financiación de la vivienda si la rentabilidad actual neta de estos préstamos les generan un beneficio mayor que el resto de las actividades (financieras y reales) en el corto plazo. Esto implica que las estimaciones de rentabilidad tienen en cuenta que los préstamos se amortizan al vencimiento, y no antes. Sin embargo, esto no suele ser pauta común, ya que, por distintas razones, una parte importante de los compradores adelantan o amortizan anticipadamente sus hipotecas, apareciendo el *riesgo de amortización anticipada* como un riesgo específico de este mercado que afecta a la rentabilidad de las operaciones. Hay una extensa literatura (16) que trata de avanzar las razones para esta reacción de los demandantes, que no es homogénea en los distintos mercados hipotecarios del mundo. Por ejemplo, en EE.UU. es común la amortización del préstamo como consecuencia de la elevada movilidad de las familias por razones laborales, y la mayor parte de las instituciones obtienen la rentabilidad esperada de sus hipotecas penalizando este hecho. En Europa es menos común, aunque, tras la liberalización financiera, la penalización de las amortizaciones ha tenido dos estadios, pasando de ser una parte inte-

grante del contrato de crédito, para cubrir este riesgo de rentabilidad, a desaparecer del mismo como resultado de la fuerte competencia entre instituciones, especialmente en el Reino Unido.

Evaluar el impacto de todos estos componentes para estimar los flujos de financiación para el mercado de vivienda no es sencillo, sobre todo en épocas de fortaleza de la demanda residencial que coincidan con pérdida de rentabilidades en los activos financieros alternativos y con una menor intensidad en el crecimiento económico, como ocurre desde finales de la década de los noventa del siglo XX. No obstante, la relación positiva entre financiación y ciclo residencial parece ser pauta común en los mercados de viviendas, vinculando al comportamiento de este mercado la mayor o menor flexibilidad que cada país posea dentro de su sistema financiero y, especialmente, en las vías que se regulen para financiar la vivienda. Sistema financiero y mercado de viviendas son, pues, difíciles de disociar en un sistema globalizado como el que ahora existe.

IV. FINANCIACIÓN Y MERCADO DE VIVIENDA EN EUROPA

Existen sistemas muy heterogéneos de financiación de la vivienda en Europa, que son el resultado de la institucionalización de decisiones tomadas sobre cómo resolver dos grupos de cuestiones relacionadas con el mercado residencial a lo largo de los últimos años (17). La primera radica en cómo facilitar el acceso a las viviendas teniendo en cuenta las restricciones de financiación asociadas a las distintas etapas de desarrollo del mercado residencial, y la segunda se centra en cómo se cubren los riesgos derivados de esta particular financiación. Dado que cada Estado ha tenido que dar respuesta a las necesidades de desarrollo de su mercado de vivienda a lo largo de las últimas décadas, algunos marcados por fuertes flujos migratorios y evoluciones distintas de los precios, los sistemas de financiación han ido diseñando soluciones con distinto grado de flexibilidad en cuanto a su objetivo residencial, en términos de plazo de créditos, tipos de interés, limitaciones a la amortización anticipada y/o valores máximos de las ratios de garantía explicadas, entre otros.

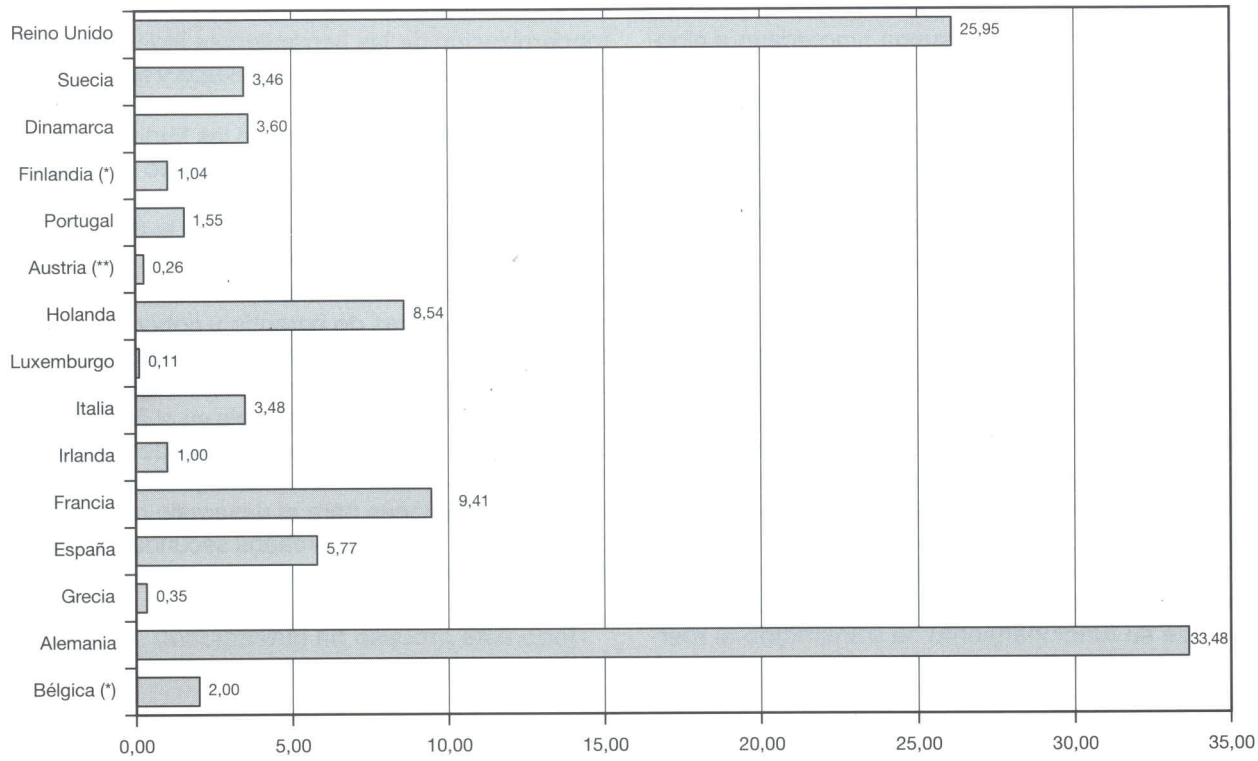
Los sistemas de financiación cambiaron sustancialmente a partir del comienzo del proceso de liberalización financiera a mediados de la década de los ochenta. Con ella, fueron desapareciendo los flujos de fondos baratos para la financiación de la vivienda y las instituciones comenzaron a competir por su captación, viendo elevar su coste, aunque este proceso vino acompañado de mayores posibilidades de introducir nuevas herramientas hipotecarias, la eliminación de parte de las restricciones a los flujos financieros y la posibilidad de diversificar la emisión de títulos para obtener mayor volumen de fondos que respaldasen la concesión de créditos a la compra de vivienda. Los cambios en las regulaciones que afectaban a los mercados de alquiler, a los sistemas fiscales y al mercado hipotecario se sucedieron entre mitad de los ochenta y los noventa en todos los países de Europa inyectando una mayor flexibilidad en sus sistemas de financiación (ECB, 2003: 54). Aunque está poco documentado en algunos países, es generalmente reconocido que el cambio progresivo en los mercados residenciales desde la utilización de las viviendas en alquiler hacia la propiedad es uno de los resultados de este proceso, que eliminó los techos a la obtención de financiación y, por tanto, al acceso a la propiedad. Estudios recientes constatan cómo el proceso de liberalización financiera en la mayor parte de los países es una de las causas de la expansión del mercado residencial y de la existencia de la burbuja especulativa de finales de los ochenta (Ortalo-Magné y Rady, 2001).

También es reconocido que este nuevo entorno de financiación ha generado la aparición e intensificación de los riesgos para el sistema financiero; en algunos casos, en forma de riesgos novedosos cuya aparición no era prevista, como fue el impacto de una súbita pérdida de valor de las viviendas y otras fórmulas de propiedad sobre sus balances y el aumento de los impagados. Así, las crisis financieras en Reino Unido, Dinamarca y Suecia, y también la de Japón, tienen un origen común que se deriva del fuerte proceso de revalorización de los activos inmobiliarios, su posterior caída (en términos reales) y la sensibilidad ante cambios en los mismos. Aunque estas crisis tienen precedentes en Estados Unidos (Kent, 1987), no se había dado en Europa una situación en la cual una caída real en los precios residenciales, resultado de factores reales y financieros (final de un proceso especulativo, años ochenta), tuviera un efecto simultáneo de aumento de riesgo en el sistema financiero como resultado de la pérdida de valor de las garantías, afectando selectivamente en función de la relevancia que esta financiación tenía dentro del conjunto de los prestamos de la economía. Esta experiencia ha generado la multiplicación de recetas en el desarrollo de la financiación a la vivienda y aparición de nuevas regulaciones, configurando una estructura muy dispar dentro de la Unión Europea, básicamente centrada en diferencias en las herramientas de financiación utilizadas (tipos de interés, plazos, restricciones), en los sistemas de obtención de liquidez y en las limitaciones en la actuación de instituciones, entre otras (ver detalles al respecto en los cuadros núms. A1.1 y A1.2).

En términos brutos, la financiación a la vivienda se reparte de forma irregular en Europa (gráfico 2), concentrando los mayores montantes en Alemania y Reino Unido. Este reparto no siempre se correlaciona con el

GRÁFICO 2

SALDO VIVO DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS PARA VIVIENDA EN EUROPA
(En porcentaje sobre el total de la Unión Europea)



(*) Incluyen crédito a vivienda no asegurado por hipoteca.
(**) Son total de créditos hipotecarios.
Fuente: Asociación Hipotecaria Española. Informe anual 2001.

total de inversión en vivienda sobre el PIB de cada Estado y tampoco con su tendencia a la propiedad (cuadro número A1.1). El peso que esta deuda hipotecaria tiene sobre el PIB es una proporción elevada en cada país, lo que acentúa la relevancia de este mercado dentro de las economías europeas, especialmente en los casos en que esta proporción supera o se aproxima al 50 por 100, como en Dinamarca, Alemania, Holanda, Portugal, Suecia y Reino Unido, aunque también podría decirse que lo es en aquellos países con mayor tendencia a la propiedad (cerca del 70 por 100) a pesar de que esta ratio sea inferior al valor fijado, como en Bélgica, Grecia, España, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Reino Unido. No deja de sorprender que una parte relevante de los países con mayor tendencia a la propiedad sean, también, los que tienen menor peso del endeudamiento hipotecario sobre su PIB, como en el caso de España, Grecia, Bélgica, Irlanda, Luxemburgo, Italia y Finlandia, lo que pone de manifiesto diferencias relevantes en las características de los sistemas de financiación y las características específicas de los mercados de viviendas a las que han tenido que dar respuesta.

Estas características estarían definidas, como ya se ha dicho, por las herramientas utilizadas y por el sistema institucional existente en cada Estado. Si se observa el cuadro núm. A1.2, podría decirse que los sistemas de financiación europeos se agrupan alrededor de dos bloques. Uno de ellos estaría integrado por países que adoptan modalidades de financiación a muy largo plazo (más de 20 años), con tipos variables, con cobertura hasta el 80 por 100 del valor de las viviendas y con sistemas de aportación de liquidez poco desarrollados o basados en el mercado hipotecario (España, Irlanda, Luxemburgo, Portugal, Finlandia y Reino Unido). El segundo grupo estaría compuesto por países que aplican de forma generalizada el tipo fijo a su financiación a la vivienda, con plazos largos, aunque menores que en el primer grupo, y en algunos casos muy cortos (Francia, Italia y Holanda), con un modelo heterogéneo en cuanto a la máxima ratio préstamo/valor, básicamente mayores del 80 por 100 y/o con limites legales, y con un sistema endógeno de cobertura de liquidez (Bélgica, Dinamarca, Alemania, Francia, Holanda y Suecia). Italia, por ejemplo, combina ambos.

En segundo lugar, la estructura institucional mediante la cual se canaliza la financiación a la vivienda es también heterogénea. Derivado del desarrollo nacional de los sistemas, existen distintas instituciones que intermedian este tipo de financiación con regulaciones dispares, en algunas ocasiones con intervención directa y limitaciones a operar en el sistema hipotecario a algunas de ellas, como en el caso de Francia, y en otras con el reparto del mercado que supone la financiación parcelada de las operaciones de compra de vivienda, como es el caso de Alemania (ver Freixas, 1991). El resultado final ha dado lugar a una estructura de oferta múltiple, que incluye instituciones públicas o semipúblicas, que intermedian la financiación de viviendas y cuyo peso se observa en el gráfico 3.

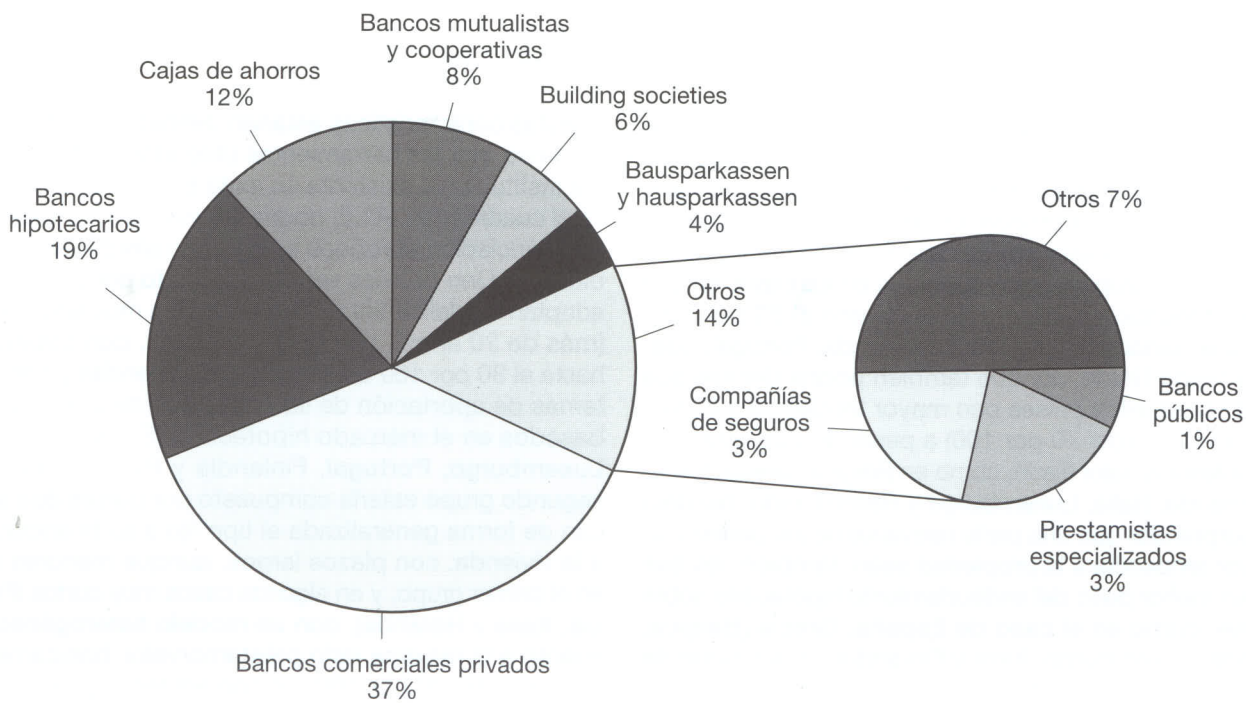
La estructura institucional vista tiene un origen previo al proceso de desregulación. Los cambios en la regulación han influido en la concentración de instituciones que operan en el mercado en algunos casos, y ha generado la cuasi-desaparición de algunas de ellas en otros (como en el caso de algunas sociedades hipotecarias e instituciones que operan en el mercado secundario de activos hipotecarios). Este proceso ha podido influir en la fluidez de la financiación y en el dinamismo que su funcionamiento ha transmitido al mercado de vivienda (18).

Es difícil estimar si los sistemas han limitado o potenciado el mercado de viviendas. Es reconocido que los cambios en la normativa sobre la limitación del acceso de las instituciones financieras generales (banca básicamente) han incentivado los flujos de financiación a la vivienda, introduciendo la competencia y forzando la modernización de las herramientas hipotecarias. Éstas han ido introduciendo mayores plazos y flujos de fondos, lo que ha tenido el efecto de reducir los valores de las ratios de capacidad de pago de las familias y facilitar el acceso en propiedad, y han generalizado en algunos países la adaptación de las herramientas de tipos de interés variable, que minimiza el riesgo de tipos de interés de las instituciones. La sucesión de crisis en el sector de la vivienda ha generado también una tendencia a normalizar los sistemas de garantía y cobertura de riesgo, con la aplicación de las ratios de accesibilidad y con la unificación (en proceso) de los sistemas de valoración que actúan de garantía hipotecaria en el ámbito europeo. La refinanciación de los fondos prestados es uno de los mayores retos actualmente, y está generando una sucesión de regulaciones para el desarrollo de los sistemas de titulización y de los mercados secundarios de activos con garantía hipotecaria que no ha terminado aún.

Todo este proceso ha interactuado durante finales de los ochenta y los noventa con un mercado residen-

GRÁFICO 3

DEUDA HIPOTECARIA VIVA EN VIVIENDA POR PRESTAMISTAS. 1998



Fuente: European Mortgage Federation, 1999.

cial potenciado por un ciclo económico expansivo. La intensidad de esta expansión ha sido dispar en Europa a pesar del avance en el proceso de liberalización durante los noventa, que ha generado tendencias similares en los determinantes de largo plazo de la demanda de viviendas en la mayor parte de los países, y que ha tenido, sin embargo, efectos dispares sobre los ciclos residenciales.

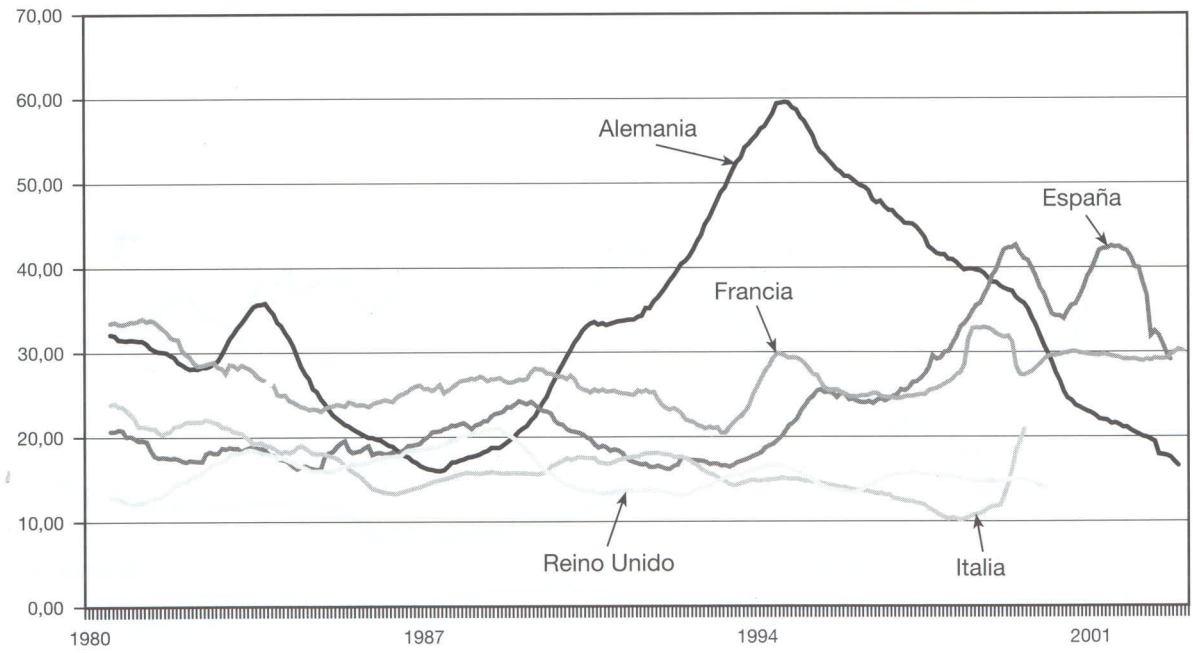
Pueden verse estos ciclos, según el tamaño de los países, en los gráficos 4, 5 y 6. En ellos se aprecian diferencias en cuanto a las fases y el momento de recuperación, así como los máximos experimentados. La evolución, sin embargo, respalda uno de los principios fundamentales de los mercados inmobiliarios que consiste en que éstos dependen de condicionantes endógenos del propio mercado. Así, el gran pico de Alemania es el resultado del extraordinario proceso inversor en la recuperación de inmuebles tras la caída del muro de Berlín, alimentado por el inicio de la recuperación económica. Aunque la mayoría de los ciclos muestran una caída a principios de los noventa, la experimentada en los países nórdicos, especialmente Finlandia y Suecia (gráfico 6) fue realmente extraordinaria y difícilmente justificable con similares razones económicas que las que respaldan el resto de los ciclos.

En este sentido, los determinantes tradicionales de crecimiento del mercado residencial (los demográficos y la renta) pueden haberse visto afectados por indicadores financieros en un entorno globalizado, como son el alto grado de competencia en los mercados financieros, las condiciones especialmente atractivas para la inversión inmobiliaria (caída en la rentabilidad de las alternativas de inversión) y la necesidad de invertir derivadas del aumento de liquidez por parte de las instituciones financieras. La habilidad y desarrollo de los sectores de oferta residencial en cuanto a la captación de clientes (en primer lugar, en aquellas regiones donde exista demanda potencial fuerte, como son ciudades y centros de actividad económica, y en segundo lugar, en las que son potencialmente desarrollables para segundas residencias), así como el potencial de crecimiento, son factores fundamentales en la decisión sobre dónde localizar la inversión financiera. Así se explicaría cómo el ciclo de edificación tiene un efecto expansivo territorialmente tan rápido asociado a los períodos de crecimiento económico (Taltavull, 2000b) y cómo la década de los noventa aparenta ser la de mayor acumulación de la demanda en prácticamente todo el continente europeo.

Los precios dentro de cada país han evolucionado adelantando el comportamiento de sus ciclos

GRÁFICO 4

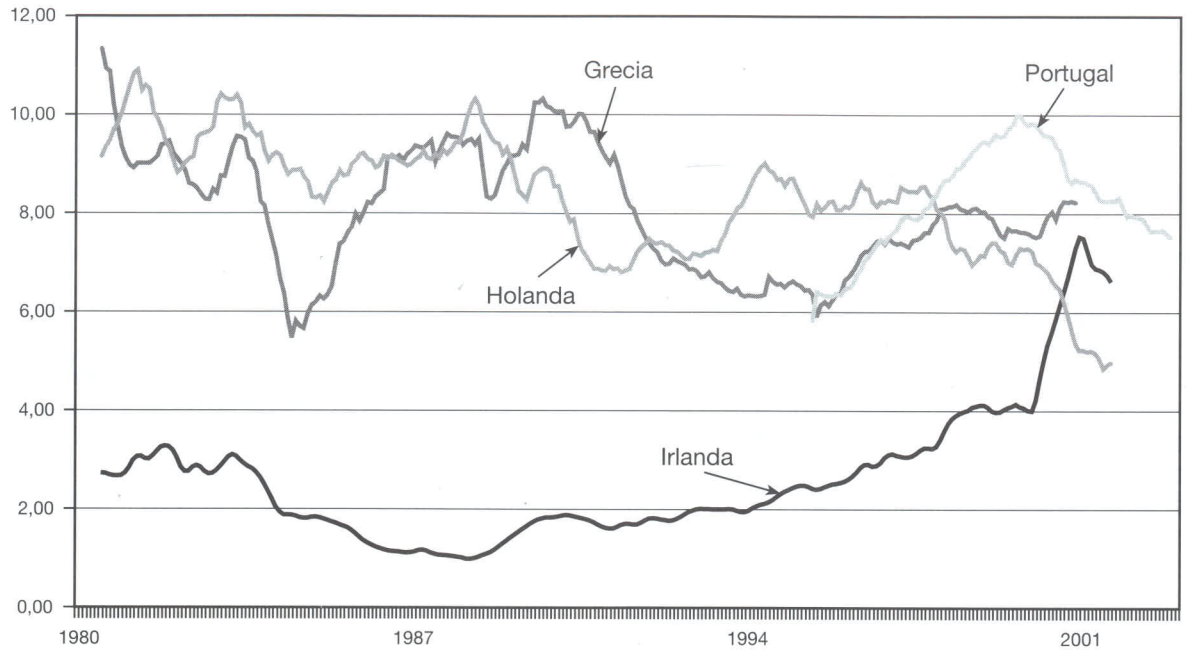
CICLOS RESIDENCIALES MAYORES EN EUROPA
(En miles de unidades. Medias móviles centradas)



Fuente: Eurostat y OCDE.

GRÁFICO 5

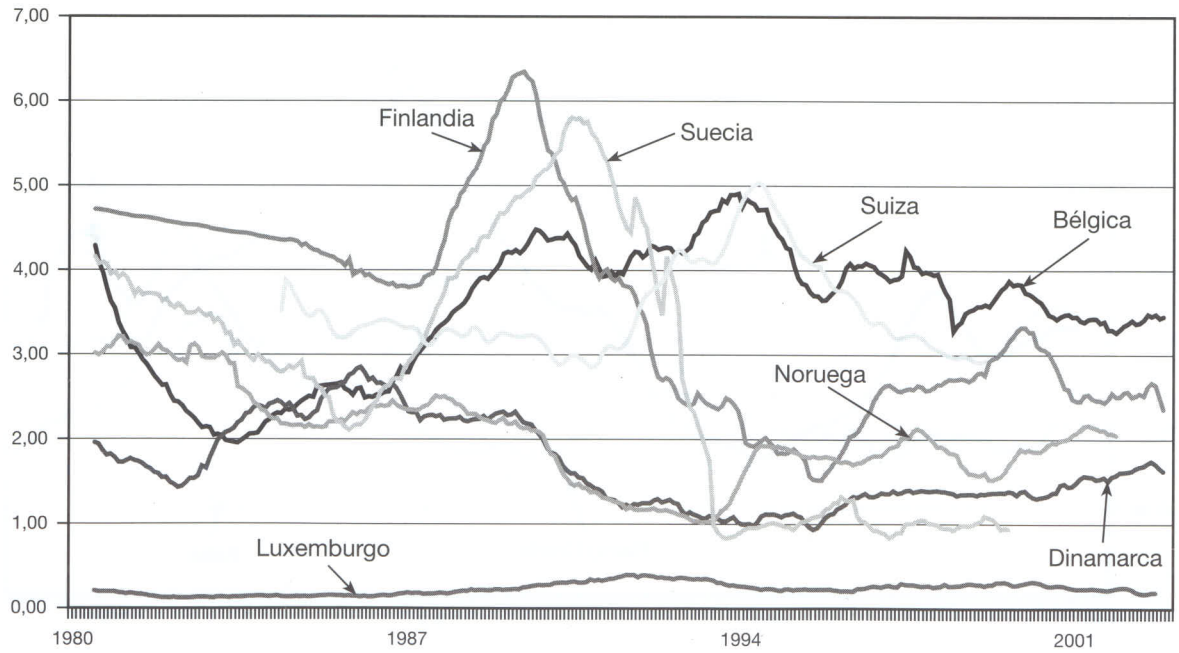
CICLOS RESIDENCIALES MEDIANOS EN EUROPA
(En miles de unidades. Medias móviles centradas)



Fuente: Eurostat y OCDE.

GRÁFICO 6

CICLOS RESIDENCIALES MENORES EN EUROPA
(En miles de unidades. Medias moviles centradas)



Fuente: Eurostat y OCDE.

residenciales en la mayoría de los estados analizados, conforme a lo que la teoría predice, de manera que pueden encontrarse mercados que experimentan una relevante caída en el precio real de sus viviendas —los que más han sufrido este fenómeno a principios de los noventa fueron Dinamarca, Finlandia, Suecia, Reino Unido y España (gráfico 7)—, mientras que otros países mantuvieron crecimientos en los precios a lo largo del período, en ocasiones alrededor del 0 por 100, como Alemania, Italia, Bélgica, Países Bajos o Austria (gráfico 8).

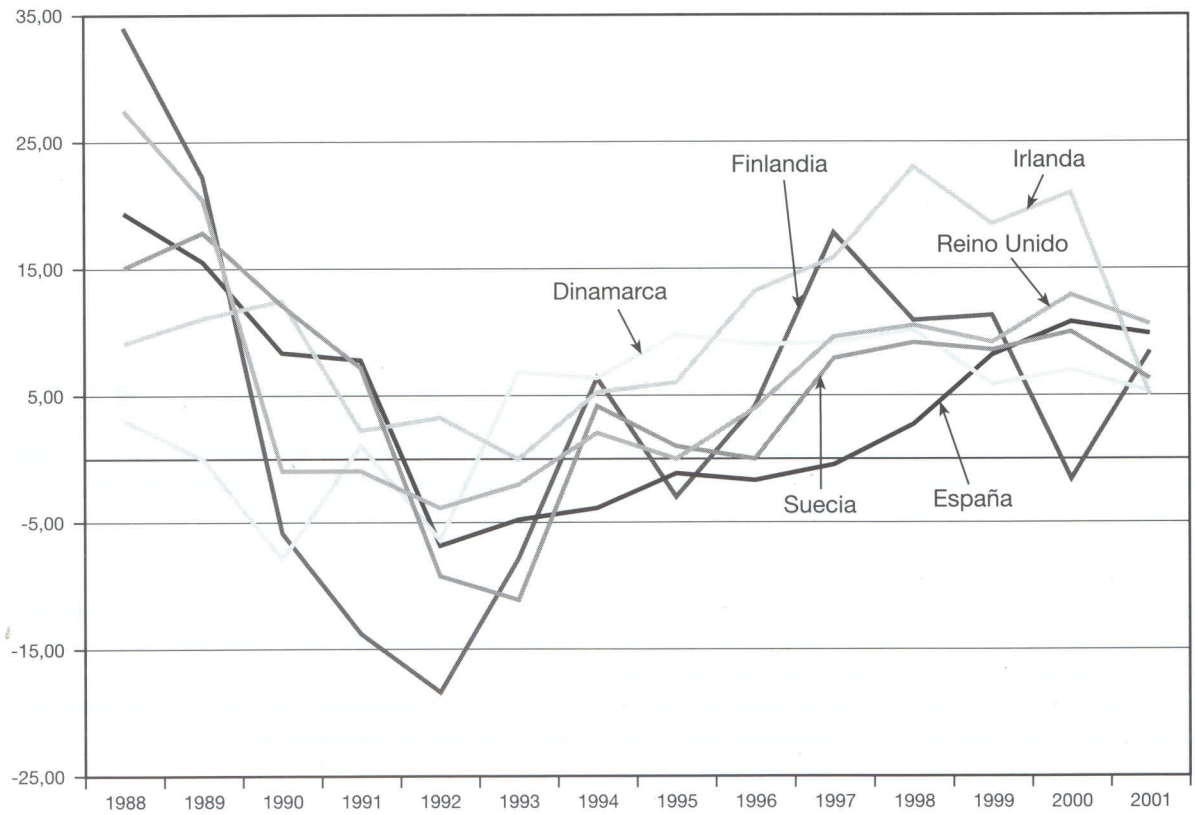
Precios y ciclo residencial se encuentran fuertemente ligados a los montantes de financiación a la vivienda, dado que mayores precios implican mayores requerimientos de nominal, y cuanta mayor actividad se produzca, mayor volumen de financiación necesitará este mercado. Así, no es posible encontrar un período de expansión residencial sin implicar al sistema financiero en su desarrollo. En el siguiente apartado se presentan algunas relaciones contrastadas mediante un ejercicio empírico para Europa en cuanto a estas vinculaciones.

V. LA RELACIÓN ENTRE PRECIOS, FINANCIACIÓN Y CICLO RESIDENCIAL. UNA APROXIMACIÓN EMPÍRICA PARA EUROPA

El aumento de los flujos de financiación al mercado de viviendas ha sido una de las consecuencias directas del proceso de liberalización financiera. En este apartado se presentan resultados iniciales para los países de la Unión Europea sobre la relación entre este flujo y el ciclo residencial, tratando de explicar las relaciones causales entre financiación y expansión del ciclo e identificando la existencia de restricciones aplicadas al mercado que condicionen la demanda. También se contrasta el efecto que los precios y su evolución tienen sobre los flujos de financiación, así como la reacción que los sistemas hipotecarios tienen ante sus cambios. Esto último se realiza definiendo un indicador de riesgo de inflación en vivienda y contrastando la reacción que los sistemas hipotecarios tienen ante él. Todos los modelos que se han ajustado lo han sido controlando por los tipos de interés de cada país, con el objeto de evitar los efectos sobre los parámetros estimados de la

GRÁFICO 7

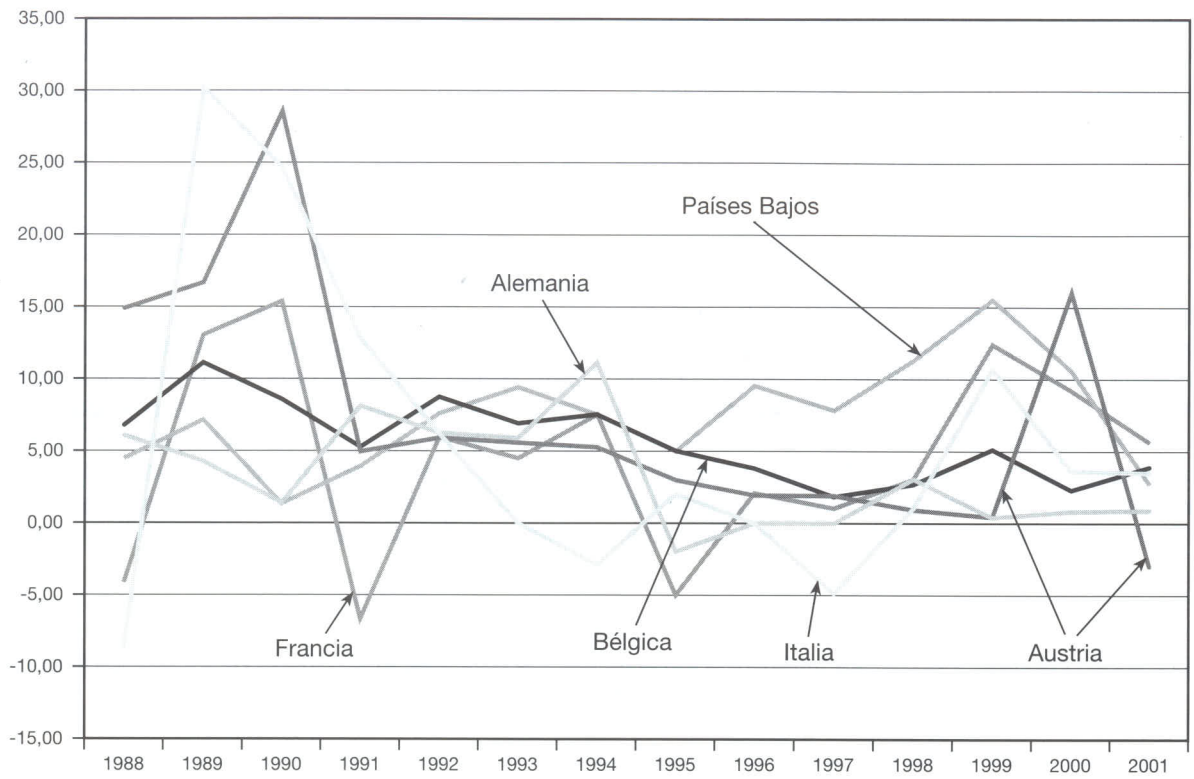
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS VIVIENDAS EN EUROPA. CICLOS SINCRONIZADOS DE LA PERIFERIA EUROPEA
(En porcentaje de variación anual)



Fuente: ECB, 2003 y Ball, M., 2003.

GRÁFICO 8

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS VIVIENDAS EN EUROPA. CICLOS CENTROEUROPEO Y NO SINCRONIZADOS
(En porcentaje de variación anual)



Fuente: ECB, 2003 y Ball, M., 2003.

influencia de la relación financiación-tipos en los resultados del ajuste.

El cuadro núm. A3.2 contiene los resultados detallados de los ajustes. Los modelos definidos contrastan tres cuestiones que han sido puestas de manifiesto a lo largo de las páginas anteriores: en primer lugar, la sensibilidad existente entre la financiación y la dinámica de los mercados de viviendas (modelos 1 y 2). En segundo lugar, la relación entre los flujos de financiación y los precios residenciales (modelo 3). Por último, se contrasta el efecto que tiene el riesgo-precio de las viviendas para el sistema de financiación residencial (modelo 4), con el fin de encontrar evidencia inicial sobre si los mercados desarrollan algún tipo de protección ante eventuales aumentos de los precios que puedan sobrevalorar o infravalorar los activos que cubren el riesgo de la financiación (viviendas), es decir, si se aplican mecanismos de restricción crediticia. Un resultado adicional de estos modelos será la identificación de los grupos de mercados de financiación a la vivienda con similares reacciones ante los cambios incluidos en el modelo. Se podría decir que estas reacciones se refieren a sistemas de financiación que se agrupan alrededor de variables tales como rapidez de respuesta a la demanda hipotecaria o aplicación de las restricciones crediticias, entre otros, y son el resultado de la estructura de financiación a la vivienda existente.

Los modelos se estiman incluyendo los tipos de interés de cada país, de forma que este «control» internaliza en el ajuste las distintas tipologías de financiación en cuanto al tipo de interés (fijo, variable o mixto) que se aplica en cada uno de los sistemas de los países europeos. Hay que tomar con cuidado los resultados obtenidos aquí, dada la limitación de la información utilizada en el modelo, aunque el sentido económico obtenido de los ajustes realizados es acorde con los principios teóricos y aporta una evidencia inicial de las relaciones existentes dentro de este mercado en Europa.

- *Primera relación: de cómo el sistema financiero favorece el ciclo residencial*

Los modelos 1 y 2 del cuadro núm. A3.2 reflejan la relación causal estimada entre hipotecas y edificación residencial en los dos sentidos. La relevancia de los parámetros estimados queda matizada con su valor,

mostrando cómo, adelantando las conclusiones, la vinculación aparente entre financiación y vivienda en Europa se produce «desde la demanda», es decir, las nuevas residencias empujan a la financiación más que la financiación a las viviendas aunque con matices por países.

El modelo 1 refleja la relación causal «la financiación impulsa la edificación», mostrando parámetros estimados muy reducidos, a la vez que los efectos fijos «clasifican» los tamaños de los mercados de financiación: se perfilan tres grupos de países, de los cuales el de relación más intensa está formado por Alemania, Francia, España y Reino Unido. La elasticidad, sin embargo, tiene un valor alrededor del 0,45, siendo altamente significativa, lo que implicaría que un aumento de la financiación de un 1 por 100 está asociado a una expansión del ciclo de edificación en 0,45 por 100. Esta elasticidad aparece matizada por distintas sensibilidades asociadas a los mecanismos de los mercados residenciales en los países analizados (los efectos fijos), de manera que los que corrigen a la baja o, lo que es lo mismo, los mercados en los que la influencia del sistema de financiación para impulsar el ciclo de edificación es menor, son un grupo elevado de países, como Bélgica, Holanda, Finlandia, Dinamarca, Suecia, Francia, Irlanda, Italia y Reino Unido. Esto significa que la financiación explica de manera menos relevante las variaciones en el ciclo de edificación en estos países. Sólo a partir de un nivel mínimo de flujos de capitales la sensibilidad estimada empezará a tener efectividad, lo que implica la existencia de capitales adicionales a los existentes en la economía que pudieran activar el ciclo de edificación por ellos mismos.

Los países con una corrección positiva, es decir, en los que la relación reflejada por la elasticidad se encuentra acrecentada, son España (con el mayor coeficiente), Alemania y Austria. En ellos podría decirse que la actuación del sistema de financiación a la vivienda y su flexibilidad tienen efectos aceleradores importantes en el ciclo de edificación, lo que implica la probable existencia de flujos de financiación adicionales que han influido en su desarrollo. Los cambios en las fases del ciclo residencial (medidos en la ecuación en diferencias), sin embargo, son muy sensibles a los cambios en los flujos de financiación en el pasado reciente (elasticidad 1,374), lo que hace referencia a una relación dinámica permanente e «institucionalizada», especialmente en España, Holanda y el Reino Unido.

El modelo 2 aporta evidencia sobre la relación contraria, es decir, si la financiación a la vivienda puede estar determinada por el ciclo de edificación, que es considerado por la teoría como el resultado de la existencia de demanda efectiva de viviendas en el mercado. Los resultados son significativos con coeficientes sustancialmente distintos de cero (19), e implican que la evolución del ciclo residencial es el determinante fundamental del montante total de financiación, de manera que la financiación es el resultado del ajuste en el mercado de viviendas. De nuevo, los países presentan correcciones que hacen referencia a la situación de los distintos mercados. Por ejemplo, los países que generarían menor demanda de fondos (que tienen corrección a la baja) sobre la media europea, como resultado de su proceso de edificación, serían España, Italia, Irlanda y Reino Unido, y los de mayor serían Alemania, Francia, Suecia y Dinamarca.

La aceleración en el ciclo de edificación genera un aumento adicional más rápido de la financiación a lo largo del período (como indica el modelo en diferencias), lo que sugiere el desarrollo de un relevante *boom* en viviendas (en el caso de Alemania o España) o en precios (en el caso de Reino Unido). La identificación de cuál de ambas es la causa principal que ha afectado al aumento de las hipotecas viene dada por la evidencia, y podría interpretarse a través de las diferencias en los efectos fijos de estos países en ambos ajustes: por ejemplo, Alemania vio aumentar su ciclo de edificación y la financiación asociada mucho a mediados de los noventa, como resultado de los elevados precios y de la revalorización residencial, y esta última se ha mantenido hasta el final de la década a pesar de la fuerte recesión en este mercado. Reino Unido es el caso contrario, ya que el aumento de fondos que se genera en este mercado a lo largo de la década es muy elevado como resultado de un fuerte aumento en los precios que no tiene asociada una mayor actividad constructora. Así, podría decirse que las nuevas viviendas británicas son las que más requieren de elevados montantes de financiación (que el sistema concede), mientras que en Alemania son todas las viviendas las que tienen asociadas elevados montantes. Holanda tiene una situación similar a la de Alemania (con ciclo descendente y elevados precios), y el mercado sueco estaría próximo al del Reino Unido. Francia y Austria son los únicos países que estarían mostrando un proceso en el cual la financiación crece más moderadamente respondiendo al proceso de edificación. España, Italia e Irlanda, por su parte, reflejan el proceso de revalorización en un entorno de ciclo residencial expansivo partiendo desde niveles menores previos de financiación.

Como consecuencia de esta disparidad de comportamientos, el valor medio de la elasticidad obtenido es muy reducido (0,18), mostrando cómo los ciclos de edificación y financiación se encuentran muy aparejados, pero con distintas sensibilidades, como resultado de las distintas fases de desarrollo del ciclo en sus mercados.

En conclusión, los cambios en el ciclo de edificación tienen un efecto significativo en la evolución del ciclo de financiación. Esta relación es biunívoca, con probables efectos de desbordamiento que no pueden ser identificados en este modelo. El reducido valor de la elastici-

dad en el segundo grupo de ecuaciones y el mayor valor en el primero sugiere que la relación de causa-efecto se encuentra más intensamente concentrada en el efecto que el ciclo de edificación tiene sobre los flujos de financiación, aunque el fenómeno contrario también se da en algunos mercados (España e Irlanda). Las relaciones estables reflejan cómo los países han ido estableciendo y/o facilitando financiación suficiente para las viviendas que se comienzan («la vivienda impulsa la financiación»), haciendo referencia a sistemas dirigidos de ayuda y/o a una especial sensibilidad del sistema financiero para respaldar la actividad del mercado residencial, mayor en algunos países. Ambas perfilan el círculo virtuoso de *actividad residencial —financiación— mayor actividad* que la teoría ha esgrimido tradicionalmente, pero que incorpora un grupo de riesgos que limitan sus efectos heterogéneamente en los mercados analizados.

• *Segunda relación: de cómo el sistema de financiación absorbe los precios residenciales*

El segundo contraste que se estima (modelo 3) vincula la financiación con los precios residenciales, tratando de encontrar evidencia sobre las razones del aumento de los montantes de financiación concedidos, de forma que se identifique qué parte de su crecimiento está relacionado con la evolución monetaria y no real de la edificación.

En el modelo de precios y financiación, la elasticidad es mayor que uno (1,36 en el período corriente y 1,41 en el anterior), mostrando cómo un aumento en los precios afecta a crecimientos en la financiación en mayor proporción. Esta sensibilidad arroja evidencia sobre la vinculación entre ambos indicadores durante este período, indicando la responsabilidad de las revalorizaciones residenciales sobre los montantes de financiación como relación estable de largo plazo.

La capacidad que tengan los mercados de trasladar la aceleración en los precios a la financiación depende de las características intitucionales del sistema de financiación a la vivienda recogidas en los coeficientes de efectos fijos del modelo. Las correcciones por países muestran un primer grupo en el cual los precios no se han trasladado plenamente a mayor financiación (corrección negativa), formado básicamente por España e Irlanda. En el resto de los países las correcciones son positivas, lo que indica que los precios sí han tenido mayor incidencia en la financiación, especialmente en Alemania, Francia y Reino Unido, seguidos por los países nórdicos, Holanda y Bélgica en orden de importancia. El modelo en diferencias muestra cómo Francia reduce mucho el impacto de los precios sobre la nueva financiación, probablemente por la aplicación de restricciones crediticias y/o fórmulas de compra que implican menor deuda asociada a la vivienda.

También es reconocido que la financiación aumenta con mayor intensidad en los momentos del pico del ciclo. Se ha contrastado este extremo a través de la ecuación que relaciona los cambios en los precios con los cambios en la financiación concedida, obteniendo una elasticidad pequeña (0,29), aunque muy significativa, que reflejaría que el sistema europeo traslada un tercio del aumento de los precios al aumento en financiación en los momentos de aceleración inflacionista. El hecho de que, en el corto plazo, la traslación de los precios no sea completa hace referencia a la actuación de los mecanismos de restricción crediticia, que pueden haber tenido efectos en aquellos mercados que presentan coeficientes correctores pequeños o negativos en este ajuste. España es el único país que presenta este coeficiente negativo y Austria, Dinamarca y Reino Unido tienen valores muy bajos.

Estos ajustes parecen mostrar la existencia de una segmentación en los mercados de financiación en Europa, entre aquellos en los que no ha sido posible reducir un impacto de los precios sobre los montantes de financiación concedidos (o, dicho de otra manera, en los que las limitaciones crediticias asociadas a la aplicación de la ratio de accesibilidad no han tenido efectividad, bien por el mayor aumento de los ingresos, por el efecto de los tipos de interés o por el propio sistema institucional de concesión) y entre los que aparentan aplicar estos sistemas de ajustes. La agrupación no es del todo clara, ya que el aumento de los valores residenciales parece haberse trasladado rápidamente a los montantes de financiación en Alemania, Bélgica, Francia, Reino Unido, Suecia y Holanda, y con menor intensidad en Italia, Irlanda, Finlandia, Austria, España y Dinamarca, aunque Francia y Reino Unido presentan muestras de contención en esta traslación; el primero, de manera estable, y el segundo, en períodos de aceleración de precios. En esta cuestión, España muestra síntomas más acusados de haber aplicado medidas que han impedido el traslado de los precios a los créditos en mayor medida que el resto de los países incluidos en el análisis (20).

• *Tercera relación: de cómo el sistema de financiación reacciona ante el crecimiento de la inflación en viviendas*

Por último, los resultados del modelo 4 (cuadro número A3.2) contrastan especialmente si los sistemas de financiación a la vivienda de los países reaccionan ante los aumentos de los precios protegiéndose del riesgo de garantía mediante la aplicación de alguna herramienta de restricción crediticia. Para ello, se ha construido un indicador de riesgo de inflación en vivienda y se han estimado las relaciones entre él y los flujos de financiación globales. El indicador calculado es una medida de la volatilidad (21) en la inflación residencial, con una estimación dinámica de su comportamiento durante el período considerado. Se espera una reacción negativa

entre ambos indicadores que refleje cómo los mercados de financiación se cubren ante este riesgo.

El ajuste en niveles muestra una intensa relación negativa entre ambos determinantes, lo que implicaría que un aumento en la volatilidad de los precios residenciales (subidas y caídas por encima de su media durante el período) tiene un efecto intenso e inverso sobre el volumen total de financiación en el sistema. Los efectos correctores por países pueden sumarse a la relación negativa, en el caso de España y de Irlanda, o bien suavizar esta reacción, en el del resto de los países, y de forma muy intensa en Alemania, Reino Unido, Holanda, Dinamarca y Suecia, donde el sistema de financiación parece ajustar poco a la baja el efecto de los precios. Podría decirse, pues, que los países tratan de cubrirse ante el riesgo de aumento en los precios, aunque la efectividad de sus medidas aparece en el largo plazo y puede estar siendo cauterizada en algunos de los sistemas de financiación en Europa.

La elasticidad negativa mayor que uno que relaciona ambas variables respalda esta afirmación con un matiz temporal: un aumento en el riesgo asociado a los precios residenciales afecta reduciendo porcentualmente el montante de financiación concedida con efectos permanentes, lo cual es un reflejo de que se aplican mecanismos de protección, aunque no puede afirmarse que lo sean a través de las ratios explicadas. De nuevo, los coeficientes positivos para cada país suavizan este efecto, con mayor intensidad en Alemania y Reino Unido que en el resto de los mercados.

Como conclusión a este acercamiento inicial a las relaciones créditos-viviendas, podría decirse que existe evidencia inicial sobre la existencia de una vinculación entre financiación a la vivienda, ciclo residencial y precios en Europa que implicaría que los mecanismos del mercado inmobiliario afectan a los tres factores en particular. La falta de información más detallada no permite estimar con mayor precisión estas relaciones, pero el ejercicio que se desarrolla aquí muestra cómo éstas se producen y cómo tienen distintos efectos en los diferentes países, lo cual es coherente con la existencia de mecanismos de financiación heterogéneos, que responden a distintas razones sociológicas, vinculadas a diferentes ritmos de acceso a la propiedad residencial, distintas entre los países, y canalizan de forma dispar los efectos de los flujos de financiación al mercado residencial.

Las fases de los ciclos residenciales y de precios no son, a menudo, coincidentes, lo que complica la interpretación de los resultados. No obstante, parece que la evidencia muestra que existen distintos grupos de mercados en los que los mecanismos de financiación-vivienda-precios reaccionan con una flexibilidad similar. La financiación tendría un mayor impacto sobre el ciclo residencial real en España (y probablemente en Irlanda), mientras que en el resto de los países esta sensibilidad aparece posteriormente a la respuesta ante las necesidades del mercado de los sistemas de financiación, es decir, el sistema financiero (y los flujos de financiación) ha podido tener un mayor protagonismo que la media en el impulso del ciclo edificador español que en otros países (22), mientras que el modelo general de financiación se ha basado en la reacción ante los cambios en la demanda residencial, es decir, en el ajuste de la financiación posteriormente a que estos se producen, lo cual es acorde con el sistema de financiación tradicional que dota de fondos una vez constata la existencia de demanda. Este sistema «convencional» implica que los mecanismos de mercado siguen la influencia sucesiva de: ...aumento de demanda *–aumento de precios-aumento de edificación–... y,* posteriormente,*... el de la financiación...,* favoreciendo, de esta manera, el transvase de los nuevos precios a los mayores montantes de financiación. Esto ha podido ocurrir a pesar de la inexistencia de expansión real de edificación (con aumento en los precios exclusivamente, como en el Reino Unido y, en parte, en Holanda, Suecia y Alemania durante la segunda mitad de los noventa). En el caso contrario, en el que la financiación es un factor de expansión del ciclo (España e Irlanda), éste no recibe inicialmente el efecto del aumento de los precios derivados de la expansión de la demanda, aunque sí al final de los ciclos, es decir, cuando la tensión de demanda ha empujado los precios por encima de su nivel de equilibrio de largo plazo.

La cuestión que subyace es cómo y cuando actúa cada sistema de financiación residencial en los países en términos de su ciclo edificador. Parece que los que mayor impacto reciben procedente del aumento de los precios son aquellos que reaccionan tarde y con menor agilidad ante un aumento de la demanda (el ejercicio muestra que tienen bajas elasticidades de oferta residencial ante cambios en la financiación, ajustan al alza la elasticidad de demanda de financiación y aumentan la velocidad de respuesta ante cambios en los precios), mientras que los que se «adelantan» a la demanda (tienen mayor elasticidad de viviendas iniciadas ante cambios en las hipotecas) experimentan un menor efecto de transmisión de precios a lo largo del período, aunque aumenten en los picos de aceleración. Todos los sistemas reaccionan ante el riesgo de precios, pero con mayor intensidad España e Irlanda en el largo plazo, y aplicando ajustes correctores en Holanda, Austria y Reino Unido, probablemente derivados del fuerte proceso especulativo experimentado en esos mercados.

Las interpretaciones a los resultados aquí apuntados son lo suficientemente relevantes para comprender la evolución del sistema de financiación como para impulsar su análisis en profundidad para futuras líneas de investigación.

VI. CONCLUSIONES

A lo largo del artículo se ha abordado una visión de la financiación a la vivienda marcadamente diferente a la convencional. Se ha realizado una introducción teórica que explica el papel de la financiación en los ciclos residenciales, su efecto sobre la demanda de viviendas y precios, y los límites a los que se ve sometido el sistema de financiación derivados de los riesgos en los que incurre. Se ha presentado una panorámica de la situación de financiación en Europa y de dos problemáticas que son fundamentales para comprender el mercado europeo: los diferentes sistemas de financiación residencial existentes, con instituciones y herramientas financieras específicas creadas y desarrolladas a lo largo de varias décadas, y el proceso de desregulación que ha introducido cambios sustanciales en ellos, básicamente consecuencia de la entrada de nuevas instituciones al mercado hipotecario, muy heterogénea en los distintos países.

Se ha realizado un ejercicio que trata de estimar los efectos derivados y recibidos por la financiación residencial procedentes del mercado de viviendas, en cuanto al ciclo de edificación y sus precios, con el fin de identificar la flexibilidad de los sistemas en la financiación ante cambios en el ciclo de edificación, cómo éstos internalizan la evolución de los precios, así como la presencia de mecanismos de protección ante ellos. Los resultados arrojan alguna luz sobre estas relaciones, aunque la falta de información estadística no permite obtener resultados más precisos. En suma, el ejercicio muestra una segmentación de los mercados de financiación entre aquellos que han sido protagonistas en el desarrollo del ciclo de edificación y los que tienen como función principal dar respuesta a la demanda de financiación del mercado de viviendas. Distingue también entre aquellos que absorben en sus montantes la mayor parte del crecimiento de los precios, independientemente de que éstos reflejen una expansión real de viviendas en el mercado, de los que ajustan sus flujos financieros a los precios. Por último, aporta una evidencia inicial que distingue entre los que han mantenido un sistema controlado de financiación que ha podido contener el mayor crecimiento del ciclo, pero también el riesgo, y entre aquellos que intensifican la aplicación de restricciones crediticias en momentos de mayor riesgo y los que las suavizan. Los países se reparten entre los tres grupos de forma heterogénea, dificultando una clasificación única, lo que es reflejo de los diferentes sistemas de financiación residencial institucionalizados.

Llama la atención el caso de Alemania en el grupo de países analizados. Este mercado es el que menor proporción de viviendas en propiedad posee y, sin embargo, tiene el mayor mercado de financiación hipotecaria de Europa, su financiación se adapta al ciclo de construcción, los flujos financieros se han visto afectados por el aumento de los precios y tiene sensibilidad ante el aumento del riesgo. Esta falta de coherencia entre un relevante mercado de financiación residencial que recibe el impacto de los precios y la baja tasa de propiedad sugiere que el sector residencial en propiedad pueda estar siendo desarrollado fuera de sus fronteras, pero financiado por el sistema nacional, aunque bien puede estar mostrando cómo la revalorización residencial dificulta el acceso a la propiedad dentro del país y hace que sus ciudadanos mantengan el nivel histórico de tasa de alquiler, alejándose del proceso seguido en el resto de los mercados por el cual ésta ha dejado paso a una tasa de propiedad creciente. También sorprende que los países con elevado crecimiento en sus precios y en su ciclo residencial a finales de los noventa (España e Irlanda) sean los que aparentan haber aplicado mayores controles para impedir el transvase de los precios a la financiación. Hay algunas razones intuitivas que explicarían estos resultados: es probable que su mayor tendencia a la propiedad haya tenido el efecto explicado al principio de este artículo, como es el que las «viviendas financian viviendas» y las familias han tenido que realizar menores esfuerzos en términos de endeudamiento al cambiar de casa en estos países, lo que significaría una diferencia sustancial con el resto del modelo europeo. También es probable la existencia de un efecto procedente de la llegada de capitales al sector residencial como alternativa de inversión.

Un aspecto importante no abordado aquí es la relación entre el mercado hipotecario y la política de vivienda, que podría dar respuesta a la necesidad de aportar argumentos adicionales que doten de mayor comprensión a estos resultados.

NOTAS

(1) La dependencia de la financiación en este mercado es más intensa que en otros mercados de bienes. Es común que las empresas constructoras desarrollen sus promociones con capital externo y que un reducido número sea capaz de comprometer una proporción elevada de su capital social en la construcción.

(2) La literatura que analiza el mercado financiero como factor determinante de la evolución del mercado de viviendas es muy amplia. Desde sus inicios, la necesidad de financiación que tienen estos mercados ha provocado que la evolución de los tipos de interés haya sido considerada uno de los determinantes fundamentales de las fluctuaciones en la oferta de viviendas, demanda y precios. Ver, por ejemplo MAISEL (1963), SWAN (1970), ARCELUS y MELTZER (1973) y MUTH (1988), entre otros.

(3) La relación tradicionalmente aceptada consiste en que cuando la capacidad de endeudamiento de las familias llega a un límite (por la limitación de los niveles salariales o por el aumento del desempleo en épocas de crisis) las concesiones de hipotecas se reducen, transmitiendo de esta manera los *shocks* reales a la demanda de financiación. Durante los noventa, se generaliza la idea de que la evolución de los mercados de viviendas y sus precios tiene implicaciones generales sobre la política monetaria, con especiales efectos locales. Una parte importante de estas relaciones procede de la implicación financiación/mercado de capitales con los mercados de viviendas y sus precios.

(4) El 80 por 100 del precio de las viviendas es la proporción más común en los países europeos desde los ochenta, aunque en otros períodos, las hipotecas cubrían tan solo el 60 por 100, lo que obligaba a las familias que deseaban ser propietarios de las viviendas a cubrir el 40 por 100 del precio de mercado con recursos familiares, normalmente procedentes del ahorro. En algunos países no se considera este porcentaje en la concesión, ya que los demandantes pueden obtener distintos préstamos que cubran la totalidad del precio, como en Alemania.

(5) También supone una fórmula de acumulación de capital para complementar las pensiones en el período del retiro. Hay numerosos trabajos que enfocan el acceso a la propiedad desde esta perspectiva, como en FRATANTONI (1999).

(6) Hay numerosa literatura que explica estos fenómenos, como DE ROSA (1978), KENT (1980), SMITH (1983), LINNEMAN y WATCHER (1989) y LEKKAS, QUIGLEY y VAN ORDER (1993). Un desarrollo de la literatura sobre las restricciones crediticias y la aplicación de este principio se encuentra en TALTAVULL (2002b).

(7) Una buena descripción de los sistemas de financiación en distintos países europeos hasta los noventa se encuentra en FREIXAS (1991).

(8) De hecho, la teoría considera tres tipos de racionamiento de crédito que afectan al mercado de viviendas: el primero es el derivado de la insuficiencia de capital financiero, SMITH (1983); el segundo es el derivado de las características institucionales, HENDERSHOTT y VAN ORDER (1989), y el tercero se deriva de la operatoria típica de las instituciones mediante las cuales se utilizan distintas ratios de referencia para seleccionar el destino de los capitales prestados, KENT (1980), JAFFE y RUSSEL (1976).

(9) Durante la última década hay numerosos trabajos que profundizan en estas cuestiones. Algunos relevantes son JONES (1995), BRUECKNER y FOLLAIN (1989), HENDERSHOTT y VAN ORDER (1989), IOANNIDES (1989). Para Holanda, ver ROUWENDAL y ALESSI (2002).

(10) European Central Bank (2003), y también en LACOVIELLO y MINETTI (2000).

(11) Un modelo reducido de demanda con restricción crediticia es explicado en el anexo 2.

(12) Esta ratio es conocida en la literatura anglosajona como la de *housing payments to income,* y en algunos trabajos se considera que cuando pasa del 28 por 100, la familia experimenta restricciones crediticias. Ver DUCA y ROSENTHAL (1994).

(13) La evidencia procede de estudios aplicados a EE.UU. y Reino Unido, dando los valores de referencia citados, pero, por ejemplo, para España la ratio de accesibilidad oscila entre el 29 y el 45 por 100, aunque en épocas de fuerte subida de los precios residenciales ha superado el 55 por 100 en algunos mercados. Ver TALTAVULL (coord.) (2000a), Ministerio de Fomento, informes trimestrales, y Asociación Hipotecaria Española (http://www.ahe.es).

(14) En Europa se han producido distintos estadios de crisis graves basados en la situación generada por masivos impagos de hipotecas en distintos países. En España ocurrió esto a principios de los ochenta y terminó con la desaparición de algunas instituciones especializadas en la financiación a la construcción. Situaciones similares se produjeron en el Reino Unido a finales de los ochenta, y en Noruega y Suecia a principios de los noventa (ECB, 2000).

(15) Y también unificaría la valoración inmobiliaria en Europa, lo cual es fundamental para las carteras de sociedades inversoras transnacionales. Un cuadro significativo de las diferencias en los sistemas de valoración en Europa se puede encontrar en EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION (2003: 3) (http://www.hypo.org).

(16) Que se desarrolla mucho desde finales de los ochenta, Ver, por ejemplo, ZORN y LEA (1989), CAPOZZA (1998), MANCHESTER y POTERBA (1989), VANDEL, BARNES, ARTZELL, KRAFT y WENDT (1993), KAU y KIM (1994), y SCHWARTZ y TOROUS (1993), donde se estiman conjuntamente las decisiones sobre cancelación anticipada y el impago, entre otros.

(17) Contrastados con detalle en distintos trabajos publicados. Es recomendable consultar FREIXAS (1991) y EUROPEAN CENTRAL BANK (2003).

(18) Las distintas crisis de los sistemas de financiación, como la del Credit Foncier francés a finales de los noventa, muestran cómo el sistema de financiación ha ido adaptando sus instituciones y estructuras rígidas a las nuevas condiciones del mercado.

(19) Que mostraría cuál sería hipotéticamente el endeudamiento mínimo europeo vinculado a las nuevas viviendas: 53.103 euros por vivienda iniciada.

(20) En términos agregados. Es probable también que este efecto sea el resultado de la financiación externa de las viviendas iniciadas en España, lo que está en coherencia con otros resultados obtenidos en los dos primeros modelos, con Alemania, y contrastados en algunos trabajos, como TALTAVULL (2000b).

(21) Se ha estimado la volatilidad calculando la desviación típica de los precios con respecto a la media del período, año a año, para cada uno de los países.

(22) Este resultado es coherente con algunos trabajos, como TALTAVULL (2000b), y BALL (2003).

BIBLIOGRAFÍA

ARCELUS, Francisco, y MELTZER, Allan F. (1973), «The markets for housing and housing services», *Journal of Money, Credit and Banking,* febrero, vol. V, num. 1: 78-99.

ASOCIACIÓN HIPOTECARIA ESPAÑOLA (2001), *Comunicados 2001.*

— (varios años), *Estadísticas del mercado hipotecario.*

BALL, Michael (2001), *RICS European Housing Review 2001,* RICS, Knight-Frank ed., Londres.

— (2003), *RICS European Housing Review 2003,* RICS ed., Londres

BRUECKNER, Jan K., y FOLLAIN, James R. (1989), «ARMs and the demand for housing», *Regional Science and Urban Economics,* volumen 19: 163-187.

CAPOZZA, D.R. (1998), «The conditional probability of mortgage default resolutions», *Real Estate Economics,* vol. 26 (3): 359-390.

CARBÓ VALVERDE, S., y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (1998), «La dimensión financiera de la vida familiar», *Papeles de Economía Española,* número 77: 172-185.

CASE, K.E.; QUIGLEY, J.M., y SHILLER, R.J. (2001), «Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market», *Cowles Foundation Discussion Papers,* n.º 1335.

CASTRO, Ana E. (1997), «El endeudamiento de las familias españolas con fines de consumo», *Cuadernos de Información Económica,* número 120-121: 208-217.

DE ROSA, Paul (1978), «Mortgage rationing and residential investment. Some results from a Brainard-Tobin Model», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. X, n.º 1, febrero: 75-87.

DOUGHERTY, A. y VAN ORDER, R. (1982), «Inflation, housing cost and the Consumer Price Index», *American Economic Review,* vol. 72(1): 154-165.

DUCA, John V., y ROSENTHAL, Stuart S. (1994), «Borrowing constraints and access to owner-occupied housing», *Regional Science and Urban Economics,* n.º 24: 301-322.

EGEBO, Thomas, y LIENERT, Ian (1991), «Modeling housing investment for seven mayor OECD countries». OCDE, *Working Paper,* n.º 63: 9.

EUROPEAN CENTRAL BANK –ECB– (2000), *La estabilidad bancaria y el precio de los activos*, documento interno.

— (2003), *Structural Factors in the EU Housing Markets,* Report of ECB, marzo, Bruselas.

EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION (2003), *Mortgage Lending and Property Valuation,* Report 159 of EMF, electronic document, http://www.hypo.org.

FOLLAIN, James R. (1990), «Mortgage Choice», *AREUEA Journal,* vol. 18, número 2: 125-144.

FRATANTONI, Michael C. (1999), «Reverse mortgage choices: A theoretical and empirical analysis of the borrowing decisions of Elderly homeowners», *Journal of Housing Research,* vol. 10, n.º 2.

FREIXAS, Xavier (1991), *El mercado hipotecario español. Situación actual y proyecto de reforma,* Fedea, vol. 8, Madrid.

FUNCAS (1985), *Mercado Hipotecario, Papeles de Economía Española, Suplemento sobre el Sistema Financiero,* n.º 9.

— (1993), *Titulización de Activos Financieros, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO,* n.º 44.

GOEBEL, Paul R., y MA, CHRISTOPHER, K. (1993), «The integration of mortgage markets and capital markets», *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association,* vol. 21, n.º 4: 511-538.

HENDERSHOTT, Patric H., y VAN ORDER, Robert (1989), «Integration of mortgage and capital market and the accumulation of residential capital», *Regional Science and Urban Economics,* North-Holland, volumen 19: 189-210.

IOANNIDES, Yannis M. (1989), «Housing, other real estate and wealth portfolios. An empirical investigation based on the 1983 survey of consumer finances», *Regional Science and Urban Economics,* North-Holland, vol. 19, n.º 2, mayo: 259-280.

JAFFE, Dwight, y RUSSELL, Thomas (1976), «Imperferct information, uncertainty and credit rationing», *Quaterly Journal Economy,* noviembre, volumen 90 (4): 651-666.

JIMÉNEZ AGUILERA, J.D. (1995), «La financiación al sector inmobiliario», *Papeles de Economía Española*, n.º 65: 241-247.

JIMÉNEZ AGUILERA, J.D., y SÁNCHEZ MARTÍNEZ, M.T. (2002), «Mercado hipotecario y financiación a la vivienda. Veinte años de funcionamiento de la ley del mercado hipotecario», *Papeles de Economía Española*, n.º 94: 109-121.

JONES, Lawrence D. (1995), «Net wealth, marginal tax rates and the demand for home mortgage debt», *Regional Science and Urban Economics,* vol. 25: 297-322.

KAU, James B., y KIM, Taewon (1994), «Waiting to default: The value of delay», *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association,* vol. 22, n.º 3: 539-551.

KENT, Richard J. (1980), «Credit rationing an the home mortgage market», *Journal of Money, Credit and Banking,* Ohio University Press, volumen XII, n.º 3: 488-501.

— (1987), «Dynamic credit rationing in the home mortgage market», *AREUEA Journal,* vol. 15, n.º 4: 300-320.

LACOVIELLO, Matteo, y MINETTI, Raoul (2000), «The credit channel of monetary policy and housing markets: International empirical evidence», Bank of Findland, *Discussion Paper,* n.º 14.

LEKKAS, Vassilis; QUIGLEY, John M., y VAN ORDER, Robert (1993), «Loan loss severity and optimal mortgage default», *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association,* vol. 21, n.º 4: 353-372.

LING, David C., y MCGILL, Gary A. (1998), «Evidence on the demand for mortgage debt by owner-occupants», *Journal of Urban Economics,* vol. 44: 391-414.

LINNEMAN, Peter, y WACHTER, Susan (1989), «The impacts of borrowing constrains on homeownership», *AREUEA Journal,* vol. XVII: 389-402.

MAISEL, Sherman J. (1963), «A theory of fluctuations in residential construction starts», *The American Economic Review,* vol. LIII, junio: 359-383.

MANCHESTER, J.M., y POTERBA, I.M. (1989), «Second mortgages and household saving», *Regional Science and Urban Economics,* volumen 19, 3: 325-346.

MEEN, Geoffrey (2001), *Modelling Spatial Housing Markets,* Kluwer Academic Publishers, Advances in Urban and Regional Economics, vol. 2

MILES, David (1992), «Housing markets, consumption and financial liberalisation in the major economies», *European Economic Review,* North-Holland, vol. 36: 1093-1136.

MUTH, Richard F. (1988), «Housing market dynamics», *Regional Science and Urban Economics,* North-Holland, vol. 18: 345-356.

ORTALO-MAGNÉ, F., y RADY, S. (2001), «Housing market dynamics: On the contribution of income shocks and credit constraints», *SSNR Working Paper,* n.º 271551.

QUIGLEY, John M., y VAN ORDER, Robert (1990), «Efficiency in the mortgage market: The borrower's perspective», *AREUEA Journal,* volumen 18, n.º 3: 237-252.

ROLDÁN, Jose María (2001), «El nuevo Acuerdo Capital-Basilea II», *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO,* núm 72: 1-12.

ROUWENDAL, Jan, y ALESSIE, Rob (2002), «House prices, second mortgages and household savings», *Tinbergen Institute discussion paper,* número TI2002-074/3.

SÁEZ, Felipe (1994), «Relación entre cuotas de mercado y tipos de interés en el sistema bancario español», Banco de España, *Boletín Económico,* noviembre: 29-36.

SCHWARTZ, Eduardo S., y TOROUS, Walter N. (1993), «Mortgage prepayment an default decision: A poisson regression approach», *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association,* volumen 21, n.º 4: 431-450.

SMITH, Bruce (1983), «Limited information, credit rationing and optimal government lending policy», *The American Economic Review,* volumen 73, n.º 3, junio: 305-318.

SWAN, Craig (1970), «Housebuilding: A review of experience», *Brooking Papers in Economic Activity,* vol. I: 4.

TALTAVULL DE LA PAZ, Paloma (coord.) (2000a), *Vivienda y Familia,* Fundación Argentaria, Madrid.

— (2000b), «Activity development leadership and geographic areas in Spain», *Journal of Property Investment and Finance,* 18 (3): 371-397.

— (2001), «Housing and consumption in Spain», Ponencia presentada en el *8º Congreso anual de ERES,* Alicante, mimeo.

— (2002a), «La inversión alternativa en vivienda», Ponencia presentada a los *V Encuentros de Economía Aplicada,* mimeo.

— (2002b), «Interest rates and housing cycle: The case of southern Europe», ponencia presentada a *ARES Meeting, 2002,* Naples, abril, mimeo.

VANDELL, Kerry D.; BARNES, Walter; ARTZELL, David; KRAFT, Dennis, y WENDT, William (1993), «Commercial mortgage defaults: Proportional hazards estimation using individual loan histories», *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association,* volumen 21, n.º 4: 431-450.

ZORN, Peter M. (1989), «Mobility-tenure decisions and financial credit: Do mortgage qualification requirements constrain homeownership?», *AREUEA Journal,* vol. 17, núm 1: 1-16.

ZORN, Peter M., y LEA, Michael J. (1989), «Mortgage borrower repayment behavior: A microeconomic analysis with Canadian adjustable rate mortgage data», *AREUEA Journal,* vol. 17, n.º 1: 118-136.

ZUMPANO, Leonard V.; RUDOLPH, Patricia M., y CHENG, David C. (1986), «The demand and supply of mortgage funds and mortgage loan terms», *AREUEA Journal,* vol. 14, n.º 1: 91-109.

ANEXO 1

Características del sector residencial en la Unión Europea

CUADRO NÚM. A1.1

RATIOS GENERALES DEL SECTOR VIVIENDA EN LA UNIÓN EUROPEA, 2001
(En porcentaje)

	INVERSIÓN EN VIVIENDA/PIB	*PORCENTAJE VIVIENDAS EN PROPIEDAD S/PARQUE*	*DEUDA HIPOTECARIA S/PIB*	*INFLACIÓN EN VIVIENDA (NOMINAL)*	*PRÉSTAMO VIVIENDA/ TOTAL PRÉSTAMOS*
Bélgica	4,8	72	28	5,3	65,4
Alemania	6,3	39	47	2,0	63,5
Grecia	4,8	80	12	11,3	
España	7,3	85	32	15,5	63,5
Francia	4,2	58	22	6,5	63,0
Irlanda	8,8	78	30	8,0	76,0
Italia	4,5	69	10	5,7	39,0
Luxemburgo	3,2	67	29	9,1	
Holanda	5,8	53	74	9,7	86,4
Austria	5,0	56	30	-2,9	46,5
Portugal	5,7	64	47	3,6	75,4
Finlandia	4,5	64	21	-0,8	66,6
Dinamarca	3,5	59	67	5,8	nd
Suecia	2,1	53	58	7,9	nd
Reino Unido	2,8	68	60	8,1	nd
Area Euro	5,5	60	33	6,8	nd
Unión Europea	4,9	61	39	7,1	nd

Los datos de porcentaje de propiedad corresponden al censo de 1991.
Fuente: ECB (2003: 9) y Asociación Hipotecaria Española.

CUADRO NÚM. A1.2

SISTEMAS ACTUALES DE FINANCIACIÓN HIPOTECARIA EN EUROPA

	TIPOS DE INTERÉS (*)	*MADUREZ (En años)*	*RENTABILIDAD Penalización entrega a cuenta*	*RATIO PRÉSTAMO/ VALOR (En porcentaje)*	*LÍMITES LEGALES*	*LIQUIDEZ*	
						Porcentaje títulos y bonos s/crédito hipotecario vivo AHE	*Porcentaje deuda hipotecaria s/PIB*
Bélgica	F (75), M, V (6)	20	Se mantienen una cantidad de intereses de maximo 3 meses	80-85	No	1,75	28
Dinamarca	F (75), M (10), V	30	No	80	80 por 100	121,05	67
Alemania.....	F, M	> 30	El prestamista puede socilitar compensación por los beneficios perdidos en los 10 primeros años	70	60 por 100 de ratioP/V para préstamos con garantía de bonos hipotecarios	19	47
Grecia.....	F (5), M, V (80)	15-20	2,5 por 100 entrega	70-80	No	nd	12
España	V	15-25	1 por 100 entrega-2,5 por 100 cancelación	80	80 por 100 de ratio P/V para préstamos con garantía de bonos hipotecarios	9,18	32
Francia	F, M, V (14 por 100, no renegociable)	> 5	Comisión limitada a 6 meses de intereses y 3 por 100 del capital pendiente de pagar		60 por 100	nd	22
Irlanda	V (70), M	20	Nd	60-70	No	9,65	30
Italia.....	F (28), V	10-25	No	nd	80 (o 100 por 100 si se presentan otras garantías)		10
Luxemburgo ...	V	20-25	No	Máxima 80	No	nd	29
Holanda.....	F (74), M, V (7)	10	No	112	No	6,97	74
Austria	nd	25/30	nd	60	80 por 100 ó 100 si no está asegurado	53,74	30
Portugal.....	V	25-30	1 por 100 amortización	70-80	No	nd	47
Finlandia.....	V	15-20	No. Sólo para préstamos a tipo de interés fijo, se compensa la diferencia con el de mercado	75-80	No	nd	21
Suecia	F (38), M (24), V (38)	< 30	No	80-90	No	53,91	58
Reino Unido ...	V (72), M	nd	nd	70	nd	nd	60

(*) F: fijo para más de 5 años; M: mixto, fijo en los primeros años y variable a continuación; V: variable a partir del primer año, renegociable. Incluye la proporción de préstamos concedidos a este tipo.

Fuente: ECB (2003: 50) y Asociación Hipotecaria Española.

ANEXO 2

Descripción de dos modelos teóricos de demanda de viviendas y de hipotecas

Existen distintos tipos de modelización del mercado hipotecario dependiendo del enfoque de oferta o demanda. Es difícil encontrar en la literatura un modelo conjunto del mercado, y los distintos trabajos se clasifican dentro del comportamiento de la demanda residencial y de la teoría de la inversión y composición de cartera.

Si se analiza desde la demanda, el enfoque más generalizado es el que trata de estimar la demanda de viviendas incluyendo dentro de ella los componentes de financiación necesarios, como son la cantidad de deuda hipotecaria concedida, los costes financieros de la misma y las restricciones crediticias. La demanda de viviendas es generalmente aceptado que depende de:

$$H_t^d = \alpha_1 + \alpha_2 (ph)_t + \alpha_3 (ry)_t + \alpha_4 (pop)_t + \\ + \alpha_5 (RBM)_t + \alpha_6 (m)_t + \alpha_7 (pc)_t \qquad [1]$$

donde H_t^d es la demanda de viviendas, $(ph)_t$ son los precios residenciales, $(ry)_t$ son los ingresos reales de la familia, $(pop)_t$ es la población, $(RBM)_t$ es el tipo de interés hipotecario, $(m)_t$ es el *stock* de hipoteca concedido y $(pc)_t$ es el deflactor del gasto en consumo.

Durante los últimos años, el enfoque de la demanda residencial dentro de los modelos de ciclo de vida han sido ampliamente desarrollados alcanzando mejores resultados empíricos. Básicamente, estos modelos abordan un modelo de maximización de la utilidad intertemporal en el que existen dos bienes, servicios viviendas y bienes de consumo *(C)* entre los cuales los individuos seleccionan su combinación más eficiente. Suponiendo que el flujo de servicios viviendas es proporcional al *stock* residencial *(H),* y a un tipo de descuento real dado *(β),* la utilidad durante la vida de los individuos es descrita como (Dougherty y Van Order, 1982):

$$\int_0^\infty e^{-\beta t} \mu [H(t), C(t)] dt \qquad [2]$$

Sometida a tres tipos de restricciones asociadas a las familias: la presupuestaria [3], restricciones técnicas derivadas del mercado residencial [4] y las derivadas de la evolución del mercado de activos, tanto financieros como de viviendas, en el tiempo [5]:

$$g(t) X(t) + S(t) + C(t) = (1 - \theta) RY(t) + (1 - \theta) i(t) A(t) \qquad [3]$$

$$\dot{H}(t) = X(t) - \delta H(t) \qquad [4]$$

$$\dot{A}(t) = S(t) - \pi A(t) \qquad [5]$$

donde $g(t)$ es el precio real de la compra de viviendas, $X(t)$ es el volumen de compra de viviendas en el período, $S(t)$ es el ahorro neto real y/o los nuevos préstamos (reales, ya que los resultados de distintas investigaciones muestran cómo el ahorro mantenido en bienes no residenciales y la deuda hipotecaria son bienes complementarios), θ es el tipo marginal impositivo de las familias, $RY(t)$ es el ingreso real familiar, $i(t)$ es el tipo de interés del mercado, $A(t)$ es el valor neto real de los activos no residenciales que poseen las familias, δ es el porcentaje de depreciación de las viviendas, π es el tipo general de inflación, y $(\cdot)$ hace referencia a las derivadas de las variables. Se supone que δ, π y θ no varían a lo largo de la vida de los individuos.

Derivando el tipo marginal de sustitución, se obtiene la condición de arbitraje a la que se añade el precio sombra de la restricción presupuestaria $\lambda(t)$ como (Meen, 2001: 46):

$$g(t) = R(t)/[(1 - \theta) i(t) - \pi + \delta - g^e/g(t) + \lambda(t)/\mu_d] \qquad [6]$$

donde $\dot{g}^e/g(t)$ representa la ganancia de capital-vivienda esperado.

Lo que significa que los beneficios en vivienda, representados por el alquiler imputado más una ganancia en vivienda neta de la depreciación, iguala a los beneficios después de impuestos de los activos alternativos ajustados por las restricciones de crédito existentes. Las restricciones existentes, pues, se descuentan en los beneficios que reportan a las familias el ser propietarias, y en sus precios en el momento actual.

Un enfoque alternativo considera que la cantidad de deuda hipotecaria es una decisión que se toma conjuntamente con la de compra de vivienda, por lo que no se puede especificar una sin la otra, definiéndose un sistema de ajuste simultáneo en el proceso de decisión de adquisición de una vivienda y de la solicitud de una cantidad de hipoteca deseada para su financiación (Ling y McGill, 1998). La demanda de deuda hipotecaria es una función de diferentes factores, incluyendo la cantidad de vivienda consumida, los ingresos periódicos, la riqueza no residencial acumulada por la familia, las características del sistema impositivo con tratamiento relevante para la vivienda y otras características de la familia. En cambio, la cantidad de vivienda consumida es una variable endógena que depende en parte de la cantidad de deuda hipotecaria deseada, pero también de otros muchos de los mismos factores que afectan a la demanda de hipotecas. Esta especificación controla por la simultaneidad entre la decisión de apalancamiento y cantidad de vivienda.

Sea *Hi* el valor corriente de la vivienda, *Mi* la cantidad total de deuda hipotecaria usada por la familia *i* para financiar *Hi,* y *M*i* muestra la cantidad de hipoteca deseada por la familia que puede no ser la misma que la observada. El modelo ajusta simultáneamente las siguientes ecuaciones:

$$H_i = \gamma_1 M^*_i + b'_1 X_{1i} + \mu_{1i} \qquad [7]$$

$$M^*_i = \gamma_2 H_i + b'_2 X_{2i} + \mu_{2i} \qquad [8]$$

y:

$$M_i \begin{cases} M^*_i & \text{si } M^*_i > 0 \\ 0 & \text{En los otros casos, siendo } i = 1....N \end{cases}$$

Los gammas son los parámetros estimados, b'_1 son los vectores de los coeficientes (fila) y X_{1i} es un vector de las variables explicativas del tamaño de las familias y las decisiones de consumo. b'_2 es el vector fila de coeficientes de la segunda ecuación y X_{2i} es el vector de las variables que explican la decisión del tamaño del crédito hipotecario. Las μ muestran los errores aleatorios y son variables normales bivariantes doblemente identificadas.

ANEXO 3

La relación entre financiación, ciclo residencial y precios en Europa

En este anexo se detalla el modelo empírico ajustado para los países de la Unión Europea, fuentes de información, período de análisis y resultados. La idea es obtener un modelo de relación entre endeudamiento hipotecario, ciclo residencial y precios en los países analizados, con el fin de identificar modelos de comportamiento similares, contrastar la sensibilidad que tiene la financiación a la vivienda ante los cambios en los precios y su responsabilidad para explicar los ciclos residenciales. El modelo que se ajusta, es:

$$V_i = \gamma_1 H_i + \mu_{1i} \quad [9]$$

$$H_i = \gamma_2 V_i + \mu_{2i} \quad [10]$$

$$H_i = \gamma_3 Pv_i + \mu_{3i} \quad [11]$$

$$H_i = \gamma_4 Rpr_i + \mu_{4i} \quad [12]$$

Ahora V son las viviendas, H el saldo vivo de crédito hipotecario, Pv son los precios residenciales reales en índice, Rpr es un indicador de riesgo en la evolución de los precios residenciales, los gammas son los parámetros estimados, y las μ muestran los errores aleatorios. Los subíndices i hacen referencia a los estados de la Unión Europea, aunque en el ajuste se han eliminado Luxemburgo, Portugal y Grecia por no disponer de la base de datos completa que permitiese la estimación. El período de análisis es 1987-2001, con datos anuales; la información disponible está organizada en forma de panel y contiene las variables que se detallan en el cuadro núm. A3.1.

Los ajustes de las ecuaciones se realizan por mínimos cuadrados generalizados con efectos fijos y coeficientes ponderados país a país, controlando por el tipo de interés en los ajustes. Los resultados aparecen en el cuadro núm. A3.2. Se han contrastado las relaciones en niveles, diferencias y logaritmos. El primero busca encontrar evidencia que refleje si los saldos hipotecarios evolucionan con relación con los precios residenciales o con la demanda de viviendas y cuál es la relevancia de ambas para explicar su nivel. En segundo lugar, la sensibilidad ante los cambios en cada una de las variables, calculando las elasticidades de respuesta existentes entre ellas. Por último, el ajuste con la medida del riesgo de evolución de la inflación de las viviendas contrasta cuál es la reacción del volumen de financiación ante cambios sustanciales en ellos. Se espera una reacción negativa ante los valores de la volatilidad, esto es, a mayores valores de esta última, la financiación a la vivienda se ajusta a la baja, lo que implicaría la existencia tácita de protección del sistema ante un riesgo de caída de precios y pérdida de cobertura de riesgo en el mercado hipotecario.

CUADRO NÚM. A3.1

VARIABLES, FUENTES Y DESCRIPCIÓN

VARIABLE	*DESCRIPCIÓN*	*FUENTE*	*PERÍODO*
VIVIN	Viviendas iniciadas	Eurostat, INE	1986-2001
PREC	Índice de precios reales de las viviendas	Banco Central Europeo (2003) y Ball (2003)	1986-2001
TI	Tipos de interés a largo plazo	INE	1986-2001
HIPO	Saldo vivo de deuda hipotecaria	Asociación Hipotecaria Española	1986-2001
INFL	Tasa de inflación en vivienda	Banco Central Europeo y Ball (2003)	1986-2001

CUADRO NÚM. A3.2

RESULTADOS DEL MODELO. PANEL DEL CICLO RESIDENCIAL Y FINANCIACIÓN EN EUROPA

(LOS AJUSTES SON CONTROLADOS POR LOS TIPOS DE INTERÉS)					*EFECTOS FIJOS*												*R2 AJUST.*	
Var. Dependiente	*Desfases*	*Hipo (-1)*	*d (hipo)*	*log (hipo)*	*BEL*	*ALE*	*ESP*	*FR*	*IR*	*IT*	*HOL*	*AUS*	*FIN*	*DIN*	*SUE*	*UK*	*coef. ponder.*	*coef. no ponder.*
Modelo 1. Viviendas = f (financiación)																		
Vivin	β	-0,00013			57,79	568,85	417,85	325,79	57,15	133,83	104,14	61,34	31,30	41,46	26,18	318,37	0,9	0,95
	t-stud	-3,925																
Log (vivin)	β			0,449	-0,97	0,04	0,69	-0,01	-0,37	-0,77	-1,19	0,17	-1,11	-1,87	-2,67	-0,50	0,99	0,98
	t-stud			5,513														
Log [d (vivin)]	β	(-4) (*)		1,374	-7,17	-22,81	20,11	-9,57	-13,06	-2,62	0,29	-20,83	-26,01	-19,71	-15,42	4,73	0,75	0,57
	t-stud			2,719														
		Vivin	*d (vivin)*	*log[d (vivin)]*														
Modelo 2. Financiación = f (viviendas)																		
Hipo	β	53,103			16451	493848	-38458	117857	-11672	-7603	17790	7869	8450	48373	77147	-5502	0,99	0,99
	t-stud	9,463																
D (hipo)	β		44,469		11907	174765	35858	-7683	13552	23974	48817	-4112	1197	28486	28003	182369	0,388	0,399
	t-stud		9,416															
Log (hipo)	β			0,186	10,56	14,24	12,16	12,03	11,87	12,04	11,74	9,43	10,07	12,14	11,22	14,47	0,99	0,95
	t-stud			5,459														
		prec	*D (prec)*	*Log (prec)*	*Log [d (prec)]*													
Modelo 3. Financiación = f (precios)																		
(Hipo)	β	0,249			21177	561204	-20639	152291	-8603	11978	40287	9809	12791	55716	78851	221163	0,99	0,98
	t-stud	5,854																
Log (hipo)	β			1,365	4,39	8,52	6,94	5,94	3,34	5,88	5,67	2,99	4,28	0,69	4,27	7,53	0,99	0,83
	t-stud			61,899														
	β	(-1)		1,416	4,12	8,13	6,58	5,73	3,70	5,45	5,73	2,26	4,57	-7,11	4,35	7,39	0,99	0,86
	t-stud			65,952														
Log [d (hipo)]	β	(-1)			0,295	10,45	16,09	-5,06	11,18	8,16	5,81	10,66	1,29	8,84	2,99		2,71	0,99	0,22
	t-stud				13,480													
		Vol	*D (vol)*	*Log (vol)*														
Modelo 4. Riesgo en la evolución de la inflación en vivienda (vol2)																		
(Hipo)	β	-393,581			22377	577922	-16822	155501	-5206	16531	42649	13306	19379	57695	82070	227057	0,99	0,99
	t-stud	-13,716																
Log (hipo)	β			-1,197	12,321	16,999	15,636	15,080	15,514	15,306	14,487	12,689	13,469	14,868	14,212	17,207	0,99	0,95
	t-stud			-8,061														

Han sido contrastados distintos desfases en los ajustes. Los resultados de los modelos desfasados son consistentes con los que aparecen en el cuadro.
Los resultados han sido filtrados por el contraste de heterocedasticidad de White y tienen errores standard y covarianza consistentes.
Hay que tomar los resultados con precaución, ya que los ajustes desvelan la existencia de relaciones de cointegración entre las variables que solo pueden ser identificadas con una mayor periodicidad de los datos. Por ello, es deseable el desarrollo de bases de datos homogéneas para identificar con mayor concreción estas relaciones.
(*) Este ajuste refleja la relevancia de los flujos de financiación en la actividad futura del mercado residencial, marcando el período de reacción desfasado.

Régimen tributario de la vivienda

José Antonio Antón Pérez

I. INTRODUCCIÓN

¿Es adecuado el actual régimen tributario de la vivienda para permitir al máximo número posible de ciudadanos el acceso a su uso de la forma menos costosa posible? ¿Influye, positiva o negativamente, sobre las posibilidades de compra o arrendamiento? No son estas preguntas a las que pueda darse una respuesta fácil y unívoca, ya que sobre la vivienda, como objeto tributario, incide un buen número de los impuestos que integran el sistema, de modo que el efecto fiscal se extiende —y se diluye— haciendo más difícil la formulación de opiniones fiables que puedan coadyuvar a la consecución de los deseables objetivos.

Antes, pues, de formular cualquier conclusión parece necesario hacer un breve resumen de la actual situación tributaria de la vivienda.

II. EL SISTEMA TRIBUTARIO ESTATAL Y AUTONÓMICO

A. La imposición directa

1. *La vivienda en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*

Dentro del actual Impuesto sobre la Renta, y en lo que respecta a los rendimientos del capital inmobiliario, han de distinguirse diferentes situaciones.

1) La primera es la relativa a la vivienda habitual. No determina imputación de renta en el Impuesto, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 71.1 de la Ley 40/1998, reguladora del impuesto.

De esta exclusión no se benefician, sin embargo, las segundas residencias, respecto de las cuales tendrá la consideración de renta imputada el 2 por 100 de su valor catastral, determinándose proporcionalmente al número de días que corresponda en cada período impositivo. Esta renta imputada se reduce al 1,1 por 100 cuando los valores catastrales hayan sido revisados o modificados y hayan entrado en vigor a partir de 1 de enero de 1994.

Para el supuesto de que los bienes carecieran de valor catastral o este no se hubiera notificado al titular, se tomará como base de imputación el 50 por 100 del valor por el que se hayan de computar en el Impuesto sobre el Patrimonio, al porcentaje del 1,1 por 100.

Dos observaciones parece prudente formular a estas normas.

La primera es la conveniencia de adecuar el contenido del art. 71 de la Ley del Impuesto sobre la renta a las modificaciones que se han introducido en la Ley reguladora de las Haciendas Locales, citada en dicho precepto, por la Ley 51/2002, así como por la Ley 48/2002, del Catastro Inmobiliario. Son, si se quiere, adecuaciones formales, pero que resultan necesarias para dar realidad al principio de transparencia de la legislación fiscal.

En segundo lugar, y esta es una observación de fondo, no resulta fácil de explicar, si no es por las consabidas razones recaudatorias, que se sigan imputando rentas por la mera tenencia de inmuebles que no constituyan vivienda habitual, basándose en la susceptibilidad de producción de renta, sin tener en cuenta el criterio de la comisión para el estudio y propuesta de medidas para la reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Dicha Comisión considera que «la imputación de rendimientos presuntos por bienes inmuebles no arrendados o subarrendados rompe el criterio de la renta realizada que debe inspirar

este impuesto en su nueva configuración, consistente en que únicamente se sujeten a tributación los ingresos y rendimientos de mercado, monetarios o en especie, efectivamente obtenidos» (1). Desgraciadamente, esta opinión no se incorporó al texto legal.

2) La segunda situación es la relativa a los rendimientos generados mediante arrendamiento o cesión de derechos de uso y disfrute. En este punto hay una novedad que parece haber pasado prácticamente inadvertida, en relación con la regulación anterior. Es ésta que, de acuerdo con la nueva norma, no será posible acreditar rendimientos del capital inmobiliario negativos, por cuanto «el importe máximo deducible por la totalidad de los gastos no podrá exceder de la cuantía de los rendimientos íntegros» (art. 21.1, *in fine*). En cambio, en la anterior legislación este límite sólo se refería a los intereses de capitales ajenos invertidos en la adquisición o mejora de los bienes [antiguo artículo 21.1, a)]. Nos encontramos así con una regla en cierta medida contradictoria con el incentivo que supone el nuevo apartado 2 de este art. 21, según el cual «en los supuestos de arrendamiento de bienes inmuebles destinados a vivienda, el rendimiento neto calculado con arreglo a lo dispuesto en el apartado anterior se reducirá en un 50 por 100». La ventaja de la reducción del rendimiento positivo se compensará, en la recaudación del tributo, con la no existencia, en ningún caso, de rendimientos negativos, lo que, aquí también, supone la ruptura del principio realista en la aplicación del impuesto.

3) En cuanto a las posibles ganancias de capital que se generen como consecuencia de la transmisión de la vivienda habitual, no puede dudarse de que el sistema español es generoso. En primer lugar, porque están exentas las ganancias que se pongan de manifiesto con ocasión de la transmisión por mayores de sesenta y cinco años de su vivienda habitual (art. 31.4. b). Además se excluye de tributación la ganancia patrimonial si el importe obtenido por la transmisión se reinvierte en la adquisición de una nueva vivienda habitual. Y, por otra parte, el régimen transitorio aplicable a las ganancias patrimoniales derivadas de elementos no afectos a actividades económicas, adquiridos con anterioridad al 31 de diciembre de 1994, supone, asimismo, una importante ventaja, en la medida en que reduce o anula la posible ganancia patrimonial. Por último, el tipo de gravamen es del 15 por 100 —9,06 (tipo estatal) más 5,94 (tipo autonómico)— cuando se trate de elementos patrimoniales adquiridos con más de un año de antelación a la fecha de transmisión.

4) Posiblemente la deducción en la cuota por inversión en vivienda habitual requiera un mayor espacio del que ahora podemos dedicarle. Es, sin duda, un incentivo ampliamente utilizado pese a que el mecanismo aplicativo es relativamente complejo y que, en el caso de las cuentas de ahorro-vivienda se desconoce el número de casos en los que no se hayan llegado a materializar y hayan determinado, en consecuencia, el ingreso de las cantidades deducidas en su día, más los correspondientes intereses de demora.

En cualquier caso, son muchas las dudas que suscita la eficacia práctica de este incentivo. En primer término, el fomento de la propiedad de la vivienda habitual supone un evidente freno a la movilidad geográfica de los trabajadores, y en este sentido parece que el apoyo debería dirigirse más al incremento de la oferta de viviendas de alquiler.

En segundo lugar, si se contempla la adquisición de la vivienda como una forma de ahorro, es claro que potenciarla fiscalmente supone, como señala la Comisión citada anteriormente, una «discriminación que influye negativamente sobre la neutralidad del impuesto y afecta a la asignación de recursos, no resultando recomendable desde el punto de vista económico» (2).

En tercer lugar, los fuertes incrementos del precio de la vivienda en los últimos años hacen dudar de quién sea el beneficiario efectivo de los incentivos fiscales: el comprador de las viviendas o el vendedor de éstas. En el informe sobre la reforma de la imposición personal sobre la renta y el patrimonio (3) se señala que «parece evidente que la preferencia de los españoles por la adquisición de una vivienda adecuada como residencia habitual es independiente de las medidas concretas de política tributaria», y se concluye que es de temer que una buena parte de estos incentivos se hayan materializado a través de un incremento del precio de la vivienda.

Nos encontramos así ante una cuestión en la que, si primara la eficacia y la racionalidad, parece que sería aconsejable reducir paulatinamente el beneficio fiscal en la medida en que se consiga abaratar, o al menos congelar, los precios de la vivienda. Lo que importa, pues, no es arbitrar medidas fiscales que apoyen al comprador por la vía del Impuesto sobre la Renta, sino actuar sobre la oferta, haciendo más atractivo el alquiler de las viviendas y tratando de que su precio las haga más accesibles. La promoción de vivienda pública, las actuaciones urbanísticas aumentando el suelo edificable disponible, un adecuado comportamiento de los ayuntamientos no utilizando el suelo como fuente de ingresos, podrían ser medidas más útiles para la consecución de una política de vivienda satisfactoria. Dicho esto, ha de subrayarse que la actuación de las autoridades fiscales ha de ir acompasada con este otro tipo de actuaciones, pues la supresión, pura y simple, del beneficio fiscal suscitaría una reacción muy negativa por parte de los contribuyentes.

2. *El Impuesto sobre Sociedades. Novedades recientes*

El Real Decreto-ley 2/2003, de 25 de abril, de medidas de reforma económica, introduce un nuevo régimen especial en el Impuesto sobre Sociedades para las entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas. El propósito declarado en la exposición de motivos del Decreto-ley es «estimular el mercado inmobiliario de viviendas en alquiler y dar respuesta a la necesidad social de contar con un parque de viviendas en alquiler, hoy muy limitado».

Tramitándose actualmente como proyecto de ley por el procedimiento de urgencia (*B.O.C.G.,* Congreso de los Diputados, VII legislatura, Serie A: proyectos de ley, 16 de mayo de 2003, núm. 149-1), las notas y observaciones siguientes quedan sometidas a las posibles modificaciones que, durante la tramitación parlamentaria, se introduzcan en el texto.

En primer lugar, debe observarse que sólo pueden acogerse al régimen especial aquellas sociedades que tengan por objeto social exclusivo el arrendamiento de viviendas situadas en territorio español, exclusividad que será compatible con la inversión en locales de negocios y plazas de garaje para su arrendamiento, siempre que su valor contable conjunto no exceda del 20 por 100 del de las inversiones en viviendas de la entidad. Esta limitación supone una primera dificultad para la puesta en marcha del incentivo, pues previsiblemente serán muy pocas, si alguna, las sociedades existentes que cumplan este primer requisito. Pero, además, concurren otros condicionantes.

1) El número de viviendas que han de ser arrendadas u ofrecidas en arrendamiento no puede ser inferior a diez.

2) Al menos un tercio de las viviendas arrendadas han de incorporar en el contrato de arrendamiento una opción de compra a favor del arrendatario, con lo que se muestra la preferencia del legislador por potenciar, incluso en estos supuestos, la adquisición de las vivienda, lo que no deja de ser, en cierto modo, un contrasentido.

3) Si las viviendas no están calificadas como de protección oficial o declaradas protegidas, habrán de adquirirse por la sociedad a valor de mercado, no deberán tener una antigüedad superior a tres años y su superficie no habrá de exceder de 110 metros cuadrados.

4) Se fijan, además, límites para la actualización de la renta y para el ejercicio del derecho de opción.

5) En el caso de viviendas calificadas como de protección oficial o declaradas protegidas, existen ciertas variaciones en el régimen del derecho de opción.

El beneficio fiscal consiste, en primer término, en una bonificación del 85 por 100 de la parte de la cuota íntegra que corresponda a las rentas derivadas del arrendamiento o de la transmisión de las viviendas, siempre que, en este ultimo caso, hayan estado arrendadas durante los plazos que prevé la norma y que el importe se reinvierta en otras viviendas que cumplan los requisitos ya señalados.

El beneficio fiscal se eleva al 97 por 100 cuando, adicionalmente, se cumplan los siguientes requisitos:

a) Si las viviendas no son de protección oficial o declaradas protegidas, que la renta anual no exceda del 4 por 100 del precio legal máximo de venta de las viviendas protegidas en arrendamiento y que la opción de compra sea ejercitable en el plazo máximo de dos años contados a partir de los cinco posteriores al inicio del arrendamiento.

b) En el caso de viviendas de protección oficial o declaradas protegidas, basta con el cumplimiento del requisito anterior referido a la opción de compra.

c) En el supuesto de transmisión de las viviendas, deberán haber estado arrendadas al menos cinco años, tratándose de no calificadas como de protección oficial o declaradas protegidas, o el plazo que exige la normativa de las de protección oficial para poderlas ofrecer en venta a los arrendatarios, en el supuesto de viviendas de este tipo; el importe obtenido deberá reinvertirse en el plazo de un año.

La renta bonificable está integrada para cada vivienda por el ingreso íntegro obtenido, minorado en los gastos directamente relacionados con la obtención del ingreso y en la parte de los gastos generales que correspondan proporcionalmente a dicho ingreso.

Dos notas más completan el régimen: *a)* las bonificaciones del 85 ó 97 por 100 son incompatibles entre sí para las mismas rentas y se practicarán una vez aplicadas las restantes bonificaciones que se prevén en la normativa reguladora del impuesto, y *b)* a los socios de estas entidades no les son de aplicación las deducciones para evitar la doble imposición para los casos de distribución de beneficios y transmisión de las participaciones.

Como puede observarse, el nuevo régimen especial no resulta sencillo. Cierto que las bonificaciones son generosas, pero es también evidente que no será fácil conseguir el cumplimiento cabal de los requisitos exigidos.

3. *Vivienda e impuesto sobre el patrimonio*

La fórmula utilizada por la vigente Ley del Impuesto sobre el Patrimonio para computar el valor de las viviendas constituye un claro ejemplo de discriminación y de tratamiento no igualitario. En efecto, la regla general es que los bienes inmuebles se computen por el mayor de los tres siguientes valores: el valor catastral, el valor comprobado por la Administración a efectos de otros tributos o el precio, contraprestación o valor de adquisición.

Esto significa que las viviendas recién adquiridas tienen un valor a efectos patrimoniales mucho mayor que las que estuvieran en poder del contribuyente con anterioridad, dado el fuerte desfase existente entre los precios actuales y las valoraciones catastrales. Estas diferencias de tratamiento no quedan salvadas por la exención para la vivienda habitual hasta un importe máximo de 150.253,03 euros. La situación se agrava si, además, tenemos en cuenta las importantes diferencias de precios de los inmuebles según su localización geográfica.

Son claras las dificultades para conseguir un tratamiento fiscal, si no justo, al menos equilibrado. Posiblemente, en este caso tendría que renunciarse a la obtención de ingresos y limitar el papel del impuesto sobre el patrimonio a su primitivo objetivo de control, utilizando en todo caso, y exclusivamente, el valor catastral a efectos del cómputo del bien en la base imponible. Es conveniente recordar que, como es bien conocido, fue precisamente la inadecuada valoración de los bienes inmuebles lo que impulsó al Tribunal Constitucional alemán a exigir de su gobierno la revisión del Impuesto sobre el Patrimonio.

B. La imposición indirecta

Si, como acabamos de ver, la imposición directa muestra buen número de aspectos susceptibles de crítica, la situación no difiere demasiado cuando pasamos al ámbito de la imposición indirecta; es decir, a los tributos que recaen sobre el tráfico inmobiliario. Y ello es así por varias razones.

En primer lugar, porque hay que determinar en cada caso qué impuestos son los aplicables, puesto que pueden ser tanto el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales como el Impuesto sobre el Valor Añadido, y en este último caso, además, el Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados.

Así, el apartado 5 del art. 7 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados determina que no estarán sujetos al concepto «transmisiones patrimoniales onerosas» las operaciones que enumera el propio artículo cuando sean realizadas por empresarios o profesionales en el ejercicio de su actividad empresarial o profesional y, en cualquier caso, cuando constituyan entregas de bienes o prestaciones de servicios sujetas al Impuesto sobre el Valor Añadido. Y ello con la excepción de que gocen de exención en dicho impuesto. Claro está que, en el supuesto de sujeción al Impuesto sobre el Valor Añadido será también de aplicación el Impuesto de Actos Jurídicos Documentados.

En cuanto al Impuesto sobre el Valor Añadido, está sujeta la primera entrega de las edificaciones realizadas por el promotor, pero la ley faculta a los sujetos que realicen segundas y sucesivas entregas de edificaciones exentas a renunciar a la exención para evitar las consecuencias de la ruptura de la cadena de las deducciones, siempre que el adquirente sea, a su vez, un sujeto pasivo del Impuesto sobre el Valor Añadido que actúe en el ejercicio de sus actividades empresariales o profesionales y tenga derecho a la deducción total del impuesto soportado en las correspondientes adquisiciones.

Este complejo tratamiento tributario se ve, además, comprometido por la atribución de facultades normativas a las comunidades autónomas en lo que al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales se refiere, ya que pueden regular el tipo de gravamen de las transmisiones de bienes y, asimismo, las deducciones y bonificaciones de la cuota. Y todavía más, cualquier actuación que se pretenda realizar en el ámbito del Impuesto sobre el Valor Añadido puede tropezar con la rigidez que impone a nuestro ordenamiento la armonización comunitaria y el sometimiento a los principios y reglas que emanan de las directivas que se han ocupado de dicha armonización.

III. EL IMPACTO DE LA HACIENDA LOCAL

La ley 51/2002, de 27 de diciembre, de reforma de la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, Reguladora de las Haciendas Locales contiene una nueva regulación del tributo local por excelencia, el Impuesto sobre Bienes Inmuebles, y también ha afectado de manera sustancial al Impuesto sobre el Incremento de Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana. Asimismo ha sido modificado el Impuesto sobre Construcciones, Instalaciones y Obras, que, junto a los anteriores, forma el bloque fundamental de los tributos que gravan, de una u otra forma, la vivienda y el suelo urbano.

En lo que se refiere al Impuesto sobre Bienes Inmuebles, la nueva regulación acoge recomendaciones formuladas por la Comisión para el estudio y propuesta de

medidas para la reforma de la financiación de las haciendas locales (4). Las líneas esenciales del tributo, básico en la financiación de las haciendas locales, no varían de modo sensible. Continúa siendo un impuesto sobre el patrimonio inmobiliario cuya base se determina por vía catastral. En este sentido, la nueva Ley del Catastro Inmobiliario continúa teniendo un sentido básicamente fiscal, y es de esperar que contribuya de manera efectiva a coordinar la valoración inmobiliaria en todo el territorio nacional.

Quizá las novedades más significativas se encuentren en la mayor capacidad normativa que se atribuye a las entidades locales, en cuanto a la posibilidad de imponer un recargo de hasta el 5 por 100 de la cuota líquida sobre los inmuebles de uso residencial que se encuentren desocupados de modo permanente. Esta norma recuerda el desaparecido Impuesto sobre Solares sin Edificar, en el sentido de que se pretende, por la vía tributaria, incentivar la incorporación al mercado, mediante su enajenación o su arrendamiento, de viviendas «ociosas». Como quiera que las experiencias anteriores en este sentido no pueden calificarse de excesivamente positivas, parece necesario guardar una prudente reserva respecto de la efectividad de esta medida para la consecución del objetivo deseado.

En el mismo sentido, la posibilidad de una bonificación de hasta el 90 por 100 de la cuota íntegra del impuesto a favor de los sujetos pasivos que sean titulares de familia numerosa puede considerarse un incentivo más aparente que real. Incentivo cuya finalidad ni siquiera es clara, pues puede entenderse como una medida bien para proteger el incremento de la natalidad o bien para beneficiar el acceso a la propiedad de la vivienda.

En cuanto al Impuesto sobre el Incremento de Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana, el informe antes citado recoge, con acierto, las críticas que se han venido formulando a este tributo. Aunque aparentemente parezca sólida su justificación —que la comunidad se beneficie de las plusvalías que la propiedad obtiene por la acción urbanística de los entes públicos—, no deja de ser cierto que, muchas veces, la plusvalía obedece también al esfuerzo económico de los propietarios. Asimismo, las plusvalías quedan gravadas por los impuestos directos sobre la renta, ya de personas físicas, ya de sociedades, sin que la nueva ley haya tenido en cuenta ninguna de estas circunstancias. No se permite, como sugería la comisión redactora del informe, que se minore el incremento de valor en las contribuciones especiales y en las mejoras realizadas por los propietarios (5), ni se articula ninguna conexión entre la imposición sobre la renta y el tributo local (6). En este aspecto, ha de reconocerse que la falta de atención a las opiniones de la Comisión resulta decepcionante.

Por último el Impuesto sobre Construcciones, Instalaciones y Obras, que se añade a las correspondientes licencias de obras o urbanísticas, no ha variado esencialmente su estructura. La reforma se ha limitado al esclarecimiento de algunos aspectos que la práctica del tributo había presentado como polémicos. Así, por ejemplo, en cuanto a la determinación de la base imponible, la inclusión o no de los honorarios profesionales o el beneficio empresarial, que ahora se excluyen expresamente para determinar el coste material de la construcción, instalación u obra.

Ha de señalarse asimismo la mayor libertad de que gozan los ayuntamientos en la fijación del tipo de gravamen, que ahora es libre, con el límite máximo del 4 por 100, sustituyéndose la tabla anterior que fijaba el tope máximo en función del numero de habitantes del municipio.

IV. A MODO DE RECAPITULACIÓN

El rápido repaso de nuestro sistema tributario en cuanto a la fiscalidad de la vivienda permite formular algunas observaciones.

La primera es la necesidad de reconsiderar el tratamiento que reciben los bienes inmuebles en el Impuesto sobre el Patrimonio. Es éste un tributo que viene recibiendo críticas desde hace tiempo y cuya supresión es una posible alternativa que, quizá, venga más dificultada por su atribución a las comunidades autónomas que por razones de fondo. Su primitiva función de control se ha difuminado con el tiempo y tampoco parece ser un instrumento recaudatorio importante. Y, sobre todo, la disparidad de trato subrayada en el texto, en lo que a los inmuebles se refiere, resulta flagrante.

En segundo lugar, la coordinación entre el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y el Impuesto sobre el Valor Añadido genera problemas aplicativos que no han quedado resueltos. No es el menor las distintas posibilidades de fraude que brindan los dos tributos señalados. Frente a la fácil posibilidad de comprobar los valores declarados en el impuesto que grava el tráfico civil, resulta mucho más complicado discrepar del precio que ha de tomarse en el Impuesto sobre el Valor Añadido.

En tercer lugar, la Hacienda local, por tradición, por la visibilidad del objeto tributario y por la facilidad de recaudar estos impuestos, garantizados en su cobro por el propio inmueble, atiende de manera quizá excesiva a la riqueza inmobiliaria, sin coordinar su actuación con la del Estado, especialmente cuando ambos gravan plusvalías.

Parece claro, sobre todo, que el efecto del sistema tributario no es el más importante sobre el mercado de la vivienda. Ha de reiterarse que una política adecuada para resolver los graves problemas que hoy se plantean, especialmente a los jóvenes, ha de atender no sólo al precio de la vivienda para su compra, sino también a fomentar las posibilidades del arrendamiento, que no parecen suficientemente explotadas.

NOTAS

(1) *Informe para la reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas,* Comisión para el estudio y propuesta de medidas para la reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, febrero de 1998: 102.

(2) Informe citado: 145.

(3) *Informe sobre la reforma de la imposición personal sobre la renta y el patrimonio,* Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, junio de 1990, IEF: 96-97.

(4) *Informe para la reforma de la financiación de las Haciendas Locales,* Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Hacienda, Secretaria de Estado de Hacienda, Madrid, 2002.

(5) Pág. 90 del citado informe.

(6) Pág. 90 del citado informe.

Precios de la vivienda en España: evolución y factores explicativos

Jorge Martínez Pagés
M.ª de los Llanos Matea Rosa (*)

I. INTRODUCCIÓN

En los últimos cinco años, los precios de la vivienda en España han crecido de forma muy importante. Esto ha tenido lugar en un contexto en el que el aumento de la renta disponible de los hogares y del empleo, la inmigración y los reducidos niveles de los tipos de interés han estimulado la demanda de viviendas, haciendo de la construcción el sector más dinámico de la economía española y propiciando un fuerte aumento de la financiación hipotecaria. En estas circunstancias, los movimientos en los precios de la vivienda resultan particularmente relevantes, no sólo por su potencial impacto sobre las cuentas de resultados de las entidades de crédito que han venido financiando dicha expansión, sino también por sus implicaciones sobre las decisiones de gasto de los hogares y sobre la propia actividad de la construcción. Así, el incremento en el número de viviendas y el aumento en sus precios han supuesto una mayor riqueza para los hogares españoles, que ha contribuido a sostener sus niveles de gasto, pero también un aumento de su endeudamiento y, por tanto, de su sensibilidad a movimientos en los tipos de interés, la renta y los propios precios de la vivienda.

El objetivo de este trabajo es contribuir a entender qué elementos están detrás de la evolución de los precios de la vivienda en España. Para ello, se revisan tanto los determinantes teóricos de aquélla como la evolución reciente de éstos en nuestro país. El análisis muestra que el aumento de los precios de la vivienda en los últimos años responde, ante todo, a un fuerte impulso de la demanda, resultado de la conjunción de diversos elementos expansivos derivados tanto de la evolución demográfica como de la económica y del mercado de financiación a la vivienda. No obstante, la rigidez en la oferta de viviendas, y de suelo en particular, constituye un elemento explicativo esencial de la evolución alcista de los precios, tanto a corto como a medio y largo plazo.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. A continuación, en el apartado II, se describe la evolución de los precios de la vivienda en España, tanto en términos generales como por tipo de vivienda, en relación con lo ocurrido en otros países y con el precio de los alquileres. Posteriormente, en el III, se analiza el efecto de los cambios demográficos y la evolución del parque de viviendas por tipología. Los apartados IV y V repasan, respectivamente, los determinantes teóricos de la demanda y de la oferta. Finalmente, el apartado VI analiza la evolución de estos determinantes, prestando especial atención a los últimos años, y el VII resume las principales conclusiones.

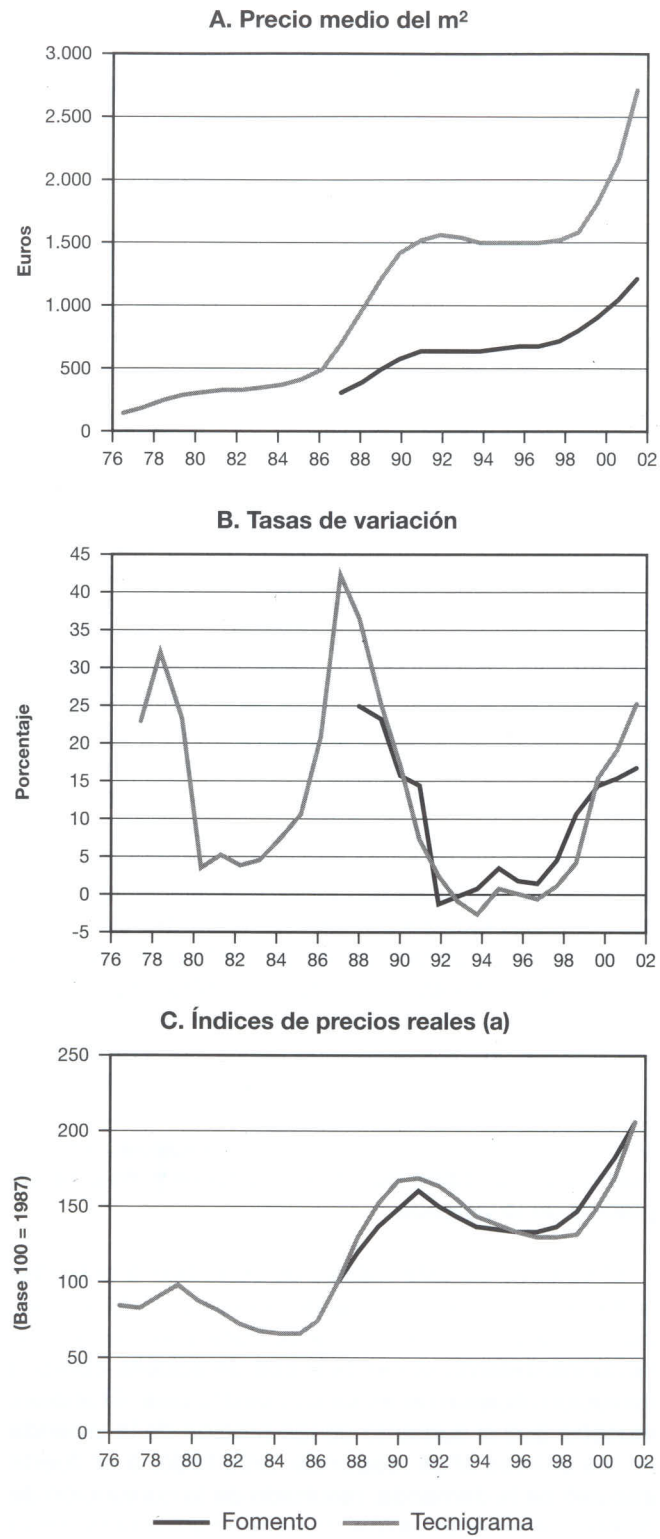
II. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

Como medida del precio de la vivienda en España, se utilizan dos fuentes de información: la estadística del precio medio del metro cuadrado elaborada por el Ministerio de Fomento a partir de las tasaciones realizadas en todo el territorio español (Ministerio de Fomento, 2000) y los datos de precios medios del metro cuadrado de las viviendas de nueva construcción, en oferta, en el municipio de Madrid, recogidas por la sociedad Tecnigrama (2002). En este segundo caso, la información disponible se refiere exclusivamente al municipio de Madrid, pero tiene la ventaja de contener información desde 1976, lo que permite analizar un período histórico mucho más largo, si bien con una periodicidad inferior (datos anuales hasta 1990 y semestrales desde entonces). Aunque ninguna de las dos series corrige por otras diferencias en las características de las viviendas, distintas del tamaño, que pueden incidir sobre su precio (1), cabe esperar que reflejen aproximadamente las tendencias principales a lo largo del tiempo (2).

Las dos series se recogen en el gráfico 1. En él puede observarse cómo estas difieren en el nivel, pero no en la evolución, mostrando ambas una tendencia creciente tanto en términos nominales como reales. En el período total de 26 años considerado, el precio relativo de la vivienda en relación con la cesta de consumo recogida en el IPC se ha algo más que duplicado. Ahora bien, ese crecimiento no es homogéneo en el tiempo. A períodos de crecimiento intenso (1977-1979, 1986-1991 y 1998-2002) les siguen períodos de crecimiento moderado, e incluso estancamiento. Cabe destacar que si bien en términos reales existen períodos de crecimiento negativo, las caídas de precios en términos nominales son prácticamente inexistentes a nivel agregado. Entre 1997 y 2002, los precios se incrementaron un 78 por 100 en términos nominales y un 55 por 100 en términos reales, cifras todavía inferiores a las registradas en el ciclo expansivo anterior de finales de los ochenta, pero entre las más elevadas registradas en los últimos años en los países desarrollados (véase más adelante).

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA



(a) Deflactados por el IPC.

Fuentes: Ministerio de Fomento y Tecnigrama.

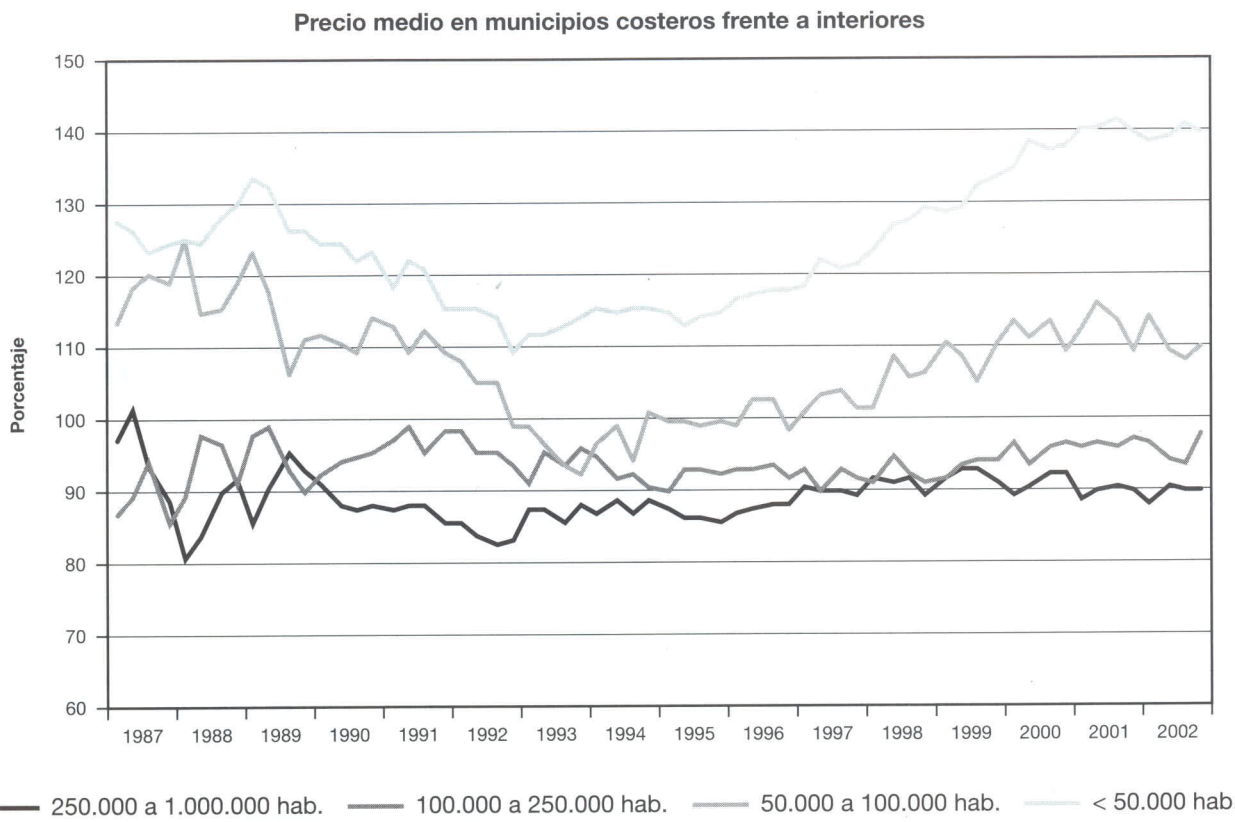
1. Precios de la vivienda según sus características

La información del Ministerio de Fomento permite además analizar la evolución de los precios medios de las viviendas según su antigüedad, localización y tamaño del municipio en que se ubican. Así, se constata la existencia, en general, de una relación positiva entre el tamaño del municipio y el precio medio de las viviendas (3). Los precios más elevados se observan en Madrid y Barcelona (incluyendo sus respectivas áreas de influencia). Adicionalmente, la diferencia de precios entre las grandes ciudades y los municipios de menos de 20.000 habitantes se ha ido ampliando con el tiempo, especialmente durante los períodos de mayor crecimiento de los precios, lo que puede deberse a la mayor escasez relativa de suelo en las primeras frente a los segundos. Este mayor valor de las viviendas en los grandes centros urbanos explicaría parte del crecimiento tendencial del precio medio de la vivienda en España, pero no su totalidad, ya que los precios medios en los municipios de menos de 20.000 habitantes muestran también una tendencia creciente en términos reales, que ha supuesto un aumento de los mismos de un 70 por 100 entre 1987 y 2002, y de un 36 por 100 en relación con la renta disponible media de los hogares en ese mismo período.

En relación con las diferencias entre municipios costeros e interiores, cabría esperar que el efecto del turismo de costa se tradujese en mayores precios medios de la vivienda en los primeros frente a los segundos. No obstante, en el caso de los grandes municipios, este efecto puede estar enmascarado por otros factores. Los datos del gráfico 2 corroboran estas presunciones. Para los municipios costeros de menos de 100.000 habitan-

GRÁFICO 2

PRECIO MEDIO DEL m² DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA



Fuente: Ministerio de Fomento.

tes existe una prima frente a los municipios interiores de tamaño equivalente, que crece cuanto menor es el municipio en consideración. Dicha prima aumenta entre 1987 y 1989, cae hasta 1993 y vuelve a crecer de manera continua desde entonces hasta 2001-2002, en que tiende a estabilizarse en torno a los valores máximos alcanzados, de aproximadamente un 40 por 100 en el caso de los municipios de menos de 50.000 habitantes. Esta prima refleja, principalmente, los efectos de la demanda de residencias secundarias.

Por su parte, la evolución de los precios de la vivienda por provincias está muy relacionada con los factores anteriormente mencionados, es decir, con el peso de las grandes ciudades y del turismo en cada provincia. Adicionalmente, en el caso de las provincias vascas o de algunas ciudades, como sucede con Barcelona, a estos factores habría que añadir la orografía del terreno, que limita la disponibilidad de suelo para edificar en determinadas zonas. Con datos del último trimestre de 2001, los precios medios más caros del metro cuadrado se observaban en las tres provincias del País Vasco, Madrid, Barcelona e Illes Balears, mientras que las más baratas eran las de Badajoz, Lugo, Jaén, Cáceres y Ciudad Real (véase la parte superior del gráfico 3). Como ya se ha señalado, en los últimos años se ha asistido a un encarecimiento notable de los precios de la vivienda. Así, entre los últimos trimestres de 1996 y 2001 los precios se han más que doblado en las Illes Balears y Álava, mientras el crecimiento acumulado ha sobrepasado el 75 por 100 en las dos provincias de las Islas Canarias, las otras dos provincias vascas, Málaga, Barcelona y Alicante (véase la parte inferior del gráfico 3), poniendo nuevamente de manifiesto la importancia de los municipios turísticos en la actual etapa expansiva de los precios de la vivienda.

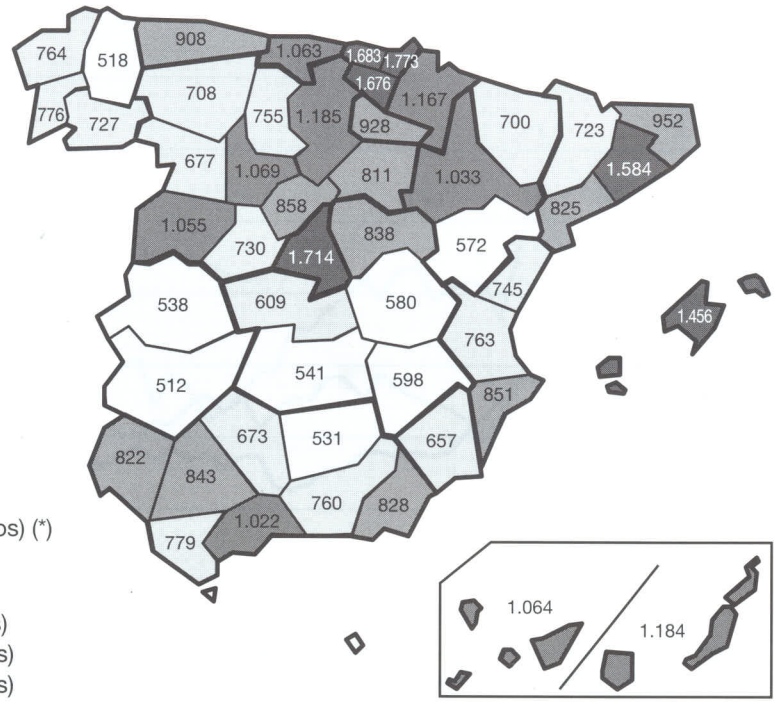
2. Comparación internacional

Con las cautelas en mente derivadas de los problemas de comparabilidad de la información, en el gráfico 4 se representa la evolución de los precios reales de la vivienda (del suelo residencial, en el caso de Japón) en un conjunto de países desarrollados (4). Cabe destacar la existencia, en general, de una tendencia

GRÁFICO 3

PRECIO DE LA VIVIENDA

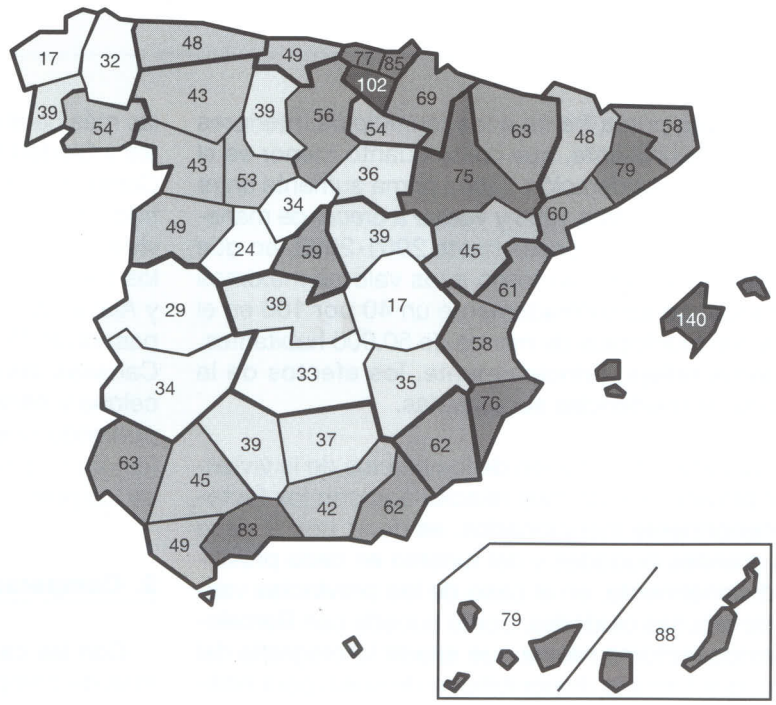
Nivel de precios: cuarto trimestre de 2001



Precio medio del metro cuadrado (euros) (*)

- De 500 a 600 (10 provincias)
- De 600 a 800 (16 provincias)
- De 800 a 1.000 (11 provincias)
- De 1.000 a 1.200 (9 provincias)
- De 1.200 a 1.800 (6 provincias)

Crecimiento de los precios entre el cuarto trimestre de 1996 y el cuarto trimestre de 2001 (%)



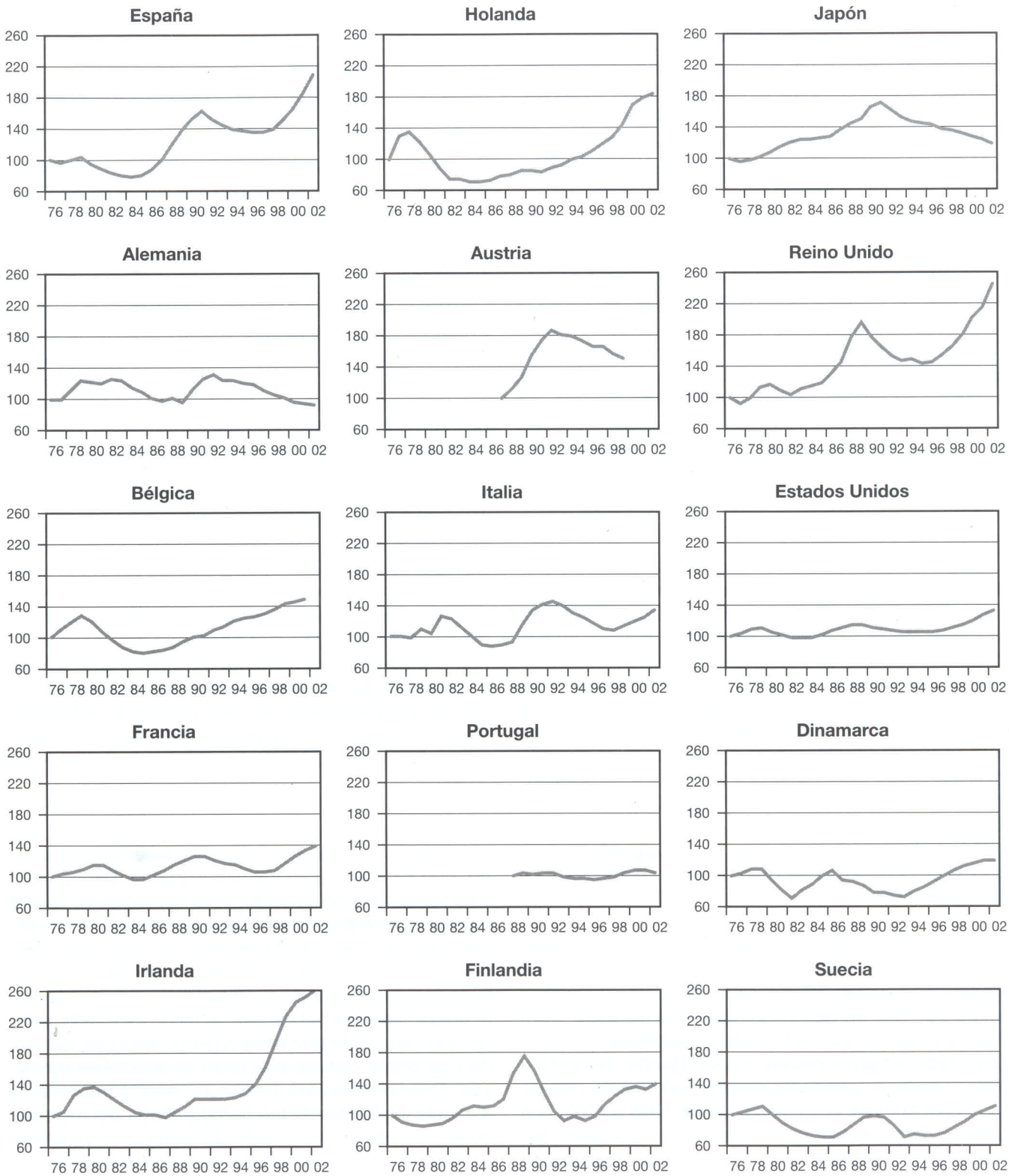
Porcentaje total de crecimiento (*)

- De 15 a 35 (8 provincias)
- De 35 a 40 (8 provincias)
- De 40 a 55 (13 provincias)
- De 55 a 75 (11 provincias)
- De 75 a 95 (8 provincias)
- De 95 a 140 (2 provincias)

(*) Entre paréntesis se indica el número de provincias que pertenecen a cada estrato.
Fuente: Ministerio de Fomento.

GRÁFICO 4

ÍNDICES DE PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA.
PRIMERA OBSERVACIÓN DISPONIBLE = 100



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, Ministerio de Fomento y Tecnigrama y elaboración propia.

creciente a largo plazo. Es decir, en el largo plazo, los precios de la vivienda tienden a crecer en relación con el precio de la cesta de consumo típica. No obstante, mientras que en algunos países esta tendencia alcista es muy clara (por ejemplo, en Holanda, Irlanda o el Reino Unido), en otros es nula o apenas perceptible (por ejemplo, en Alemania, Dinamarca o Suecia) (5). España se situaría entre los países con un mayor crecimiento, con una tasa media anual en términos reales en los últimos 26 años del 2,9 por 100, frente a, por ejemplo, una media anual de crecimiento real a largo plazo del 0,4 por 100 en Suecia, del 3,5 por 100 en el Reino Unido y del 3,8 por 100 en Irlanda (6).

Los precios de la vivienda muestran también fluctuaciones muy importantes, en algunos casos con signos de la posible existencia de burbujas. La segunda mitad de los ochenta es un período en particular en el que los precios reales de la vivienda tienden a crecer fuertemente en la mayoría de los países, incluyendo España. Cabe destacar, no obstante, la importancia del aumento de precios en España en dicho período. En términos reales, entre 1984 y 1991, los precios medios de la vivienda en España habrían aumentado un 106 por 100, frente al 100 por 100 en Finlandia (entre 1980 y 1989) o al 90 por 100 en el Reino Unido (entre 1982 y 1989).

Estos períodos de fuerte crecimiento de los precios tienden a ir seguidos de períodos de corrección. En el caso de la etapa expansiva de la segunda mitad de los ochenta, dicha corrección fue particularmente importante en Finlandia, en donde los precios cayeron un 47 por 100 en términos reales (38 por 100 nominal) entre 1989 y 1993. En España, la corrección en términos nominales fue prácticamente nula, siendo del 17 por 100 en términos reales, pero a lo largo de un período dilatado (1992-1997), en el que los precios de la vivienda crecieron sistemáticamente por debajo de la inflación. Otros países en los que el ajuste de precios en términos reales fue importante son el Reino Unido, Suecia y Austria, con caídas de precios reales de en torno al 20-25 por 100.

En los últimos años, los precios de la vivienda han vuelto a registrar subidas importantes en numerosos países. En España, en concreto, se han incrementado un 55 por 100, en términos reales acumulados, entre 1997 y 2002. No obstante, este aumento es inferior al registrado en otros países, como Irlanda, Holanda y Reino Unido, en donde los precios han crecido más de un 70 por 100 real acumulado, desde 1995 a 2002. Los últimos datos muestran una clara desaceleración del crecimiento de los precios en los dos primeros países, pero no así en el Reino Unido ni en España, donde las tasas de crecimiento en términos reales siguen siendo superiores al 10 por 100.

3. Precio de la vivienda y alquiler

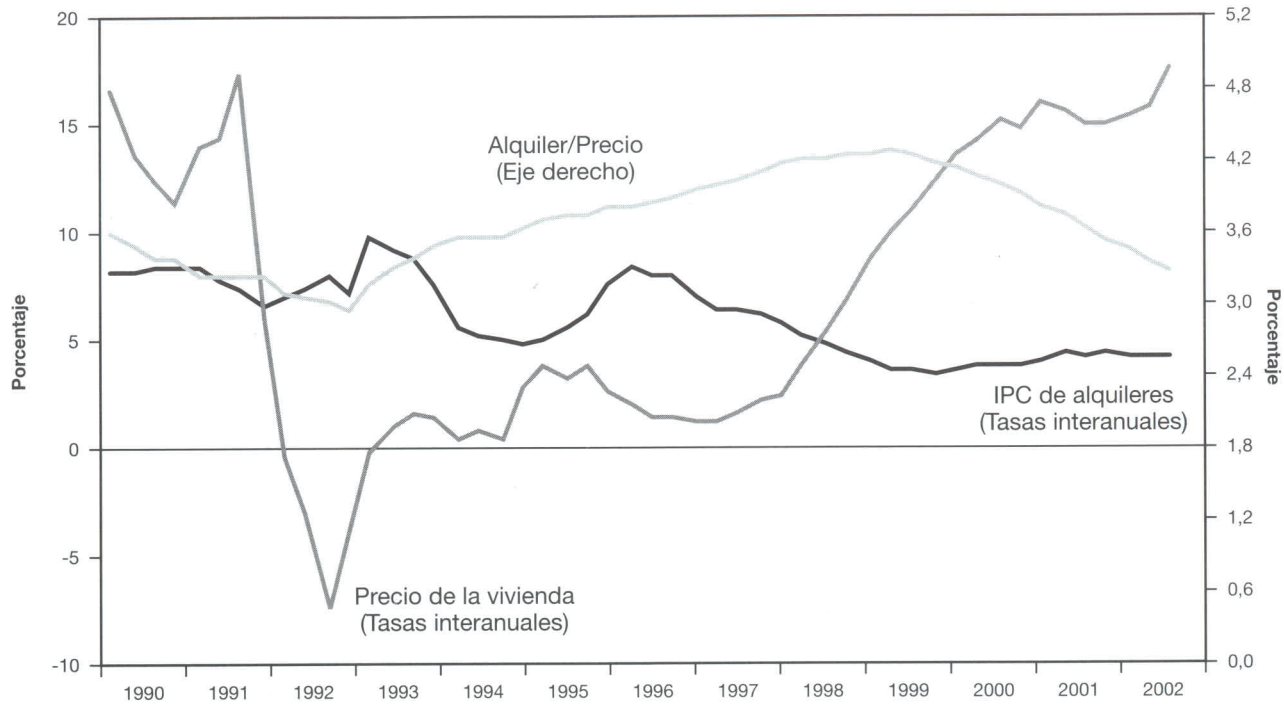
Como se explica más adelante, el precio de las viviendas está relacionado con el nivel de los alquileres, tanto porque el alquiler y la compra son dos formas sustitutivas de adquisición de servicios de alojamiento (vivienda) como porque el alquiler constituye parte de la rentabilidad de la inversión en vivienda. En consecuencia, tiene sentido analizar cómo ha evolucionado la relación entre ambas variables en España. Aunque no existen datos sobre la evolución del valor medio de los alquileres en España, éste puede estimarse aproximadamente a partir del número de viviendas en alquiler, del gasto en alquileres de la Encuesta de Presupuestos Familiares y de la evolución del componente de alquileres en el IPC.

Utilizando dichas fuentes, el gráfico 5 muestra la evolución de la ratio alquiler/precio medio de la vivienda, así como el crecimiento de los alquileres y el de los precios, desde 1990. La evolución de los alquileres está muy influida por los diversos cambios habidos en su regulación (véase más adelante), pero, en cualquier caso, muestra una evolución más estable que la de los precios de la vivienda, debido a las peculiaridades de este mercado (7). En consecuencia, la ratio alquiler/precio (interpretable como la rentabilidad bruta de la vivienda por alquiler) tiende a disminuir en los períodos de auge inmobiliario. En concreto, entre 1998 y 2002, dicha ratio se reduce aproximadamente un punto porcentual, volviendo a situarse en los niveles mínimos en torno al 3 por 100 alcanzados en el punto álgido del ciclo anterior (8). Habría que señalar, no obstante, que las rentabilidades de inversiones alternativas a la vivienda, en el contexto actual de tipos de interés reales y nominales, se sitúan también claramente por debajo de las existentes a principios de los noventa.

En resumen, los precios de la vivienda en España muestran una marcada tendencia creciente en el tiempo, que se acentúa en los últimos años. Dicho crecimiento, aunque no es totalmente homogéneo, resulta bastante generalizado en lo que se refiere a los distintos tipos de vivienda existentes y, por otro lado, destaca por su intensidad en términos comparativos con la evidencia internacional. Resulta, por tanto, relevante preguntarse por las causas de dicha evolución, entre las que cabe distinguir entre determinantes de demanda y de oferta, que se analizarán en secciones sucesivas. Previamente, sin embargo, resulta interesante explorar los fundamentos demográficos del mercado de la vivienda y la evolución del parque de viviendas en España, para lo cual se hace uso extensivo de la información, recientemente publicada por el INE, de los censos de población y de viviendas de 2001 (véase INE, 2003).

GRÁFICO 5

IPC DE ALQUILERES Y PRECIO DE LA VIVIENDA



Fuentes: Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

III. EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE HOGARES Y DE VIVIENDAS

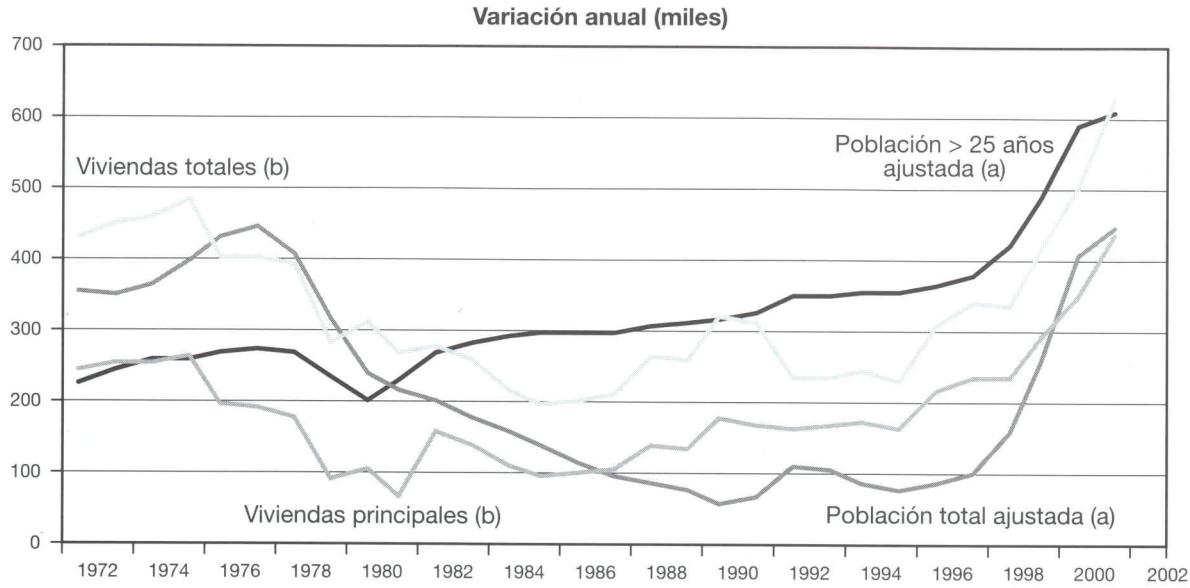
1. Número de hogares

La población española ha registrado cambios muy importantes en los últimos treinta años. Sin duda, los más significativos han sido la caída de la tasa de natalidad, el incremento de la esperanza de vida y, más recientemente, el aumento de la inmigración. Así, después del crecimiento de la natalidad en los años sesenta y primera mitad de los setenta (período conocido como *baby boom*), la tasa de natalidad descendió notablemente, de manera que en solo veinte años se redujo en algo más de la mitad, situándose desde 1981 por debajo del nivel de reposición. El mínimo histórico se produjo en 1998, año en el que el número medio de hijos por mujer fue de 1,16. Desde entonces, y gracias a la inmigración, se observa una ligera recuperación. Por otro lado, la población es cada vez más longeva, ya que la esperanza de vida al nacer ha aumentado en 5,4 años desde 1975 a 1998 y, desde mediados de los noventa, se observa una creciente entrada de inmigrantes.

Como consecuencia de todo ello, el incremento anual en la población total, que fue de 446.000 habitantes en 1977, pasó a tan solo 59.000 en 1990, recuperándose rápidamente, a partir de 1997 (véase gráfico 6), debido a la entrada de población extranjera. Sin embargo, si nos fijamos en las variaciones en la población de más de 25 años —variable más relevante para el mercado de la vivienda que la población total—, el perfil de su evolución en estos últimos treinta años ha sido marcadamente diferente. Así, los efectos negativos de la caída de la natalidad sobre el mercado de la vivienda no han tenido todavía un impacto significativo, porque para que esto ocurra las generaciones posteriores a 1976 deben ir alcanzando la edad de formación de hogares, circunstancia que en gran medida no ha debido producirse (9). Más bien lo que ha sucedido en la década de los noventa ha sido un efecto positivo sobre la demanda de viviendas ligado al *baby boom,* al aumento en la esperanza de vida y a la transformación de la familia y de las formas de convivencia. A lo anterior se une el hecho de que la entrada de inmigrantes en España se ha disparado en la segunda mitad de la década de los noventa, de manera que en el último período intercensal los extranjeros se han multiplicado por 4,5. Éstos se han asentado mayoritariamente en Madrid, litoral mediterráneo e Islas Canarias (véase gráfico 7). El resultado neto de todos estos factores ha sido un aumento de la población de más de 25 años de cuatro millones y medio de personas, entre

GRÁFICO 6

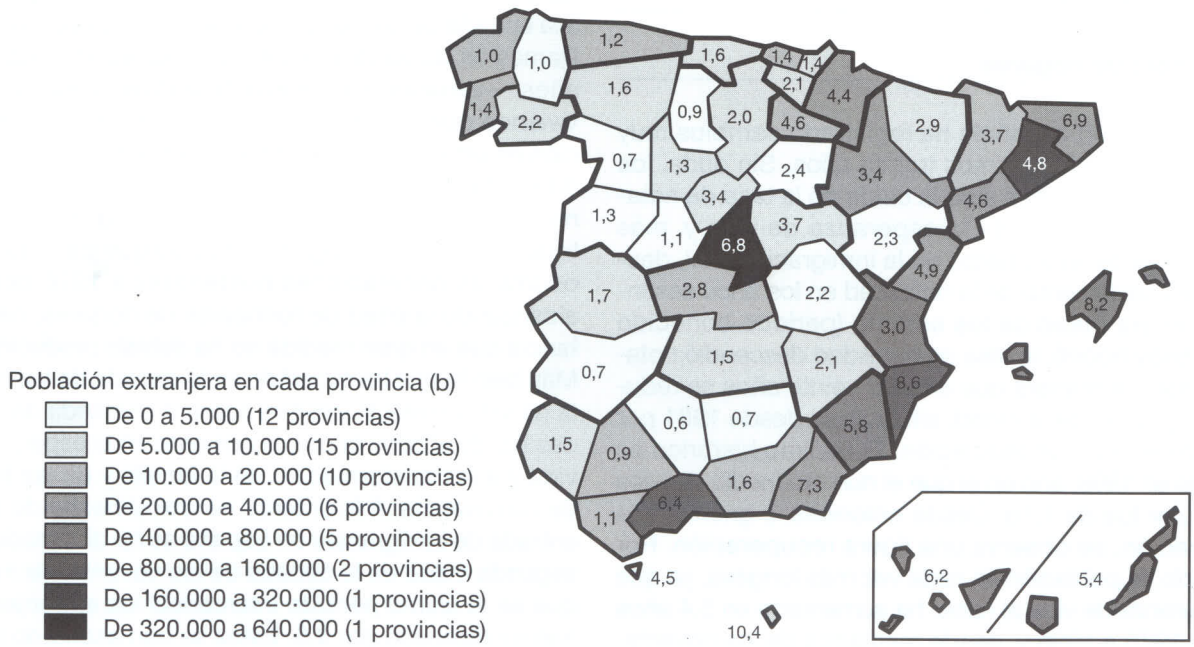
POBLACIÓN Y VIVIENDA EN ESPAÑA



(a) Las últimas proyecciones anuales del INE se ajustan al alza para que el dato de 2001 coincida con el Censo. El ajuste se distribuye por años en proporción al número de extranjeros que entran en España en cada año desde 1992 a 2001, según Censo.
(b) Los datos anuales se obtienen interpolando los de los Censos, en función del número de viviendas terminadas por año y suponiendo una tasa de depreciación del 0,5 por 100 anual.
Fuente: Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

GRÁFICO 7

POBLACIÓN EXTRANJERA (a)



(a) Sobre cada provincia se facilita el porcentaje que representan los extranjeros sobre el total de su población.
(b) Entre paréntesis se indica el número de provincias que pertenecen a cada estrato.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

1991 y 2001, de los cuales menos de un millón corresponden a población extranjera, si bien ésta ha sido muy relevante en la última parte de la década.

Como no podía ser de otro modo, este fuerte crecimiento se reflejó en la evolución del número de viviendas principales. En el último decenio del siglo XX, la creación de hogares, contabilizada a partir del total de viviendas principales registradas en los dos últimos censos, ha superado los dos millones y medio, concentrándose en la segunda mitad del período, momento en que se produce el auge en el mercado de la vivienda en España. Por tipología, destaca el mayor crecimiento experimentado por los hogares unipersonales, resultado que es coherente tanto con el progresivo envejecimiento de la población y el incremento de la autonomía de las personas mayores como con la mayor variabilidad en la composición de los hogares (10). Este mismo proceso de transformación de la estructura de los hogares, reforzado con el descenso de la tasa de natalidad, justifica la reducción del número de miembros por vivienda familiar, que ha determinado que el tamaño del hogar medio de la sociedad española se sitúe por debajo de tres individuos, cuando en 1991 era de 3,3 personas.

2. Parque de viviendas y su tipología

De acuerdo con el avance de resultados del censo de viviendas del año 2001, en España hay algo más de 20,8 millones de viviendas (véase cuadro núm. 1), por lo que en los últimos diez años el parque de viviendas ha crecido notablemente. El crecimiento ha sido muchísimo más intenso que el registrado por la población; en parte, como ya se ha señalado, por el proceso de transformación de la familia y, en parte, por factores económicos. En consecuencia, mientras en 1991 había 0,4 viviendas por habitante, en el 2001 esta cifra era del 0,5.

Por destinos, la estructura, sin embargo, no ha registrado grandes cambios (11). De manera que un 68,5 por 100 de las viviendas se dedica a residencia habitual, un 16 por 100 a segunda residencia y un 14 por 100 están desocupadas. El número de viviendas contabilizadas como desocupadas (2,9 millones) es muy abultado. Entre las razones que explican esta circunstancia hay que citar, por un lado, la pérdida de población que se ha registrado en algunas zonas y, por otro lado, la importancia creciente que en los últimos años ha adquirido la compra de viviendas para inversión, debido a la escasez de activos alternativos con rentabilidades elevadas. La relevancia de la primera causa se corrobora por el hecho de que entre las ocho provincias que tienen una mayor proporción de sus viviendas vacías, en seis de ellas hay actualmente menos habitantes que en 1991 (en la columna izquierda del gráfico 8 se facilita esta información, indicándose entre paréntesis aquellas provincias que se han despoblado). Por otro lado, las mayores bolsas de viviendas desocupadas se concentran en los grandes núcleos de población —entre las provincias de Madrid y Barcelona tienen una quinta parte de todas las que hay en España— y en las provincias con un mayor atractivo turístico, destacando Valencia y Alicante, que en conjunto poseen un 12 por 100 del total nacional, es decir, donde las posibilidades de venta pueden ser mayores (véase la columna de la derecha del mismo gráfico). En ambos casos, un colectivo significativo de propietarios han preferido mantenerlas cerradas en lugar de alquilarlas (12), lo que puede estar reflejando un mal funcionamiento del mercado de alquileres y una utilización poco adecuada del parque de viviendas.

CUADRO NÚM. 1

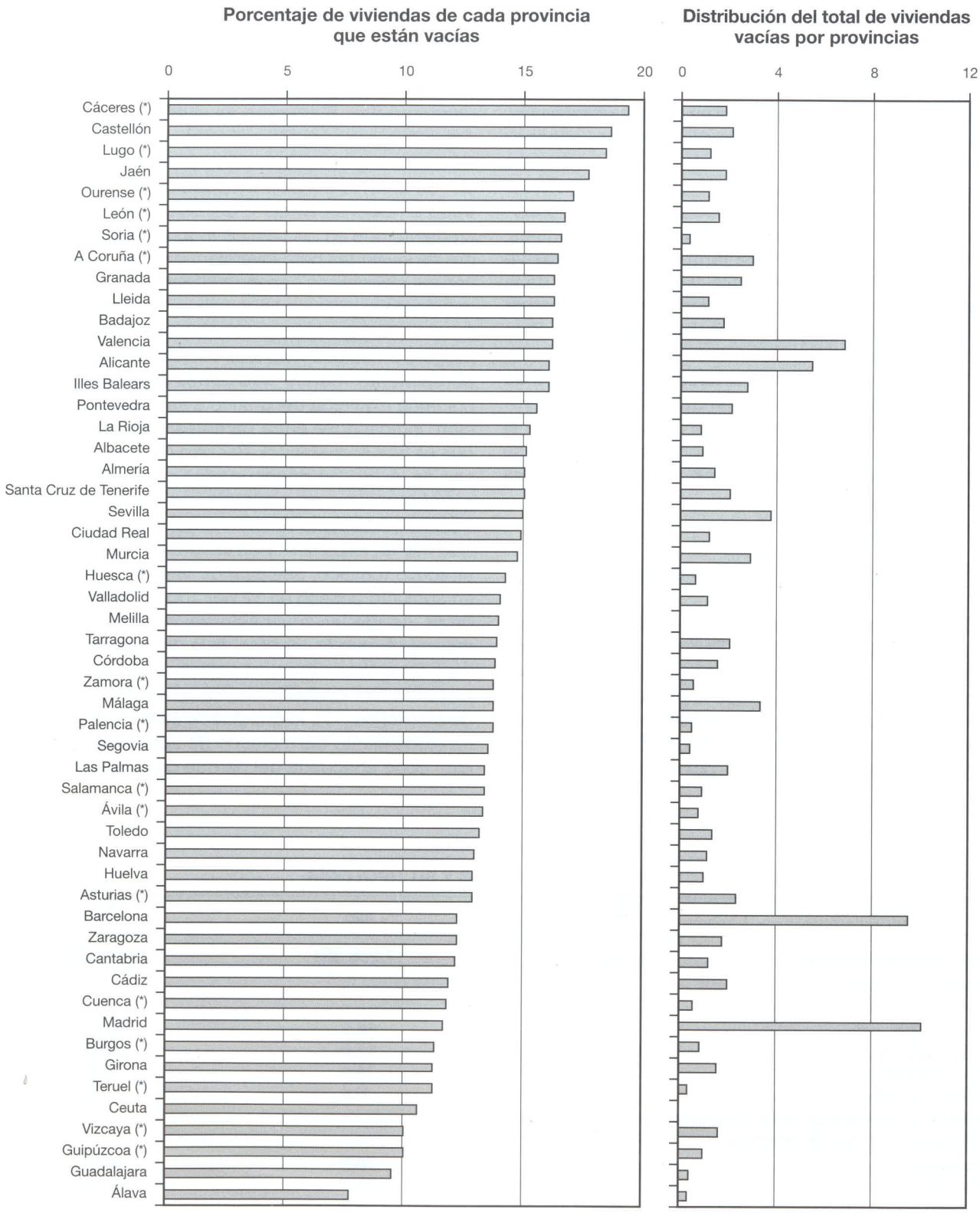
PARQUE DE VIVIENDAS Y SU TIPOLOGÍA

	1981	*1991*	*2001*
Total viviendas familiares.....	14.726.134	17.206.363	20.823.369
Distribución porcentual por tipo de vivienda:			
Principales.....	70,8	68,2	68,5
Secundarias.....	12,9	17,0	16,0
Desocupadas	16,3	14,4	13,9
Otras formas.....	—	0,4	1,6
Distribución porcentual de las viviendas principales por tipo de tenencia:			
Propiedad.....	73,1	78,3	82,0
Alquiler.....	20,8	15,2	11,5
Cesión	3,1	4,5	2,7
Otras formas.....	3,0	2,0	3,8

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

GRÁFICO 8

DISTRIBUCIÓN POR PROVINCIAS DE LAS VIVIENDAS VACÍAS



(*) Provincia con pérdida de población entre los censos de 1991 y 2001.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

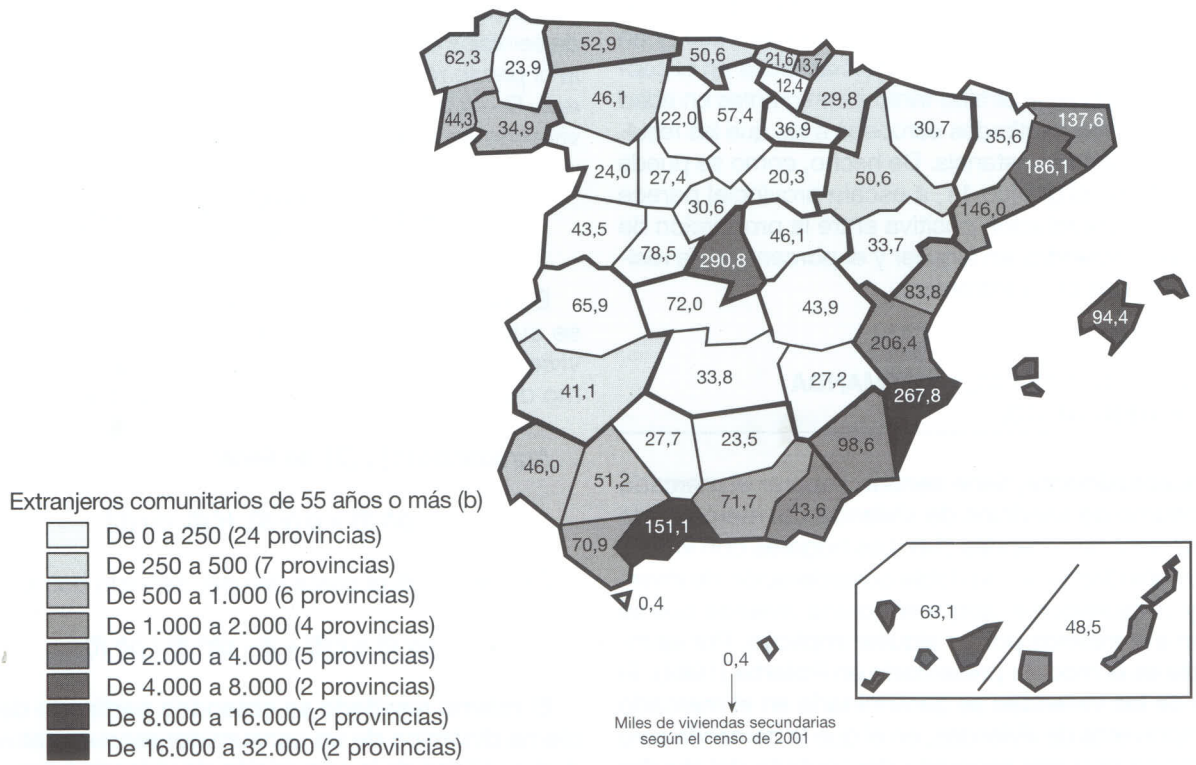
Respecto a la segunda residencia, su importancia no es un hecho reciente, como lo muestra el que el número de viviendas totales haya aumentado sistemáticamente por encima del número de viviendas principales en los últimos treinta años (véase gráfico 6). Su crecimiento está relacionado fundamentalmente con factores económicos y pautas culturales. Asimismo, no hay que olvidar la creciente demanda de este tipo de alojamiento por los extranjeros, dadas las ventajas climáticas de España. Según la balanza de pagos, la inversión neta extranjera en inmuebles (tanto para usos residenciales como no residenciales) ha registrado un crecimiento medio anual del 31 por 100 en los últimos nueve años. Esta circunstancia está produciendo, en algunas partes del litoral, una cierta especialización como zona residencial para ciudadanos centroeuropeos. De hecho, en el gráfico 9 se aprecia cómo las provincias con más viviendas secundarias (cuyo número se indica en cada provincia) son también las que tienen más extranjeros comunitarios de 55 años o más (información que se ha representado con distintas tramas).

3. Formas de tenencia de las viviendas principales

En línea con las tendencias que se han venido observando a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, la composición de la tenencia de las viviendas principales sí se ha modificado en el último decenio. En particular, la proporción de familias que residen en viviendas en propiedad ha vuelto a aumentar, hasta situarse en el 82 por 100, mientras todo lo contrario ha sucedido con las que pagan un alquiler, de manera que estas últimas sólo representan un 11,5 por 100 (véase cuadro número 1), cuando a mediados del siglo pasado suponían más del 40 por 100. La pérdida de importancia del alquiler no sólo se da en términos relativos, sino también absolutos; así, en el año 2001 había unos 160.000 hogares en alquiler menos que diez años antes. Igualmente, es digno de mención el hecho de que hay muchas más viviendas vacías que en alquiler (2,9 millones frente a 1,6 millones), por lo que, en principio, y bajo condiciones adecuadas, el mercado de alquiler podría ser susceptible de ampliación. En comparación con los

GRÁFICO 9

VIVIENDAS SECUNDARIAS Y POBLACIÓN EXTRANJERA DE NACIONALIDAD COMUNITARIA DE 55 AÑOS O MÁS (a)



(a) La trama de cada provincia indica el número de extranjeros comunitarios de 55 años o más, mientras que la cifra situada sobre cada provincia se refiere a miles de viviendas secundarias.
(b) Entre paréntesis se indica el número de provincias que pertenecen a cada estrato.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

restantes países de la UE, España destaca por ser el país donde la propiedad tiene un mayor peso y, en contrapartida, el alquiler es, con diferencia, la fórmula menos empleada por los hogares (véase Banco Central Europeo, 2003). En el otro extremo se encuentra Alemania, donde el 60 por 100 de las familias viven arrendadas. Hay otros seis países en los que este régimen de tenencia se mueve en un rango entre el 40 y el 50 por 100, mientras otros cinco están en torno al 30 por 100.

El retroceso de las viviendas en alquiler ha sido un fenómeno generalizado en todo el territorio nacional. Aún así, en la distribución geográfica de esta forma de usufructo se aprecian contrastes notables. En términos absolutos, el segmento de alquiler se concentra en los grandes núcleos de población; de hecho, entre las provincias de Barcelona y Madrid tienen el 35 por 100 de todas las viviendas arrendadas (véase columna derecha del gráfico 10), porcentaje que supera en algo más de nueve puntos porcentuales a la proporción que en conjunto poseen del parque de viviendas. En términos relativos, esta forma de tenencia casi llega al 30 por 100 en Melilla y sobrepasa el 20 por 100 en Ceuta e Illes Balears (véase columna izquierda del mismo gráfico). Éstas son provincias con una fuerte presencia de población nacida en el extranjero (hecho que se ha agudizado en los últimos años): en los dos primeros casos, por ser consideradas como puertas de entrada a Europa por los inmigrantes marroquíes y, en alguna medida, como zonas de paso, y en las Illes Balears por estar muy especializadas en el sector turístico, lo que ha atraído tanto a inmigrantes en edad de trabajar como a retirados europeos a los que les resulta muy asequible su estancia. De hecho, como se puede comprobar en el gráfico 11, a escala provincial parece existir una clara relación positiva entre la proporción de hogares en viviendas en alquiler y el porcentaje de residentes nacidos en el extranjero.

IV. DETERMINANTES DE LA DEMANDA DE VIVIENDAS (13)

Conceptualmente, tiene sentido separar el mercado de consumo de servicios de vivienda del mercado de compraventa de viviendas (14). Los hogares con vivienda en propiedad tienen la doble consideración de inversores y consumidores, adquiriendo una vivienda que se alquilan a sí mismos por un alquiler implícito. Por ejemplo, éste es el modelo presentado en Poterba (1984). El precio de las viviendas se determinaría en el mercado de compraventa de viviendas, en el que la demanda será una función del valor esperado descontado del alquiler de la vivienda (sea éste explícito o implícito) y éste, a su vez, dependerá de la demanda de consumo de servicios de vivienda. Por tanto, una primera aproximación posible para analizar el precio de la vivienda sería estudiar su relación con el precio del alquiler. Esto es lo que hacen, por ejemplo, Ayuso y Restoy (2003), utilizando un modelo general intertemporal de valoración de activos. Sin embargo, los datos disponibles sobre el valor de los alquileres presentan diversos problemas. Adicionalmente, tiene sentido plantearse qué es lo que determina la variación en el precio del alquiler (15). Por tanto, dicha distinción conceptual resulta menos relevante en la práctica.

El equilibrio en el mercado del activo vivienda exige que la rentabilidad esperada, neta de costes por depreciación y plusvalías o minusvalías esperadas, se iguale a la rentabilidad alternativa en inversiones del mismo nivel de riesgo. Lo que implica que debe cumplirse la siguiente relación entre el precio de la vivienda y el alquiler.

$$ph\,(t) = \frac{1}{[r\,(t) + \delta - \dot{ph}^{e}\,(t) / ph\,(t)]} R\,(t) \qquad [1]$$

En donde *ph* es el precio de la vivienda en términos reales, *R* es el alquiler, también en términos reales, y el factor de descuento incorporado tiene en cuenta el tipo de interés real, neto de impuestos, de inversiones alternativas de igual riesgo (r), la tasa de depreciación (δ) y la expectativa de variación de los precios reales de la vivienda entre t y $t + \tau$.

Por su parte, el equilibrio en el mercado de consumo de servicios de vivienda exige que cada consumidor iguale el precio relativo de éstos —que no es sino el alquiler real, *R*— a la utilidad marginal relativa de los servicios de vivienda en relación con el consumo de otros bienes.

$$R\,(t) = \frac{U'\,[H\,(t)]}{U'\,[c\,(t)]} = f\,[y\,(t),\, H\,(t)] \qquad [2]$$

En donde *H* representa el parque de viviendas, que se supone proporcional al volumen de servicios de vivienda demandado por el consumidor, *c* es el consumo de otros bienes, e *y* es la renta permanente.

Agrupando [1] y [2], se tiene:

$$ph\,(t) = g\,[y\,(t),\, H\,(t),\, cu\,(t)] \qquad [3]$$

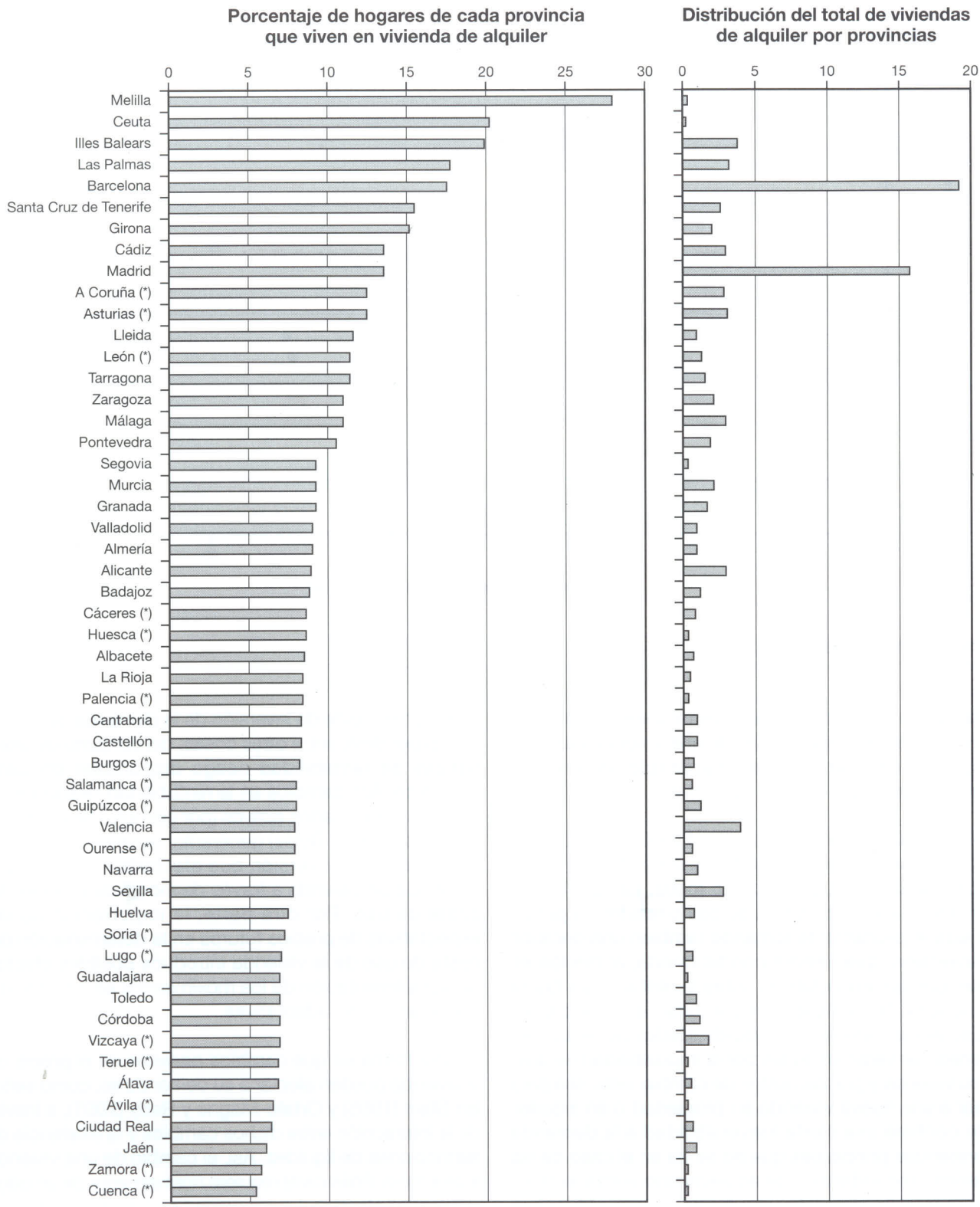
Donde, *cu* es el coste de uso, definido como (16):

$$cu\,(t) = r\,(t) + \delta - \dot{ph}^{e}\,(t) / ph\,(t) \qquad [4]$$

El mismo resultado se obtendría partiendo del problema dinámico de un consumidor representativo que deriva utilidad de la adquisición de vivienda (véanse, por ejemplo, Dougherty y Van Order, 1982; Bover, 1992). Este hecho pone de manifiesto la inevitable interrelación entre el mercado de la vivienda como activo y como bien de consumo. Así, por un lado, la demanda de viviendas para inversión depende del equilibrio esperado en el

GRÁFICO 10

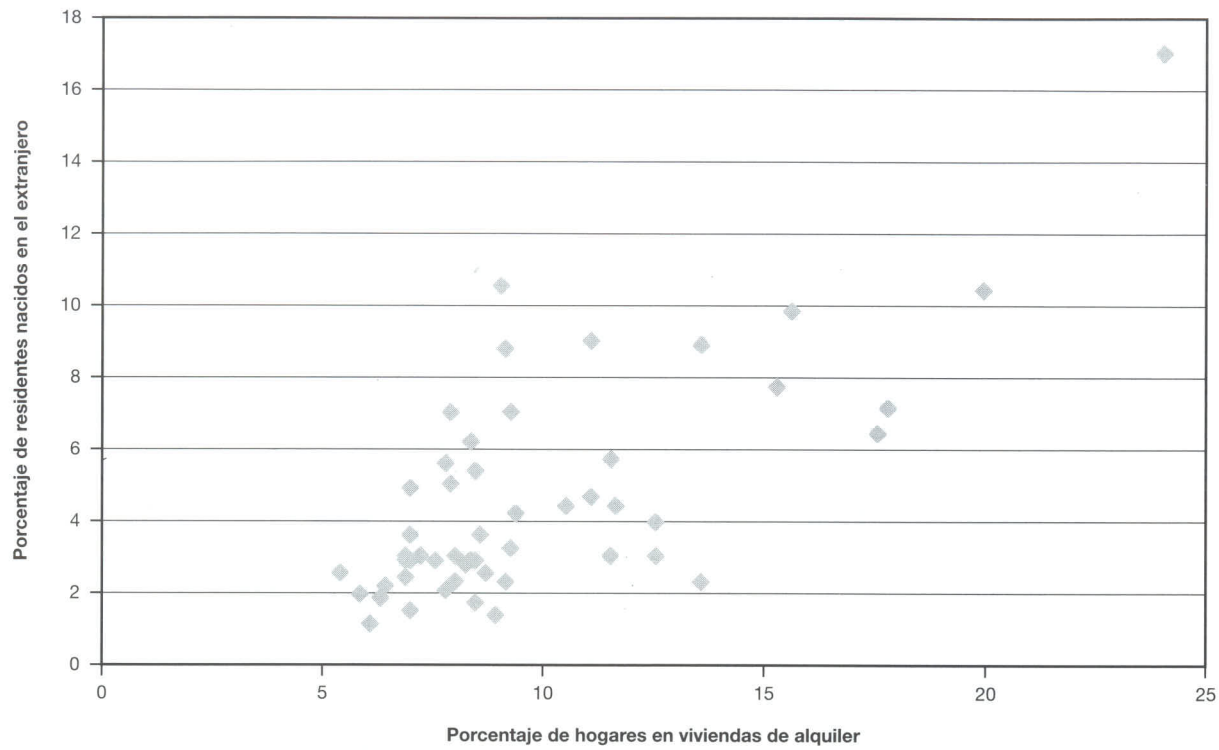
DISTRIBUCIÓN DE LOS HOGARES QUE VIVEN EN VIVIENDA DE ALQUILER



(*) Provincia con pérdida de población entre los censos de 1991 y 2001.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

GRÁFICO 11

PORCENTAJE DE HOGARES EN VIVIENDAS DE ALQUILER Y DE NACIDOS EN EL EXTRANJERO, POR PROVINCIAS



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

mercado de consumo de servicios de vivienda. Por otro lado, en la decisión de compra de una vivienda para uso propio influyen de manera inseparable factores de demanda de inversión y de consumo.

No obstante, la existencia de indivisibilidades y costes (pecuniarios y no pecuniarios) en el cambio de vivienda principal introduce un cierto matiz. La familia que adquiere una vivienda para uso como residencia principal está implícitamente tomando también una decisión de inversión, que vendrá condicionada, al menos en parte, por sus expectativas sobre la rentabilidad futura de aquélla. Sin embargo, en el caso en que dichas expectativas cambien, sus posibilidades de reducir su inversión se verán limitadas por la imposibilidad de dividir su vivienda y por los costes de cambiar ésta, sea para pasar a una nueva vivienda en propiedad o en alquiler. Esto confiere una cierta irreversibilidad a la demanda de viviendas principales que no se da en el caso de las viviendas secundarias o de aquellas adquiridas exclusivamente como inversión. Por tanto, cuanto mayor sea el peso de estas últimas, mayores posibilidades de corrección a la baja existen en el caso de una perturbación negativa sobre la demanda de viviendas (17).

El componente de inversión de la demanda de viviendas dependerá, entre otras cosas, del conjunto de alternativas de rentabilidad-riesgo disponibles en cada momento. Así, cambios en la rentabilidad-riesgo percibida de determinados activos (por ejemplo, de las acciones cotizadas en Bolsa) generarán recomposiciones de las carteras de inversión que afectarían también a la demanda de vivienda a través de modificaciones en su coste de uso. Por otra parte, la importancia de las expectativas de precios futuros en la determinación del coste de uso de la vivienda introduce posibles efectos de autoalimentación de los movimientos en los precios, vía expectativas adaptativas.

Otra forma en que cambios pasados en el precio de la vivienda pueden afectar a su demanda es, como señalan Stein (1995) y Ortalo-Magné y Rady (2001), a través de la interacción entre dichos cambios y la existencia de restricciones de liquidez. Así, el cambio de una vivienda a otra mejor (más cara) requiere normalmente de un pago mínimo en efectivo. La capacidad de los propietarios de vivienda para hacer frente a ese pago en efectivo depende de su riqueza neta (que incluye el valor de mercado de su vivienda menos la deuda en la que se incurrió para

su adquisición). Por tanto, incrementos en el precio de la vivienda aumentan sus posibilidades de hacer frente a ese pago inicial, estimulando la demanda de vivienda, que, a su vez, genera nuevos aumentos de precios. Se produce pues un fenómeno de autoalimentación, que funciona tanto al alza como a la baja, y que nada tiene que ver con procesos especulativos, sino con las características particulares del mercado de la vivienda. Este proceso dinámico será tanto más intenso cuanto mayor sea el grado de apalancamiento de los hogares.

La ecuación [3] constituye el punto de partida para el análisis del precio de la vivienda en la mayoría de los trabajos de la literatura (véanse, por ejemplo, Muellbauer y Murphy, 1997; Meen, 2002). No obstante, dicha ecuación debe complementarse con otros determinantes, entre los que cabe destacar a los factores demográficos y los relacionados con la oferta de financiación a la vivienda. Así, la ecuación [3] se deriva de la resolución del problema de un consumidor representativo. Por tanto, no tiene en cuenta cambios en la distribución de la población entre los distintos grupos de edad y, en particular, en relación con los tramos de edad en los que normalmente se constituyen nuevos hogares (entre los 20 y los 35 años), el volumen de inmigración procedente de otros países y los desplazamientos migratorios en general (por ejemplo, del campo a la ciudad), así como otros factores que afectan a la formación de hogares como la tendencia a la formación de hogares unipersonales, el retraso en la edad de emancipación, etcétera.

Por otra parte, la existencia de restricciones en la disponibilidad de crédito para adquisición de vivienda altera la relación de equilibrio representada por la ecuación [3]. El comportamiento de los agentes restringidos vendrá determinado, fundamentalmente, por el efecto de dicha restricción, y no tanto por la evolución de la renta y el coste de uso tal como viene definido en la ecuación (18). Existe evidencia en el Reino Unido (Meen, 1990, y Muellbauer y Murphy, 1997, entre otros) de que las menores restricciones a la oferta de financiación a la vivienda, como consecuencia de la liberalización y la competencia entre las entidades, han contribuido a explicar la evolución de los precios de la vivienda, haciendo que ésta sea más sensible, en los últimos años, a movimientos en la renta permanente y el coste de uso. Por otra parte, en Nickell (2002) se pone un ejemplo muy ilustrativo de cómo el descenso en la inflación, manteniendo constante el tipo de interés real, reduce la carga financiera del crédito durante los primeros años de vida de este *(front loading),* permitiendo así un mayor nivel de endeudamiento por parte de los potenciales prestatarios (19). Dado el descenso observado en la tasa de inflación y, consecuentemente, en los tipos de interés nominales en España en los últimos años, este efecto es particularmente relevante para nuestro caso.

V. DETERMINANTES DE LA OFERTA DE VIVIENDAS

Desde el punto de vista de la oferta, en equilibrio, como en todo mercado, el precio de una vivienda debe ser igual a su coste de reposición. En caso contrario, los agentes promoverán nuevas viviendas, o dejarán de renovar las que desaparecen por ruina, haciendo que el precio de mercado se reconduzca hacia dicho valor de reposición. Éste se compone del coste de los materiales y de la mano de obra, del coste del suelo y de la remuneración exigida por los recursos financieros empleados (capital y deuda). Por tanto, en el largo plazo, el precio de la vivienda vendrá determinado por dicho coste de reposición.

Sin embargo, a corto plazo, la oferta de viviendas es muy rígida, dado que el período medio de construcción es de unos dieciocho meses y si, además, es necesario realizar algún tipo de recalificación del suelo antes de poder iniciar la construcción, el proceso se alarga todavía más. En consecuencia, en el corto plazo, aumentos inesperados en la demanda tienden a generar incrementos en el precio de la vivienda que sitúan éste por encima de su coste de reposición (20). La diferencia positiva entre el precio de mercado y el coste de construcción estimula la producción de nuevas viviendas, aumentando la oferta hasta que se alcanza un nuevo equilibrio.

El nivel de precios en el nuevo equilibrio dependerá del comportamiento a largo plazo de la oferta de los factores de producción (materiales, mano de obra, suelo, capital y deuda). En principio, cabría esperar que, en un plazo suficientemente largo, ésta fuera plenamente flexible. No obstante, en el caso del suelo, existen varios factores que podrían contribuir a reducir la oferta de forma permanente. En primer lugar, cabe destacar que la oferta de suelo está limitada en cierto modo, incluso a largo plazo, puesto que la localización del suelo es importante. No todas las zonas son igualmente demandadas como lugar de residencia. La teoría espacial de la determinación de los precios del suelo urbano, ya mencionada anteriormente, se basa en esta idea para mostrar por qué los precios de las viviendas (y del suelo) tienden a ser mayores en la proximidad de los centros de las ciudades o de determinados centros de ocio (por ejemplo, la costa) que en otras zonas más periféricas. Un aumento de la capacidad adquisitiva de los hogares puede llevar aparejada una mayor valoración por parte de éstos de las ventajas de vivir en unas zonas frente a otras. En consecuencia, el precio medio de las viviendas puede crecer, a largo plazo, como consecuencia de la ampliación del diferencial entre los precios vigentes en las zonas más demandadas y en las menos demandadas. No obstante, la evidencia es que la mayor parte del aumento tendencial en los precios reales de la vivienda en España no puede explicarse por este hecho (véase apartado II).

Otro potencial factor limitativo de la oferta de suelo es la existencia de una importante regulación de éste. La estricta delimitación en los planes urbanísticos del uso que se puede hacer del suelo y la, en ocasiones, lentitud y complejidad del proceso para transformar el suelo en listo para edificar pueden reducir artificialmente su oferta, con claras implicaciones sobre los precios del mismo (véase, por ejemplo, Glaeser y Gyourko, 2002). Es importante distinguir, no obstante, entre elementos que restringen temporalmente la oferta y factores que la restringen de manera permanente. Por otra parte, no cabe descartar la existencia de cierta retención del suelo por parte de sus propietarios, con fines especulativos, favorecida por el reducido coste de mantenimiento del suelo.

Las administraciones públicas pueden contribuir también al aumento de la oferta mediante diversos tipos de ayudas a la promoción privada o directamente a través de promociones públicas. La oferta de viviendas protegidas reduce la presión de la demanda sobre el mercado de viviendas libres y, por consiguiente, sobre sus precios. No obstante, esto puede crear una segmentación del mercado cuando no todos los potenciales demandantes de vivienda son susceptibles de acceder a una vivienda protegida.

VI. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA

Como hemos visto, la evolución de los precios de la vivienda es el resultado de la conjunción de factores de oferta y de demanda. En los últimos años, en España, ambas han crecido de forma muy importante. Así, entre 1998 y 2002, se iniciaron dos millones y medio de nuevas viviendas y los precios aumentaron un 78 por 100 acumulado. Comparando con el período expansivo anterior, de finales de los ochenta, se han iniciado el doble de viviendas y los precios han aumentado en menor medida, lo que indicaría un comportamiento más flexible de la oferta en el período más reciente. El crecimiento de los precios parece ser, por consiguiente, resultado de una fuerte presión de la demanda de viviendas.

1. Evolución de los factores de demanda

A sostener dicha presión han contribuido prácticamente todos los factores señalados en el apartado IV. Así, el componente demográfico, en primer lugar, ha sido muy importante, como ya se ha señalado, puesto que al crecimiento ya elevado de la población potencialmente demandante (medida por la población de más de 25 años) durante toda la década de los noventa, se unió, a partir de 1997, un intenso flujo de entrada de inmigrantes.

En relación con la renta de los hogares, si bien los precios de la vivienda comenzaron su ascenso con cierto retraso con respecto de la recuperación de ésta hacia mediados de la década, la acumulación de fuertes crecimientos de la renta y, sobre todo, del empleo ha sido sin duda un elemento crucial en el aumento de la demanda. En este mismo sentido, no hay que olvidar la incorporación de una segunda renta en numerosos hogares, dado el aumento de la participación femenina en el mercado laboral (para mayor detalle, véase Martínez y Matea, 2002). Sin embargo, como revela el gráfico 12, el crecimiento de los precios desde 1998 ha sido mucho más elevado que el de la renta de los hogares. Dicha sobrerreacción de los precios a corto plazo probablemente tenga que ver con la rigidez de la oferta mencionada anteriormente, lo que ya ocurrió en el período expansivo anterior, tendiendo a corregirse con posterioridad. Ahora bien, el gráfico muestra también cómo la corrección fue solo parcial, de forma que parece existir una tendencia creciente en la relación precio-renta desde aproximadamente mediados de los ochenta, que sólo puede ser explicada por otros factores distintos de la renta.

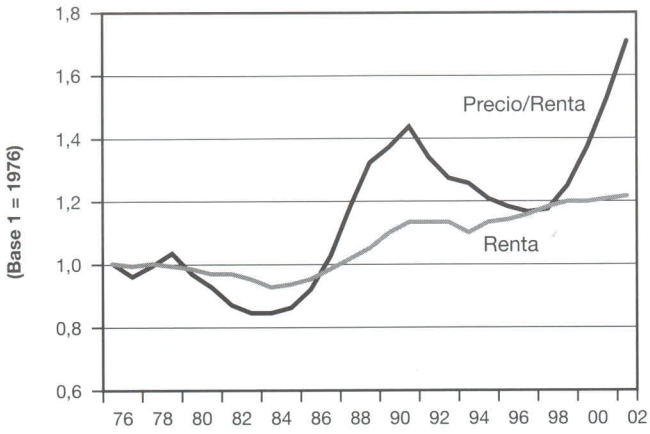
En este sentido, la ecuación [3] contiene dos determinantes fundamentales del gasto en viviendas: la renta y el coste de uso. Este último recoge los efectos tanto de cambios en el coste de financiación de la adquisición de una vivienda como en la rentabilidad esperada de la inversión en vivienda con respecto a otras alternativas de inversión existentes.

En cuanto al primero, el descenso de los tipos de interés nominales y reales a lo largo de la década de los noventa ha sido muy intenso. Así, en el caso de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios a los hogares para adquisición de viviendas, el descenso ha sido de diez puntos porcentuales, que suponen una reducción de 2/3 en el coste por intereses nominal. En términos reales, la reducción ha sido menor, especialmente si consideramos un horizonte de inversión más largo, pero, no obstante, significativa. En estas circunstancias, la adquisición de viviendas se ha hecho más atractiva para los consumidores, pero, sobre todo, se ha producido una reducción en el esfuerzo que los hogares deben realizar, en relación con su renta, para afrontar los pagos derivados del préstamo hipotecario, sobre todo en los primeros años de éste, en los que dicho esfuerzo viene determinado fundamentalmente por el nivel de los tipos de interés nominales. Dado que las entidades de crédito utilizan dicha medida de esfuerzo como una de las variables clave para determinar el volumen de deuda que conceden a cada demandante, el descenso de los tipos de interés nominales se ha traducido en un mayor volumen de financiación disponible y, por tanto, en una mayor capacidad de pago de los hogares. El gráfico 13 muestra cómo, incluso incorporando el efecto sobre el valor del préstamo medio del incremento registrado en

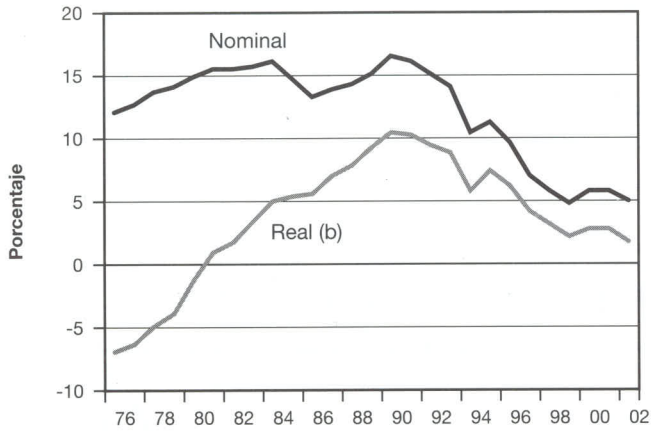
GRÁFICO 12

PRECIO DE LA VIVIENDA Y DETERMINANTES EN ESPAÑA

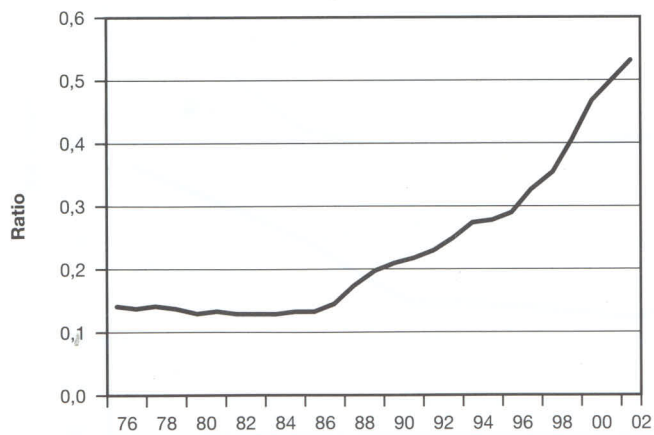
A. Precio vivienda y renta disponible (a)



B. Tipo de interés de préstamos vivienda



C. Crédito vivienda hogares/renta disponible



(a) Renta disponible real por habitante de más de 25 años.
(b) Deflactado por una media móvil centrada, de 5 años, de la tasa de inflación.

Fuente: Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España y elaboración propia.

los precios de las viviendas en los últimos años, el esfuerzo (bruto y neto) que un perceptor de rentas medio debe realizar el primer año de vida de aquél, en relación con su renta, pese a venir creciendo desde 1999, se sitúa todavía por debajo del promedio de los últimos quince años.

La competencia entre los bancos por la concesión de préstamos hipotecarios, en un entorno de tipos de interés reducidos y, previsiblemente, más estables que en el pasado, ha contribuido a relajar las restricciones crediticias a las que podían verse sometidos determinados hogares, aumentando los plazos de vencimiento de los préstamos, mejorando las condiciones de éstos y propiciando unos márgenes muy reducidos. Todo ello ha debido contribuir al aumento de la demanda de viviendas.

Por otro lado, desde el punto de vista de la inversión, la rentabilidad de adquirir una vivienda depende no sólo del coste de financiación, sino también de las plusvalías esperadas. Además, dicha rentabilidad debe evaluarse en relación con las alternativas disponibles de rentabilidad-riesgo. En este sentido, la experiencia de los precios de la vivienda en España en los últimos años, junto con los descensos en las cotizaciones bursátiles desde 2000, han debido suponer un impulso añadido al mercado residencial en la última parte del período considerado (21).

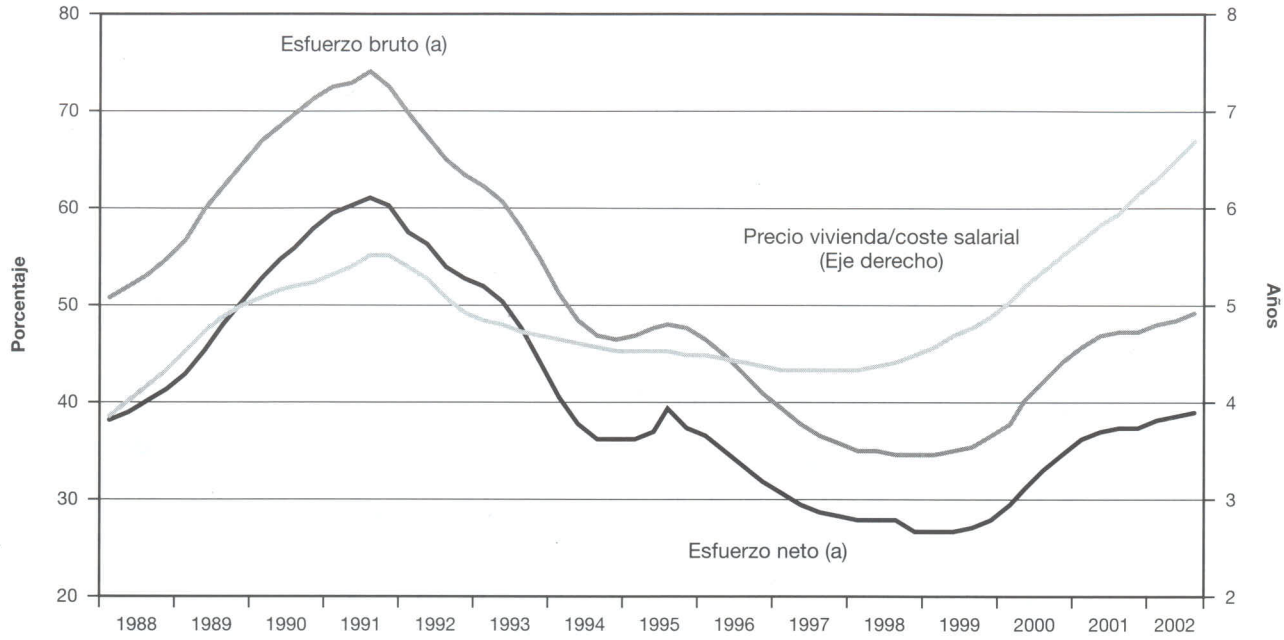
La vivienda principal en propiedad es además uno de los activos con mejor tratamiento en el sistema impositivo español (véase Martínez y Matea, 2002), lo que no ocurre, sin embargo, en el caso de las viviendas secundarias o arrendadas. Esta favorable fiscalidad incide positivamente sobre la demanda, aunque los últimos cambios han tendido a amortiguar dicho efecto. Así, los cambios introducidos en la Ley del IRPF en 1999 supusieron una moderada reducción en los beneficios fiscales por adquisición de vivienda, mientras que el descenso en la inflación ha reducido la ventaja relativa que supone el tratamiento impositivo favorable de la vivienda frente a otros activos (para mayor detalle, véase Dolado *et al.,* 1999).

2. Evolución de los factores de oferta

En este contexto de fuerte crecimiento de la demanda de viviendas, la oferta, como se ha señalado antes, también ha aumentado considerablemente, pero no ha impedido un nuevo aumento del precio real de la vivienda, traducido en un incremento del precio del suelo. Así, el gráfico 14 muestra cómo en Madrid el precio de repercusión del suelo (22) se ha más que doblado entre 1995 y 2002. En las dos últimas décadas, el precio del suelo ha debido crecer de forma muy importante, mientras que el coste de los materiales y de la mano de obra ha sido decreciente en términos reales.

GRÁFICO 13

ACCESIBILIDAD DE LA VIVIENDA

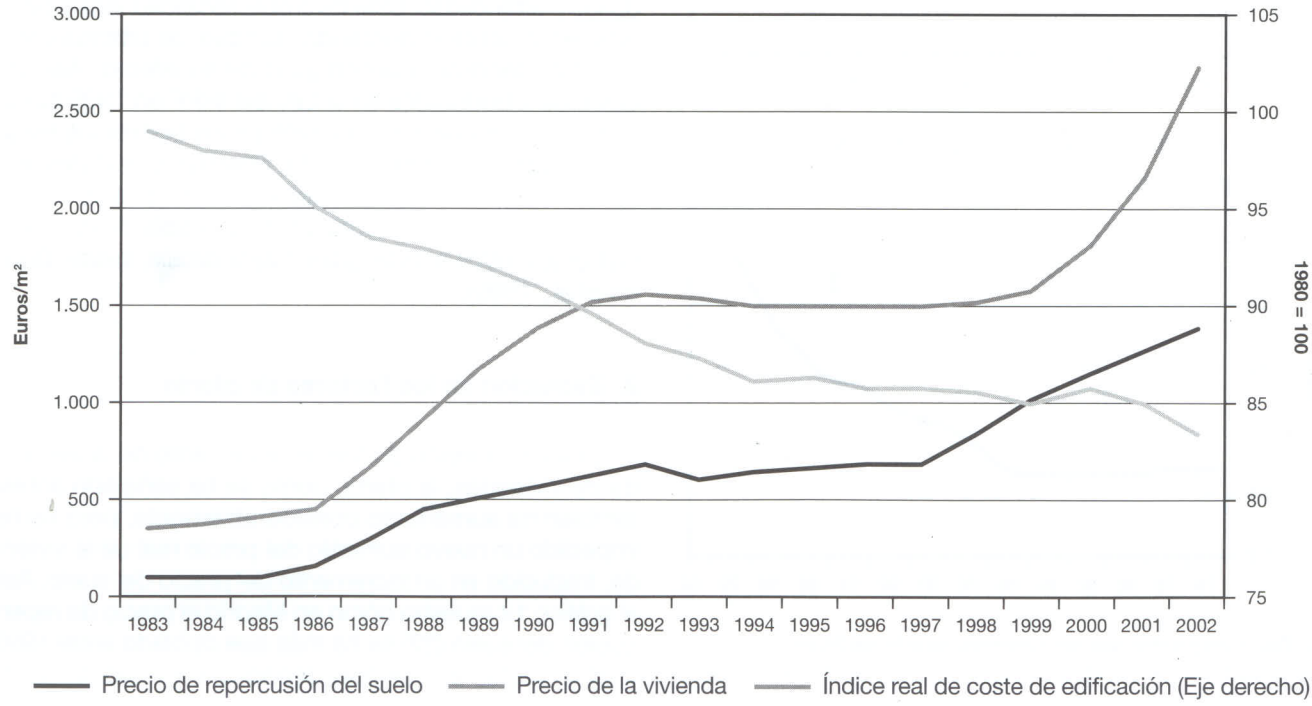


(a) Esfuerzo (bruto y neto de impuestos) requerido por la cuota de un préstamo hipotecario típico, a 15 años, que financia el 80 por 100 de la adquisición de una vivienda de 93,5 m^2 construidos.

Fuente: Ministerio de Fomento.

GRÁFICO 14

PRECIO DE LA VIVIENDA NUEVA EN MADRID CAPITAL E INDICADORES DE COSTES



Fuente: BBVA, Ministerio de Fomento y Tecnigrama.

En los últimos años, el Gobierno central ha llevado a cabo diversas modificaciones en la regulación del suelo para aumentar su oferta (23). No obstante, su implementación debe realizarse por las comunidades autónomas (CC.AA.) y los ayuntamientos, que son los que tienen competencia en materia de ordenación del territorio y urbanismo. Entre las medidas adoptadas hay que destacar que, en 1996, se simplificó la clasificación del suelo (24). En concreto, se eliminó la distinción entre suelo urbanizable programado y no programado, pasando a ser programado todo el urbanizable, y por tanto se incrementó el suelo que, a iniciativa del propietario, puede convertirse en urbano. No obstante, esto no resolvió el problema de escasez de suelo, ya que todavía son necesarias etapas adicionales hasta que éste esté realmente listo para edificar.

Asimismo, en 1996 se redujo del 15 por 100 al 10 por 100 el porcentaje que los promotores deben ceder obligatoriamente a los consistorios (25), proporción que pueden reducir las CC.AA. Uno de los objetivos de las cesiones obligatorias de suelo a los ayuntamientos es la de nutrir los patrimonios públicos. Estos últimos, además de dedicarse a usos de interés social, deben utilizarse para construir viviendas sujetas a un régimen de protección pública, por lo que, en teoría, deberían servir para influir tanto en los precios de los solares como de las viviendas mediante actuaciones de choque. Sin embargo, como se verá más adelante, este objetivo no parece que se esté logrando. Las CC.AA., por su parte, están introduciendo en sus leyes la figura del agente urbanizador (26), de manera que el Ayuntamiento puede adjudicar a estos agentes las obras de urbanización del suelo ajeno en un plazo que oscila entre uno y tres años, según la comunidad autónoma. De este modo, se agiliza la salida al mercado de nuevos solares, puesto que se desliga la urbanización del derecho de propiedad del suelo.

A pesar de los cambios legislativos mencionados, la evidencia del gráfico 14 muestra que, ante aumentos de la demanda, el sistema sigue siendo poco ágil, por lo que el suelo actúa como un cuello de botella sobre el mercado de la vivienda, con el consiguiente efecto sobre el precio.

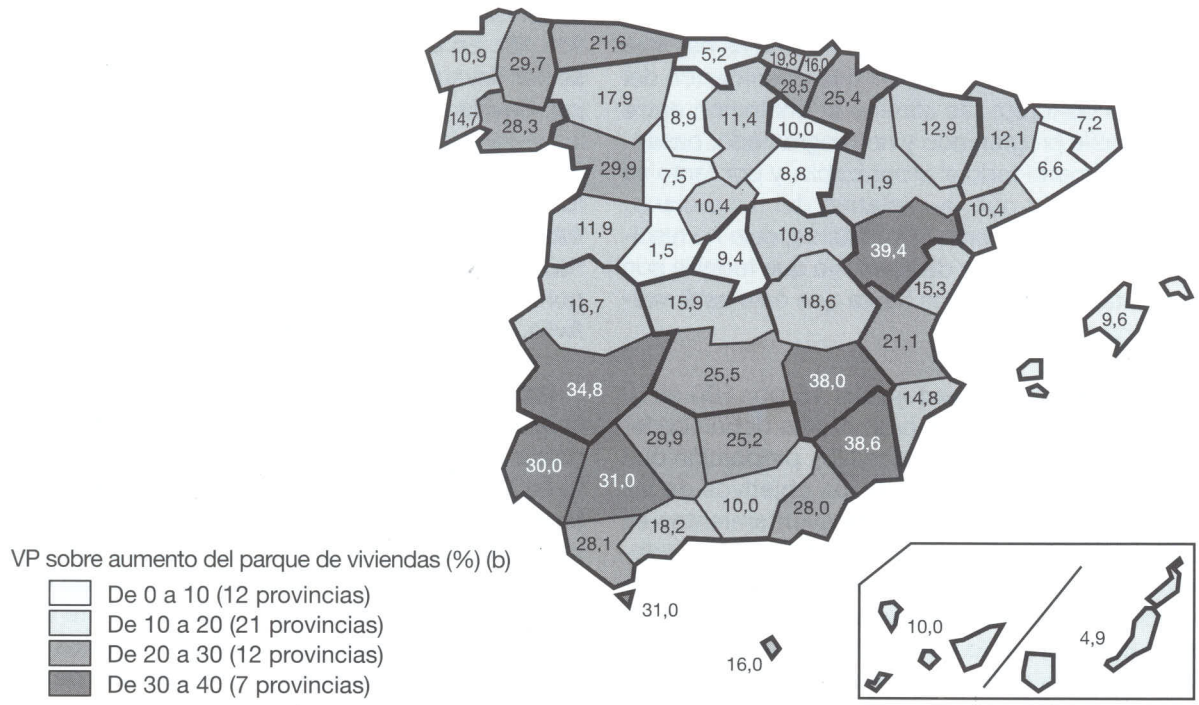
Por lo que respecta a la construcción de viviendas protegidas, cabe reseñar que éstas han ido perdiendo peso dentro del total construido. De hecho, en la primera mitad de los años ochenta, en torno al 60 por 100 de todas las viviendas iniciadas eran de protección oficial, pero sólo un 9 por 100 en el año 2001. El grado de cumplimiento de los sucesivos planes de vivienda de la década de los noventa ha superado el 100 por 100; sin embargo, la excepción se produjo con el plan 1998-2001, ya que sólo se cubrió el 88 por 100 del objetivo fijado sobre viviendas. Esta circunstancia puede ser indicativa de que en momentos de fuertes subidas de los precios de las viviendas libres, como ha sido el período que abarca dicho plan, la rentabilidad de la construcción de viviendas protegidas puede resultar menos atractiva para los promotores privados (27). Aún así, se observan diferencias geográficas notables (véase gráfico 15). En la última década, las mayores actuaciones se han llevado a cabo en Teruel, Murcia, Albacete, Badajoz, Sevilla, Ceuta y Huelva. En todas estas provincias las viviendas de protección iniciadas entre 1991 y el año 2000 representan entre el 30 y el 40 por 100 del aumento del parque de viviendas intercensal, cifras que contrastan enormemente con el 15,4 por 100 del conjunto nacional. Por el contrario, en otras doce provincias este porcentaje no ha llegado al 10 por 100, sobresaliendo Ávila, con sólo un 1,5 por 100.

Adicionalmente, ya se ha señalado con anterioridad la existencia de un gran número de viviendas desocupadas que potencialmente podrían suponer un aumento de la oferta. La causa de que estas viviendas se mantengan fuera del mercado podría estar relacionada con los problemas del segmento del alquiler, que representa un porcentaje muy reducido del mercado de vivienda en España. El carácter marginal de este segmento es resultado de la conjunción de múltiples factores, como son el acervo cultural, la regulación de los alquileres o el tratamiento fiscal.

La antigua regulación de los arrendamientos urbanos dejaba a los propietarios en una situación de indefensión que favoreció el estrechamiento del segmento de alquiler y creó una cierta inercia en esta dirección. A pesar de que el marco legislativo de hoy en día (28) es muy diferente, se sigue considerando al arrendatario como la parte más débil de la negociación, por lo que hay ciertos elementos que tratan de protegerlo. En particular, por un lado, la duración mínima de los contratos es de cinco años, aunque el inquilino puede restringirlo transcurrido un año, y, por otro, aunque la renta del primer año se fija libremente entre las partes, las actualizaciones de los siguientes cuatro años se realizan de acuerdo con la tasa interanual del IPC. Asimismo, junto a los nuevos contratos de arrendamiento conviven otros dos tipos de contratos que tienden a desaparecer y, muy probablemente, tienen un peso reducido. El primer tipo es el remanente de los alquileres de renta antigua y corresponde a los firmados, con anterioridad a mayo de 1985, por inquilinos con medios económicos muy limitados (29). Aunque a estos arrendatarios, desde 1995 en adelante, se les han ido actualizando sus alquileres con arreglo al crecimiento del IPC, siguen pagando unos alquileres muy inferiores a los de mercado, que incluso pueden no ser suficientes para que el propietario haga frente al mantenimiento de la vivienda. En cuanto al segundo tipo corresponde al resto de contratos firmados con anterioridad a mayo de 1985 y que están en

GRÁFICO 15

VIVIENDAS DE PROTECCIÓN INICIADAS ENTRE 1991 Y 2000 COMO PORCENTAJE SOBRE EL AUMENTO DEL PARQUE DE VIVIENDAS ENTRE LOS CENSOS DE 1991 Y 2001 (a)



(a) Este porcentaje se representa tanto por la trama de la provincia como por la cifra que aparece sobre ella.
(b) Entre paréntesis se indica el número de provincias que pertenecen a cada estrato.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

proceso de acercamiento al alquiler de mercado (30). No obstante, la actualización, aunque de mucha mayor cuantía que la aplicada a los del primer tipo, tampoco equipara a estos alquileres con los de mercado.

Además del trato desigual entre inquilinos y propietarios, estos últimos se enfrentan al hecho de que los procesos judiciales son lentos, por lo que ante impagos pueden tardar hasta un año para recuperar la vivienda. En cuanto a la fiscalidad, esta prima la adquisición de vivienda frente al alquiler. No obstante, últimamente se han introducido algunos incentivos fiscales para promover la oferta de viviendas en alquiler. En concreto, desde la última reforma de la Ley del impuesto sobre la renta de las personas físicas, que entró en vigor el 1 de enero del 2003, el 50 por 100 de los rendimientos netos provenientes de las viviendas arrendadas están exentos de gravamen. Asimismo, en abril del presente año se ha establecido un tipo efectivo del 5 por 100 en el Impuesto de Sociedades para los rendimientos de los contratos de alquiler de compañías de nueva creación que cumplan ciertas condiciones (31), que, básicamente, tienen como finalidad propiciar la puesta en el mercado de viviendas en alquiler dirigidas a colectivos con una situación económica precaria o con menos ingresos.

3. Evaluación y perspectivas

A la luz de todo lo anterior, cabe concluir que el crecimiento reciente de los precios de la vivienda en España parece responder, fundamentalmente, a un fuerte impulso de la demanda que ha presionado sobre la oferta de viviendas y de suelo. Ésta ha crecido también de manera considerable, pero persisten elementos de rigidez en ella que limitan su flexibilidad a corto e incluso a medio y largo plazo. Desde una perspectiva de medio plazo, y con diferentes metodologías y datos, diversos trabajos recientes señalan que los precios de la vivienda en España se situarían actualmente por encima del nivel de equilibrio determinado por sus fundamentos (32). No obstante, esa sobrevaloración no es algo excepcional o atípico, sino que, en gran medida, es resultado de la dinámica característica de los precios en dicho mercado durante los períodos de auge. En con-

secuencia, cabe esperar una progresiva moderación en el crecimiento de los precios en un futuro próximo. Dicha moderación se verá favorecida además por la reducción en el número de nuevos hogares, como consecuencia de la caída de la natalidad desde mediados de los setenta, y por el agotamiento (o, incluso, reversión) de los efectos del descenso de los tipos de interés en los últimos años.

VII. CONCLUSIONES

Este trabajo ha analizado la evolución de los precios de la vivienda en España conectándolos con sus factores explicativos. Las conclusiones básicas pueden sintetizarse como sigue:

1. Los precios de la vivienda en España muestran una marcada tendencia creciente en el tiempo, que se acentúa en los últimos años. Dicho crecimiento, aunque no es totalmente homogéneo, resulta bastante generalizado en lo que se refiere a los distintos tipos de vivienda existentes y, por otro lado, destaca por su intensidad en términos comparativos con la evidencia internacional. Resulta por tanto relevante preguntarse por las causas de dicha evolución, entre las que cabe distinguir entre determinantes de demanda y de oferta.

2. Por el lado de la demanda, el componente demográfico es un factor muy importante. La población potencialmente demandante (medida por la población de más de 25 años) ha aumentado en cuatro millones y medio de personas, entre 1991 y 2001, de los cuales menos de un millón corresponden a población extranjera, si bien ésta ha sido muy relevante desde 1997, coincidiendo con el último período expansivo del mercado de la vivienda.

3. También ha tenido una incidencia notable sobre la demanda de vivienda el crecimiento de la renta y del empleo. Asimismo, en el último período expansivo resulta especialmente significativo el descenso de los costes de financiación y la flexibilización de las condiciones de los préstamos hipotecarios. A esto habría que añadir la ventaja relativa que supone el tratamiento impositivo de la vivienda principal frente a otros activos y la caída de la rentabilidad de las cotizaciones bursátiles, desde el año 2000.

4. Todos estos factores han supuesto un fuerte crecimiento de la demanda de viviendas. Como respuesta, la oferta ha registrado también un elevado crecimiento (en la última década del siglo XX el parque de viviendas aumentó en unos 3,6 millones), lo que, no obstante, no ha sido suficiente para evitar un nuevo aumento del precio real de la vivienda.

5. La normativa urbanística contiene elementos que limitan la oferta de suelo, al tiempo que el proceso para que éste esté listo para edificar es lento, complejo e incierto. Este sistema poco ágil hace que el suelo actúe como un cuello de botella sobre el mercado de la vivienda, con el consiguiente efecto sobre el precio de ésta en momentos de demanda elevada, como ha sucedido en los últimos años. En el medio y largo plazo, los aumentos del precio del suelo tienden a consolidarse, sin que la competencia entre los distintos propietarios del suelo ayude a reconducirlo hacia niveles más moderados.

6. Por su parte, la oferta de viviendas protegidas ha ido perdiendo peso, hasta el punto de representar sólo un 9 por 100 de todas las viviendas iniciadas en el año 2001.

7. Existe además un gran número de viviendas desocupadas que potencialmente podrían suponer un aumento de la oferta de alquiler, pero que se mantienen fuera del mercado, posiblemente, por problemas relacionados con este segmento, que representa un porcentaje muy reducido del mercado de la vivienda en España. El carácter marginal de este tipo de tenencia en España es consecuencia de la conjunción de múltiples factores, como son el acervo cultural, la regulación de los alquileres o el tratamiento fiscal.

8. Resulta, por tanto, necesario plantearse cómo introducir una mayor competencia en el mercado del suelo, reducir la complejidad de los trámites necesarios para su puesta en el mercado, así como corregir otras ineficiencias relacionadas con el mercado del alquiler.

9. De cara al futuro, hay cierta evidencia de que la evolución de los precios en los últimos años ha situado a éstos por encima de su nivel de equilibrio de acuerdo con sus fundamentos. En consecuencia, cabe esperar una progresiva moderación de los precios, a la que contribuirían el agotamiento de algunos de los factores específicos del presente ciclo.

NOTAS

(*) Las opiniones y conclusiones recogidas en este trabajo representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

(1) Hay que tener en cuenta que la vivienda no es un bien homogéneo, sino que varía en función de su localización, tamaño, estructura (viviendas unifamiliares, bloques de viviendas, etc.), calidad de la construcción, etc. Dichas características cambian con el tiempo. Por tanto, la evolución del precio medio de las nuevas viviendas o de las existentes en cada momento incorpora ciertos sesgos.

(2) Véase Bover y Velilla (2001) para una estimación del impacto de cambios en la calidad sobre la evolución de los precios de la vivienda en España.

(3) Esto es consistente con la teoría espacial sobre el valor de los terrenos urbanos (véanse, por ejemplo, ANAS *et al.*, 1998, y LUCAS, 2001), en las que se supone que el valor del suelo disminuye con la distancia al centro de las urbes, hasta alcanzar en el límite externo de la ciudad, en ausencia de restricciones urbanísticas, un valor igual al del suelo para uso agrícola. En este sentido, es muy significativo comprobar cómo, según la información que proporciona el MINISTERIO DE FOMENTO (2001), esta teoría se cumple, en general, en las grandes ciudades españolas y en sus áreas de influencia.

(4) Véase también BANCO CENTRAL EUROPEO (2003) y BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2002).

(5) Alemania es el único país con una tasa de crecimiento real negativa a largo plazo. No obstante, existen ciertas dudas en relación con la fiabilidad de dichos datos (véase BANCO CENTRAL EUROPEO, 2003).

(6) La tasa referida a España, se calcula sobre una serie histórica anual construida enlazando los datos del Ministerio de Fomento con los de Tecnigrama (véase MARTÍNEZ y MAZA, 2003). Con los datos de Fomento, desde 1987 el crecimiento real medio anual ha sido del 4,9 por 100 en España.

(7) Sobre todo, la existencia de contratos plurianuales sujetos a renovaciones anuales automáticas ligadas al IPC.

(8) Nótese que dicha rentabilidad no tiene en cuenta ni los gastos de mantenimiento ni los efectos de la fiscalidad.

(9) En el año 2000 la edad media en el momento del primer matrimonio era de 30 años para los varones y de 28 años para las mujeres, cifras que superan en algo más de cuatro años a las de 1980.

(10) Mientras entre 1991 y 2001 la población ha crecido un 5 por 100, los separados y divorciados lo han hecho por encima del 150 por 100.

(11) Aunque los datos muestran una ligera reducción del porcentaje de viviendas secundarias y desocupadas, muy probablemente esta circunstancia no sea un fiel reflejo de la realidad. A veces es muy difícil discernir si una vivienda es secundaria o está vacía; en esos casos, el censo la contabiliza, junto a las destinadas a alquileres sucesivos de corta duración, como otras formas. En consecuencia, las cifras de segundas residencias y de desocupadas deben ser algo mayores.

(12) Si bien una parte de estas viviendas podría estar a la espera de ser alquiladas.

(13) Este apartado se basa en MARTÍNEZ y MAZA (2003).

(14) Esto es posible por la existencia del alquiler. Mediante éste, una familia puede consumir servicios de vivienda sin poseer una vivienda. Igualmente, una familia puede poseer una vivienda y alquilarla, no haciendo uso de ella. En equilibrio, no obstante, toda vivienda tendrá un propietario y un usuario, si bien una misma familia puede hacer uso de más de una vivienda (residencias secundarias).

(15) Al contrario que los dividendos de las empresas, que no dependen directamente de la oferta y la demanda de acciones, los alquileres sí que dependen de la oferta y la demanda de viviendas.

(16) En donde *r* incluiría ya la corrección por el efecto impositivo.

(17) Los precios caerán cuando se produzca un exceso de oferta en el mercado. Esto podría ocurrir por varias razones. En primer lugar, porque se produzca una construcción excesiva de viviendas debido a una estimación errónea de la demanda futura. En segundo lugar, porque parte de los propietarios de vivienda decidan venderla, bien por problemas económicos, bien por expectativas de rentabilidad incumplidas.

(18) La forma en que se modifica la relación de equilibrio dependerá de la forma de la restricción, es decir, de si el crédito máximo disponible viene dado en términos absolutos en relación con la renta, o con la carga financiera en relación con la renta.

(19) En el ejemplo de Nickell, con una tasa de inflación del 12 por 100 y un tipo de interés del 15 por 100, un crédito igual a cuatro veces la renta disponible del prestatario, pagadero en 25 años, supondría una carga financiera, el primer año, del 60 por 100 de su renta, lo cual difícilmente sería asumible por éste, ni admisible por parte del prestamista. En cambio, con una tasa de inflación del 2,5 por 100 y tipo de interés del 5,5 por 100 (es decir, con el mismo tipo de interés real), el mismo préstamo supondría una carga financiera, el primer año, en torno al 25 por 100 de su renta. Por tanto, para un nivel de tipo de interés real dado, un descenso en la tasa de inflación facilita un mayor nivel de endeudamiento, es decir, una relajación de la restricción crediticia. La contrapartida es que, pasados diez años, la carga financiera en el segundo caso sería todavía del 20 por 100, mientras que, en el primero, sería ya inferior a dicha cifra, debido a la mayor erosión del valor real de la deuda por la inflación en este caso.

(20) Las variaciones en el precio de la vivienda tienden a mostrar, además, una fuerte persistencia, debido a los factores de demanda mencionados anteriormente (efectos expectativas y riqueza). Adicionalmente, la existencia de costes de búsqueda y otras imperfecciones hacen que los precios no se ajusten automáticamente ante desequilibrios entre la oferta y la demanda (DIPASQUALE y WHEATON, 1994). GENESOVE y MAYER (2001) documentan también la existencia de «aversión a las pérdidas» en los potenciales vendedores de viviendas, los cuales se resisten a ofrecer su vivienda a un precio inferior al de adquisición. Este tipo de comportamiento tiende a generar un ajuste más lento de los precios cuando estos se mueven a la baja que cuando lo hacen al alza.

(21) El afloramiento de efectivo no declarado fiscalmente, en el marco del canje obligatorio de pesetas por euros a principios de 2002, ha podido tener también un impacto adicional sobre la demanda de viviendas en torno a dicha fecha.

(22) Ésta es una estimación del precio máximo que los promotores están dispuestos a pagar por el suelo, obtenida restando del precio máximo de venta potencial del edificio el valor actual de los costes de construcción, promoción y financiación, junto con sus correspondientes beneficios y costes generales y, por tanto, solo debe tomarse como un indicador aproximado de la evolución del precio del suelo.

(23) Una perspectiva histórica de la evolución de la regulación del suelo puede consultarse en FERNÁNDEZ (2001).

(24) El suelo se clasifica actualmente en urbano, urbanizable y no urbanizable.

(25) La cesión debe realizarse por los propietarios de suelo urbanizable y de suelo urbano sin urbanización consolidada. Sin embargo, a diferencia de lo que sucedía hasta entonces, no hay que ceder terrenos por el suelo urbano con urbanización consolidada (solares) ni, desde 1997, por reformas, renovación o mejoras urbanas.

(26) La CA de Valencia fue la pionera en introducir esta figura en su ley de 1994. Posteriormente, la han incorporado las CC.AA. de Castilla-La Mancha (en 1998), La Rioja (en 1998), Aragón (en 1999), Canarias (en 1999) y Madrid (en 2001).

(27) De hecho, la evolución de las viviendas protegidas en España ha sido claramente anticíclica, perdiendo peso sobre el total de viviendas construidas en los momentos de auge inmobiliario —cuando más necesarias serían para atenuar el crecimiento de los precios— y recuperándolo en los períodos de estancamiento.

(28) Los arrendamientos urbanos se rigen por la Ley 29/1994, que entró en vigor el 1 de enero de 1995.

(29) La cuantía para considerar que los ingresos son limitados varía en función del número de personas que conviven en la vivienda arrendada, debiendo ser inferior a: 2 veces y media el SMI (salario mínimo interprofesional) para 1 ó 2 personas; 3 veces el SMI para 2 ó 4 personas, y 3 veces y media el SMI para más de 4 personas.

(30) De acuerdo con los ingresos de los inquilinos, el plazo para la actualización finalizaba en enero del 2000 o lo hará en el año 2005.

(31) En concreto, para poder acogerse a este tipo reducido se exige que el número de viviendas ofrecidas en arrendamiento por la sociedad sea en todo momento igual o superior a 10, que la vivienda sea de protección (VP) o, en caso de que sea libre, de dimensión no superior a los 110 m^2, y que la actualización del alquiler sea como máximo el incremento del IPC menos 0,75 puntos porcentuales. Además, un tercio de los contratos de alquiler deberá incluir una opción de compra ejercitable entre el quinto y el séptimo año, para el caso de vivienda libre, y en un máximo de seis meses a partir del plazo establecido por la normativa aplicable a la VP. Las sociedades tendrán un tipo efectivo del 1 por 100 para los rendimientos de los contratos de alquiler que, además de los requisitos anteriores, tengan renta limitada, en el supuesto de vivienda libre, o se refieran a VP, en ambos casos con opción de compra.

(32) Véanse, por ejemplo, AYUSO y RESTOY (2003), BBVA (*Situación inmobiliaria,* diciembre de 2002), y MARTÍNEZ y MAZA (2003).

BIBLIOGRAFÍA

ANAS, A.; ARNOTT, R., y SMALL, K.A. (1998), «Urban spatial structure», *Journal of Economic Literature,* 36: 1426-1464.

AYUSO, J., y RESTOY, F. (2003), «House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach», Banco de España, *Documento de Trabajo,* n.º 0304.

BANCO CENTRAL EUROPEO (2003), «Structural factors in the EU housing markets».

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2002), *72.º Informe Anual.*

BBVA (varios números), *Situación inmobiliaria,* Servicio de Estudios.

BOVER, O. (1992), «Un modelo empírico de la evolución de los precios de la vivienda en España», Banco de España, *Documento de Trabajo,* n.º 9217.

BOVER, O., y VELILLA, P. (2001), «Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing», Banco de España, *Estudios Económicos,* n.º 73.

DIPASQUALE, D., y WHEATON, W.C. (1994), «Housing market dynamics and the future of housing prices», *Journal of Urban Economics,* 35: 1-27.

DOLADO, J.J.; GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M., y VIÑALS, J. (1999), «A cost-benefit analysis of going from low inflation to price stability in Spain», en FELDSTEIN, M. (ed.), *The Cost and Benefits of Price Stability,* NBER y Chicago University Press, capítulo 3.

DOUGHERTY, A., y VAN ORDER, R. (1982), «Inflation, housing costs and the consumer price index», *American Economic Review,* n.º 72 (1): 154-165.

FERNÁNDEZ, T.R. (2001), *Manual de derecho urbanístico,* Publicaciones Abella, Madrid.

GENESOVE, D., y MAYER, C.H. (2001), «Loss aversion and seller behavior: evidence from the housing market», *NBER Working Paper,* n.º 8143.

GLAESER, E.L., y GYOURKO, J. (2002), «The impact of zoning on housing affordability», *NBER Working Paper,* n.º 8835.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA —INE— (2003), «Censos de población y viviendas 2001. Los cambios sociales de los últimos diez años», *Boletín Informativo del Instituto Nacional de Estadística 2/2003,* marzo.

LUCAS, R.E. (2001), «Externalities and cities», *Review of Economic Dynamics,* 4: 245-274.

MARTÍNEZ, J., y MATEA, M.LL. (2002), «El mercado de la vivienda en España», *Boletín Económico,* Banco de España, septiembre: 51-61.

MARTÍNEZ, J., y MAZA, L.A. (2003), «Análisis del precio de la vivienda en España», Banco de España, *Documento de Trabajo,* n.º 0307.

MEEN, G. (1990), «The removal of mortgage market constraints and the implications for econometric modelling of UK house prices», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics,* nº. 52 (1): 1-24.

— (2002), «The time series behavior of house prices: a transatlantic divide?», *Journal of Housing Economics,* n.º 11: 1-23.

MINISTERIO DE FOMENTO (2000), *Índice de precios de las viviendas. Estadística de precio medio del m^2: datos obtenidos de las tasaciones hipotecarias.*

— (2001), *Atlas estadístico de la vivienda.*

MUELLBAUER, J., y MURPHY, A. (1997), «Booms and busts in the UK housing market», *Economic Journal,* n.º 107 (445): 1701-1727.

NICKELL, S. (2002), «Monetary policy issues: past, present and future», Bank of England, *Quarterly Bulletin,* otoño.

ORTALO-MAGNÉ, F., y RADY, S. (2001), «Housing market dynamics: on the contribution of income shocks and credit constraints», LSE Financial Markets Group, *Discussion Paper,* n.º 375.

POTERBA, J.M. (1984), «Tax subsidies to owner-occupied housing: an asset market approach», *Quarterly Journal of Economics,* n.º 99: 729-752.

STEIN, J.C. (1995), «Prices and trading volume in the housing market: a model with downpayment effects», *Quarterly Journal of Economics,* n.º 110: 379-406.

TECNIGRAMA (2002), *Informe de coyuntura inmobiliaria de Madrid.*

Política monetaria, crédito bancario y mercado inmobilario

Santiago Carbó Valverde
Rafael López del Paso
Francisco Rodríguez Fernández

I. INTRODUCCIÓN

Para la mayoría de los individuos, la adquisición de una vivienda es la principal transacción realizada a lo largo de su vida. La dimensión social de la vivienda hace que no resulte extraño que la evolución de su precio constituya una de las grandes preocupaciones de los gobiernos actuales. La bonanza económica, la economía sumergida que ha aflorado como consecuencia de la introducción del euro, la baja rentabilidad de los instrumentos de ahorro tradicionales, la incertidumbre existente en las bolsas y la existencia de condiciones favorables al endeudamiento —debido a los bajos tipos de interés y a la expansión del crédito hipotecario por parte de las entidades bancarias— han dado lugar a un *boom* inmobiliario sin precedentes durante los últimos años.

Ante la burbuja especulativa en el mercado inmobiliario, las familias españolas han debido acometer un esfuerzo financiero mayor, destinando tanto una fracción considerable de su riqueza neta como de su nivel de gasto para la adquisición de la vivienda. Dicho sacrificio se ha reflejado en una importante transformación de su estructura de consumo y, por tanto, de la demanda agregada y del nivel de inflación, así como en un creciente endeudamiento materializado en un recurso al alza al crédito hipotecario. Todos estos factores pueden incidir sobre la instrumentalización de la política monetaria y el modo en el que operan los mecanismos de transmisión.

Dichas cuestiones se analizan en el presente artículo, para lo cual se adopta la siguiente estructura. En primer lugar, se analiza, de forma sintética, el modo en el que las decisiones adoptadas por la autoridad monetaria se ven reflejadas en el comportamiento del crédito hipotecario y, por ende, en el precio de la vivienda, al tratarse de su principal fuente de financiación. Junto a ello, se muestra la evidencia empírica de los principales trabajos realizados hasta la fecha, tanto en el contexto internacional como para el caso español. Posteriormente, se recogen las principales tendencias del crédito hipotecario en España y su influencia sobre el comportamiento financiero y el nivel de gasto de las familias. En un cuarto apartado, se desarrolla y estima un modelo de ecuaciones simultáneas en el que se cuantifica en qué medida el precio de la vivienda se ha visto afectado por el desarrollo del mercado hipotecario, así como por el contexto económico, y cómo el tipo de interés hipotecario se ha visto influenciado por el estado de la política monetaria y del mercado inmobiliario. El trabajo finaliza con las principales conclusiones.

II. POLÍTICA MONETARIA, COMPORTAMIENTO DEL CRÉDITO HIPOTECARIO Y PRECIO DE LA VIVIENDA: ASPECTOS TEÓRICOS Y EVIDENCIA EMPÍRICA

El nivel de actividad económica y el tipo de interés determinan el comportamiento del consumo y la inversión y, por tanto, de la demanda de crédito. Las variaciones en la evolución de ambas variables se ven reflejadas en el modo en el que operan los mecanismos de transmisión de la política monetaria, incidiendo en el nivel de renta de los hogares y en el *cash flow* mantenido por las empresas. En definitiva, la actividad económica y los tipos de interés determinan la capacidad de endeudamiento y de afrontar los pagos de los créditos contraídos por los diferentes agentes económicos. La presencia de perturbaciones externas, como la desregulación, la innovación financiera o el cambio en el estado de la política monetaria pueden influir sobre el volumen de crédito concedido por las entidades bancarias y, por tanto, sobre las restricciones crediticias a las que se enfrentan los hogares (Duca, 1996) (1).

La aplicación de políticas monetarias restrictivas da lugar a un incremento del coste financiero del crédito hipotecario, provocando contracciones de su demanda y/o mayores niveles de precios. Las menores posibilidades de acceso y el encarecimiento de las fuentes de financiación bancaria también pueden venir ocasionadas por cambios en la vertiente de la oferta. La subida de tipos de interés desemboca en un encarecimiento de los pasivos bancarios y en mayores exigencias de colateral a los prestatarios, dando lugar a un menor volumen de recursos prestables y a mayores tipos de interés crediticios (2).

Resulta de interés analizar el efecto de este tipo de medidas de política económica sobre el funcionamiento del mercado hipotecario y mobiliario (3). Con respecto al primero, las entidades bancarias, en su objetivo de maximizar beneficios, trasladarán con la mayor celeridad posible las subidas en el precio oficial del dinero a los tipos fijados en los créditos con garantía real (4). A dicha incidencia directa se le une el posible efecto paralelo asociado al incremento del precio del crédito hipotecario, derivado de la probable reducción en la oferta de este tipo de financiación que conlleva el aumento de los tipos de interés oficiales. El incremento en el tipo de interés real del mercado hipotecario tiene un efecto negativo sobre el crédito de dicha naturaleza, lo que se traduce en una caída del precio de los inmuebles y es indicativo del inicio de un proceso de ralentización económica. La contracción del nivel de gasto reduce la demanda de trabajo de las empresas, desembocando en menores salarios para los trabajadores. Paralelamente, las unidades de producción se encuentran con mayores dificultades para la venta de los bienes y servicios, lo que da lugar a una caída de su precio, incluida la vivienda. Dicha reducción en el precio de la vivienda, expresada en términos reales, difiere la materialización de la inversión, originando una contracción en el número de viviendas iniciadas, así como de la demanda de los sectores que intervienen en la construcción (Baffoe-Bonnie, 1998). Por el contrario, un incremento del precio de la vivienda se traduce en un aumento del valor de mercado en relación con el coste de construcción, fomentando la renovación e inversión residencial (5). En este contexto, la autoridad monetaria posee la capacidad de ejercer el suavizado del ciclo financiero, pudiendo contrarrestar los efectos perniciosos de las burbujas especulativas y las distorsiones experimentadas en el mercado de la vivienda. Entre otros instrumentos, puede emplear el tipo de interés, lo cual contribuye a estabilizar las condiciones económicas generales (Bernanke y Gertler, 1999; Goodhart y Hoffman, 2000; Hoffman, 2001) (6).

Las imperfecciones existentes en el mercado de crédito pueden incidir de forma sustancial sobre el modo en el que las variaciones en los tipos de interés, derivadas de cambios en el estado de la política monetaria, afectan al precio de la vivienda y al nivel de consumo e inversión, al alterar las posibilidades de acceso al crédito a través de los cambios en el valor del colateral y en el precio soportado en la obtención de financiación (Muellbauer y Murphy, 1997) (7). Dicha relación se confirma en la evidencia empírica de la mayor parte de los estudios realizados (8). Tomando como referencia a Estados Unidos, Lamont y Stein (1999) encuentran que, ante una perturbación en el nivel de renta, la demanda de vivienda que experimenta una mayor contracción es la de los agentes que se encuentran sometidos a mayores restricciones financieras (9).

Estos resultados se mantienen, tal y como señala Iacovello (2000), para los principales países europeos. Descendiendo a escala de país, este autor señala que en España se observa una pequeña variación en el precio de la vivienda ante variaciones en el estado de la política monetaria, la cual parece haber presentado un comportamiento neutral a lo largo de las décadas de 1980 y 1990. La caída experimentada en el precio de la vivienda a principios de los noventa vino ocasionada por la presencia de una perturbación adversa de demanda y un leve endurecimiento de las condiciones monetarias. Particularizando al Reino Unido, Aoki, Proudman y Vlieghe (2002) señalan que la liberalización del mercado hipotecario ha facilitado el acceso de las familias a la vivienda, lo cual ha dado lugar a un incremento de la inversión residencial, a pesar del espectacular crecimiento de los precios en el mercado inmobiliario (10). No ocurre lo mismo en Irlanda, donde la expansión del crédito hipotecario observada tras la liberalización de los mercados no ha influido sobre la demanda de viviendas ni sobre su precio (Kenny, 1999). Resultados opuestos obtiene Murphy (1995) cuando tiene en cuenta la transformación de la estructura de las entidades bancarias proveedoras de crédito hipotecario. En esta línea se encuentran las conclusiones del estudio acometido por Turner (1999) para Suecia. Para el caso griego, Donatos (1995) obtiene que las variables bancarias no han tenido un impacto significativo sobre la inversión residencial debido, fundamentalmente, a la existencia de «controles de crédito» que han favorecido la orientación de los recursos bancarios a otros destinos prioritarios. La liberalización financiera de mediados de los ochenta, aun cuando supuso la eliminación de la totalidad de las restricciones en las actividades crediticias, no evitó que los tipos de interés hipotecarios se mantuvieran en niveles prohibitivos, lo que dificultó la adquisición de viviendas por parte de los hogares.

La existencia de políticas públicas de vivienda orientadas a la provisión de fondos o mejora en las condiciones de acceso a los mismos, cuyo fin sea la adquisición y rehabilitación de viviendas, puede dar lugar a una reducción de la demanda de crédito hipotecario.

Para el mercado de Japón, Moriizumi (1996) señala que el acceso a financiación pública o a tipos de interés subvencionados ha dado lugar a una reducción del crédito concedido por las entidades con garantía hipotecaria, con la consiguiente reducción de la inversión residencial. Para España, Pareja y San Martín (1999) señalan que durante la década de 1990 la demanda de viviendas se incrementó, especialmente la de los colectivos con menor nivel de renta, tras la caída de los tipos de interés hipotecarios y los acuerdos establecidos entre los entes públicos y las entidades financieras a través de los diversos planes de vivienda ejecutados.

En definitiva, la evidencia empírica obtenida en relación con el impacto de la política monetaria sobre la evolución del precio de la vivienda parece señalar que este impacto ha sido poco significativo. La subida de los tipos de interés ha incidido únicamente de forma significativa sobre la demanda de vivienda de los agentes con mayores restricciones financieras. En este sentido, el ciclo del mercado inmobiliario dependerá, de forma notoria, de la capacidad de acceso al crédito y a fondos y/o ayudas públicas.

III. PRECIOS DE LA VIVIENDA, CRÉDITO HIPOTECARIO Y ESFUERZO DE ACCESO EN ESPAÑA

Antes de acometer el análisis empírico de las relaciones entre precios de la vivienda y características del mercado hipotecario en España, resulta necesario estudiar, a partir de la información estadística disponible, el contexto económico en el que se inserta esta relación, analizando la evolución de las variables más representativas.

En primer lugar, en lo que respecta al crédito para la adquisición de vivienda y el coste de su financiación, el gráfico 1 muestra la evolución mensual de los saldos vivos del crédito hipotecario, de los tipos de interés medios hipotecarios a más de tres años y de la morosidad en el crédito a otros sectores residentes de las entidades de depósito entre diciembre de 1987 y marzo de 2003 (11). Mientras que el comportamiento del tipo de interés ha sido irregular, particularmente al inicio de período, el crédito con garantía hipotecaria ha experimentado una evolución ascendente y continua. Así, este último se ha multiplicado por 20 en el período considerado, alcanzando los 369.370 millones de euros en marzo de 2003 (18.526 millones de euros en diciembre de 1987). En cuanto al tipo de interés hipotecario medio (eje derecho en el gráfico 1), éste se ha reducido del 14,46 al 3,97 por 100 en este período. Sin embargo, el descenso en el coste de la financiación no ha sido lineal. Así, el tipo de interés hipotecario se elevó durante los últimos años de la década de 1980 y comienzos de la de 1990, alcanzando cotas cercanas al 17 por 100 en 1991. A esta evolución sigue un comportamiento irregular aunque con una tendencia generalizada a la baja, si bien el descenso más marcado en los tipos se da entre 1996 y 1999, manteniéndose relativamente estable en los últimos años.

A partir de estas dos variables, crédito y tipos de interés, pueden distinguirse tres períodos diferenciados respecto a la demanda de financiación para la vivienda en España.

a) El primer período transcurre entre 1987 y 1993, en el que el crecimiento del crédito en relación con el elevado coste de su financiación puede explicar, en gran medida, el crecimiento de la morosidad y la subsiguiente crisis bancaria que tuvo lugar en esos años. En este sentido, las elevadas expectativas de renta propiciaron un endeudamiento demasiado elevado, y sobre todo caro, como para resultar sostenible.

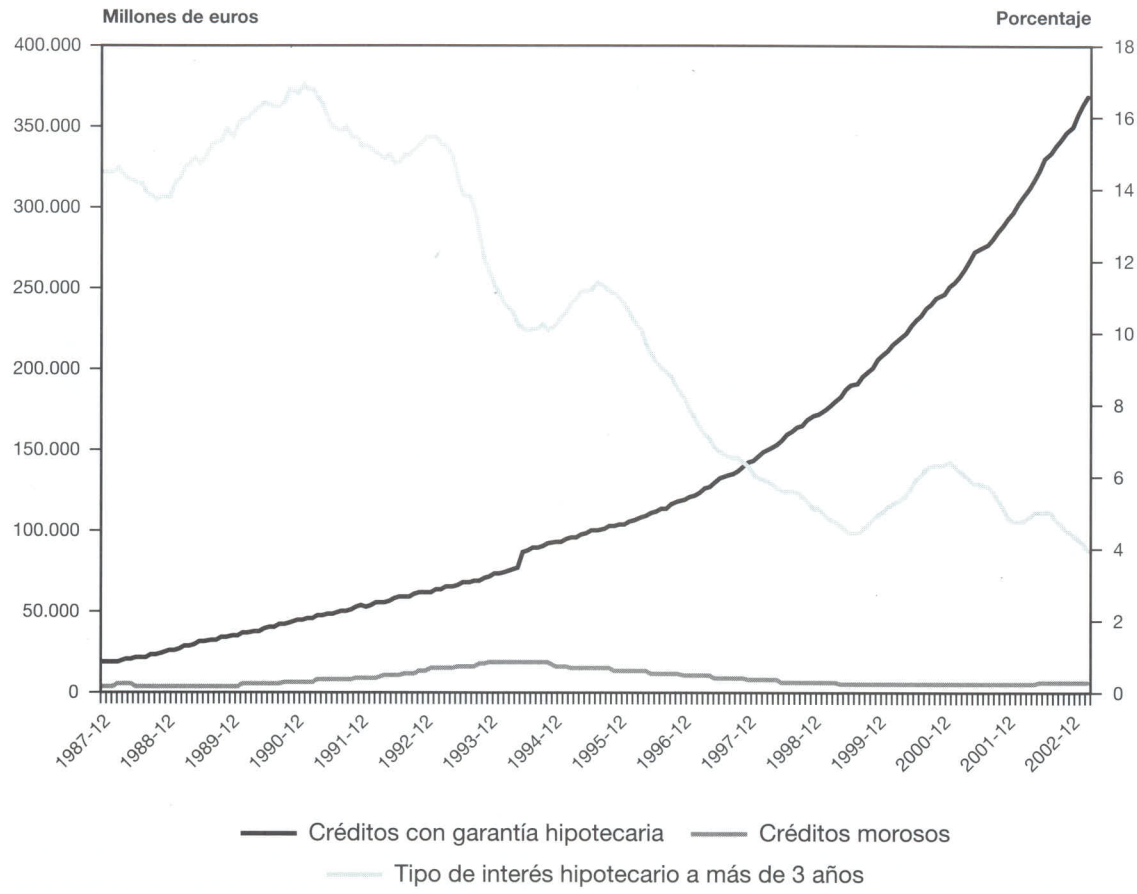
b) En el segundo período, entre 1993 y 1999, la evolución observada en la demanda de crédito resulta, en general, más coherente, dado lo reducido del coste de la financiación. Este comportamiento se acentúa, sobre todo, a partir de 1995, coincidiendo con la fase alcista del ciclo económico, con lo que los dos componentes fundamentales de la demanda de crédito, su precio y las expectativas de renta, se mostraron favorables para las economías domésticas.

c) El tercer período transcurre desde 1999 hasta 2003. En estos años, las ligeras variaciones al alza o la baja en los tipos de interés no han supuesto alteraciones para una creciente demanda y oferta de crédito, dado que los tipos se consideran, en cualquier caso, reducidos, sobre todo desde una perspectiva histórica.

Atendiendo a esta evolución, cabe cuestionarse si la elevada concesión de crédito en los últimos años no entraña un riesgo potencial para las entidades de depósito, habida cuenta de lo sucedido al inicio del período considerado. Si bien este análisis escapa a los objetivos del presente artículo, la evolución mostrada por la morosidad, como indica el gráfico 1, no parece augurar un riesgo potencial de impago elevado, puesto que el valor de los créditos morosos es prácticamente el mismo al inicio y al final del período, mientras que los saldos vivos del crédito hipotecario han aumentado, como se señaló anteriormente, de forma exponencial. Este hecho responde a dos factores, fundamentalmente. Por un lado, la mejora en la gestión del riesgo crediticio observada en la práctica totalidad del sistema bancario español. Por otro, al incremento del control y las presiones regulatorias sobre los recursos propios en relación con los riesgos en la actividad. En este sentido, iniciativas recientes, como la introducción del Fondo Estadístico de Cobertura de Insolvencias (FECI) por parte del Banco

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO CON GARANTÍA HIPOTECARIA, TIPOS DE INTERÉS HIPOTECARIOS Y CRÉDITOS MOROSOS. DATOS MENSUALES
(Diciembre 1987-marzo 2003)



Fuente: Banco de España.

de España, representan las tendencias regulatorias actuales, orientadas a paliar el carácter procíclico de la actividad bancaria (12).

El análisis de los destinos en el crédito bancario para la adquisición y rehabilitación de viviendas (cuadro número 1), con información disponible entre 1992 y 2002, arroja alguna información adicional de interés respecto al comportamiento de la demanda de financiación hipotecaria bancaria. El crédito para la adquisición de vivienda propia se ha multiplicado por 6 en términos nominales en estos diez años, pasando de 41.382 millones de euros en 1992 a 226.483 millones de euros en 2002. Dentro de este crédito, tan sólo entre un 3 y un 5 por 100 carece de garantía hipotecaria. Asimismo, debe destacarse cómo el crédito para rehabilitación de vivienda ha aumentado, en términos nominales, un 392 por 100 en el período, representando, en promedio, un 4,6 por 100 del crédito a la vivienda, lo que viene a subrayar la importancia de la rehabilitación como preferencia de los hogares en un contexto de elevados precios de la vivienda (13). En suma, el conjunto del crédito para la adquisición y rehabilitación de vivienda aumentó un 444,6 por 100 en términos nominales, alcanzando sus saldos vivos los 236.774 millones de euros en 2002.

El estímulo de la financiación crediticia para vivienda no sólo se ha limitado al lado de la demanda, sino que la oferta se ha visto, asimismo, impulsada considerablemente. En el cuadro núm. 2 se muestra el crédito bancario al sector de la construcción por finalidades entre 1992 y 2002. El conjunto del crédito para financiación de la construcción ha incrementado un 95 por 100 en términos nominales en este período, pasando de 29.202 millones de euros en 1992 a 57.002 en 2002. Dentro del total de crédito a la construcción, el crédito para financiación de obras y edificios singulares, que ha aumentado un 111,7 por 100 en este período, representa un porcentaje medio del 65 por 100 del total. El crédito para la financiación de obras públicas, sin embargo, pese a

CUADRO NÚM. 1

CRÉDITO BANCARIO PARA LA ADQUISICIÓN Y REHABILITACIÓN DE VIVIENDAS
(Millones de euros)

	CRÉDITO PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA CON GARANTÍA HIPOTECARIA (1)	*CRÉDITO PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA EXCEPTO GARANTÍA HIPOTECARIA (2)*	*CRÉDITO PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA PROPIA (3) = (1) + (2)*	*CRÉDITO PARA REHABILITACIÓN DE VIVIENDAS (4)*	*CRÉDITO PARA ADQUISICIÓN Y REHABILITACIÓN DE VIVIENDAS (5) = (3) + (4)*
1992	—	—	41.381,9	2.090,7	43.472,7
1993	—	—	50.489,6	2.529,3	53.018,9
1994	—	—	60.671,6	3.288,0	63.959,6
1995	—	—	69.204,7	3.332,5	72.537,2
1996	—	—	78.676,7	3.966,0	82.642,7
1997	—	—	96.636,1	4.868,5	101.504,6
1998	—	—	114.791,8	5.752,2	120.544,0
1999	129.494,8	6.338,1	135.832,9	6.449,6	142.282,5
2000	158.138,9	8.386,7	166.525,6	7.343,7	173.869,3
2001	186.493,9	7.708,2	194.202,1	8.572,0	202.774,1
2002	217.746,1	8.736,5	226.482,6	10.291,6	236.774,1

Fuente: Banco de España.

haberse incrementado un 227,9 por 100 en términos nominales en estos años, no llega a representar, en promedio, más del 7 por 100 del crédito a la construcción. El resto de esta financiación se la reparten, en porcentajes similares, la instalación y acabado de edificios y obras, la preparación de edificios y obras, y otras fases en el proceso de construcción sin clasificar.

Una vez analizada la evolución del crédito bancario a la vivienda y su coste, así como la vertiente de financiación de la oferta, resulta necesario estudiar un tercer pilar en la determinación de la oferta y la demanda de vivienda y, por lo tanto, de su precio, como es la promoción (desarrollo de planes) y financiación de viviendas de protección oficial (VPO). Estas políticas deben contribuir, en consonancia con los estudios anteriormente señalados, a paliar la carga financiera de los hogares en el acceso a la vivienda. El gráfico 2 muestra los créditos bancarios concedidos para la adquisición de VPO a partir de la ejecución de los planes de vivienda puestos en marcha entre 1988 y 2001 (1988-1991; 1992-1995; 1996-1999; 1998-2001). Esta evolución se relaciona con la de las viviendas terminadas, tanto VPO como el total de viviendas libres. En primer lugar, debe

CUADRO NÚM. 2

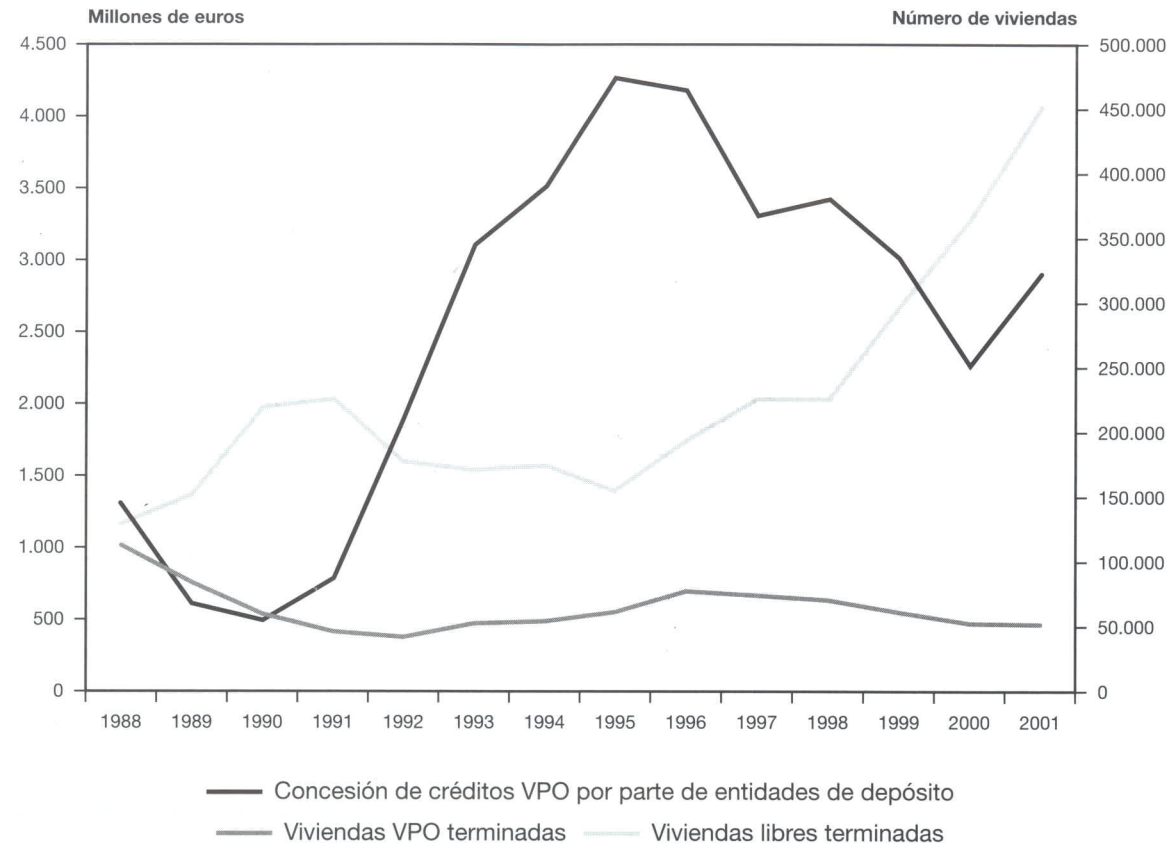
CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN POR FINALIDADES
(Millones de euros)

	CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE EDIFICIOS Y OBRAS SINGULARES (1)	*CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE OBRAS PÚBLICAS (2)*	*CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE INSTALACIÓN Y ACABADO DE EDIFICIOS Y OBRAS (3)*	*CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE PREPARACIÓN DE OBRAS (4)*	*OTROS (SIN CLASIFICAR) (5)*	*CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE CONSTRUCCIÓN (6) = (1) + (2) + + (3) + (4) + (5)*
1992	19.229,7	1.329,7	1.992,5	2.804,6	3.845,3	29.201,8
1993	15.337,4	1.446,1	2.326,1	4.556,4	1.286,1	24.952,1
1994	14.001,4	1.393,9	2.210,5	4.436,2	1.094,8	23.136,8
1995	14.154,0	1.780,6	2.615,1	3.910,8	1.154,1	23.614,6
1996	14.901,6	1.881,3	2.674,5	3.817,7	991,7	24.266,8
1997	15.468,6	1.789,7	2.968,8	3.532,1	941,8	24.701,0
1998	18.972,0	2.258,8	3.436,3	3.500,0	1.102,4	29.269,5
1999	23.312,2	2.784,9	4.204,8	3.516,7	1.293,3	35.111,9
2000	29.611,6	3.338,0	4.261,1	3.681,0	1.735,4	42.627,1
2001	33.123,4	3.468,7	4.520,4	3.127,8	2.171,5	46.411,8
2002	40.725,1	4.359,7	5.873,6	3.346,4	2.697,0	57.001,8

Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 2

FINANCIACIÓN BANCARIA PARA LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA DE PROTECCIÓN OFICIAL Y VIVIENDAS TERMINADAS EN ESPAÑA (1988-2001)



destacarse que la concesión de crédito para VPO por parte del sector bancario se ha incrementado un 121 por 100 en términos nominales entre 1988 (1.312 millones de euros) y 2001 (2.902 millones de euros). En cualquier caso, esta evolución, aunque creciente en el conjunto del período, ha sido irregular, alcanzando su máxima cota en 1995 (4.257 millones de euros). Esta tendencia contrasta, sin embargo, con la del número de viviendas de VPO terminadas, con una disminución neta del 53 por 100 en el período considerado, pasando de 112.500 en 1988 a 52.922 en 2001. Tal y como se aprecia en el gráfico 2, parece darse un comportamiento asimétrico entre esta evolución y la del número de viviendas libres. Estas últimas han registrado un destacado crecimiento (252 por 100) entre 1992 (128.518) y 2001 (452.252), pudiendo afirmarse que el apoyo público a la financiación de la vivienda, si bien de gran importancia, ha perdido peso relativo respecto a la evolución del total de viviendas en los últimos años.

La suma general de las distintas tendencias puede resumirse en una evolución generalizada a la baja del coste de la financiación, un intenso incremento de la demanda de crédito y del número de viviendas, y un papel más reducido de la financiación y el apoyo público a la adquisición de vivienda. En este sentido, cabe cuestionarse, finalmente, cómo ha evolucionado la variable fundamental del análisis que ocupa este estudio, el precio de la vivienda. Del mismo modo, resulta necesario delimitar qué esfuerzo supone para las economías domésticas la adquisición de vivienda, dado su precio y el salario medio (cuadro núm. 3), ya que esta variable es, asimismo, indicativa del posible impacto de la política monetaria, como se señaló anteriormente. En lo que se refiere al salario bruto anual, éste ha aumentado, en términos nominales, un 97,8 por 100 entre 1987 y 2002, pasando de 8.396 a 16.612 euros. Sin embargo, el precio de la vivienda se ha incrementado un 284,1 por 100 en el mismo período, pasando de 317,2 euros/m^2 en 1988 a 1.220,9 euros/m^2 en 2002. Con estos datos, puede calcularse el esfuerzo medio para la adquisición de vivienda como el número de salarios medios nominales necesarios para adquirirla en función de su superficie. Así, como muestra el cuadro núm. 3, en 1988 eran necesa-

CUADRO NÚM. 3

ESFUERZO EN EL ACCESO A LA VIVIENDA EN ESPAÑA (1987-2002)

	SALARIO ANUAL BRUTO (Euros)	*PRECIO VIVIENDA POR m²* *(Euros)*	*ESFUERZO SALARIAL VIVIENDA 70 m²*	*ESFUERZO SALARIAL COMPRA VIVIENDA 90 m²*
1987	8.396,43	317,27	2,6	3,4
1988	8.899,68	396,61	3,1	4,0
1989	9.411,78	488,97	3,6	4,7
1990	10.216,95	565,37	3,9	5,0
1991	10.989,45	646,34	4,1	5,3
1992	11.817,06	637,67	3,8	4,9
1993	12.569,19	635,14	3,5	4,5
1994	13.166,28	639,63	3,4	4,4
1995	13.760,55	661,73	3,4	4,3
1996	14.375,61	674,10	3,3	4,2
1997	14.870,46	684,80	3,2	4,1
1998	15.211,65	716,63	3,3	1,2
1999	15.558,84	792,29	3,6	4,6
2000	15.916,89	907,20	4,0	5,1
2001	16.468,50	1.046,91	4,4	5,7
2002	16.612,12	1.220,90	5,1	6,6

Fuente: INE, MOF.

rios 2,6 salarios medios anuales para adquirir una vivienda de 70 m² (3,4 para una de 90 m²), mientras que en 2002 eran ya necesarios 5,1 (6,6 para una de 90 m²). Por lo tanto, resulta patente que el esfuerzo salarial para adquirir una vivienda ha crecido de forma sustancial en un período temporal relativamente reducido; de modo que esta tendencia resulta difícilmente sostenible a medio plazo.

IV. POLÍTICA MONETARIA, MERCADO HIPOTECARIO Y PRECIO DE LA VIVIENDA: UN MODELO EMPÍRICO

Un primer objetivo empírico en este estudio es contrastar en qué medida las actuaciones de política monetaria llevadas a cabo por el Banco de España hasta 1999, y posteriormente por el Banco Central Europeo, han repercutido sobre los tipos de interés hipotecarios. Asimismo, se pretende analizar cómo han influido los tipos de interés hipotecarios sobre la evolución del precio de la vivienda, dadas las condiciones macroeconómicas vigentes, así como la interrelación existente entre el mercado hipotecario y el inmobiliario. La metodología empírica consiste en la estimación, con datos trimestrales correspondientes al período 1987-2002, y dada la información pública disponible, del siguiente sistema de ecuaciones simultáneas:

$$\Delta hp = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta gdp + \alpha_2 \Delta cli + \alpha_3 \Delta moir + \\ + \alpha_4 \Delta sthou + \alpha_5 \Delta moloan + \alpha_6 \Delta publoan \quad [1]$$

$$\Delta moir = \beta_0 + \beta_1 \Delta hp + \beta_2 \Delta gdp + \\ + \beta_3 \Delta intir + \beta_4 \Delta moloan \quad [2]$$

donde las variables se definen como (fuente estadística entre paréntesis):

hp: Precio medio del metro cuadrado de vivienda libre (Ministerio de Fomento).

gdp: Producto interior bruto expresado en términos reales y per cápita (*INE*).

cli: Índice de precios al consumo. Base 2001 (*INE*).

moir: Tipo de interés hipotecario a tres años (Banco de España).

sthou: Número de viviendas iniciadas (Ministerio de Fomento).

moloan: Crédito hipotecario (Banco de España).

publoan: Crédito concedido a la vivienda de protección oficial dentro de los planes de financiación de la vivienda cuatrienales y trianuales (Ministerio de Fomento).

intir: Tipo de interés representativo del estado de la política monetaria (interbancario a tres meses) (Banco de España).

Las variables, cuya estadística descriptiva se presenta en el cuadro núm. 4, se han tomado en primeras diferencias (lo que se señala mediante el símbolo Δ), puesto que, una vez aplicadas, todas las variables resultan estacionarias, tal y como se muestra el test de Dickey

CUADRO NÚM. 4

ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA

	MEDIA	*DESVIACIÓN TÍPICA*	*MÍNIMO*	*MÁXIMO*
hp (a)	695,816	216,752	308,64	1.287,73
gdp (b)	2.809,225	324,795	2.253,952	3.335,667
cli (c)	81,626	14,650	55,020	105,455
moir (d)	10,388	4,286	4,380	16,76
sthou (e)	83.106,050	31.215,632	44.919,678	145.569,933
moloan (b)	120.911,138	92.575,576	16.269,782	350.496,986
publoan (b)	808,208	439,535	201,318	2.031,37662
intir (d)	8,938	4,632	2,603	18,289

(a) Euros.
(b) Millones euros.
(c) Índice. Base 2001.
(d) Porcentaje.
(e) Miles.

Fuller Aumentado. La estacionariedad no está garantizada cuando las variables se expresan en niveles.

El análisis de la matriz de correlaciones, si bien no implica la definición de algún tipo de relación causal, resulta de utilidad para realizar una primera aproximación de las relaciones estadísticas entre las principales variables. De este modo, los valores de correlación facilitan la definición de los modelos econométricos, así como los problemas de simultaneidad. Como puede observarse en el cuadro núm. 5, las variables, tomadas como tasa de variación, no muestran correlaciones por encima de 0,6 —valor correspondiente a variaciones en el precio de la vivienda en relación con el crédito hipotecario—, situándose en la mayoría de los casos por debajo de 0,3, por lo que la aparición de problemas de multicolinealidad no parece probable.

La estimación del sistema de ecuaciones se ha llevado a cabo mediante el método de mínimos cuadrados trietápicos, que incorpora procedimientos de estimación que estiman de una sola vez todas las ecuaciones del sistema, haciendo uso de toda la información muestral disponible (enfoque de información completa) y teniendo en cuenta todas las posibles restricciones que pueden existir entre los parámetros estructurales del modelo (Greene, 2000) (14).

Una vez estimado el sistema de ecuaciones definido anteriormente, en una segunda etapa, se procede a la inclusión en la ecuación [2] de variables cualitativas representativas de cambios regulatorios y del sistema financiero que han alterado la estructura y el funcionamiento del mercado hipotecario.

Una primera variable ficticia, *dumsec,* pretende reflejar las ventajas de la titulización hipotecaria implantada con la Ley 19/1992 (15). Alternativamente, se introduce una segunda variable cualitativa, *dumcom,* que pretende reflejar los efectos de la Ley 2/1994, de Subrogación y Modificación de Préstamos Hipotecarios. Esta variable toma el valor 1 a partir de 1994, y 0 previamente (16).

V. PRINCIPALES RESULTADOS

Tal y como puede observarse en el cuadro núm. 6, de acuerdo con lo esperado, la disponibilidad de un mayor nivel de crédito hipotecario ha permitido a las familias

CUADRO NÚM. 5

COEFICIENTES DE CORRELACIÓN

	Δgdp	*Δcli*	*Δmoir*	*Δsthou*	*Δmoloan*	*Δpubloan*	*Δintir*
Δhp	0,157	-0,004	0,244	-0,092	0,585	0,038	0,055
Δgdp		-0,052	0,238	0,170	0,118	-0,142	0,0005
Δcli			0,182	-0,079	-0,089	-0,233	0,078
Δmoir				0,011	-0,049	-0,105	0,433
Δsthou					0,130	0,257	0,104
Δmoloan						0,145	0,059
Δpubloan							0,017

CUADRO NÚM. 6

POLÍTICA MONETARIA, CRÉDITO HIPOTECARIO Y MERCADO INMOBILIARIO
(Datos trimestrales para el período 1987-2002)

Número de observaciones = 64
Estadísticos *t* entre paréntesis

MÉTODO DE ESTIMACIÓN: MÍNIMOS CUADRADOS EN TRES ETAPAS

Especificación básica

$$\Delta hp = \underset{(0,34)}{1,8942} + \underset{(0,44)}{0,0010}\,\Delta gdp - \underset{(-0,004)}{0,0155}\,\Delta cli + \underset{(2,75)\,(*)}{9,090}\,\Delta moir - \underset{(-2,04)\,(*)}{0,0002}\,\Delta sthou + \underset{(3,30)\,(*)}{0,0027}\,\Delta moloan + \underset{(0,23)}{0,0010}\,\Delta publoan$$

$$\Delta moir = \underset{(0,29)}{0,0900} + \underset{(0,70)}{0,0158}\,\Delta hp + \underset{(1,14)}{0,0001}\,\Delta gdp + \underset{(3,09)\,(*)}{0,7723}\,\Delta intir - \underset{(-1,40)}{9,12\,e-5}\,\Delta moloan$$

$R^2 = 0,72$

Incluyendo la variable dumsec

$$\Delta hp = \underset{(0,34)}{1,9079} + \underset{(0,42)}{0,0010}\,\Delta gdp - \underset{(-0,0002)}{0,0008}\,\Delta cli + \underset{(2,72)\,(*)}{8,999}\,\Delta moir - \underset{(-1,99)\,(*)}{0,0002}\,\Delta sthou + \underset{(3,29)\,(*)}{0,0027}\,\Delta moloan + \underset{(0,21)}{0,0009}\,\Delta publoan$$

$$\Delta moir = \underset{(-0,41)}{-0,5454} + \underset{(0,69)}{0,0350}\,\Delta hp + \underset{(0,99)}{0,0002}\,\Delta gdp + \underset{(1,97)\,(*)}{0,9778}\,\Delta intir - \underset{(-0,79)}{0,0002}\,\Delta moloan + \underset{(0,51)}{1,46}\,dumsec$$

$R^2 = 0,75$

Incluyendo la variable dumcom

$$\Delta hp = \underset{(0,34)}{2,0926} + \underset{(0,42)}{0,0010}\,\Delta gdp - \underset{(-0,08)}{0,2702}\,\Delta cli + \underset{(2,77)\,(*)}{9,131}\,\Delta moir - \underset{(-2,03)\,(*)}{0,0002}\,\Delta sthou + \underset{(3,33)\,(*)}{0,0027}\,\Delta moloan + \underset{(0,14)}{0,0006}\,\Delta publoan$$

$$\Delta moir = \underset{(0,34)}{0,1009} + \underset{(0,89)}{0,0195}\,\Delta hp + \underset{(1,27)}{0,0002}\,\Delta gdp + \underset{(2,68)\,(*)}{0,7079}\,\Delta intir - \underset{(-0,99)}{7,40\,e-5}\,\Delta moloan - \underset{(-0,48)}{0,3409}\,dumcom$$

$R^2 = 0,77$

(*) Estadísticamente significativo, al menos, al 5 por 100.

asumir un nivel de endeudamiento superior, lo que ha dado lugar a una mayor demanda de vivienda, con el consiguiente efecto expansivo sobre los precios. Dicha escalada de precios se ha visto también favorecida de forma positiva y significativa por el incremento del coste de dicha financiación, lo cual muestra la elevada correlación entre el comportamiento del mercado inmobiliario y del hipotecario. Altos precios para la vivienda, síntoma de la presencia de un *boom* en dicho mercado, implican mayores tipos de interés hipotecarios, dado un tipo de interés de referencia, debido a las crecientes presiones de la demanda y/o a un perfil de mayor riesgo de los agentes prestatarios.

El efecto estimado de la construcción de nuevas viviendas sobre el precio resulta significativo, aunque moderado. Dicho efecto puede venir explicado por la creciente adquisición de viviendas por motivos ajenos a los de residencia habitual, como la inversión en cartera. La mayor rentabilidad obtenida por la inversión en vivienda frente a otros activos alternativos, como consecuencia de los altos precios vigentes y las expectativas sobre su comportamiento futuro, han podido contribuir al crecimiento de la demanda de vivienda durante los últimos años, atenuando la bajada de precios asociada a la ampliación del parque residencial. La disponibilidad de un mayor nivel de renta, la presencia de mayores niveles de inflación y el aumento del crédito concedido a través de acuerdos establecidos en los planes de vivienda, aun cuando presentan un valor positivo, no resultan estadísticamente significativos.

En cuanto a las variaciones en el tipo de interés del mercado hipotecario, éstas han venido determinadas, tal y como muestra su coeficiente positivo y altamente significativo, por el estado de la política monetaria. Las subidas de tipos de interés durante este período han sido repercutidas por las entidades bancarias a sus prestatarios, con el consiguiente efecto sobre el nivel de gasto de los hogares y sobre la demanda agregada de la economía. Como se ha señalado anteriormente, los bajos tipos de interés, junto con la política expan-

sionista en la concesión del crédito llevada a cabo por las instituciones financieras españolas, han provocado que las familias no hayan reducido de forma significativa el recurso a la financiación bancaria para la adquisición de su vivienda. Por otro lado, ni el crecimiento de la renta disponible ni el del precio de la vivienda han influido de forma significativa sobre los tipos vigentes en el mercado hipotecario.

En relación con el impacto de las transformaciones en el mercado hipotecario, identificado a través de las variables cualitativas incorporadas, se observa que el efecto de la subrogación y la modificación de los préstamos hipotecarios, aun cuando positivo conforme a lo esperado, no ha resultado estadísticamente significativo. En cuanto al efecto de la titulización, ha sido contrario al esperado, si bien no resulta tampoco estadísticamente significativo. La escasa significatividad de esta variable puede venir explicada por el limitado desarrollo que presenta la titulización hasta el año 1998, debido a la estrechez de los mercados de renta fija, la fuerte competencia de la deuda pública y la aprobación de nuevas normativas que fomentaban el dinamismo en el mercado hipotecario.

VI. CONCLUSIONES

Factores como la bonanza económica, la economía sumergida que ha aflorado como consecuencia de la introducción del euro, la baja rentabilidad de los instrumentos de ahorro tradicionales, la incertidumbre existente en las bolsas y la existencia de condiciones favorables al endeudamiento han dado lugar a un *boom* inmobiliario sin precedentes durante los últimos años. El descenso generalizado de los tipos de interés hipotecarios durante buena parte del período ha reducido de forma sustancial el esfuerzo acometido por una familia media para adquirir una vivienda. De este modo, los hogares españoles se han encontrado con condiciones más favorables para afrontar mayores niveles de endeudamiento y, por tanto, mayores precios de la vivienda.

La estimación de un sistema de ecuaciones simultáneas en el que se tiene en cuenta estos aspectos, así como la interdependencia entre el mercado hipotecario y el inmobiliario, pone de manifiesto: *a)* la influencia significativa de las medidas adoptadas por la autoridad monetaria sobre el precio del crédito hipotecario, y *b)* cómo los cambios experimentados en éste, junto con la cantidad de crédito disponible y, en menor medida, de la demanda de vivienda, determinan las fluctuaciones experimentadas por el precio de los nuevos inmuebles. Junto a ello se tiene que, aun cuando la titulización de activos hipotecarios y la subrogación y modificación de los créditos de dicha naturaleza ha mejorado la eficacia del mercado hipotecario, sus beneficios no se han reflejado de manera significativa en menores precios de la vivienda. A ello puede haber contribuido la bonanza económica, que ha dado lugar a una importante adquisición de inmuebles para inversión.

NOTAS

(1) Aun cuando el incremento del precio de la vivienda y del crédito hipotecario viene ocasionado por factores adicionales a las variaciones en el estado de la política monetaria, dichas variaciones deben ser tenidas en cuenta por los entes supervisores, puesto que tanto los hogares como las entidades financieras se hacen más vulnerables a una caída en el precio de la propiedad. Esto es debido a que las entidades financieras aumentan los requerimientos de colateral que deben aportar sus clientes a la par que aumenta la probabilidad de impago.

(2) La imposibilidad de acceso de las familias a los mercados de capitales confiere a la financiación bancaria un papel especial. En este sentido, debe tenerse en cuenta que la existencia de problemas de información asimétrica hace que las entidades bancarias deban confiar en la «buena voluntad» de las economías domésticas para la devolución de la deuda contraída (STIGLITZ y WEISS, 1981). El riesgo derivado de este control parcial es limitado, puesto que media la entrega de la propia vivienda como colateral. De este modo, se reduce la magnitud de los problemas de riesgo moral, puesto que las entidades bancarias pueden enajenar la vivienda en caso de impago, recuperando los fondos prestados, aun cuando desconocen la disposición de los agentes prestatarios a rembolsar el principal y los intereses devengados.

(3) Véase BANCO CENTRAL EUROPEO (2003) para un análisis estructural de la situación actual del mercado inmobiliario en los países de la UE. De igual modo, en TRILLA (2001) se realiza una comparación de la política de vivienda en el contexto europeo.

(4) El grado en el que las entidades bancarias trasladen las variaciones en los tipos de interés oficiales a los aplicados a sus clientes en sus hipotecas dependerá, entre otros factores, de: *a)* de la velocidad de traslación *(pass-through), b)* el grado de sensibilidad de los hogares y empresas a los cambios en el precio oficial del dinero, *c)* el peso relativo de los créditos concedidos a tipo variable en relación con el total (en España representan más del 75 por 100 del total: BCE (2003), y *d)* la composición de la riqueza de los agentes económicos.

(5) La materialización de este efecto dependerá de la disponibilidad de suelo, de la política de ordenación del territorio existente y de las condiciones vigentes en el sector de la construcción (MAYER y SOMERVILLE, 1996).

(6) Si bien el seguimiento de la evolución de los mercados inmobiliarios no determina la elaboración de la política monetaria, su comportamiento puede influir en su instrumentalización. Aunque el IPC no recoja *per se* el precio de la vivienda, sino determinados componentes relacionados con éste, su tendencia puede reflejarse en ciertos productos y servicios que forman parte de la cesta de consumo representativa (como, por ejemplo, alquileres). De este modo, el seguimiento del precio de la vivienda por parte de la autoridad monetaria facilita la realización de predicciones acerca del comportamiento de la inflación. Junto a la responsabilidad de mantener la estabilidad de precios, los bancos centrales suelen asumir, con carácter general, la supervisión del sistema bancario, el cual se encuentra directamente influenciado por la evolución mostrada por el mercado de la vivienda, puesto que el crédito hipotecario representa un importante componente de su balance. La subida del tipo de interés se traduce en mayores tipos aplicados al crédito hipotecario, lo cual puede traducirse en un incremento de la probabilidad de impago y, por tanto, en mayores necesidades de control por parte de los órganos supervisores.

(7) En Ayuso y Restoy (2003) se puede obtener una visión de cómo las variaciones en el nivel de precios de la vivienda en España han afectado a la renta y, por tanto, al consumo agregado.

(8) También existen trabajos que arrojan evidencia empírica en sentido contrario. Tomando como referencia a los principales países de la OCDE, Ruiter y Smant (1999) obtienen que la deuda contraída por las familias para la adquisición de una vivienda no se traduce necesariamente en un reducción del nivel de gasto en bienes duraderos. Los resultados obtenidos apuntan, más bien, al hecho de que la posición financiera de los hogares afecta a su deseo de emplear parte de su riqueza en activos financieros con un bajo grado de liquidez.

(9) De acuerdo con Stein (1995), el análisis del grado en el que la política monetaria afecta a la demanda de vivienda debe tener en cuenta: *a)* si las familias que proceden a la adquisición de una vivienda poseen, con carácter previo, inmuebles en propiedad, y *b)* el grado de movilidad que éstas presentan. Teniendo en cuenta ambos aspectos, clasifica a esta unidad poblacional en tres grandes grupos. El primero de ellos viene dado por los denominados «sin restricciones financieras y con plena movilidad», los cuales se definen como familias que poseen un nivel de riqueza suficiente como para que la existencia de restricciones financieras no afecte a su comportamiento. Un segundo grupo se identificaría con los «restringidos financieramente, pero abiertos a la movilidad», los cuales poseen una función de demanda de vivienda dependiente del precio. Finalmente, el tercer grupo se correspondería con aquellos que además de carecer de recursos para la adquisición de una vivienda, no presentan posibilidades de venta o adquisición de una nueva. Partiendo de esta clasificación, los efectos derivados de las restricciones financieras se acentuarían a medida que la estructura poblacional se encontrase dominada por los dos últimos de los colectivos citados.

(10) En Pain y Westaway (1997) se confirma la validez de estos resultados mediante la estimación de modelos alternativos en los que se incluyen como factores explicativos los efectos de la liberalización financiera en el «consumo relativo» de la vivienda y bienes y servicios relacionados con ella.

(11) Hemos utilizado este indicador de morosidad de otros sectores residentes por la falta de información pública de los créditos hipotecarios en esta materia.

(12) El objetivo general tras el FECI es suavizar la evolución de la morosidad a lo largo del ciclo, aumentado las provisiones para riesgos que deben realizar las entidades de depósito durante las fases alcistas, y disminuyéndolas cuando la evolución de la economía es a la baja.

(13) Todo ello sin perjuicio de otros posibles efectos económicos negativos del excesivo endeudamiento de las familias españolas.

(14) La estimación no se ha llevado a cabo mediante mínimos cuadrados ordinarios debido a que los estimadores obtenidos no cumplirían las propiedades de insesgadez, eficiencia y consistencia, como consecuencia de la presencia de variables endógenas que a su vez actúan como explicativas.

(15) Mediante su puesta en marcha, las entidades bancarias pueden recuperar la liquidez y traspasar el riesgo asociado a los créditos hipotecarios previamente concedidos, lo cual permite ampliar la capacidad de captación de recursos orientados a la financiación de la vivienda, redundado en un menor precio del crédito. Esta variable toma el valor 1 a partir de 1992, y cero anteriormente. Si la titulización ha permitido flexibilizar y agilizar la recuperación de los flujos de recursos crediticios concedidos, aminorando su coste, el signo esperado para el coeficiente de dicha variable debe ser negativo.

(16) Tras la aprobación de dicha ley, se permite a los agentes económicos tenedores de un crédito hipotecario proceder a su subrogación o cancelación soportando un coste de cancelación máximo establecido. De este modo, los agentes económicos pueden acceder a mejores condiciones contractuales; entre ellas, mejores precios. En consecuencia, es de esperar que el signo del coeficiente estimado para dicha variable sea negativo.

BIBLIOGRAFÍA:

Aoki, K.; Proudman, J., y Vlieghe, G. (2002), «House prices consumption, and monetary policy: A financial accelerator», *Bank of England Working Paper,* n.º 169.

Ayuso, J., y Restoy, F. (2003), «House prices and rents: An equilibrium asset pricing approach», Banco de España, *Documento de Trabajo,* n.º 0304.

Baffoe-Bonnie, J. (1998), «The dynamic impact of macroeconomic aggregates on housing prices and stock of houses: A national and regional analysis», *Journal of Real State Finance and Economics,* 17 (2): 179-197.

Banco Central Europeo -BCE- (2003), *Structural factors in the EU housing market*, Ocasional Paper.

Bernanke, B., y Gertler, M. (1999), «Monetary policy and asset price volatility», *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review,* cuarto trimestre: 17-51.

Cecchetti, S.; Genberg, H.; Lipsky, J., y Wadhwani, S. (2000), *Asset prices and Central Bank policy,* Geneva Reports on the World Economy, 2.

Donatos, G. (1995), «A quantitative analysis of investment in new housing in Greece», *Urban Studies,* 32 (9): 1475-1487.

Duca, J.V. (1996), «Deposit desregulation and the sensitive of housing», *Journal of Housing Economics,* 5: 207-226.

Epley, D., y Liano, K. (1999), «The residential mortgage supply function of commercial banks», *Urban Studies,* 36 (11): 1959-1971.

Greene, W. (2000), *Econometric Analysis,* 4.ª edicion, Prentice Hall.

Goodhart, C., y Hoffman, B. (2000), «Financial variables and the conduct of monetary policy», *Sveriges Riksbank Working Paper,* número 112.

Hoffman, B. (2001), «The determinants of private sector credit in industrialised countries: do property prices matter?», *BIS Working Papers,* número 108.

Iacoviello, M. (2000), «House prices and the macroeconomy in Europe: Results from a VAR analysis», *European Central Bank Working Paper,* n.º 18.

Kenny, G. (1999), «Modelling the demand and supply sides of the housing market: Evidence from Ireland», *Economic Modelling,* 16: 389-409.

Lamont, O., y Stein, J. (1999), «Leverage and hose-price dynamics in US cities», *RAND Journal of Economics,* 30(3): 498-514.

Mayer, C.J., y Somerville, C.T. (1996), «Regional housing supply and credit constraints», *New England Economic Review,* noviembre-diciembre: 39-51.

Moriizumi, Y. (1996), «Credit rationating and public housing loans in Japan», *Journal of Housing Economics,* 5: 227-246.

Muellbauer, J., y Murphy, A. (1997), «Booms and busts in the UK housing Market», *Economic Journal,* 107: 701-727.

Murphy, L. (1995), «Mortgage finance and housing provision in Ireland, 1970-90», *Urban Studies,* 32 (1): 135-154.

Pain, N., y Westaway, P. (1997), «Modelling structural change in the UK housing market: A comparison of alternative house price models», *Economic Modelling,* 14: 587-610.

PAREJA, M., y SAN MARTÍN, I. (1999), «General trends in financing social housing in Spain», *Urban Studies,* 36 (4): 699-714.

RUITER, M., y SMANT, D.J.C. (1999), «The household balance sheet and durable consumer expeditures: An empirical investigation for the Netherland, 1972-1993», *Journal of Policy Modelling,* 21 (2): 243-274.

STEIN, JEREMY C. (1995), «Prices and trading volume in the housing market: A model with down-payment effects», *Quarterly Journal of Economics,* 110: 379-406.

STIGLITZ, J., y WEISS, A. (1981), «Credit rationating in markets with imperfect information», *American Economic Review,* 71 (3): 393-410.

TRILLA, C. (2001), *La política de vivienda en una perspectiva europea comparada,* Fundación la Caixa, Colección de Estudios Sociales, n.º 9.

TURNER, B. (1999), «Social housing finance in Sweden», *Urban Studies,* 36 (4): 683-697.

DOCUMENTO

Banco Central Europeo
Factores Estructurales en los Mercados de Vivienda de la UE

BANCO CENTRAL EUROPEO
Factores Estructurales en los Mercados de Vivienda de la UE (*)

ÍNDICE

Resumen ejecutivo 115

1. La importancia de los mercados de vivienda para la economía general y la política monetaria 118
1.1. La relevancia de los cambios en el mercado de vivienda 118
1.2. Mercados de vivienda, actividad económica y el mecanismo de transmisión de la política monetaria 119
1.3. Los alquileres y el Índice Armonizado de Precios al Consumo 120
1.4. Precios de la vivienda, evolución del crédito y estabilidad financiera 121
1.5. Mercados de vivienda y oferta 122
1.6. Observaciones finales 122

2. La dinámica de los precios de la vivienda y sus determinantes 122
2.1. Introducción 122
2.2. Panorama general y crecimiento a largo plazo de los precios reales de la vivienda desde 1980 123
2.3. Volatilidad cíclica y sincronización de los precios de la vivienda en la UE 126
2.4. Determinantes de la dinámica de los precios de la vivienda 128
2.5. Fluctuaciones en el precio de la vivienda: algunas cuestiones de política económica 132

3. La dinámica de los alquileres 132
3.1. Introducción 132
3.2. La evolución de los controles del alquiler y de los alquileres sociales en los países de la UE 133
3.3. Alquileres, precios al consumo y precios de la vivienda 134
3.4. Viviendas de alquiler: algunas cuestiones de política económica 138

4. Impuestos, subsidios y costes de transacción de la vivienda 139
4.1. Introducción 139
4.2. Evolución de las políticas fiscales y de los subsidios en los países de la UE desde 1990 139
4.3. Evolución del gasto público en políticas de vivienda y políticas sociales de vivienda 142
4.4. La micro-gestión de las políticas de vivienda 143
4.5. Impuestos y subsidios sobre la vivienda: algunas cuestiones de política económica 143

5. Mercados hipotecarios 143
5.1. Interrelación entre los mercados hipotecarios y de vivienda 143
5.2. Características de los contratos hipotecarios 144
5.3. Deuda hipotecaria 145
5.4. El préstamo hipotecario como una fuente adicional de liquidez 145
5.5. El sistema crediticio de la vivienda: algunas cuestiones de política económica 148

Anexo 1: Cronología de las principales medidas de política 156
Anexo 2: Fuentes de datos 159

Resumen ejecutivo

Este informe, preparado por el Grupo de Trabajo sobre la Vivienda del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), examina los orígenes y efectos de las fluctuaciones en el mercado de vivienda en la Unión Europea (UE) y proporciona un panorama general de la evolución en los mercados de vivienda europeos desde 1980. Se pone el énfasis en los aspectos estructurales del mercado de vivienda que pueden influir sobre los efectos de la política monetaria en la actividad económica y los precios, en particular los de la propiedad residencial y los de los alquileres, los impuestos sobre la vivienda y los subsidios, y las principales interrelaciones entre los mercados de vivienda y los mercados hipotecarios que pueden dar lugar a ciclos financieros. El informe presenta información transversal de países sobre los mercados de vivienda, a menudo de una naturaleza no armonizada, y se ha beneficiado de las contribuciones de los bancos centrales nacionales de la UE (BCN).

La importancia de los mercados de vivienda para la economía general y la política monetaria

Hay múltiples razones que justifican la considerable atención que los economistas y los responsables de la política monetaria prestan a la evolución de los mercados de vivienda.

Primero, la riqueza materializada en vivienda es una parte importante de la riqueza neta del sector privado, y los gastos relacionados con la vivienda (por ejemplo, los pagos de hipotecas y alquileres) representan un componente fundamental del gasto de las economías domésticas. Por tanto, los cambios en los precios de la propiedad residencial (a los que se hará referencia de ahora en adelante como «precios de la vivienda»), los alquileres y los tipos de interés hipotecarios pueden tener un impacto significativo sobre la demanda agregada y la inflación, y jugar un importante papel en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Comprender los factores que influyen sobre los precios de la vivienda y los alquileres es crucial para entender el papel que los mercados de vivienda juegan en la economía general. En particular, la política monetaria necesita identificar las fuentes y la naturaleza de los *shocks* que determinan las fluctuaciones en los precios de la vivienda y los alquileres, con objeto de comprender sus implicaciones para la estabilidad de los precios y formular la respuesta política apropiada.

Segundo, varios episodios de expansión y contracción en los precios de la vivienda (y de otros activos) en una serie de economías desarrolladas han suscitado la atención sobre el papel que tienen los precios de la vivienda en el impulso de los ciclos financieros y sobre las implicaciones de las agudas fluctuaciones en los precios para la estabilidad financiera. Comprender las interrelaciones entre los mercados hipotecario y de la vivienda es importante a este respecto. Éstas también afectan al mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Finalmente, el funcionamiento del mercado de vivienda puede tener implicaciones para el lado de la oferta de la economía, en particular, para la movilidad laboral en la UE. Altos costes de transacción en los mercados de vivienda y la existencia de beneficios (no transportables) relacionados con ésta obstaculizan la movilidad laboral entre y dentro de los países de la Unión Europea.

Dinámica de los precios de la vivienda

Los precios reales de la vivienda en la mayoría de los países de la UE siguen ciclos largos en torno a un moderado crecimiento alcista. En el período desde 1980, los ciclos de los precios de la vivienda en muchos países de la UE han durado a menudo más de diez años. En términos reales (esto es, deflactados por el deflactor del consumo privado), hallamos que los precios de la vivienda, en el «largo plazo» (más de dos décadas), han crecido entre el 0% y el 3% anual en los diferentes países.

En algunas ocasiones, los precios reales de la vivienda en algunos países de la UE se han modificado en más de un 10%, en una dirección u otra, en años consecutivos, una situación etiquetada como *boom* o «caída». Desde 1980, los *booms* han sido más frecuentes que las caídas, especialmente en los países de la zona del euro, y han estado por lo general seguidos de prolongados períodos de muy bajo crecimiento o incluso de declive en los precios de la vivienda. Los *booms* y caídas en la vivienda han sido observados más frecuentemente en los tres países nórdicos y en el Reino Unido, pero no han estado completamente ausentes en otros estados de la UE. España, Irlanda, Holanda y el Reino Unido han estado entre los países de la UE que han experimentado recientemente tasas de crecimiento de dos dígitos en los precios de la vivienda. Los últimos datos para 2002 muestran claros signos de una desaceleración de la inflación de la vivienda en Irlanda y Holanda, pero, por el contrario, presentan tasas de crecimiento anual de dos dígitos en los precios reales de la vivienda en España y el Reino Unido. Grecia e Italia también experimentaron un rápido crecimiento de los precios de la vivienda en 2001-2002.

A largo plazo, el incremento en los precios reales de la vivienda está principalmente correlacionado con el creciente coste del suelo para la construcción. El suelo es un recurso escaso, por lo que se espera que su coste suba a medida que crezca la demanda de espacio apto para construir merced al creciente número de unidades familiares y a la mayor renta. A corto plazo, la oferta de nueva vivienda o el desmantelamiento del parque de viviendas existente sólo puede responder lentamente a los *shocks* de demanda, de modo que los precios de la vivienda pueden exceder o quedarse por debajo de su tendencia a largo plazo durante períodos considerables de tiempo. Por tanto, las fluctuaciones en el precio de la vivienda son parte del funcionamiento del mercado de vivienda y no reflejan necesariamente «burbujas» o «frenesíes». Sin embargo, a menudo es difícil reconciliar grandes incrementos en los precios reales de la vivienda en años sucesivos con la evolución de los fundamentos subyacentes.

La literatura empírica sugiere que las fluctuaciones en el precio de la vivienda son, en gran medida, atribuibles a las condiciones macroeconómicas, en particular a los cambios

en la renta disponible y en las expectativas de renta de los hogares, así como a los tipos de interés nominales y reales. Aunque los tipos de interés nominales ya no son una fuente sustancial de asimetría en las fluctuaciones del precio de la vivienda dentro la zona euro, se piensa que las fluctuaciones pasadas de las tasas de interés, así como las diferentes tasas de inflación y, por tanto, los tipos reales de interés, han desempeñado un papel importante en los recientes movimientos de los precios de la vivienda. Éstos, a su vez, pueden haber contribuido a diferencias en los ciclos económicos.

Pese a la importancia de los factores macroeconómicos, el funcionamiento de los mercados de vivienda depende en gran parte de factores nacionales y locales. Los mercados de vivienda son mercados «locales» en el sentido de que las fuerzas impulsoras de la nivelación del precio de la vivienda son débiles incluso dentro de un solo país, e incluso a largo plazo. Además, es probable que varios factores estructurales locales, como la disponibilidad de suelo, el sistema de planeamiento local y los impuestos locales, así como las características institucionales y contractuales de los mercados nacionales de la vivienda y de los sistemas de crédito asociados, desempeñen un papel en la amplificación o amortiguación de los efectos de los *shocks* macroeconómicos en los precios de la vivienda a los niveles local y nacional. Es al nivel nacional y local al que necesitan ser implementadas políticas apropiadas con objeto de prevenir el desarrollo de una grave suboferta o sobreoferta de vivienda, lo que, a su vez, puede tener implicaciones macroeconómicas y financieras pertinentes para la política monetaria.

Dinámica de los alquileres

Como parte integral del mercado de vivienda, el funcionamiento del sector del alquiler puede tener implicaciones para el resto del mercado. Un sector del alquiler eficiente tiende a reducir los costes de movilidad y a elevar la liquidez del mercado de vivienda. Además, con un peso de cerca del 6% (tanto en la zona euro como en el conjunto de la UE), los alquileres son un componente importante del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC). Desde 1997, los alquileres nominales en la zona euro han crecido, como media, un 1,7% anual (1,9% en la UE) y contribuido con 0,1 puntos porcentuales anuales a la inflación del IAPC en la zona euro (y en la Unión Europea).

El porcentaje de viviendas alquiladas sobre el *stock* total de viviendas en la mayoría de los países de la UE ha estado cayendo en los últimos 20 años. En algunos casos, este declive ha sido bastante pronunciado. Aunque no se dispone de evidencia concluyente, es probable que, al menos en un primer período, el declive relativo del sector del alquiler en muchos países de la UE fuese atribuible a una caída en la oferta de vivienda de alquiler, debido al rigor de los regímenes reguladores en esta materia. Es probable que los sistemas fiscales, tradicionalmente más favorables a la tenencia de una vivienda en propiedad, hayan jugado también un papel.

En años recientes se ha producido una cierta desregulación de los mercados de alquiler, si bien importantes segmentos del mercado de alquiler en muchos países de la UE todavía operan bajo estrictos regímenes de control, dando lugar a una segmentación del mercado. La mayoría de los países de la UE han tendido a relajar los controles de los alquileres en los nuevos contratos, pero los alquileres de inquilinos con derechos adquiridos son rara vez ajustados para reflejar las condiciones del mercado de vivienda, y los contratos a corto plazo no son a menudo usados de forma extensa. Una discrepancia grande entre los nuevos alquileres y los alquileres de inquilinos con derechos adquiridos tiene, potencialmente, efectos negativos sobre la movilidad laboral.

Pese a que los alquileres crecen más lentamente que los precios de la vivienda en la mayoría de los países de la UE, puede haberse hecho más económico en años recientes para las unidades familiares el comprar que el alquilar, debido a la caída en los tipos de interés. Esto puede haber resultado en una menor demanda para el alojamiento de alquiler, contribuyendo todavía más al relativo descenso del sector de los alquileres.

Sistemas de impuestos/subsidios sobre la vivienda

Todos los gobiernos de la UE tienen implantados complejos sistemas de impuestos/subsidios que afectan directamente a los mercados de vivienda. Esto refleja el papel especial de la «vivienda» para la política pública. Los regímenes de impuestos/subsidios han tendido a favorecer los activos inmuebles más que los activos financieros, y a los propietarios que residen en sus viviendas más que a los arrendadores. En algunos países, han favorecido las compras de viviendas nuevas en relación a las existentes.

Los impuestos y subsidios sobre la vivienda han experimentado un cambio sustancial en ciertos países de la UE a lo largo de la pasada década. En general, el sistema de impuestos/subsidios se ha hecho más neutral con respecto a los diferentes tipos de activos, pero los incentivos para la tenencia en régimen de propiedad han sido por lo general reforzados frente a los del alojamiento en alquiler, aun cuando las medidas se hayan enfocado más hacia las unidades familiares de renta baja en algunos países. El gasto público en la vivienda ha permanecido a grandes rasgos estable, o ha decrecido algo donde las políticas de vivienda se han hecho más selectivas. Algunos países han experimentado con la micro-gestión del mercado de vivienda, incluyendo la introducción de impuestos de transacción, con pobres resultados por lo general. En algunas ocasiones, las reformas de impuestos/subsidios tuvieron que ser modificadas sólo un corto período de tiempo después de haber sido implementadas, añadiéndose así a los *shocks* específicos de cada país afrontados por el mercado de vivienda nacional. Algunas veces, las medidas de política han tenido incluso efectos procíclicos.

A la vista de la importancia potencial del sector del alquiler para el eficiente funcionamiento general del mercado de vivienda, el sesgo del alivio fiscal y de los subsidios en favor de la tenencia en propiedad debería ser reconsiderado, particularmente en aquellos países en los que el porcentaje del sector de viviendas de alquiler ha caído a niveles muy bajos.

Una reducción de los costes de transacción inducidos por la política para la tenencia en propiedad también fortalecería la movilidad laboral.

El mercado hipotecario

El endeudamiento hipotecario (y total) ha aumentado en la mayoría de los países de la UE en los últimos diez años. Este crecimiento en el endeudamiento hipotecario es, en buena medida, atribuible a factores tales como el aumento de la inversión residencial, las mayores expectativas de renta, los tipos de interés decrecientes y un tratamiento fiscal que es más favorable para las hipotecas que para otros tipos de préstamos. La reciente proliferación de contratos hipotecarios más flexibles puede haber inducido a las unidades familiares previamente constreñidas crediticiamente a un acceso más amplio al crédito hipotecario. Los crecientes precios de la vivienda pueden también haber contribuido a la acumulación de la deuda hipotecaria al elevar el valor de colateral de los activos de las unidades familiares. Pese al rápido aumento de la deuda hipotecaria, se estima que la ratio «costes del servicio de la deuda/renta» ha permanecido relativamente constante en la segunda mitad de los años 90, debido a la caída de los tipos de interés hipotecarios y al aumento de las rentas. La ratio ha estado elevándose en diferentes países de la UE desde 2000.

La literatura económica ha subrayado cómo la interacción entre los mercados de vivienda e hipotecario puede fortalecer los efectos de un *shock* original o de un cambio en la política monetaria sobre los precios de la vivienda y la demanda final. Esto es debido a que un incremento inicial en los precios de la vivienda, siguiendo a una caída en los tipos de interés, por ejemplo, incrementará el valor de garantía de los activos de la vivienda, y por tanto mejorará el acceso a los préstamos respaldados por hipotecas. La liquidez extra puede retroalimentar el mercado de vivienda, ampliando los efectos de la caída original en el tipo de interés sobre los precios de ésta.

La liquidez extra puede destinarse, asimismo, a financiar un consumo corriente final extra (no relacionado con la vivienda) y/o la compra de activos financieros, fortaleciendo así los efectos riqueza positivos de los precios de la vivienda sobre la demanda final. A esto se llama «retirada del valor de la vivienda». Algunas estimaciones sugieren que la retirada del valor de la vivienda ha sido recientemente significativa en Dinamarca, Holanda, Portugal y el Reino Unido. Incluyendo los impuestos y subsidios, se estima que el sector de las unidades familiares en estos países ha gastado considerablemente menos en inversión en vivienda de lo que recibió en términos de préstamos con respaldo hipotecario del sistema crediticio. Debería señalarse, sin embargo, que estos estimadores pueden contener significativos errores de medida. En la mayoría de los otros países de la UE, no había signos de una retirada significativa del valor de la vivienda.

Es probable que los crecientes precios de la vivienda hayan contribuido a la retirada del valor de la vivienda, pero no fueron la única razón para ello. En Portugal, por ejemplo, se ha visto que la retirada del valor de la vivienda ha tenido lugar durante un período en el que los precios de ésta no estaban particularmente en auge, y pese al hecho de que la retirada de los valores directos (a través de la refinanciación de mayores sumas de una hipoteca y/o segundas hipotecas) no ha sido común en este país. El fuerte crecimiento de la deuda hipotecaria podría también haber reflejado expectativas de un alto crecimiento de la renta y de menores tipos de interés.

Como sugiere la experiencia en algunos países de la UE, los ciclos crediticios son a veces creados por fluctuaciones en los precios de la vivienda. El mayor endeudamiento resultante incrementa la vulnerabilidad de las unidades familiares a los *shocks* en la renta y a los cambios en los tipos de interés, y puede finalmente afectar a la estabilidad de las instituciones financieras. A la vista de esto, debería darse una consideración cuidadosa a la evolución del endeudamiento de las unidades familiares y a los apropiados procedimientos de valoración del riesgo.

La necesidad de una mejora en la información estadística

Una importante tarea del Cuarto Informe de Asuntos Estructurales ha sido la recogida de datos comparables sobre los mercados de vivienda. Se ha constatado que el acopio de dichos datos es una labor difícil, particularmente para los países de la zona euro, limitando el alcance de los análisis *cross-country.* Es necesario el desarrollo de acciones destinadas a mejorar el nivel de las estadísticas sobre los mercados de vivienda en los países de la Unión Europea.

1. La importancia de los mercados de vivienda para la economía general y la política monetaria

1.1. La relevancia de los cambios en el mercado de vivienda

En los últimos años, la evolución en los mercados de vivienda, en general, y en los precios de la vivienda, en particular, ha recibido una considerable atención de los economistas y de los responsables de la política monetaria. Hay varias razones para ello. Primero, la riqueza materializada en vivienda es una parte importante de la riqueza neta del sector privado, y los gastos relacionados con la vivienda (por ejemplo, los pagos de hipotecas y alquileres) representan un componente fundamental del gasto doméstico. Así pues, las variaciones en la riqueza, la renta y el gasto de las unidades familiares provocadas por los cambios en los precios de la vivienda, los alquileres y los tipos de interés hipotecarios podrían tener un impacto significativo sobre la demanda y la inflación, y jugar un papel importante en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Segundo, los alquileres son un importante componente del índice de precios al consumo y, por tanto, necesitan estar estrechamente monitorizados en la valoración de los riesgos que condicionan la estabilidad de los precios. Tercero, varios episodios de *booms* y caídas en los precios de la vivienda (y otros activos) en una serie de economías desarrolladas han despertado la atención sobre su papel en la conformación de los ciclos financieros y económicos, y sobre las implicaciones de fluctuaciones pronunciadas en los precios para la estabilidad financiera. Por último, el funcionamiento del mercado de vivienda puede tener implicaciones para el

lado de la oferta de la economía, especialmente para la movilidad laboral en la Unión Europea.

1.2. Mercados de vivienda, actividad económica y mecanismo de transmisión de la política monetaria

El vínculo entre los mercados de vivienda y el resto de la economía opera sobre todo a través de los efectos de las fluctuaciones en el precio de la vivienda, por cuanto representan la principal fuente de fluctuaciones en la riqueza inmobiliaria. Los cambios en los precios de la vivienda pueden estar causados por una variedad de factores que afectan tanto a la oferta como a la demanda de vivienda (1). Además, los precios de la vivienda, como los precios de otros activos, son sensibles a los tipos de interés y responden a cambios en la postura de la política monetaria, contribuyendo por tanto a la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía (2).

La investigación económica ha identificado varios canales a través de los cuales es probable que los cambios en los precios de la vivienda afecten a la actividad económica.

Un primer canal opera a través del efecto de las fluctuaciones en el precio de la vivienda sobre la *construcción residencial.* Un incremento en el precio de la vivienda que cause un incremento en el valor de mercado del *stock* de viviendas en relación con su coste de reproducción estimula la construcción de nuevas viviendas, así como la renovación de las viviendas existentes. Se espera que este efecto se desarrolle de manera bastante gradual, ya que lleva su tiempo implementar proyectos de inversión en viviendas y puede haber restricciones relacionadas con la disponibilidad de suelo para la construcción, la política de planeamiento y las condiciones de competencia en el sector de la construcción. La inversión residencial representa cerca del 4,9% del producto interior bruto (PIB) en la UE y el 5,5% del PIB en la zona euro, variando entre el 2,1% y el 8,8% en los diferentes países (véase tabla 1.1).

Un segundo impacto de los cambios en los precios de la vivienda a menudo discutido en la literatura es el *efecto riqueza* sobre el gasto de consumo no relacionado con la vivienda y, por tanto, sobre la demanda agregada en el resto de la economía. A este respecto, debería tenerse en cuenta que las viviendas (contrariamente a otros activos tales como los bonos o las acciones) también ofrecen servicios a las unidades familiares (3).

En particular, los precios de la vivienda reflejan el valor corriente del flujo de futuros alquileres esperados (o de alquileres imputados para los ocupantes en régimen de propiedad) (4). Si un aumento de los alquileres es el principal factor impulsor, entonces una subida en los precios de la vivienda no sólo incrementará el valor de mercado de la riqueza de los propietarios de viviendas, sino que también reflejará un mayor coste del consumo de los servicios de vivienda tanto para los ocupantes en régimen de propiedad (en la forma de mayores

TABLA 1.1

PANORAMA GENERAL DEL SECTOR DE LA VIVIENDA EN LA UE (en %)

	Ratio «inversión residencial /PIB»	*Cuota de viviendas ocupadas en propiedad (1)*	*Ratio «deuda hipotecaria/ PIB» (2)*	*Inflación del precio de la vivienda (nominal) (3)*	*Inflación de los alquileres*	*Inflación del IAPC*
	2001	*Últimos datos disponibles*	*2001*	*2001*	*2001*	*2001*
Bélgica	4,8	72	28	5,3	1,9	2,4
Alemania	6,3	39	47	2,0	0,8	2,1
Grecia	4,8	80	12	11,3	4,0	3,7
España	7,3	85	32	15,5	4,1	2,8
Francia	4,2	58	22	6,5	0,5	1,8
Irlanda	8,8	78	30	8,0	14,4	4,0
Italia	4,5	69	10	5,7	2,1	2,3
Luxemburgo	3,2	67	29	9,1	3,0	2,4
Holanda	5,8	53	74	9,7	2,6	5,1
Austria	5,0	56	30	-2,9	2,8	2,3
Portugal	5,7	64	47	3,6	2,6	4,4
Finlandia	4,5	64	21	-0,8	3,9	2,7
Dinamarca	3,5	59	67	5,8	2,7	2,3
Suecia	2,1	53	58	7,9	1,7	2,7
Reino Unido	2,8	68	60	8,1	3,3	1,2
Zona euro	5,5	60	33	6,8	1,3	2,5
UE	4,9	61	39	7,1	1,6	2,3

Fuente: Véase anexo 1.
(1) La determinación de la cuota media de viviendas en propiedad en la zona euro y en la UE se basa en las últimas cifras disponibles de viviendas por país.
(2) La ratio «deuda hipotecaria/PIB» aquí señalado no es estrictamente comparable entre países. Las ratios «deuda hipotecaria media/PIB» de la zona euro y de la UE deberían por tanto ser tratados como aproximaciones. Véase sección 5.
(3) Los precios de la vivienda para Alemania se refieren a Alemania occidental, mientras que se refieren a 2000 y 1999 en el caso de Luxemburgo y Austria respectivamente. Precios medios de las viviendas ponderados conforme al PIB en la zona euro y la UE.

alquileres imputados) como para los arrendatarios en el sector del mercado de alquiler. En este caso, los cambios en los precios de la vivienda pueden tener efectos ambiguos sobre el consumo ajeno a la vivienda por cuanto entrañan una redistribución de recursos entre inquilinos y posibles nuevos compradores, por un lado, y actuales propietarios, por el otro (5). El efecto total sobre el consumo ajeno a la vivienda dependerá de sus diferentes reacciones. Comúnmente, se cree que cuanto mayor sea la proporción de ocupantes en propiedad, mayor será la respuesta del consumo a un incremento en los precios de la vivienda (6). La proporción de ocupantes en régimen de propiedad varía sustancialmente en los países de la UE, estando comprendida entre el 39% y el 85% (véase tabla 1.1) (7).

Si el incremento en los precios de la vivienda se debe a un declive en los tipos de interés (que se espera que sea duradero y no relacionado con unas menores expectativas de crecimiento), entonces es más probable que emerja un efecto positivo sobre el consumo (ajeno a la vivienda), por cuanto la ganancia de los propietarios no vendría acompañada de una pérdida de posibles nuevos compradores. Lo último podría también dar lugar a financiar la adquisición de una vivienda a un coste más bajo.

Las consideraciones anteriores dejan claro que es importante analizar los factores impulsores de los movimientos en los precios de la vivienda con objeto de evaluar sus implicaciones para la economía. En general, el impacto de los cambios en los precios de la vivienda sobre la actividad económica puede variar, dependiendo de la fuente de la perturbación económica causante de dichos cambios.

Un incremento en el valor de mercado de la propiedad residencial puede también afectar al consumo a través de un tercer importante canal que ha sido enfatizado en la reciente literatura económica, esto es, el *canal del crédito.* Las imperfecciones en el mercado del crédito, derivadas de la información asimétrica y de la selección y los costes de control asociados en el sector bancario, implican que los consumidores y las empresas afrontan una prima financiera externa sobre la financiación de los préstamos y/o restricciones sobre la posibilidad de pedir préstamos contra su renta futura. En el llamado modelo del «acelerador financiero», la prima financiera externa y las restricciones a la petición de préstamos dependen de la calidad de los activos y del nivel de riqueza neta de los prestatarios (8). Las fluctuaciones en el valor de mercado de la propiedad residencial afectan al valor de colateral de los activos de las empresas y economías domésticas y, por tanto, al nivel de la prima financiera externa y a la disponibilidad de préstamos. Un incremento en los precios de la propiedad (tanto de la propiedad comercial como de la residencial) permite a las unidades familiares y a las empresas pedir más préstamos para financiar el consumo y la inversión. Este mecanismo tiene así el potencial de amplificar la propagación de los impulsos monetarios a la economía (9). Varias características estructurales de los mercados financieros minoristas e hipotecarios (tales como el grado de competencia y el nivel de costes de transacción) influyen en la capacidad de los propietarios de viviendas para extraer el valor incorporado a la riqueza en vivienda y, por tanto, en el impacto cuantitativo de este canal de transmisión. La evidencia disponible muestra que la retirada del valor de la vivienda parece ser de fundamental importancia cuantitativa sólo en unos pocos países de la Unión Europea (10).

Finalmente, además de los efectos de las variaciones en los precios de la vivienda, los mercados de vivienda contribuyen al mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de un cuarto canal, esto es, a través de los efectos de los cambios en la política monetaria sobre la *renta disponible* de las unidades familiares a través del mercado hipotecario. Los cambios en los tipos hipotecarios causados por una modificación en el estado de la política monetaria afectarán directamente a la renta disponible de las unidades familiares (neta de pagos de intereses), y por tanto a sus decisiones de consumo e inversión, ya que los pagos de hipotecas son una parte importante de los costes totales de los hogares. El tamaño de la deuda hipotecaria pendiente y las características de los contratos hipotecarios (y por tanto la sensibilidad de los tipos hipotecarios a los tipos de interés a corto plazo) son factores cruciales en este contexto. Por ejemplo, cuando las hipotecas son predominantemente a un tipo fijo de larga duración y si la refinanciación no es una práctica común, el efecto del tipo de interés a corto plazo sobre la renta disponible será pequeño. La suma total de la deuda hipotecaria media pendiente es de alrededor del 39% del PIB en la UE y del 33% en la zona euro, pero esta proporción varía sustancialmente entre países (véase tabla 1.1). Claramente, el sector de las unidades familiares es también, finalmente, el receptor de los mayores flujos de interés, de manera que el efecto final sobre el consumo dependerá del impacto distributivo del cambio en los tipos hipotecarios (11) (12).

Cualquier *análisis empírico* que persiga evaluar los efectos de los cambios en los precios de la vivienda sobre la demanda agregada y la actividad real estará seriamente condicionado por los problemas de disponibilidad de datos, particularmente en los países de la zona euro. Pese a estas limitaciones, algunos autores han intentado cuantificar los efectos de las variaciones en los precios de la vivienda y en la riqueza en vivienda sobre la actividad económica en general, y sobre el consumo en particular. De manera nada sorprendente, los resultados empíricos son a menudo de distinto signo. La tabla 1.2 resume los resultados de algunos estudios seleccionados, mostrando las elasticidades del consumo con respecto a la riqueza en vivienda (13). En general, los resultado parecen señalar un efecto positivo de los cambios en los precios de la vivienda sobre el consumo, pero la magnitud precisa de dicho efecto no está claramente delimitada en la mayoría de los países de la Unión Europea (14).

1.3. Los alquileres y el Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC)

A través de los mecanismos anteriormente descritos, los cambios en el mercado de vivienda afectan a la demanda agregada en la economía y, por consiguiente, también a la evolución de los precios. Sin embargo, los mercados de vivienda pueden afectar a la inflación más directamente, a través del mercado de vivienda de alquiler.

TABLA 1.2

ESTUDIOS COMPARATIVOS SELECCIONADOS QUE MUESTRAN LAS ELASTICIDADES A LARGO PLAZO DE LA RIQUEZA MATERIALIZADA EN VIVIENDA (PRECIOS) EN LAS FUNCIONES DE CONSUMO

Estudio	*Riqueza en vivienda*
Ludwig/Slok (2002)	
Panel de 16 países OCDE	
— Todos los países	0,036 (*)
— Sistemas financieros basados en el mercado (incluye p.ej. los Estados Unidos, el Reino Unido, Holanda e Irlanda)	0,043 (*)
— Sistemas financieros basados en las instituciones bancarias (incluye p.ej. Alemania, Francia, Italia, España, Bélgica y Finlandia)	0,015
Basado en los precios de la vivienda	
Case/Quigley/Shiller (2001)	
Panel de 14 países desarrollados	0,131-0,166 (*)
Basado en datos de riqueza	
Boone/Girouard/Wanner (2001)	
— Estados Unidos	0,03
— Francia	0,05
— Italia	-0,06 (*)
Basado en datos de riqueza	
Eschenbach/Shuknecht (2001)	
— Estados Unidos	0,16 (*)
— Alemania	No significación
— Francia	0,05
— Italia	No significación
— Media de 17 países OCDE	0,07
Basado en los precios de la vivienda	

Fuentes: Ludwig y Slok, «The impact of changes in stock prices and house prices on consumption in OECD countries», *IMF Working paper,* 02/1, 2002; Case, Quigley y Shiller, «Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market», *NBER Working paper,* n.º 8606, 2001; Boone, Girouard y Wanner, «Financial market liberation, wealth and consumption», OCDE *Working paper,* n.º 308, 2001; Eschenbach y Shuknecht, «Asset prices and fiscal balances», *BCE Working paper,* n.º 141, 2002.
(*) Denota significación a niveles convencionales.

Los alquileres son, de hecho, un importante componente del índice de precios al consumo, al que se encuentran referidos en la valoración por la política monetaria de los riesgos para la estabilidad de los precios. Los cambios en los alquileres tienen un efecto inmediato y potencialmente significativo sobre la inflación de los precios al consumo tal y como la mide este índice. El peso de los alquileres en el IAPC (excluyendo los alquileres imputados a las viviendas habitadas en régimen de propiedad, que no están incluidos en el IAPC) tanto en la UE como en la zona euro representa actualmente cerca del 6% del índice total (15). Cambios en los alquileres como resultado de, por ejemplo, políticas fiscales o regulaciones nacionales tienen el potencial de generar importantes efectos secundarios sobre los precios, en particular porque pueden tener un impacto sobre los contratos salariales.

1.4. Precios de la vivienda, evolución del crédito y estabilidad financiera

Otra razón para el creciente interés por los mercados de vivienda proviene de su papel en el mecanismo de propagación de los ciclos financiero y económico, y de las potenciales implicaciones de cambios en la riqueza en vivienda para la estabilidad financiera. Como se ha señalado anteriormente, una correlación positiva entre el crédito y los precios de la propiedad (y de otros activos) puede ser explicada tanto por una demanda de crédito como por una posible oferta de crédito, como una implicación directa del mecanismo del «acelerador financiero».

En fases expansivas, las unidades familiares y las empresas afrontan mejores condiciones de financiación para sus decisiones de consumo e inversión, lo que, a su vez, estimula una mayor disponibilidad de crédito, una mayor demanda y unos precios más altos del activo. La tendencia alcista puede ser acelerada todavía más si se produce una «exuberancia irracional», un excesivo optimismo y un comportamiento especulativo precio-a-precio, impulsando los precios del activo por encima de sus determinantes fundamentales (16).

En fases de contracción, el proceso se invierte. La caída en los precios de la propiedad comercial y residencial socava la calidad de los activos de las unidades familiares y las empresas, conduciendo así probablemente a una contracción crediticia y a efectos depresivos sobre la economía. El mecanismo intrínseco puede ser significativamente no lineal: cuando hay mucho colateral, una caída en los precios del activo que deje aún un considerable colchón puede no tener prácticamente efecto alguno, mientras que el impacto puede ser considerable si los activos se encuentran menos respaldados.

Según el Banco Internacional de Pagos (BIP), en las últimas décadas, los movimientos en los precios de la propiedad, en particular los de la propiedad comercial, han sido fundamentales para los ciclos financieros más pronunciados, y sustanciales *booms* y caídas en este mercado están detrás de muchos de los problemas experimentados en Australia, Japón, los Estados Unidos, el Reino Unido y los países nórdicos a finales de los años 80 y principios de los 90. Los cambios en

los precios de la propiedad residencial también han conformado los ciclos financieros, especialmente mediante el desarrollo de frentes financieros durante las recesiones, lo que ha retardado la recuperación económica (17). Asimismo, la tendencia creciente al endeudamiento de las unidades familiares observada en una serie de países podría incrementar en el futuro el potencial de estos frentes financieros en presencia de una ralentización económica extendida y/o de un incremento significativo en los tipos de interés.

La política monetaria puede afrontar un cierto dilema en el supuesto de un fuerte auge en el mercado de vivienda que tenga lugar en un entorno económico relativamente débil, con bajas presiones inflacionarias sobre los precios al consumo. En tales circunstancias, los menores tipos de interés oficiales podrían alimentar más el *boom* o incluso una burbuja, agravando así más tarde una corrección a la baja, posiblemente aguda, de los precios de la vivienda, con consecuencias negativas para la economía en general.

1.5. Mercados de vivienda y oferta

Finalmente, los cambios en el mercado de vivienda pueden tener importantes implicaciones para el lado de la oferta de la economía, especialmente para la movilidad laboral (18). En la medida en que grandes diferencias en los niveles de los precios de la vivienda, fricciones de mercado, escasa transparencia, altos costes de transacción y la existencia de beneficios relacionados con la vivienda (no transportables) en estos mercados impiden la movilidad laboral, éstos dificultan el ajuste completo de los mercados de trabajo en respuesta a *shocks* económicos, lo que implica efectos asimétricos entre las regiones. Debido a sus menores costes de transacción, un mercado eficiente de alquiler es también importante para la movilidad laboral. La evidencia disponible sugiere que las actuales disposiciones sobre la vivienda en la UE podrían representar un impedimento a la movilidad laboral, junto con otros factores estructurales e institucionales. Al incrementar la eficiencia del mercado de vivienda, las políticas en este campo pueden favorecer la movilidad laboral y contribuir a aumentar el crecimiento sostenible no inflacionario.

1.6. Observaciones finales

En contraposición al marco señalado anteriormente, está claro que es importante para la política monetaria incluir el análisis de los mercados de vivienda en su evaluación general de las condiciones económicas. Estos aspectos, que se analizan con más detalle en el resto de este informe, gozan de especial relevancia.

En primer lugar, las fluctuaciones en los precios de la vivienda son un importante nexo entre el mercado de vivienda y el resto de la economía, y pueden jugar un papel en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Comprender los factores que determinan los precios de la vivienda es crucial para evaluar el impacto del mercado de vivienda sobre la economía general. En particular, la política monetaria no puede reaccionar de manera mecánica a los precios de la vivienda (ni a los precios de otros activos), pero necesita identificar la fuente y naturaleza de los *shocks* causantes de las fluctuaciones en los precios de la vivienda con objeto de comprender sus implicaciones para el panorama general de la estabilidad de los precios y de formular la adecuada respuesta política.

En segundo lugar, entender el funcionamiento del sector del alquiler es importante porque los alquileres son un coste directo para un gran número de unidades familiares y un importante componente del índice general de precios al consumo.

Tercero, las políticas públicas (impuestos/subsidios/regulaciones) que afectan al funcionamiento del mercado de vivienda pueden ser fuentes de *shocks* independientes o afectar a la forma en que los mercados de vivienda reaccionan ante los *shocks* económicos. Además, es importante que las políticas de vivienda se implementen de manera que no obstaculicen la flexibilidad de los mercados de trabajo, en particular reduciendo la movilidad laboral, y con ello la capacidad de los países y regiones para responder eficientemente a *shocks* económicos en una zona monetaria única.

Finalmente, los mercados hipotecarios y de la vivienda están fuertemente interconectados. Cambios en los tipos hipotecarios y en las condiciones crediticias afectan a los precios de la vivienda y con ello a la riqueza materializada en vivienda. Al mismo tiempo, las fluctuaciones en los precios de la vivienda afectan al valor de colateral de los activos de ésta, y por tanto a la condición crediticia de las unidades familiares. El examen de las disposiciones institucionales en el mercado hipotecario es la llave para comprender esta relación bidireccional. Para la política monetaria, esta relación es importante porque afecta al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Además, puede impactar sobre la estabilidad del sector financiero en determinadas circunstancias.

2. La dinámica de los precios de la vivienda y sus determinantes

2.1. Introducción

La volatilidad en el precio de la vivienda, aunque generalmente menor que la volatilidad en los precios de los activos financieros, puede tener importantes efectos sobre la actividad económica y la estabilidad financiera. La vivienda representa una parte sustancial de las carteras de activos de las unidades familiares, e incluso moderadas fluctuaciones en los precios dan lugar a significativas ganancias o pérdidas de capital. Es probable que el verdadero impacto de estas ganancias y pérdidas sobre el consumo, el ahorro y las decisiones de endeudamiento de las unidades familiares dependa de la historia del mercado de vivienda y de la estructura de los mercados crediticios. Un período de grandes cambios concentrará, inevitablemente, la atención de las unidades familiares sobre las potenciales ganancias de capital en el mercado de vivienda. Es probable que esto, a su vez, haga que el mercado de vivienda se parezca más al mercado de un activo financiero. Cuantas más unidades familiares tomen en consideración ganancias/pérdidas de capital acumuladas o potenciales

a corto plazo, es más probable que el mercado esté sujeto a fluctuaciones debidas a cambios en la confianza del consumidor, las expectativas y las estrategias comerciales. Pueden aparecer fenómenos de «exuberancia irracional» que conduzcan a la formación de burbujas.

Las consideraciones anteriores han llevado a la literatura económica a examinar con cierto detalle los factores determinantes de la dinámica de los precios de la vivienda. Cuestiones importantes han sido, primero, si las fluctuaciones en el mercado de vivienda son una fuente independiente de *shocks* o si sólo reflejan fluctuaciones macroeconómicas y, segundo, si ciertas instituciones y políticas pueden amplificar o amortiguar el efecto de un *shock* macroeconómico sobre los precios de la vivienda. Las diferencias transversales entre países son mucho más difíciles de analizar, en buena medida por los graves problemas en la comparabilidad y fiabilidad de los datos de los precios de la vivienda (véase recuadro 1 sobre la «Precisión y comparabilidad de los datos de los precios de la vivienda»). Son escasos los estudios *cross-country* que emplean una metodología común para examinar diferentes mercados de vivienda nacionales.

Con estas precauciones en mente, esta sección describe las tendencias y los ciclos en los precios de la vivienda en los países de la UE desde 1980, y ofrece una visión general de los principales hallazgos de la literatura empírica sobre los determinantes de la dinámica de los precios de la vivienda. Diferencia entre lo que parecen ser razonablemente características transversales comunes de los mercados de vivienda en los países de la UE y características específicas nacionales.

2.2. Panorama general y crecimiento a largo plazo de los precios reales de la vivienda desde 1980

Los precios reales de la vivienda en la mayoría de los países de la UE han seguido ciclos largos con una tendencia alcista. En el período objeto de examen (1980-2001), la longitud de los ciclos parece haber sido, en la mayoría de los casos, de

RECUADRO 1

Precisión y comparabilidad de los datos de los precios de la vivienda

Los índices de precios de la vivienda se construyen sobre la base de datos nacionales no armonizados procedentes de una variedad de fuentes públicas y/o privadas (servicios estadísticos nacionales, prestamistas hipotecarios, agentes inmobiliarios). Las series nacionales de precios de la vivienda difieren en su cobertura geográfica (p. ej., principales ciudades o país), la cobertura de los tipos de vivienda (nueva o existente, pisos o viviendas sencillas, etc.), y a menudo cubren sólo ciertos tipos de transacciones de la vivienda (sólo transacciones financiadas por hipotecas o negociadas en el sector inmobiliario). La mayoría de las series se basan en precios medios del metro cuadrado, con diversos grados de corrección para cambios en el tamaño de las viviendas involucradas en las transacciones y su localización (p. ej., el centro urbano, la periferia, etc.). Otros ajustes de calidad son poco frecuentes.

La tabla siguiente ofrece una descripción resumida y la fuente de los índices del precio de la vivienda usados en este informe.

Descripción y fuentes de los índices del precio de la vivienda usados en este informe

	Bélgica	Dinamarca	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia
Descripción	Viviendas existentes de tamaño reducido y mediano	Viviendas nuevas y existentes	Nuevas viviendas, Alemania occidental	Viviendas nuevas y existentes en zonas urbanas fuera de Atenas	Viviendas nuevas y existentes, excluyendo las subsidiadas	Viviendas individuales y colectivas existentes ofrecidas por los agentes inmobiliarios	Viviendas nuevas y existentes (media simple)	Viviendas nuevas y recientemente reestructuradas
Fuente	Sector inmobiliario	Instituto Nacional de Estadística	Estimación del Bundesbank basada en los precios del suelo e índice de precios de la construcción residencial de la Oficina Estadística Federal	Banco de Grecia	Ministerio de Fomento	Sector inmobiliario	Departamento de Medio Ambiente y Gobierno Local, tomando como base datos de aprobación de préstamos	Banco de Italia, basado en datos del sector inmobiliario

RECUADRO 1 (Continuación)

Precisión y comparabilidad de los datos de los precios de la vivienda

Descripción y fuentes de los índices del precio de la vivienda usados en este informe

	Luxemburgo	Holanda	Austria	Portugal	Finlandia	Suecia	Reino Unido
Descripción	Viviendas unifamiliares, apartamentos y casas de apartamentos nuevas y existentes	Viviendas unifamiliares y pisos nuevos y existentes	Viviendas nuevas y existentes en el área de Viena	Viviendas nuevas y existentes	Pisos existentes negociados por agentes inmobiliarios. Ajuste hedónico	Edificios existentes de una o dos viviendas	Viviendas nuevas y existentes
Fuente	Banco Central de Luxemburgo, basado en datos del Instituto Nacional de Estadística	Banco de Holanda, basado en datos del catastro	Sector inmobiliario	Banco de Portugal, basado en datos del sector inmobiliario	Instituto Nacional de Estadística, basado en datos del sector inmobiliario	Instituto de Estadística Nacional	Departamento del Gobierno británico (Oficina del Vice Primer Ministro), basada en una inspección del 5% de los prestamistas hipotecarios

Es difícil de juzgar a priori el impacto de estas diferencias metodológicas sobre la fiabilidad y comparabilidad de las series de precios de la vivienda. Las diferencias en la cobertura pueden tener un efecto particularmente importante sobre la dinámica a corto plazo de las series. Por ejemplo, es probable que los precios de la vivienda basados en muestras de grandes ciudades sean mucho más volátiles que los datos a escala nacional. Los cambios en la composición de la cesta pueden introducir «ruido» en las series (errores no sistemáticos) y afectar a la tendencia a largo plazo de los precios de la vivienda. Por ejemplo, una falta de ajuste para la localización puede introducir un sesgo bajista en el índice de precios para las nuevas viviendas, ya que éstas tienden a estar más lejos de los centros urbanos a medida que pasa el tiempo, mientras que es probable que la falta de ajuste para las mejoras de calidad dé a las series de precios un sesgo alcista.

En ausencia de datos fiables de los precios de la vivienda, un enfoque alternativo es usar los precios del suelo y los costes de la construcción con objeto de aproximarse a la evolución de los precios de la vivienda a lo largo del tiempo. Este enfoque es escogido para estimar una serie «sustitutiva» de los precios de la vivienda en Alemania occidental. En teoría, una serie combinada de precios del suelo y de costes de la construcción debería seguir la pista de los cambios en los precios de la vivienda, pero éste no es el caso en la práctica en países donde las tres series están disponibles (véase más adelante). Como los precios de la vivienda, los precios del suelo sufren de problemas de ajuste de calidad y, en la mayoría de los países (pero no en Alemania), están basados en un número relativamente pequeño de transacciones.

diez años o más, y la amplitud ha sido generalmente alta (véase gráfico 2.1). Durante finales de los años 80 y comienzos de los 90, los precios reales de la vivienda —deflactados por el deflactor del consumo privado (19)— crecieron por lo general un 30% o más desde un estado depresivo hasta alcanzar un máximo y perder parte de esta subida en la posterior bajada. Posteriormente, desde mediados de los años 90, los precios reales de la vivienda han crecido a un ritmo acelerado en la mayoría de los países de la UE, particularmente en Irlanda y Holanda.

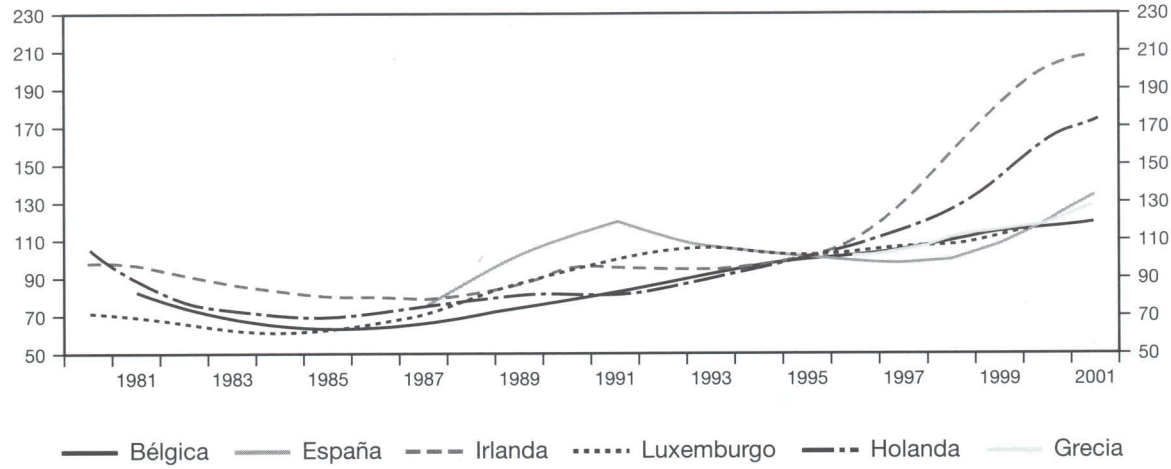
Los últimos datos para 2002 muestran signos de una desaceleración de la inflación de los precios de la vivienda en Irlanda y Holanda, pero, por el contrario, presentan tasas de crecimiento anuales de dos dígitos en los precios reales de la vivienda en España y el Reino Unido. Grecia e Italia han experimentado también recientemente un rápido crecimiento en los precios de la vivienda. Para una serie de países de la UE, los precios reales de la vivienda en 2002 estaban en sus niveles máximos desde 1980.

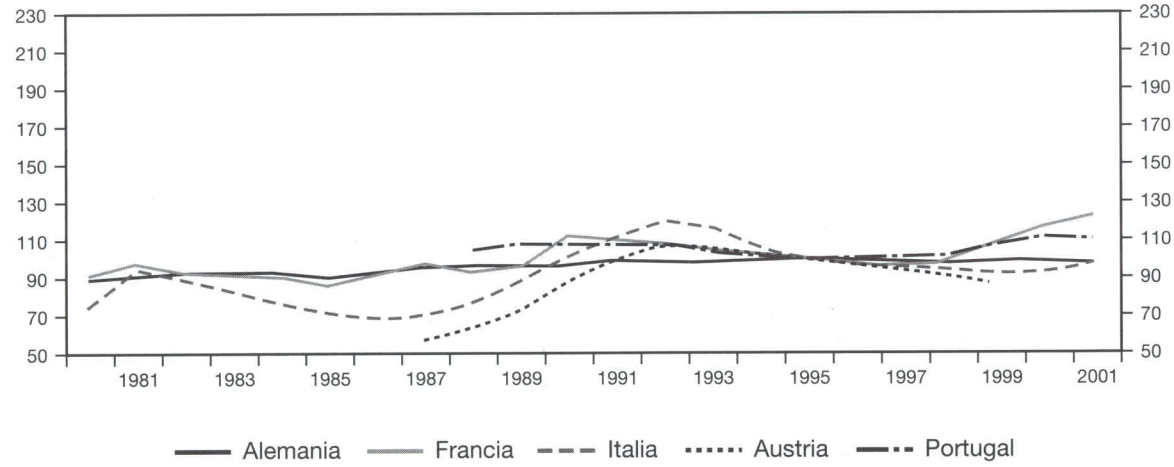
En todos los países, excepto Suecia, los precios reales de la vivienda han crecido a largo plazo, a menudo de manera sustancial. Con la excepción de Irlanda, se registraron tasas de crecimiento medio de más del 3% para los países con series temporales cortas de los precios de la vivienda (véase tabla 2.1). Cuando se observan las series temporales largas en los países de la UE, se aprecia una tendencia a largo plazo de los precios reales de la vivienda a moverse entre el 0% y el 3%.

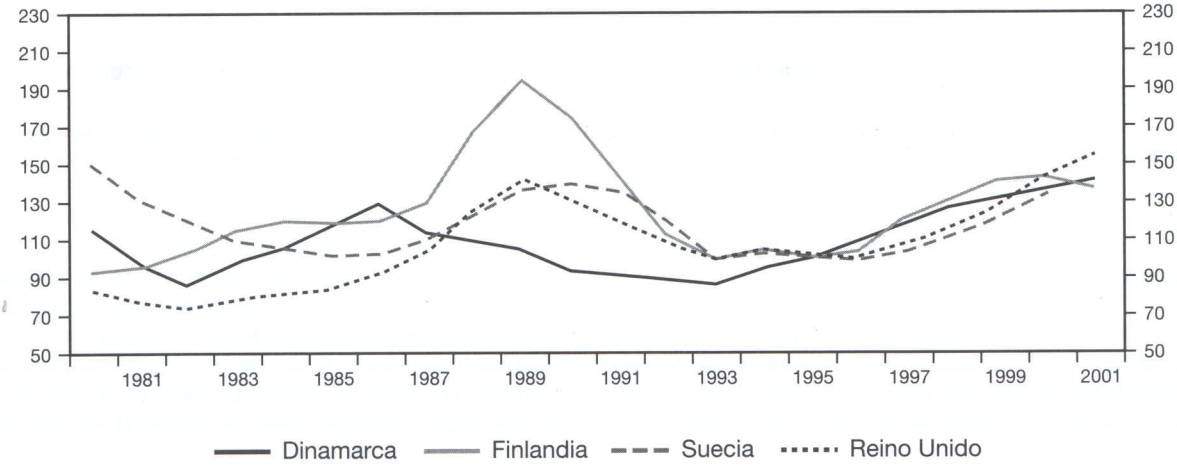
A largo plazo, el crecimiento de los precios de la vivienda debería ser aproximadamente igual al de los costes de la oferta, incluyendo el coste del suelo (20). La tabla 2.1 muestra las

GRÁFICO 2.1

PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA
(Índice 1995 = 100)







Nota: Alemania se refiere a los precios estimados de las viviendas en Alemania occidental.
Fuente: Véase anexo 2.

TABLA 2.1

TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE LOS PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA, LOS COSTES REALES DE LA CONSTRUCCIÓN Y LOS PRECIOS REALES DEL SUELO
(En porcentaje)

Período	*Bélgica 1981-2001*	*Dinamarca 1980-2001*	*Alemania 1980-2001*	*Grecia 1994-2001*	*España 1987-2001*	*Francia 1980-2001*	*Irlanda 1980-2001*	*Italia 1980-2001*
Precios de la vivienda	1,2	1,0	0,5	3,5	4,2	1,4	3,7	1,2
Costes de la construcción	-0,5	0,0	0,1	0,1	-0,8	-0,7	1,5	-0,6
Precios del suelo	1,8	1,2	1,1	—	—	—	—	—

Período	*Luxemburgo 1980-2000*	*Holanda 1980-2000*	*Austria 1987-1999*	*Portugal 1988-2001*	*Finlandia 1981-2001*	*Suecia 1980-2001*	*Reino Unido 1980-2001*
Precios de la vivienda	2,6	2,3	3,5	0,4	1,9	-0,2	3,0
Costes de la construcción	0,3	0,0	1,2	0,7	1,1	-0,4	1,4
Precios del suelo	6,3	1,9	3,1	2,8	—	1,3	5,2

Fuentes: Fuentes nacionales, cálculos del BCE. Véase también anexo 2.
Notas: Todas las variables están deflactadas por el deflactor del consumo privado. Los precios del suelo se refieren a los siguientes períodos: 1990-1999 en el caso de Holanda; 1990-1999 en el de Austria; 1980-1998 en el de Suecia; y 1981-2000 en el del Reino Unido. En el caso de Portugal, los costes de la construcción se refieren al período desde 1994 hasta 2001. Alemania se refiere a Alemania occidental.

tasas medias de crecimiento a largo plazo de los costes reales de la construcción (excluyendo los costes del suelo) y los precios reales del suelo para la construcción. Todas las variables están deflactadas por el deflactor del consumo privado. El incremento de los costes reales de la construcción (el coste de los materiales de construcción y del trabajo) no fue la razón principal del incremento de los precios reales de la vivienda. En algunos casos, como en Irlanda, la escasez de trabajo en la industria de la construcción motivó un alza de los costes de la construcción, pero incluso en este caso el crecimiento a largo plazo de los costes de la construcción ha permanecido bastante por debajo de la inflación de los precios de la vivienda. En su lugar, el crecimiento a largo plazo de los precios reales del suelo destinado a la construcción ha sido generalmente mucho mayor y más cercano al crecimiento de los precios de la vivienda.

A largo plazo, siendo un recurso escaso, se espera que el coste del suelo se incremente a medida que crezca la demanda de espacio. Las normas de planeamiento, pero también el transporte y otras infraestructuras, afectarán asimismo a la prima del suelo residencial sobre otros tipos de suelo. Las normas de planeamiento y las infraestructuras pueden variar mucho de un lugar a otro, incluso dentro de un mismo país (21). Así pues, la escasez local y el coste del suelo para la construcción, combinados con la baja sustituibilidad de la demanda para viviendas en diferentes lugares, significan que *las fuerzas de nivelación de los precios de la vivienda son débiles incluso dentro de un mismo país e incluso a largo plazo.*

Esto se comprueba claramente al comparar los precios de la vivienda en las ciudades que son capitales con los correspondientes al resto del país. En períodos de 15 a 20 años, se encuentra, por regla general, que los primeros crecen de 1 a 2 puntos porcentuales más rápidamente por año que los del resto del país. Tales diferenciales de inflación sólo pueden persistir en el largo plazo si la subida de los precios del suelo es persistentemente diferente en las capitales que en el resto del país.

2.3. Volatilidad cíclica y sincronización de los precios de la vivienda en la UE

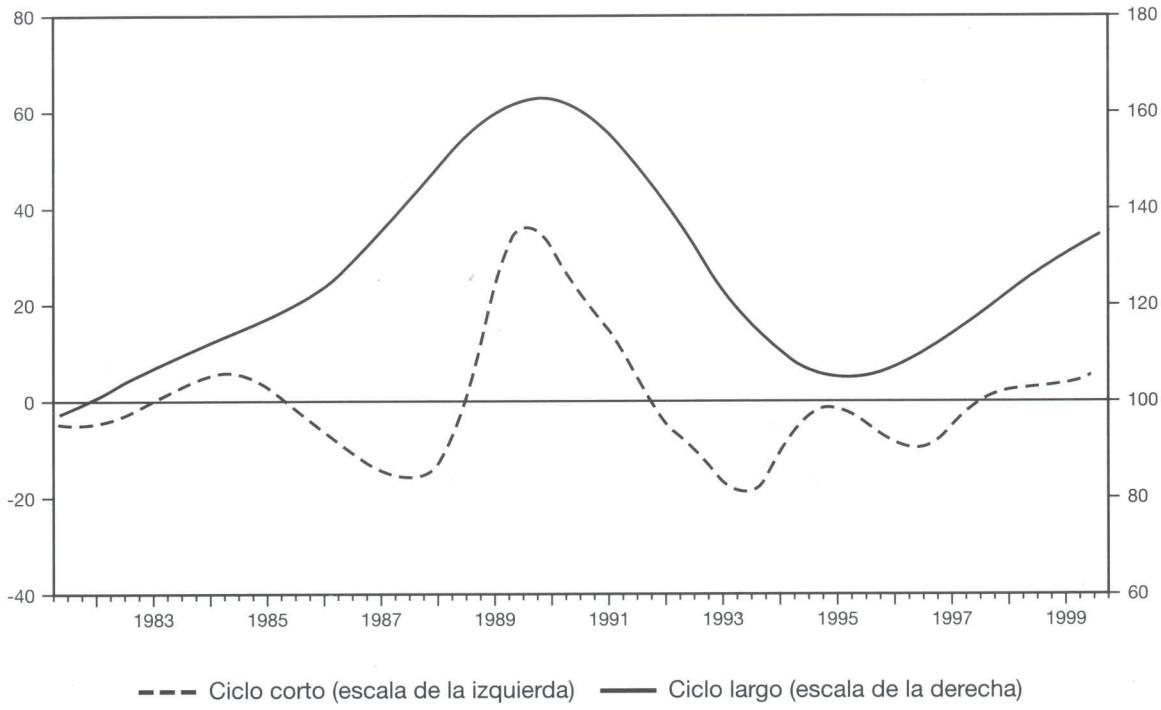
La senda típica de los precios reales de la vivienda en muchos países de la UE contiene movimientos cíclicos tanto de larga como de corta duración. Esto se ilustra en el gráfico 2.2 para Finlandia, que ofrece un ejemplo particularmente claro. La serie de precios de la vivienda para Finlandia se descompone en un ciclo largo (más de ocho años), en movimientos cíclicos de corto a medio plazo (entre año y medio y ocho años) y en «ruido» (22). El gráfico muestra tanto el ciclo largo, que alcanza un pico en 1989, como los movimientos cíclicos a menor plazo, algunos de los cuales son muy agudos. En menos de tres años, desde el tercer trimestre de 1986 hasta el primer trimestre de 1989, los precios reales de la vivienda en Finlandia crecieron en un 65% acumulado, y posteriormente cayeron en un 50% acumulado en cuatro años.

En los últimos veinte años, la mayoría de los países de la UE han experimentado una combinación de ciclos largos y cortos en los precios de la vivienda, incluyendo períodos de fuerte crecimiento y declive en los precios reales de la vivienda. Si se definen los *booms* y «caídas» como períodos con cambios ininterrumpidos de al menos el 10% anual en los precios reales de la vivienda, encontramos que ha habido 18 *booms* a escala nacional en la UE (13 en la zona euro) y diez caídas (cinco en la zona euro) en el período observado (23). No todos los *booms* fueron seguidos de una caída, y viceversa, pero después de los *booms* se registraron por lo general largos períodos de crecimiento muy bajo, o incluso de declive, en los precios reales de la vivienda. Como media, en los cuatro años siguientes a un *boom* los precios reales de la vivienda cayeron en cerca de un 3% anual. Los únicos países de la UE que no experimentaron un *boom* o una caída en el período objeto de consideración fueron Alemania y Portugal, pero los datos de los precios de la vivienda para Portugal se remontan sólo a 1988.

Casi la mitad de los *booms* y caídas tuvieron lugar en los tres países nórdicos y en el Reino Unido. La relativamente alta volatilidad de los precios de la vivienda en estos países está

GRÁFICO 2.2

DESCOMPOSICIÓN DEL CICLO DEL PRECIO REAL DE LAS VIVIENDAS EN FINLANDIA
(Precios reales de la vivienda medidos con un índice 1995 = 100)



Fuente: Estimación BCE; véase también anexo 2.

también confirmada en cierta medida en la tabla 2.2, aunque cualquier *ranking* de países en términos de volatilidad cíclica de los precios de la vivienda debe ser tomado con cautela. Dicho *ranking* puede cambiar sustancialmente dependiendo del período examinado y de la serie de precios de la vivienda, así como de la medida de la volatilidad usada. En particular, los resultados para Irlanda y Holanda dependen fuertemente de si uno atribuye su reciente crecimiento en el precio de la vivienda a un ciclo (muy largo) o a una tendencia inclinada al alza. La tendencia lineal aquí empleada atribuye los recientes cambios en los precios al ciclo y, en consecuencia, ambos países están clasificados entre aquellos con alta volatilidad en el precio de la vivienda (24).

La tabla 2.2 también muestra que la volatilidad en el precio de la vivienda puede variar sustancialmente dentro de los países. En general, cuando se comparan en el mismo período de tiempo, los precios de la vivienda en las ciudades capitales tienden a ser mucho más volátiles que en el resto del país (25). Esto puede reflejar simplemente un sesgo en la agregación.

TABLA 2.2

VOLATILIDAD CÍCLICA DE LOS PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA
(Desviación típica de series corregidas de tendencia; precios reales de la vivienda medidos como un índice: 1995 = 100)

Período	*Bélgica 1980-2001*	*Dinamarca 1980-2001*	*Alemania 1980-2001*	*Grecia 1994-2001*	*España 1987-2001*	*Francia 1980-2001*	*Irlanda 1980-2001*	*Italia 1980-2001*
País	10,4	14,9	1,8	4,9	11,7	6,7	25,8	12,5
Capital	10,5	20,0	—	9,8	12,7	21,1	31,7	16,8

Período	*Luxemburgo 1980-2000*	*Holanda 1985-2001*	*Austria 1987-1999*	*Portugal 1988-2001*	*Finlandia 1980-2001*	*Suecia 1981-2001*	*Reino Unido 1980-2001*
País	7,3	16,9	13,5	4,1	26,2	15,0	16,2
Capital	—	15,8	—	4,6	34,8	23,4	24,0

Fuentes: Fuentes nacionales, cálculos BCE. Véase también anexo 2.
Notas: Alemania se refiere a Alemania occidental.

Al agregar a escala nacional, muchos de los efectos locales sobre los mercados de vivienda se anulan. Aún así, el funcionamiento de los mercados locales de la vivienda no es irrelevante para el agregado nacional. Para tomar un ejemplo citado a menudo, las diferencias en la volatilidad en el precio de la vivienda entre Alemania y el Reino Unido pueden ser parcialmente debidas a factores tales como la distribución de la población y de la actividad económica en los territorios nacionales. Poco se sabe sobre cómo tales cuestiones regionales afectan a la dinámica nacional de los precios de la vivienda.

Dada la segmentación geográfica de los mercados de vivienda, no se esperaría a priori que los ciclos de los precios de la vivienda en diferentes países estuviesen altamente sincronizados. Esto se confirma en la tabla 2.3. La tabla muestra la correlación entre los precios reales de la vivienda en cada país (corregida la tendencia) y la media ponderada de los precios reales de la vivienda (corregida la tendencia) en el resto de la zona euro y de la UE (excluyendo el país en cuestión). Por razones de comparación, la tabla también proporciona la correlación entre el índice general de los precios del mercado de valores en cada país y el índice medio ponderado del mercado de valores para el resto de la UE (excluyendo el país en cuestión, y corregida también la tendencia) (26).

También en este caso los resultados para los diferentes países deberían ser objeto de una lectura cautelosa. Dependen del método de corrección de la tendencia, de la serie escogida y del período considerado. No obstante, hay dos conclusiones generales que son sólidas para diferentes metodologías. Primero, las correlaciones cíclicas entre los precios reales de la vivienda tienden a ser significativamente más bajas que entre los precios reales del mercado de valores, tal como se esperaría de la segmentación geográfica de los mercados de vivienda. Segundo, dado el carácter local de los mercados de vivienda, es, sin embargo, sorprendente que por lo menos algunos países de la UE hayan tenido ciclos de los precios de la vivienda relativamente sincrónicos en los últimos 22 años (27). El gráfico 2.3 sugiere también que la dispersión de las tasas de crecimiento de los precios reales de la vivienda en los países de la UE y en los de la zona euro ha caído algo en los últimos 15 años.

La correlación entre los precios de la vivienda sugiere que los mercados de vivienda en algunos países de la UE pueden haber sido influidos significativamente por una evolución similar de factores macroeconómicos tales como el crecimiento de la renta y los movimientos de los tipos de interés. Esta interpretación está corroborada por la literatura empírica existente sobre los precios de la vivienda, que descubre que la renta disponible y los tipos de interés hipotecarios se encuentran entre los determinantes más importantes de la dinámica de los precios de la vivienda.

2.4. Determinantes de la dinámica de los precios de la vivienda

Al igual que con los precios de otros activos, la explicación econométrica de los movimientos en los precios de la vivienda resulta ser una tarea difícil, dada la compleja dinámica y la importancia de las expectativas, en particular en períodos de *booms* y caídas (28). No obstante, hay algunos hechos estilizados establecidos por los estudios empíricos existentes. La mayoría se refieren al Reino Unido, pero también encuentran confirmación en estudios de otros países de la UE (29). En particular, la literatura ha encontrado que los

TABLA 2.3

CORRELACIÓN DE LOS PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA (CORREGIDOS DE TENDENCIA) Y LOS PRECIOS REALES DEL MERCADO DE VALORES (CORREGIDOS DE TENDENCIA) CON LAS RESPECTIVAS MEDIAS PONDERADAS DE LA ZONA EURO Y DE LA UE

Período	*Bélgica 1980-2001*	*Dinamarca 1986-2001*	*Alemania 1980-2001*	*Grecia 1994-2001*	*España 1987-2001*	*Francia 1980-2001*	*Irlanda 1983-2001*	*Italia 1980-2001*
Precios de la vivienda en la zona euro	0,36	-0,44	0,01	0,80	0,90	0,73	0,19	0,22
Precios de la vivienda en la UE	0,18	-0,20	0,01	0,82	0,91	0,81	0,28	0,07
Precios del mercado de valores en la UE	0,81	0,88	0,95	0,78	0,95	0,91	0,86	0,90

Período	*Luxemburgo 1985-2000*	*Holanda 1985-2001*	*Austria 1987-1999*	*Portugal 1988-2001*	*Finlandia 1980-2001*	*Suecia 1980-2001*	*Reino Unido 1980-2001*
Precios de la vivienda en la zona euro	0,93	-0,15	0,79	0,69	-0,10	0,65	0,27
Precios de la vivienda en la UE	0,78	0,16	0,41	0,93	0,39	0,87	0,34
Precios del mercado de valores en la UE	0,94	0,83	0,02	0,91	0,84	0,90	0,89

Fuentes: Estadísticas nacionales, cálculos del BCE. Véase también en anexo 2.
Notas: Todos los precios han sido deflactados empleando el deflactor del consumo privado y el factor de tendencia ha sido eliminado mediante la consideración de una tendencia lineal. La media ponderada de los precios reales de la vivienda y de los mercados de valores (descontada la tendencia) para el área euro y la UE se basan en ponderaciones según el PIB nacional. Los coeficientes presentados se refieren a la correlación entre los precios de la vivienda o de los mercados de valores en cada país y las medias respectivas de las series para la eurozona o la UE excluido el país en cuestión. Los datos de precios de la vivienda de Alemania se refieren a Alemania occidental.

GRÁFICO 2.3

DESVIACIÓN TÍPICA DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DE LOS PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA
(Tasas de crecimiento medidas en porcentaje)



Nota: Se excluye a Grecia, Luxemburgo y Austria, debido a las series temporales más cortas.
Fuente: Cálculos BCE; véase anexo 2.

principales factores que afectan a la dinámica de los precios de la vivienda son:

1. las rentas de la unidad familiar;
2. los tipos de interés (reales y posiblemente también nominales);
3. la formación de unidades familiares u otras variables demográficas;
4. las variables de la oferta;
5. las instituciones del mercado financiero y la disponibilidad de crédito;
6. los impuestos, subsidios y otras políticas públicas directamente relacionadas con la vivienda.

Factores macroeconómicos

La *renta de la unidad familiar* es la variable explicativa más significativa de los precios de la vivienda. Los estudios empíricos encuentran que, a largo plazo, la elasticidad de los precios de la vivienda con respecto a la renta está próxima a, o por debajo de, la unidad. Tal como se mencionó anteriormente, la principal razón por la que se espera que los precios de la vivienda crezcan a largo plazo con la renta es que el crecimiento económico genera más demanda de espacio habitacional y recreativo e impulsa el precio del suelo destinado a la construcción.

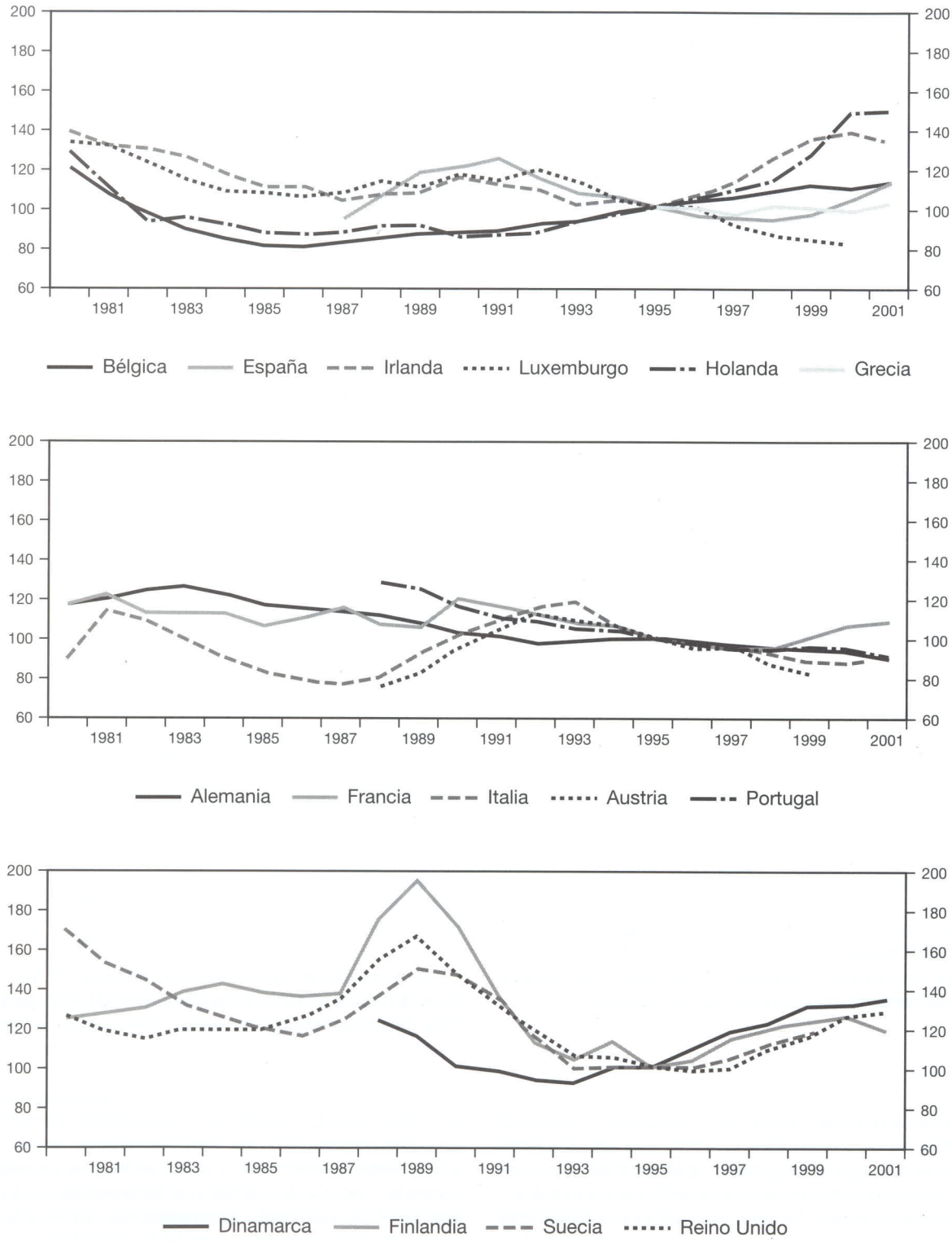
El gráfico 2.4 muestra la ratio precios de la vivienda/renta disponible para todos los países de la UE (índice 1995 = 100). Para la mayoría de los países, la tendencia en todo el período es constante o decreciente, lo que significa que, *ceteris paribus,* la asequibilidad de la vivienda en régimen de propiedad ha permanecido constante o mejorado a largo plazo. En tiempos recientes, sin embargo, los precios de la vivienda han crecido con más rapidez que la renta disponible en una serie de países, y la ratio precios de la vivienda/renta ha estado en, o cerca de, su punto máximo desde 1980.

Se cree que uno de los factores importantes que explican la reciente alza en los precios de la vivienda es la caída en los *tipos de interés* reales y nominales (véase tabla 2.4). Altos tipos de interés nominales incrementan el coste inicial del servicio de la deuda, creando un umbral para unidades familiares menos acomodadas. La investigación empírica, principalmente en el Reino Unido, sugiere que una elevación permanente de un punto porcentual en los tipos hipotecarios reales conduce a una caída de entre el 2% y el 4% en los precios reales de la vivienda. Los estudios empíricos transversales entre países han brindado resultados contradictorios sobre la fuerza del efecto del tipo de interés, pero se ha encontrado en general un efecto negativo.

Tanto los tipos hipotecarios nominales como reales en la UE cayeron considerablemente en los años 90, después de

GRÁFICO 2.4

RATIO PRECIOS DE LA VIVIENDA/RENTA DISPONIBLE
(Índice 1995 = 100)



Fuente: Cálculos BCE; véase anexo 2.
Nota: Para Alemania, las cifras de 1980 y 1990 se refieren a Alemania occidental. En los años 90, la cuota de las viviendas en alquiler descendió en cerca de 1,5 puntos porcentuales en Alemania occidental y en más de 5 puntos porcentuales en el Este de Alemania.

TABLA 2.4

PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA Y POSIBLES DETERMINANTES: CAMBIOS 1995-2001

Período	*Bélgica 1995-2001*	*Dinamarca 1995-2001*	*Alemania 1995-2001*	*Grecia 1995-2001*	*España 1995-2001*	*Francia 1995-2001*	*Irlanda 1995-2001*	*Italia 1995-2001*
Precios de la vivienda (1)	3,06	5,99	-0,46	4,27	4,94	3,43	13,05	-0,88
PIB real (1)	2,41	2,37	1,59	3,54	3,64	2,54	9,09	1,86
Tipos hipotecarios reales (2)	-2,20	-2,87	-1,81	-8,23	-3,91	-2,25	-3,56	-3,75
Tipos hipotecarios nominales (2)	-1,26	-2,66	-1,75	-13,97	-5,44	-2,65	-2,12	-6,91
Inversión residencial/PIB (3)	5,00	3,96	7,31	5,02	6,37	4,20	6,55	4,52
Deuda hipotecaria/PIB (2)	3,70	11,31	8,58	7,48	15,07	1,78	7,46	4,01

Período	*Luxemburgo (4) 1995-2001*	*Holanda 1995-2001*	*Austria 1995-2001*	*Portugal 1995-2001*	*Finlandia 1995-2001*	*Suecia 1995-2001*	*Reino Unido 1995-2001*
Precios de la vivienda (1)	3,55	9,53	-3,44	1,64	5,54	6,05	7,65
PIB real (1)	6,76	3,29	2,56	3,45	4,40	2,67	2,74
Tipos hipotecarios reales (2)	-1,41	-4,89	-0,90	-6,56	-5,09	-3,49	0,74
Tipos hipotecarios nominales (2)	-0,97	-1,66	-2,00	-6,60	-2,60	-4,78	-1,95
Inversión residencial/PIB (3)	3,38	5,84	6,48	5,71	4,12	1,71	2,98
Deuda hipotecaria/PIB (2)	-1,82	25,90	5,98	28,51	1,00	-5,32	5,62

Fuentes: Fuentes nacionales, cálculos BCE. Véase también anexo 2.
Notas:
(1) Tasa media de crecimiento anual; los precios de la vivienda en Alemania se refieren a Alemania occidental.
(2) Cambio acumulado en puntos porcentuales.
(3) Media durante el período.
(4) En el caso de Luxemburgo, el cambio en la ratio deuda hipotecaria/PIB se refiere al período desde 1997 a 2000.

haberse incrementado en los 80 (30). Parte de la variación en los tipos hipotecarios puede haberse debido a cambios en las regulaciones, así como a la innovación y a la mayor competencia en los mercados financieros. En gran parte, sin embargo, la variación tanto de los tipos hipotecarios nominales como reales siguió estrechamente la de otros tipos de mercado en el mismo país. Tomando 1995 como año de referencia, los países de la zona euro con los mayores tipos de interés de mercado registraron posteriormente significativos declives en los tipos hipotecarios nominales y reales como resultado del proceso de convergencia (tabla 2.4). Los últimos movimientos en los tipos hipotecarios reales de los países de la zona euro han sido dominados por cambios en la inflación.

A largo plazo, aparte de la renta disponible, la demanda de viviendas depende principalmente de la tasa de *formación de unidades familiares* (31). Para la UE en su conjunto, la formación de unidades familiares se desaceleró en los años 90, pero Grecia, España, Irlanda, Italia, Austria y el Reino Unido difirieron de los demás países a este respecto. Subyaciendo a la desaceleración general en la formación de unidades familiares se encontraba un bajón incluso más fuerte en el crecimiento de la población más joven, que sólo fue parcialmente contrarrestado por la caída en el número de miembros de la unidad familiar.

Factores microeconómicos

La literatura empírica en el Reino Unido y en Estados Unidos ha subrayado la importancia de los factores microeconómicos que pueden afectar a la *elasticidad-precio de la oferta de nueva vivienda* al explicar las diferencias entre los dos países en la volatilidad y las tendencias en el precio de la vivienda (32). Según esta literatura, la oferta de nueva vivienda en el Reino Unido responde menos a los precios de la vivienda, y se piensa que ésta es una de las razones por la que los precios de la vivienda en el Reino Unido crecen más y fluctúan más fuertemente a lo largo del tiempo que en Estados Unidos. La sensibilidad de la oferta de nueva vivienda depende en gran medida del tiempo que lleve proyectar y construir una vivienda. Sin embargo, también depende de factores económicos y políticos, tales como la competencia en la industria de la construcción, la disponibilidad y coste de la mano de obra especializada, las regulaciones de la construcción, el sistema de planeamiento del suelo, y los impuestos y subsidios, particularmente para la nueva vivienda. Además, dada la alta irreversibilidad de la inversión en vivienda, la sensibilidad de la oferta a los *shocks* de demanda dependerá, a corto plazo, de lo volátil que la demanda de vivienda haya sido en el pasado.

La evidencia empírica sobre la sensibilidad de la oferta en diferentes países de la UE es, desafortunadamente, muy incompleta. Tiende a sugerir que la oferta de nueva vivienda en Alemania es más sensible a los precios de ésta que en el Reino Unido, Holanda y algunos de los países nórdicos (33). Es interesante anotar a este respecto que, en la segunda mitad de los años 90, Suecia y el Reino Unido tuvieron las mayores tasas de inflación de precios de la vivienda y las ratios más bajas de inversión residencial en relación con el PIB dentro de la UE. Alemania, en el otro lado, tenía la mayor ratio inversión residencial/PIB, con unos precios reales de la vivienda decrecientes (véase tabla 2.4) (34). La supuesta diferencia en la elasticidad-precio de la oferta entre los países de la UE ha sido atribuida a diferencias transversales en los sistemas de planeamiento del suelo, aunque aún falta una evidencia concluyente a este respecto.

Otro factor microeconómico que ha recibido mucha atención es *la estructura e instituciones de los mercados de crédito.* La llegada de la liberalización financiera, y la liberalización de los mercados hipotecarios en particular, ha incrementado la sensibilidad de los precios de la vivienda a los tipos de interés a medida que las restricciones crediticias eran reducidas.

Es más difícil decir si la mayor disponibilidad de crédito ha tenido también un efecto adicional sobre los precios de la vivienda. La última línea de la tabla 2.4 muestra el cambio en la ratio deuda hipotecaria/PIB (en puntos porcentuales) desde 1995. No parece haber una estrecha relación de los precios de la vivenda con la inflación. Además, incluso si hubiera una relación entre el crecimiento de la deuda hipotecaria y el de los precios de la vivienda, es bastante difícil establecer la dirección causal de la relación. El aumento de la deuda hipotecaria puede ser efecto de una demanda creciente de vivienda y/o de unos precios crecientes de las viviendas, más que su causa. De manera alternativa, cualquier movimiento conjunto en los precios de la vivienda y la deuda puede ser debido a un tercer factor como el crecimiento de la renta, los tipos de interés y los factores fiscales. Empíricamente, ha habido algunos intentos para resolver el problema de endogeneidad, pero generalmente con escaso éxito (35). La sección 5 examina con más detalle la interrelación entre los mercados de vivienda y de capital.

Finalmente, los *impuestos, subsidios y otras intervenciones públicas* han tenido importantes efectos sobre los precios de la vivienda, especialmente en períodos de grandes reformas. En la sección 4 se describen con cierto detalle los regímenes de impuestos/subsidios en los países de la UE y su evolución.

2.5. Fluctuaciones en el precio de la vivienda: algunas cuestiones de política económica

La panorámica ofrecida por los datos y la literatura conduce a las siguientes conclusiones:

1. Las fluctuaciones en el precio de la vivienda no son necesariamente el reflejo de un comportamiento «especulativo» o de falsas expectativas en el mercado. A menudo, son parte del mecanismo fundamental del mercado. Sin embargo, frecuentemente es difícil conciliar grandes incrementos reales en los precios de la vivienda en años sucesivos con la evolución de los fundamentos subyacentes. Por tanto, no puede descartarse la aparición de burbujas en el mercado de vivienda.

2. Hay buenas razones para creer que los mercados de vivienda varían de un lugar a otro tanto en términos de los *shocks* en que incurren como en la forma en que los precios de la vivienda responden a estos *shocks.* Esto se confirma en los mercados de vivienda dentro de un determinado país, y en comparación con otros países, en la UE. Un determinante importante de la dinámica de los precios de la vivienda, aunque relativamente poco explorado, es la sensibilidad de la oferta de nueva vivienda a los *shocks* de demanda, lo que dependerá, entre otras cosas, de los sistemas de planeamiento y de las regulaciones locales. Cuanto más rápidamente responda la oferta a los movimientos en los precios de la vivienda, menos margen habrá para que éstos excedan o se queden por debajo de su tendencia a largo plazo.

3. Las aparentes diferencias en la volatilidad en el precio de la vivienda entre los países de la UE ha estado relacionada en la literatura con diferencias en, y reformas de, las instituciones y políticas nacionales, notablemente en el mercado hipotecario, que se cree que afectan a la transmisión de los *shocks* macroeconómicos al mercado de vivienda (36).

4. A pesar de la importancia de los factores locales y nacionales, la evolución macroeconómica parece haber sido un importante determinante de la dinámica de los precios de la vivienda. Los tipos de interés hipotecario, en particular, se han movido estrechamente junto con otros tipos de mercado en el mismo país y, por tanto, han diferido sustancialmente entre los distintos países en el período previo a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), pero no se espera que esto sea una fuente sustancial de comportamiento asimétrico entre los países de la zona euro en el futuro. Sin embargo, dados los largos retardos en el ajuste de la demanda y de la oferta de la vivienda, algunos países pueden estar aún ajustándose al nuevo marco económico caracterizado por tipos de interés bajos y menos volátiles.

3. Dinámica de los alquileres

3.1. Introducción

El mercado de alquiler es una parte importante del mercado general de la vivienda. Dependiendo del país, entre el 10% y el 60% del *stock* de viviendas en los estados miembros de la UE está en alquiler (tabla 3.1) (37). El sistema de impuestos/subsidios, la regulación del sector del alquiler, la provisión de alojamiento en alquiler de carácter «social», y la regulación y estructura de los mercados financieros son factores que influyen potencialmente sobre el peso relativo del alojamiento en alquiler y en propiedad.

En la mayoría de los países de la UE, el porcentaje de viviendas alquiladas sobre el *stock* de la vivienda ha decrecido desde 1980, en algunos casos de manera bastante pronunciada. Parece haber dos interpretaciones principales para esta caída. Primero, el rigor de los controles sobre el alquiler puede haber reducido la oferta de alojamiento en alquiler a lo largo del tiempo. Segundo, la demanda de vivienda en alquiler puede haber caído al considerar las unidades familiares la tenencia en propiedad como una opción más atractiva debido al mejor acceso y al menor coste del crédito hipotecario, merced a políticas favorables de impuestos/subsidios y a las expectativas de ganancias de capital derivadas de precios crecientes de las viviendas.

Con independencia de si este proceso ha sido impulsado por la demanda o por la oferta, el resultado ha sido que el papel del mercado del alquiler es ahora relativamente marginal en algunos países, en particular en España. Excluyendo

TABLA 3.1

CUOTA DE LAS VIVIENDAS EN ALQUILER SOBRE EL STOCK TOTAL DE VIVIENDAS (en %)

	Bélgica	*Dinamarca*	*Alemania*	*Grecia*	*España*	*Francia*	*Irlanda*	*Italia*
Alrededor de 1980	38	49	61	25	21	45	24	39
Alrededor de 1990	33	45	61	20	15	42	18	25
Alrededor de 2000	28	40	60	20	10	42	16	19

	Luxemburgo	*Holanda*	*Austria*	*Portugal*	*Finlandia*	*Suecia*	*Reino Unido*
Alrededor de 1980	39	58	43	39	31	42	42
Alrededor de 1990	30	55	41	28	27	44	35
Alrededor de 2000	26	47	41	28	32	41	32

Fuente: Cálculos BCE; véase anexo 2.
Notas: Para Alemania, las cifras de 1980 y 1990 se refieren a Alemania occidental. En los años 90, la cuota de las viviendas en alquiler descendió en cerca de 1,5 puntos porcentuales en Alemania occidental y en más de 5 puntos porcentuales en el Este de Alemania.

las viviendas de propiedad directa o control indirecto del sector público (véase más adelante), el mercado privado de alquileres probablemente representa no más de aproximadamente un cuarto del *stock* de viviendas en todos los países de la UE, a excepción de Alemania. Los gobiernos de la UE han respondido a lo largo de los años a la caída en el tamaño (y la calidad) del mercado de viviendas en alquiler y han relajado en diferentes grados las regulaciones sobre el alquiler. Finlandia es un ejemplo interesante de un país que levantó la mayor parte de los controles al alquiler en los años 90 y ha visto crecer el porcentaje de este tipo de alojamiento, pero también (o pese a) una alta inflación de los alquileres.

Las implicaciones de los diferentes regímenes reguladores para el funcionamiento del conjunto del mercado de vivienda y, de manera más general, para cuestiones de planeamiento urbano, distribución de la renta y movilidad laboral son un asunto a debate. Para los propósitos de este informe, el principal interés es, en general, la relación entre el sector del alquiler y un mercado de vivienda que funcione correctamente, así como la relación entre los alquileres, los precios al consumo y los precios de la vivienda. Los alquileres representan cerca de 6% de la cesta del IAPC tanto para la UE como para la zona euro, y son, por tanto, de interés directo para la política monetaria única.

3.2. La evolución de los controles del alquiler y de los alquileres sociales en los países de la UE

Históricamente, los controles sobre el alquiler fueron instrumentados por diversas razones sociales y económicas, tales como ofrecer un alojamiento asequible a todo el mundo, evitar la segregación, equilibrar el poder de negociación arrendador-inquilino y limitar la volatilidad en los alquileres (38). En términos reales, los alquileres controlados cayeron a menudo de manera significativa y durante largos períodos de tiempo. Aunque no hay disponible una evidencia concluyente para la mayoría de los países, es probable que la caída significativa de los alquileres reales haya conducido a descensos significativos en la oferta de alojamiento en alquiler.

El encogimiento y mal funcionamiento del sector del alquiler se ha considerado potencialmente dañino para el funcionamiento del conjunto del mercado de vivienda, y en los últimos 20 años los sistemas de control de los alquileres han sido revisados en todos los países de la UE (véase tabla A1 en anexo 1, «Cronología de las principales medidas de política»). Las regulaciones revisadas del mercado del alquiler son sistemas más complejos que gobiernan tanto los incrementos permitidos del alquiler como una serie de aspectos de las relaciones arrendador-arrendatario. Hay tres aspectos fundamentales en los sistemas de control de los alquileres que necesitan ser distinguidos, concretamente los siguientes:

(i) si hay regulaciones que gobiernen cómo el alquiler inicial, en un contrato plurianual, cambiará en el futuro;
(ii) si hay algún tipo de control sobre el alquiler inicial negociado para un nuevo contrato de alquiler entre un arrendador y un arrendatario;
(iii) si hay regulaciones que gobiernen la rescisión del contrato (desahucio).

Sobre el primer aspecto, la mayoría de los países de la UE se ha movido hacia un sistema que permite algún tipo de indexación del alquiler a la inflación de precios al consumo y/o varias cláusulas de ajuste libremente negociadas. Incluso en el caso de estar completamente desregulados, parecería que los contratos de alquiler a largo plazo se encuentran todavía basados en sistemas de indexación relativamente simple, bien sea por convención o simplemente con objeto de evitar complicaciones contractuales y posibles razones para litigios *ex post* (39). Así pues, el contrato de alquiler típico en la mayoría de los países de la UE es un contrato que incluye explícitamente o por defecto una cláusula de indexación que se refiere al índice de precios al consumo o a alguna variante de éste. En Dinamarca y Francia, la indexación está ligada a los costes de la vivienda, mientras que en Suecia es fijada en las negociaciones colectivas dentro de límites también vinculados a los costes. En la mayoría de los países pueden tener lugar ajustes adicionales a las condiciones de mercado de vivienda en el momento de renovación de sus contratos (si tienen contratos renovables a término fijo) para inquilinos con derechos adquiridos, aunque hay disposiciones que limitan el poder de renegociación de los arrendadores en la mayor parte de los países. Alemania tiene un mecanismo de ajuste que permite incrementos en los alquileres de los inquilinos con derechos adquiridos para los nuevos contratos de alquiler y

para alquileres recientemente ajustados al alza hasta un máximo (20% en un período de tres años). Tal mecanismo ofrece una actualización de los alquileres de los inquilinos con derechos adquiridos a las recientes condiciones en el mercado de vivienda (40).

Con respecto al segundo aspecto del control de alquileres, las regulaciones que gobiernan el alquiler negociado en nuevos contratos han sido históricamente justificadas sobre la base de que los arrendadores pueden tener cierto poder monopolístico local (41) y/o de que hay una necesidad de limitar excesivos incrementos temporales en los alquileres. En general, existe ahora un amplio consenso entre los responsables políticos acerca de que los alquileres en los nuevos contratos deberían reflejar condiciones de mercado, y el paso de la primera a la «segunda generación» de los controles del alquiler ha estado marcado por una desregulación más o menos gradual de los nuevos contratos, principalmente en lo que concierne a la negociación del alquiler inicial. La mayoría de los países se han movido hacia una desregulación de los controles en los nuevos contratos, pero esto ha estado a veces limitado a segmentos específicos del mercado del alquiler, tales como las viviendas de nueva construcción (p. ej. Dinamarca) o los segmentos más caros del mercado. Esto ha conducido a una segmentación reguladora del mercado del alquiler. Todavía existen en algunos países (p. ej. Holanda) límites al precio de alquiler de los nuevos contratos referidos a los alquileres en el área circundante. Suecia parece tener uno de los regímenes más restrictivos a este respecto, no dejando de hecho ningún espacio para la negociación individual con los posibles inquilinos.

El proceso de desregulación de los controles sobre el alquiler en los nuevos contratos ha estado estrechamente vinculado a una revisión de las normas de rescisión de los contratos. En un sistema en el que los nuevos contratos pueden fijar alquileres que son muy diferentes de los pagados por inquilinos con derechos adquiridos, la duración de los contratos y de las normas de desahucio son muy importantes para ambas partes. La regulación de las normas de rescisión ha sido justificada sobre la base de que los inquilinos generalmente afrontan más costes a la hora de mudarse que los arrendadores, lo que reduce el poder de los arrendatarios para renegociar. Mientras que las normas de rescisión pueden ser negociadas *ex ante* por las partes (antes del traslado de los inquilinos a la vivienda), es difícil redactar contratos completos que prevean todas las futuras eventualidades. La necesidad de establecer el «derecho de permanencia» ha sido de hecho una de las principales discusiones en el debate político público. Ha habido también una tendencia en muchos países de la UE a permitir la libre negociación de la duración y de las normas de rescisión del contrato, dentro de cierto marco legal prescrito. En una serie de países, sin embargo, la mayoría de los contratos continúan siendo de carácter cerrado, y los arrendadores sólo pueden rescindirlos bajo circunstancias especiales.

En muchos países, el aspecto político más difícil ha sido la revisión de los alquileres y las condiciones de los contratos antiguos que se remontaban a fases anteriores de más estricto control sobre los alquileres. Aparte de ser un asunto de debate político, las condiciones muy favorables de estos contratos dan a los inquilinos muy poco incentivo para mudarse. En casos extremos, como en Estocolmo, se ha desarrollado un sistema elaborado de alojamiento de subalquiler bajo un contrato antiguo. Algunos países, como España y Portugal, diseñaron ajustes excepcionales dirigidos a poner los precios de alquiler de contratos antiguos más en línea con los nuevos contratos, aunque los alquileres revisados de los contratos antiguos siguieron siendo en el caso de Portugal una pequeña fracción del valor de nuevos contratos equivalentes. En Alemania oriental, tras la unificación, después de varios ajustes discrecionales que elevaron los alquileres en más de un 500%, se introdujo el sistema germano-occidental de regulación del alquiler. En general, sin embargo, una parte sustancial del mercado de alquiler en la mayoría de los países ha permanecido segmentado y racionado, mientras que la parte operativa del mercado puede, de hecho, haber afrontado condiciones más rígidas y alquileres rápidamente crecientes. Con el paso del tiempo, las viviendas con contratos muy antiguos pueden ingresar en el mercado desregulado del alquiler a medida que los inquilinos se muden, mueran o sean inducidos a cambiar el contrato, pero es probable que la transición sea lenta. En Italia, por ejemplo, casi siete años después de la reforma reguladora de los alquileres de 1992, sólo una cifra estimada del 24% de todos los contratos estaban diseñados conforme a la nueva ley.

Además, una gran parte del alojamiento en alquiler, está todavía en muchos países directamente bajo la propiedad de autoridades públicas u organizaciones sin ánimo de lucro, que son subsidiadas por el estado y/o emplean diferentes contratos y criterios específicos en la selección de los inquilinos. Desafortunadamente, las cifras de alquiler «social» no son comparables entre los países de la UE, ya que las definiciones nacionales de las viviendas de alquiler «social» varían considerablemente (42). A partir de la información existente, puede decirse que en muchos países, incluyendo Dinamarca, Francia, Holanda y el Reino Unido, este alojamiento de alquiler «público» representa aproximadamente la mitad o más del total del sector del alquiler. Además, no hay mucha evidencia de una sustancial reducción en el peso del sector «público» del alquiler a lo largo del tiempo, excepto en el Reino Unido. Este tipo de intervención del sector público a través de la propiedad directa o el control indirecto del *stock* de la vivienda ha estado tradicionalmente menos extendido en los países del Sur de la Unión Europea.

3.3. Alquileres, precios al consumo y precios de la vivienda

Las observaciones anteriores sobre los contratos típicos de alquiler y el alquiler «público» en los países de la UE sugieren los dos puntos siguientes sobre la inflación del alquiler:

- para los inquilinos con derechos adquiridos y los inquilinos en el sector «público» del alquiler, no son probables, en la mayoría de los países de la UE, ajustes en los alquileres que reflejen estrechamente las condiciones en el mercado de vivienda. En la mayoría de los países de la UE, es probable que el ajuste de los alquileres esté más próximo al IPC o a alguna medida del coste de la vivienda más o menos algún factor que reflejará, entre otras cosas, objetivos de la política pública de vivienda y consideraciones de política fiscal (43);

• los alquileres en los nuevos contratos pueden reflejar con más precisión el rigor en el mercado de vivienda y los precios de mercado de las viviendas, aunque las regulaciones pueden de nuevo fijar límites a cuánto pueden desviarse los alquileres en los nuevos contratos de los de los contratos existentes.

Los cambios del índice general de alquileres reflejarán tanto el ajuste en los alquileres de los inquilinos con derechos adquiridos como los alquileres de los nuevos contratos. El gráfico 3.1 muestra los alquileres reales en los países de la UE (deflactados por el deflactor del consumo privado). Como en el caso de los precios de la vivienda, estos índices no son estrictamente comparables entre países y dan una cierta aproximación de la evolución de los alquileres reales (44). No obstante, pueden hacerse dos observaciones para la mayoría de los países.

Primera, con la excepción de Dinamarca y Portugal (para los que sólo hay disponibles series cortas), los alquileres reales se han incrementado a largo plazo. Como en el caso de los precios reales de la vivienda, una explicación para el incremento a largo plazo es que el coste del suelo para construir, y por tanto el coste de los servicios de la vivienda, ha ido aumentando. Las mejoras de calidad de las nuevas viviendas pueden haber tenido también un impacto, si no se las toma adecuadamente en cuenta en las estadísticas del alquiler. Adicionalmente, puede haber habido efectos de puesta al día en algunos países, después de la relajación de las estrictas y duraderas regulaciones del alquiler. Para los países con largas series temporales, el crecimiento a largo plazo en los alquileres reales estuvo comprendido entre el 0% y el 2% y, como media, en torno a un punto porcentual menos que el crecimiento medio a largo plazo de los precios reales de la vivienda. En Alemania (occidental), los fuertes incrementos en los precios de los servicios relacionados con la vivienda contribuyeron a la inflación del alquiler a comienzos de los años 90.

Segunda, las series reales de alquileres parecen particularmente menos cíclicas que los precios de la vivienda. Dado que los alquileres de los inquilinos con derechos adquiridos se ajustan generalmente más o menos en línea con el IPC o siguen a los alquileres de los nuevos contratos sólo con un retardo (variable), esto no es particularmente sorprendente. Algunas de las fluctuaciones observadas pueden estar ligadas a las reformas reguladoras. Éste sería el caso de España, por ejemplo, que liberalizó los alquileres en los nuevos contratos en 1985. Así como los alquileres reales habían caído en España en la primera mitad de los años 80, éstos crecieron de manera relativamente fuerte con posterioridad (45).

Debería mencionarse que incluso lo que parecen ser, como media, relativamente pequeños incrementos reales en los alquileres pueden ocultar efectos distributivos muy importantes, en particular para unidades familiares móviles que firman nuevos contratos frecuentemente. Por ejemplo, un tercio de la subida general de los alquileres en Francia estuvo representado por incrementos en los alquileres para los nuevos inquilinos en 2001. Si los alquileres para los inquilinos con derechos adquiridos se ajustan en línea con el IPC, como parece haber sido el caso en algunos de los países de la UE, entonces incluso un incremento del 0,5% en los alquileres reales es enteramente atribuible a incrementos muy grandes en los nuevos contratos. En cualquier año corriente, éstos probablemente representan no menos del 10% de todos los contratos de alquiler, lo que significa que los alquileres en los contratos nuevos se elevarían en cerca del 5% o más por año en términos reales (46). Así pues, las unidades familiares podrían haber estado afrontando muy altos costes de cambio de domicilio, incluso antes de considerar cualquier transacción y otros costes fijos de mudarse. Las unidades familiares móviles, quienes es más probable que estén usando alojamiento en alquiler, estarían particularmente penalizadas (véase recuadro 2 sobre «Movilidad laboral, tenencia de vivienda y el sector del alquiler en la UE»).

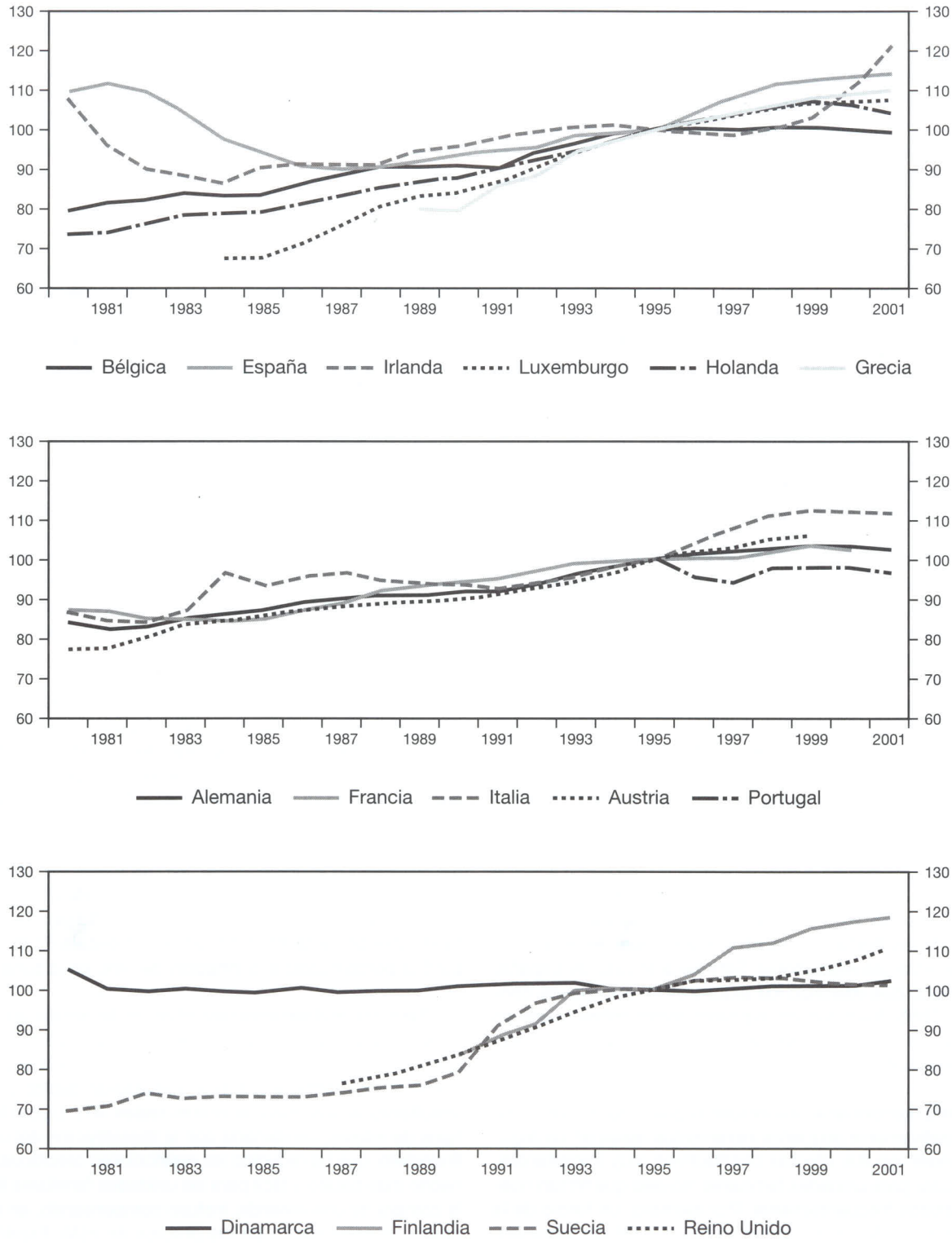
Esto es particularmente pertinente para períodos en los que un shock de demanda golpea al mercado de vivienda, ya que los nuevos contratos soportan la peor parte de cualquier ajuste a corto plazo de los alquileres a las cambiantes condiciones en el mercado de vivienda. Esto puede verse en el gráfico 3.2, por ejemplo, donde se compara el cambio en los alquileres de los nuevos contratos con el cambio en el índice general de alquileres de Alemania occidental. Tras la llegada masiva de inmigrantes a finales de los años 80 y comienzos de los 90, el crecimiento anual de los alquileres en los nuevos contratos se aceleró rápidamente, alcanzando un máximo estimado del 13% en 1990, luego se desaceleró, y finalmente se volvió negativo durante algunos años. A su vez, el crecimiento del índice general de alquileres alcanzó un máximo del 5,7% tres años más tarde, en 1993. Durante el completo período objeto de atención, el cambio total en los alquileres es casi idéntico para los inquilinos con derechos adquiridos y en los nuevos contratos.

En años recientes, la inflación del alquiler se ha desacelerado en muchos países de la UE, o ha permanecido relativamente constante, como resultado de la caída en la inflación de los precios al consumo. En general, ha permanecido por encima de la tasa de inflación del IAPC global. La tabla 3.2 muestra el incremento medio del componente del alquiler en el IAPC, la inflación del IAPC global y la contribución media de los alquileres a la inflación del IAPC en todos los países de la UE en el período 1997-2001. Como media, desde 1997 hasta 2001 los alquileres han contribuido en 0,13 puntos porcentuales por año a la inflación del IAPC a escala de la UE (0,12 puntos porcentuales a la inflación del IAPC en la zona euro).

Pese a la relativamente baja inflación del alquiler en muchos países, para la unidad familiar media, en comparación con los años de mediados de los 90, puede haberse hecho económicamente más rentable comprar que alquilar, debido a la caída simultánea en los tipos de interés reales (47). La caída en los tipos de interés, combinada con la liberalización del mercado financiero, que ha reducido las restricciones crediticias, habría hecho más barato y fácil para las unidades familiares financiar la compra de una vivienda, incluso compensando, en muchos casos, el crecimiento en los precios de ésta. Expectativas boyantes sobre futuros incrementos en el precio de la vivienda habrían inducido todavía más a las unidades familiares a comprar en lugar de alquilar. Sin embargo, puesto que los costes de transacción en los mercados de la propiedad residencial

GRÁFICO 3.1

ALQUILERES REALES
(Índice 1995 = 100)



Nota: Los alquileres están deflactados por el deflactor del consumo privado. Para Alemania, se emplearon los alquileres de Alemania occidental.

RECUADRO 2

Movilidad laboral, tenencia de vivienda y sector del alquiler en la UE

Es probable que las decisiones de cambiar de residencia con objeto de ocupar un nuevo puesto de trabajo estén influidas por las condiciones en el mercado de vivienda, dado que los costes de la vivienda (pagos de hipotecas o alquileres) son por lo general el componente más importante de los presupuestos de las unidades familiares. En particular, altos costes de transacción y de búsqueda al comprar/vender y alquilar/ceder en alquiler propiedad residencial incrementan los costes de movilidad y pueden generar ineficientes efectos de *lock in* o bloqueo (a). Así pues, los impuestos sobre actos jurídicos documentados, los altos costes registrales y una regulación ineficiente de los mercados del alquiler pueden incrementar los costes de la movilidad geográfica.

El funcionamiento eficiente del sector del alquiler puede ser importante a este respecto, particularmente para las unidades familiares con mayor movilidad y para las que no disponen de la entrada necesarias para comprar una propiedad residencial, tales como las unidades familiares jóvenes y desempleadas. Como los costes de transacción y búsqueda tienden a ser más bajos para la vivienda en alquiler que para las viviendas ocupadas en propiedad, se espera que las tasas de movilidad relativa sean mayores entre los inquilinos que entre los propietarios. Las estimaciones de las tasas de movilidad laboral de una muestra de unidades familiares en los cinco mayores países de la UE apoyan esta hipótesis, según puede verse en la tabla siguientes (b).

Tasas de movilidad laboral según el régimen de tenencia de la vivienda para el período desde 1995 hasta 1997 en algunos países europeos (en %)

Tenencia de la vivienda	Alemania	España	Francia	Italia	Reino Unido	Todos los países
Propiedad	0,3	0,1	0,2	0,1	1,6	0,4
Alquiler privado	4,1	3,0	2,1	1,1	3,1	2,6
Vivienda social	2,8	1,8	1,1	0,5	1,1	1,2
Todos los tipos	2,0	0,4	0,8	0,2	1,6	0,8

Se computan las tasas de movilidad laboral como el porcentaje del número de cambios residenciales asociados con la aceptación de un nuevo trabajo sobre el número total de observaciones. Se obtiene la muestra del Panel de Economías Domésticas de la Comunidad Europea (ECHP, por sus siglas en inglés), y ésta se compone de cabezas de familia con experiencia previa en el mercado laboral y una edad entre 25 y 64 años (c).

La evidencia sugiere que las tasas de movilidad laboral en todos los países son más bajas entre los propietarios que entre los inquilinos de viviendas privadas de alquiler. La movilidad de los inquilinos de viviendas sociales es más baja que la de los inquilinos de viviendas privadas de alquiler, pero tiende a ser más alta que la movilidad de los propietarios. Es importante advertir, sin embargo, que las estimaciones aquí presentadas no sugieren que la movilidad global en los países esté estrechamente relacionada con el régimen de tenencia. La movilidad global depende no sólo de los costes de transacción y búsqueda, sino también de un amplio abanico de otros factores; por ejemplo, las estructuras de salarios y las condiciones de entrada y de salida en el mercado de trabajo (d). En conclusión, el eficiente funcionamiento del sector del alquiler puede ser particularmente importante para las unidades familiares con mayor movilidad. En general, se puede conjeturar que los costes de transacción tanto en el sector del alquiler como en el resto del mercado de vivienda pueden tener consecuencias negativas para la movilidad laboral.

Notas:

(a) P. Lundborg, «Transaction taxes in a search model of the housing market», *Journal of Urban Economics,* 45, 1999.

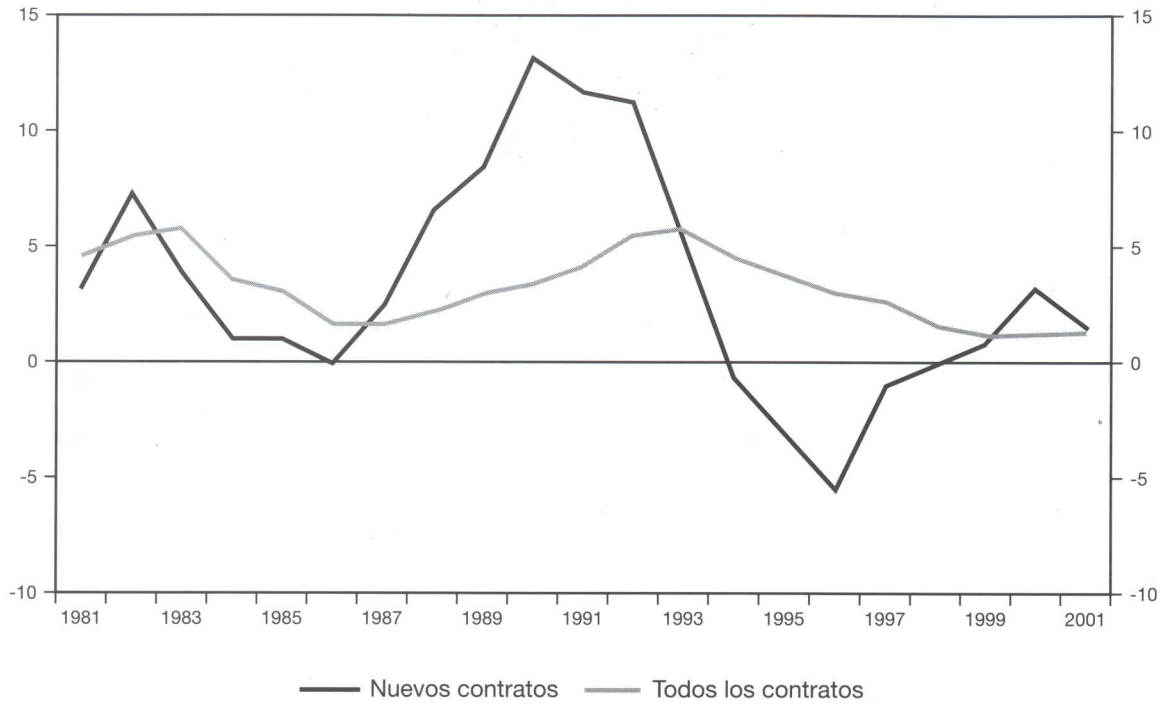
(b) Los estimadores de la tabla se obtienen de la tesis doctoral «Modelling housing tenure and labour mobility in the European Union», de Cristina Barceló, Universidad Complutense de Madrid (2003, inédita).

(c) La tenencia de la vivienda y las tasas de movilidad laboral se refieren a los períodos desde 1994 hasta 1996 y desde 1995 hasta 1997 respectivamente. Debido al pequeño tamaño de la muestra (entre 5.000 y 10.000 unidades familiares por país), las cifras señaladas en este recuadro pueden no ser plenamente representativas de los países objeto del estudio, especialmente en relación con pequeñas subpoblaciones (p. ej., los inquilinos en el Reino Unido).

(d) Para un panorama general, véase P.A. Fischer, R. Martín y T. Straubhaar «Should I stay or should I go?», en T. Hammar, G. Brochmann, K. Tamas y T. Faist (eds.), *International migration, immobility and development,* Berg, 1997.

GRÁFICO 3.2

CAMBIO EN LOS ALQUILERES NOMINALES EN ALEMANIA OCCIDENTAL
(En porcentaje)



Fuente: Estimaciones del Bundesbank basadas en datos del sector inmobiliario (Bulwien) y la Oficina Estadística Federal.

tienden a ser sustancialmente más altos que en un mercado del alquiler bien desarrollado, y dadas las entradas requeridas para comprar una vivienda, las unidades familiares con mayores necesidades de movilidad y/o menor capital propio inicial habrían preferido aún alquilar antes que comprar.

3.4. Viviendas de alquiler: algunas cuestiones de política económica

Cualquiera que sea la justificación para las regulaciones del alquiler, los responsables políticos han aprendido en el pasado que la desconexión de los alquileres de las condiciones del mercado de vivienda no es alcanzable a largo plazo sin limitar el tamaño y dificultar el funcionamiento del mercado del alquiler. Las consecuencias pueden ser una reducida eficiencia y liquidez del mercado global de la vivienda, con implicaciones también para la movilidad laboral. Esto ha conducido a la mayoría de los países de la UE a revisar sus políticas de mercado del alquiler, permitiendo un uso más amplio de los contratos a corto plazo y de las cláusulas de subida del alquiler y liberalizando los nuevos contratos, aunque con variadas condiciones. Sin embargo, importantes segmentos del mercado de alquileres en muchos países de la UE todavía operan bajo estrictos regímenes de control.

TABLA 3.2

ALQUILERES E INFLACIÓN DEL IAPC DESDE 1997 A 2001 Y CONTRIBUCIÓN DE LOS ALQUILERES A LA INFLACIÓN DEL IAPC
(Media anual)

	Bélgica	*Dinamarca*	*Alemania*	*Grecia*	*España*	*Francia*	*Irlanda*	*Italia*
Alquileres	1,6	2,6	1,3	5,3	4,6	1,1	7,9	4,0
IAPC	1,7	2,1	1,3	3,7	2,4	1,2	3,0	2,1
Contribución	0,09	0,22	0,13	0,22	0,08	0,08	0,16	0,11

	Luxemburgo	*Holanda*	*Austria*	*Portugal*	*Finlandia*	*Suecia*	*Reino Unido*
Alquileres	2,9	3,2	2,8	2,6	3,1	1,2	3,2
IAPC	1,9	2,6	1,4	2,7	1,9	1,5	1,3
Contribución	0,16	0,34	0,15	0,05	0,16	0,15	0,17

Fuente: Eurostat, cálculos BCE.

La liberalización de los nuevos contratos ofrece un mecanismo de ajuste lento de los alquileres a las condiciones del mercado de vivienda. Pero si los nuevos contratos ofrecen el único mecanismo efectivo de ajuste del alquiler, puede haber también efectos negativos secundarios, particularmente sobre la movilidad laboral. También eleva los altos costes iniciales de la vivienda de jóvenes unidades familiares que tienen a menudo problemas de liquidez y no pueden comprar propiedad residencial. En la práctica, puede pedirse a los nuevos inquilinos que paguen por adelantado por las ganancias potenciales que tendrán de un contrato a largo plazo, que sólo se ajusta al IPC, no a las condiciones cambiantes en el mercado de vivienda. Claramente, el problema se hace más grave cuanto más difícil es firmar un contrato a corto plazo, más estrictas son las regulaciones para la indexación de los contratos existentes y, por encima de todo, mayores sean los incrementos esperados en los precios reales de la vivienda (48). Desafortunadamente, este último factor también significa que los efectos negativos secundarios y la necesidad de reformar el sistema regulador del alquiler alcanzan su punto álgido cuando los precios de la vivienda están creciendo y, de esta manera, cuando es probable que la reforma produzca los mayores efectos redistributivos.

4. Impuestos, subsidios y costes de transacción de la vivienda

4.1. Introducción

Los mercados de vivienda en los países de la UE están caracterizados por una amplia variedad de intervenciones políticas, en particular exenciones fiscales sobre modalidades especiales de inversión relacionada con la vivienda o susbisidios para actividades relacionadas con ésta. Esta sección examina los diversos tipos de impuestos y subsidios relacionados con la vivienda, y su evolución a lo largo del tiempo. También proporciona cierta indicación sobre el gasto público en vivienda que ha sido llevado a cabo por los estados miembros.

Los impuestos y subsidios relativos al mercado de vivienda pueden ser clasificados en las siguientes tres categorías:

(i) impuestos y subsidios que afectan a la renta de la vivienda o a los costes de oportunidad de la inversión en vivienda;
(ii) impuestos y subsidios relativos a la propiedad;
(iii) impuestos indirectos, tales como el IVA, e impuestos de transacción, que incluyen los impuestos sobre actos jurídicos documentados, los costes registrales y los tributos sobre sucesiones.

Además, pueden identificarse tres modalidades de distorsión creadas por la política de la vivienda:

(i) distorsiones en la toma de decisión entre invertir en vivienda (propiedad inmueble) y en otros activos (propiedad mueble);
(ii) distorsiones entre la tenencia en propiedad y en alquiler;
(iii) distorsiones entre invertir en vivienda nueva o en viviendas ya existentes.

4.2. Evolución de las políticas fiscales y de los subsidios en los países de la UE desde 1990

Las exenciones fiscales y los subsidios en los países de la UE tienden generalmente a favorecer la inversión en propiedad inmueble (véase tabla 4.1) (49). Ésta es una característica bastante persistente de las políticas de vivienda en los países de la UE, aunque en la mayoría de éstos dichas políticas sufrieron en ocasiones un cambio sustancial en los años 90 (véase tabla A2 en el anexo 1 «Cronología de las principales medidas de política»). Además, las políticas de vivienda en muchos países de la UE están directamente encaminadas a promover la propiedad de la vivienda, en muchos casos especialmente para las unidades familiares de renta baja. Usualmente, quienes viven en régimen de propiedad se benefician de generosas exenciones fiscales relacionadas con el valor de su vivienda, de préstamos subsidiados («préstamos al 0%») o de un alivio fiscal vinculado con los pagos de los intereses de la hipoteca (50). Por último, algunos países de la UE promueven la inversión en nuevas viviendas en vez de la propiedad de la vivienda en general, aunque el escenario de esta dimensión de la política del mercado de vivienda parece ser mucho más heterogéneo.

Observando el desarrollo de las políticas de vivienda en los Estados Miembros de la UE a lo largo del tiempo, no se discierne ninguna tendencia general durante la pasada década (Véase tabla 4.2). Sin embargo, parece haber una inversión de las políticas en muchos países con respecto a períodos anteriores. Desde luego, muchos países de la UE han reducido los fuertes subsidios que concedían a la inversión en vivienda o han restringido las exenciones fiscales relacionadas con los pagos de los intereses de la hipoteca. Por ejemplo, Suecia decidió a comienzos de los años 90 reducir los incentivos a la inversión en propiedad inmueble mediante la nivelación de los tipos fiscales marginales entre los distintos tipos de activos. Además, la introducción de un incremento gradual de los impuestos sobre la propiedad inmobiliaria ha contribuido adicionalmente a reducir algunas de las distorsiones en favor de la propiedad inmueble. Esta tendencia se aceleró en la segunda mitad de los años 90, en línea con la tendencia general hacia la consolidación presupuestaria.

La postura más neutral con respecto a la inversión en propiedad mueble ha venido acompañada de la introducción por una serie de gobiernos de un mayor sesgo en favor de la ocupación en propiedad. En particular, mayores exenciones fiscales, deducibilidad de intereses y garantías estatales para los préstamos privados a la vivienda han sido limitados a la vivienda ocupada en propiedad. Al mismo tiempo, algunas de estas medidas favorecedoras de la ocupación de una vivienda por su propietario se dirigieron más selectivamente hacia —principalmente— unidades familiares de baja renta. Holanda, por ejemplo, introdujo subsidios diseñados explícitamente para primeros compradores con una renta baja.

Mientras que, como media, todavía se favorece a a la vivienda nueva sobre la existente, es visible en unos pocos países —incluyendo Bélgica y Francia— una tendencia hacia una postura más neutral entre la vivienda nueva y la existente. Esto, sin embargo, no es una tendencia general por cuan-

TABLA 4.1

IMPUESTOS SOBRE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DE LA UE (2001)

	Impuesto sobre el alquiler imputado	*Reducción de intereses (1)*	*Impuesto sobre las ganancias de capital*	*Impuesto inmobiliario*
Bélgica	S (30%-50% de la renta imputada)	S	S (rotación < 5 años, exención para los ocupantes en propiedad)	= Impuesto sobre el alquiler imputado
Dinamarca	S	S	S (exenciones fiscales para los ocupantes en propiedad)	S
Alemania	N	N	S (rotación < 10 años, exenciones fiscales para los ocupantes en propiedad)	N (impuesto sobre el suelo, 0,3%-1% de los valores tasables)
Grecia	S (para *pood*)	S (para *pood*)	N	0,025% a 0,035%; para grandes inmuebles: 0,3% a 0,8%
España	N (para primeras viviendas)	S	S (exenciones fiscales para las viviendas principales cuando se reinviertan)	0,62%
Francia	N	N	S (ningún impuesto para la residencia principal)	+ impuesto de residencia; 7,8%-45% de la mitad del valor del alquiler catastral
Irlanda	N	S	S (exenciones fiscales para las viviendas principales)	N
Italia	S (excepción para *pood*)	S (sólo para *pood*)	S (reducción fiscal del 50% para *pood*) (2)	0,4%-0,7% del valor catastral
Luxemburgo	S	S	S (exenciones fiscales para las viviendas principales)	S
Holanda	S	S	N	0,3%
Austria	N	nd	S (rotación < 10 años)	1%-1,5%
Portugal	N	S	S (exenciones si los beneficios se reinvierten en otra residencia en un plazo de 2 años)	0,7%-1,3% de la valoración de la renta por la administración fiscal
Finlandia	N	S (tipo fijo para *pood* hasta un techo, 29%)	S (excepciones para *pood* después de 2 años)	0,2% del valor sujeto a tributación
Suecia	S	S	S (25%)	0% a 1,5% del 75% del precio de mercado
Reino Unido	N	N	S (exención fiscal para *pood*)	0,2%

TABLA 4.1 *(Continuación)*

IMPUESTOS SOBRE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DE LA UE (2001)

	Impuestos de sucesiones	*Impuesto sobre la riqueza*	*Impuestos indirectos sobre las reparaciones*	*Impuestos indirectos sobre las viviendas nuevas*	*Impuestos sobre actos jurídicos documentados*
Bélgica	S (igual que para los activos financieros)	N	21% (6% vivienda más de 5 años y *pood*)	21%	10%-12,5% costes de registro (menores tasas 5%-6% para hogares modestos)
Dinamarca	S (igual que para los activos financieros)	N	25%	25%	1,5%- costes totales de la operación 7,2%
Alemania	Menor que para los activos financieros	N	16%	16%	3,5%
Grecia	0%-65% (progresivo)	N	18%	0%	11%-13%
España	7,65%-34% (progresivo)	0,2%-2,5%	15%	7%	nd
Francia	5%-40% (progresivo)	0,5%-1,5%	5,5%	19,6%	2%-3%
Irlanda	S (igual que para los activos financieros)	N	12,5%	12,5%	0%-9%
Italia	N (abolido en 2001)	N	10% para *pood*; 19% para otros	4% para *pood*; 19% para otros	3% + 258 € (*pood*); 7%, + 2%, + 1% para otros
Luxemburgo	S (igual que para los activos financieros)	0,5%	3%	3%	7%-10% (menores tasas para los primeros compradores, personas con escasa renta y ocupantes en propiedad)
Holanda	5%-27% (sobre la suma por encima del umbral impositivo)	1,2%	19%	19%	6%
Austria	S	N	10%-20%	10%-20%	6%
Portugal	4%-25%	N	5%; 17%	0%; impuesto de cesión municipal: 0%-10% (progresivo)	0,8%
Finlandia	S	Progresivo con la riqueza, 0% para la mayoría de las unidades familiares	22%	22%	4% de los valores de compra (exención para los primeros compradores)
Suecia	S	1,5%	25%	25%	1,5%-3%
Reino Unido	S (igual que para los activos financieros)	N	17,5%	0%	1%, 2%, 4% dependiendo del valor de la vivienda

Fuentes: Contribuciones BCN.
Notas:
(1) Relacionada con la hipoteca.
(2) El impuesto de las ganancias de capital sobre la vivienda fue abolido en Italia el 1 de enero de 2002.
S: Sí.
N: No.
nd: no disponible.
Pood: vivienda principal ocupada en propiedad.

TABLA 4.2

EVOLUCIÓN DE LAS POLÍTICAS DE VIVIENDA (1999-2000)

	Hacia la inversión en vivienda (1)	*Hacia la ocupación en propiedad (2)*	*Hacia la nueva vivienda (3)*	*Impuestos de transacción*
Bélgica	+	+	–	+
Dinamarca	–	+	+	+
Alemania	–	=	+	+
Grecia	=	+	=	=
España	–	+	=	=
Francia	+	+	–	–
Irlanda	0	+	0	+ (4)
Italia	–	+	–	+
Luxemburgo	+	+	=	–
Holanda	–	0	–	=
Austria	–	na	na	+
Portugal	+	+	0	0
Finlandia	–	=	=	–
Suecia	–	–	0	0
Reino Unido	–	–	na	+

Fuentes: Contribuciones BCN.
Notas: Las columnas representan un incremento (+) o decremento (–) de las distorsiones inducidas por la política en favor de un particular activo en el período desde 1990 hasta 2000; el signo (=) indica una ausencia de cambios significativos; un (0) indica que no hay cambios netos.
(1) Distorsiones en favor de la inversión en (cualquier clase de) activos de la vivienda sobre la inversión en otros activos muebles.
(2) Distorsiones en favor de la inversión en vivienda en propiedad sobre la inversión en vivienda de alquiler.
(3) Distorsiones en favor de la inversión en nuevas viviendas sobre la inversión en viviendas existentes.
(4) Puesto que desde 1998 Irlanda introdujo varios sistemas de impuestos sobre actos jurídicos documentados de dos niveles, favoreciendo las transacciones para la ocupación en régimen de propiedad, pero elevando los impuestos de transacción para los inversores en un intento de frenar la inversión especulativa en la vivienda.

to otros países, tales como Austria, han continuado su política en favor de la nueva construcción.

Finalmente, mientras que los impuestos de transacción han experimentado una considerable reducción a lo largo de las dos últimas décadas en algunos países, como Irlanda durante los 90, el cuadro general permanece ambiguo. En particular, hacia finales de los 90 países como Alemania y Austria han incrementado sus tarifas de transacción o registro, o han alargado el período aplicable para el impuesto de ganancias de capital. Otros países, como Irlanda, han optado por un esquema diferenciado, reduciendo los impuestos sobre actos jurídicos documentados solamente para los primeros compradores y los moradores en propiedad.

4.3. Evolución del gasto público en políticas de vivienda y políticas sociales de vivienda

Las cifras de gasto público en políticas de vivienda (51) señaladas en la tabla 4.3 no permiten comparaciones entre países, dados los diferentes enfoques metodológicos empleados en los estados miembros. Usualmente, estos números comprenden deducciones fiscales y de los tipos de interés para la inversión privada, pero pueden también incluir apoyo para la vivienda pública (véase las notas correspondientes en la tabla). Sólo unos pocos países incluyen ingresos fiscales no percibidos (Alemania, Portugal). Esto introduce un considerable sesgo a la baja en los números. Algunos países, tales como Bélgica, sólo ofrecen información para el nivel federal. Otros países, como Suecia, ofrecen datos que comprenden el gasto tanto para el sector del alquiler como para el de la propiedad, mientras que otros se concentran en el gasto público para la vivienda en propiedad solamente.

Estas limitaciones en los datos pueden también dificultar la comparación de evoluciones específicas nacionales a lo largo del tiempo. No obstante, las cifras disponibles parecen indicar que el gasto público como porcentaje del PIB ha permanecido estable durante las dos pasadas décadas en la mayoría de los

TABLA 4.3

GASTO PÚBLICO EN POLÍTICAS DE VIVIENDA (Porcentaje del PIB)

	1980	*1990*	*2000*
Bélgica	na	0,8	1,0 (3)
Dinamarca	1,3	1,3	1,4
Alemania	0,9	0,6	0,9
Grecia	0,2	0,2	0,2
España	1,3 (1)	2,3	1,4 (4)
Francia	na	1,1	1,1 (4)
Irlanda	na	na	na
Italia	0,3	0,14	0,1 (5)
Luxemburgo	na	0,8 (2)	0,6
Holanda	na	0,9	0,7 (4)
Austria	1,4	1,3	1,3 (4)
Portugal	na	0,3	0,8
Finlandia	1,4	1,6	1,2
Suecia	1,0	1,5	0,4
Reino Unido	na	na	0,6

Fuentes: Contribuciones BCN.
Notas: Las cifras de Bélgica cubren solamente las diversas deducciones fiscales otorgadas por las autoridades centrales. Las cifras de Alemania incluyen ingresos fiscales no percibidos y asignaciones a la vivienda pública. Las cifras de Portugal se refieren a ingresos fiscales no percibidos debido a exenciones fiscales y reducción de intereses, así como el apoyo a la vivienda pública. Las cifras de Suecia incluyen bonificaciones de alquileres e intereses.
(1) 1981.
(2) 1992.
(3) 1997.
(4) 1999.
(5) 1998.

países de la UE. El descenso reciente del gasto público en vivienda en algunos estados miembros parece reflejar un cambio de la postura política hacia un gasto más selectivo.

4.4. La micro-gestión de las políticas de vivienda

Ha habido varios intentos de micro-gestionar el mercado de vivienda a través de cambios en los impuestos y subsidios. Una evaluación global de éstos es difícil, dado que han sido implementados en diferentes circunstancias y con distintos objetivos. No obstante, parecería que, en ocasiones, las fluctuaciones en el mercado de vivienda podrían ellas mismas haber sido el resultado de políticas de intento de micro-gestión del mercado de vivienda, que a menudo demostraron ser procíclicas.

Un ejemplo es Suecia a finales de los años 90. A finales de los 80, unos subsidios fiscales y bonificaciones de los intereses generosos condujeron a un *boom* en el sector sueco de la vivienda, con un rápido incremento en los precios de la vivienda y la creación de un exceso de capacidad en algunas regiones. Tras una sustancial reforma fiscal en 1991 y nuevos recortes en los subsidios a los intereses en 1993, el ciclo dio la vuelta, con los precios de la vivienda desplomándose hasta sus valores de mediados de los 80.

Otro ejemplo de políticas enfocadas a la micro-gestión del mercado de vivienda es el ofrecido por Irlanda. El gobierno intervino en el mercado de vivienda residencial en respuesta a los crecientes precios de la propiedad a finales de los años 90 y en 2000. Se llevaron a cabo una serie de ajustes al sistema del impuesto sobre actos jurídicos documentados, favoreciendo las transacciones para los primeros compradores y, en una menor medida, para los ocupantes en propiedad, pero subiendo los impuestos de transacción e implementando un impuesto sobre la propiedad antiespeculativo para los inversores. Estas medidas llevaron a un descenso en el precio de la vivienda al abandonar los inversores el mercado, pero, al mismo tiempo, los alquileres privados se aceleraron. Sin embargo, en 2002 muchas de estas medidas implementadas para disuadir a los inversores fueron invertidas, principalmente en respuesta a una escasez en la disponibilidad del alojamiento de alquiler. En consecuencia, cuando los inversores volvieron al mercado, los precios de la vivienda comenzaron de nuevo a crecer, pero los alquileres privados iniciaron una moderada caída.

A menudo, las intervenciones públicas en el mercado de vivienda elevan el riesgo de reducir la eficiencia económica al hacer las transacciones más caras y reducir la movilidad laboral. En recientes debates, esto se compara ocasionalmente con un potencial beneficio proveniente de la prevención o frenado de burbujas en los precios de la vivienda. Las políticas de vivienda que incrementan los costes de transacción son a veces reivindicadas para reducir el comportamiento especulativo en el mercado de vivienda, al mismo tiempo que se intenta mantener los incentivos para la inversión en vivienda a largo plazo y en propiedad. Sin embargo, una reciente investigación sugiere que los costes de transacción sólo pueden tener un impacto pequeño en la prevención de burbujas en los precios de los activos (52), pero influyen negativamente sobre la movilidad laboral.

4.5. Impuestos y subsidios sobre la vivienda: algunas cuestiones de política económica

A la vista de la potencial importancia del sector del alquiler en la movilidad laboral y el eficiente funcionamiento general del mercado de vivienda, el sesgo del alivio fiscal y de los subsidios en favor de la ocupación en propiedad debería ser reconsiderado, particularmente en países en los que la cuota del sector del alquiler ha caído a niveles muy bajos. Una reducción de los costes de transacción inducidos por la política de vivienda en propiedad también alentaría el ajuste del mercado de trabajo.

Además, dado el largo horizonte de las decisiones de vivienda, se requiere un sistema predecible de impuestos/subsidios con objeto de evitar que los impuestos y subsidios relacionados con la micro-gestión de la vivienda sean una fuente independiente de *shocks*.

5. Mercados hipotecarios

5.1. Interrelación entre los mercados hipotecario y de vivienda

La mayoría de las transacciones en el mercado de vivienda llevan envuelta una correspondiente transacción en el mercado hipotecario. La literatura económica ha subrayado cómo la interacción entre estos dos mercados puede amplificar los efectos de los *shocks* sobre los precios de la vivienda, fortalecer la transmisión de cambios en los tipos de interés hipotecario a la actividad económica y, en circunstancias extremas, amenazar la situación financiera de las unidades familiares (con posibles consecuencias para el sistema financiero).

Por ejemplo, una caída inicial en los tipos hipotecarios puede dar lugar a mayores precios de la vivienda y a mayor riqueza. El aumento del valor colateral de sus activos puede dar a las unidades familiares acceso a más préstamos y en mejores términos (a través del llamado «canal del crédito»). Esto, a su vez, puede traducirse en más demanda para la vivienda y una segunda ronda de mayores precios de la vivienda. Mientras que la deuda de la unidad familiar es creciente en este proceso, el valor de mercado de los activos de la vivienda es también creciente, y no hay un aparente desequilibrio en la carteras de las unidades familiares. Desde luego, las ratios préstamos/valor del activo o de apalancamiento pueden estar cayendo a lo largo de todo este proceso, mientras que las unidades familiares pueden estar empleando la liquidez extra para el gasto en bienes de consumo o para la inversión en activos financieros. Después de que la deuda haya crecido, un incremento en los tipos hipotecarios tendrá un efecto doble sobre las finanzas de la unidad familiar. Elevará el servicio de la deuda acumulada y afectará negativamente al valor de mercado de los activos de vivienda de las unidades familiares y, por tanto, a la riqueza neta de la unidad familiar. En el caso de unidades familiares altamente endeudadas y con pocos activos aparte de su vivienda, una subida en los tipos de interés bien puede tener un efecto combinado negativo sobre la renta y la riqueza.

Hay algunos casos bien documentados en los que el canal del crédito ha contribuido a desencadenar un ciclo de *boom*-caída en el mercado de vivienda (p. ej., en los países nórdicos tras la liberalización del mercado financiero). En general, sin embargo, es difícil analizar de forma aislada la importancia de los efectos del canal del crédito. Los precios de la vivienda y las obligaciones hipotecarias pueden estar elevándose al mismo tiempo debido a otras razones; por ejemplo, a causa de mejores expectativas de crecimiento futuro. Además, los riesgos de la situación financiera de las unidades familiares sólo pueden ser juzgados atendiendo a todos los activos y obligaciones en su cartera en relación con los posibles *shocks* que las unidades familiares pueden afrontar en el futuro. Así pues, los riesgos de la situación financiera de las unidades familiares frente a un incremento en los tipos de interés pueden reducirse mucho. Siendo un acreedor neto, el sector hogares se beneficiará por lo general, en términos netos, de un incremento en los tipos de interés, aunque algunas familias altamente endeudadas pueden afrontar graves problemas.

Incluso con estas prevenciones en mente, vale la pena examinar la evolución registrada en las obligaciones hipotecarias, primero porque los mercados hipotecario y de la vivienda están estrechamente unidos, y segundo porque la alta seguridad de estas obligaciones y su favorable trato fiscal las hacen la fuente dominante de financiación externa para las unidades familiares en la mayoría de los países. Desde una perspectiva de política monetaria, el nivel de endeudamiento hipotecario y las características contractuales del *stock* acumulado de deuda son también de interés, debido a sus efectos sobre la transmisión de la política monetaria a la actividad económica. Desde una perspectiva de estabilidad financiera, altos niveles de deuda no significan necesariamente altos riesgos para la estabilidad financiera, pero hacen a algunas unidades familiares más vulnerables a variaciones en las condiciones crediticias, especialmente si vienen acompañados de *shocks* de renta y/o fluctuaciones en los precios de la vivienda.

En el resto de esta sección, se consideran primero las características de los contratos hipotecarios existentes y la evolución en el endeudamiento hipotecario. En el último epígrafe, se considera la evolución en la «retirada del valor de la vivienda» (la diferencia entre el endeudamiento hipotecario y la inversión residencial). La «retirada del valor de la vivienda» es un indicador importante acerca de si las unidades familiares están derivando su riqueza en vivienda hacia la financiación del consumo corriente o hacia la compra de activos financieros. Por tanto, es un indicador potencialmente interesante a la hora de evaluar los efectos de la riqueza en vivienda sobre el consumo.

5.2. Características de los contratos hipotecarios

A partir de comienzos de los años 80 o, en el caso de unos pocos países, incluso con anterioridad, el sistema financiero fue desregulado con diferentes velocidades a lo largo y ancho de la UE (véase tabla A3 en el anexo 1 sobre la «Cronología de las principales medidas de política»). Las medidas tomadas incluyeron la abolición de los techos de tipos de interés, la relajación tanto de los controles cuantitativos del crédito como de las restricciones contractuales y la eliminación de las estrictas barreras a la entrada en el mercado hipotecario. Además, las instituciones hipotecarias públicas redujeron sus actividades y se tomaron medidas para facilitar la titulización de los préstamos hipotecarios.

Estos cambios incrementaron la integración del mercado crediticio de la vivienda con el resto del sistema financiero y crearon las condiciones para una rápida expansión de la gama de productos hipotecarios disponibles. También elevaron la competencia en el mercado hipotecario, y se cree que han reducido el racionamiento cuantitativo. Es más difícil decir cuáles han sido los efectos de estos cambios sobre los tipos de interés hipotecarios. En algunos países, los márgenes de los tipos de interés hipotecarios frente a otros tipos de mercado crecieron inicialmente a comienzos de los años 80, puesto que los techos sobre el tipo hipotecario fueron suprimidos y el mercado hipotecario se integró más estrechamente con el resto del sistema financiero. En la segunda mitad de los años 90, los márgenes comenzaron a declinar, particularmente en los países que lograron grandes reducciones en la inflación en el proceso de convergencia previo a la UEM.

Pese al proceso de integración, los sistemas crediticios de la vivienda han continuado estando caracterizados por diferentes tipos de contratos hipotecarios, que reflejan en parte diferencias reguladoras y en parte contratos y convenciones establecidos en períodos anteriores, cuando la variabilidad de las tasas de inflación y los tipos de interés era muy diferentes entre los distintos países (véase tabla 5.1). Las características contractuales del *stock* existente de deuda hipotecaria afectan a la velocidad con que una fluctuación de los tipos de interés hipotecarios se transmitirá a la renta disponible de las economías domésticas. En cualquier momento temporal, el efecto de un cambio en el tipo de interés hipotecario sobre la renta disponible dependerá de la cuota de contratos para los cuales el tipo de interés es fijo (así como del tiempo para el vencimiento de estos contratos). La tabla 5.1 sugiere que hay grandes diferencias en la amplitud con que los contratos a tipo de interés variable o fijo son usados en cada país. Debería decirse, sin embargo, que la elección de contratos a tipo de interés variable *versus* fijo puede cambiar en el tiempo, y ser dependiente de los tipos de interés hipotecarios corrientes y esperados en el futuro (53).

Otras diferencias contractuales pueden también desempeñar un papel. Por ejemplo, las comisiones por devolución anticipada determinarán en qué medida desearán y serán capaces las unidades familiares de refinanciar su deuda hipotecaria en el caso de una caída en los tipos de interés. Las restricciones legales y reguladoras sobre las comisiones por devolución anticipada difieren entre los países, y sólo se puede presumir que los acuerdos contractuales sobre las comisiones por devolución también difieren.

El proceso de liberalización del mercado hipotecario ha incrementado de manera importante el tipo de productos hipotecarios disponibles en el mercado, y ha hecho casi imposible la definición del contrato«tipo». La información disponible indica que, más que converger hacia un cierto tipo de contrato, los mercados de préstamo hipotecario se caracterizan por una mayor variación en los tipos de contratos. Esto implica que los

efectos de cambios en el tipo de interés pueden no solamente variar entre países, sino también entre las unidades familiares del mismo país.

5.3. Deuda hipotecaria

En las dos últimas décadas, la mayoría de los países de la UE ha experimentado cambios significativos en la ratio *deuda hipotecaria de las economías domésticas/PIB* (o, de manera equivalente, en la ratio deuda hipotecaria/renta disponible). El patrón para todo el período ha diferido entre países. En Finlandia, Suecia y el Reino Unido, la ratio deuda hipotecaria/PIB ya se incrementó con rapidez en los años 80, posiblemente como resultado de los primeros efectos de la desregulación financiera, mientras que creció más rápidamente en la mayoría del resto de los países en los años 90 (véase gráfico 5.1). En Holanda y Portugal, la ratio deuda/PIB creció en cerca de 35 puntos porcentuales en menos de siete años. Alemania y España también experimentaron una rápida acumulación de deuda en los 90. Se estima que en 2001 las más altas ratios deuda hipotecaria/PIB se encontraban en Dinamarca, Holanda, Suecia y el Reino Unido, y las más bajas en Grecia e Italia (véase tabla 5.1) (54).

La limitada evidencia disponible sugiere que las ratios préstamos/valor del activo han crecido también en la mayoría de los países en años recientes, posiblemente como resultado de la mayor disponibilidad de productos hipotecarios, que permite a las unidades familiares un mejor acoplamiento de su renta y su servicio de la deuda y, con ello, estar sujetas a menores restricciones crediticias. Es probable que los cambios en los criterios de concensión de crédito también hayan tenido un impacto, por ejemplo, en el cambio que permitió a las unidades familiares en Holanda pedir prestado contra una segunda renta o sin un empleo permanente. Sobre la base de la información disponible, sin embargo, no parece haber habido una relajación generalizada de los estándares del crédito a la que pueda ser atribuido el creciente endeudamiento de las unidades familiares (55). En relación con las ratios préstamos/valor del activo, la mayoría de los países de la UE tienen vigente algún mecanismo que hace costoso tanto para el prestatario como para el prestamista acordar ratios por encima del 75%-80%. Más allá de este umbral, las ratios de adecuación de capital son mayores, el uso de bonos con respaldo hipotecario está restringido y el prestamista puede ser requerido para fijar garantías adicionales.

Como se ha señalado anteriormente, los precios crecientes de las viviendas pueden haber contribuido a la acumulación de deuda hipotecaria, al elevar el valor colateral de los activos de la unidad familiar. Esta hipótesis encuentra apoyo en la literatura empírica (56). Los precios de la vivienda, sin embargo, no son probablemente la razón más significativa por la que la deuda hipotecaria creció rápidamente en varios países de la UE en los años 90. La alta acumulación de capital residencial, la mejora en las expectativas de renta, la caída de los tipos de interés hipotecario y un tratamiento fiscal muy favorable de la deuda hipotecaria son todas razones que probablemente hayan contribuido a la acumulación de deuda hipotecaria. Un estimador aproximado del servicio de la deuda (basado en el producto de los tipos de interés hipotecario corrientes y el *stock* de deuda) sugiere que, en comparación con la renta disponible, las unidades familiares en la mayoría de los países de la UE no afrontaron dificultades significativas para atender su más alta deuda hipotecaria en la segunda mitad de los años 90 (véase gráfico 5.2) (57). Los tipos hipotecarios nominales a la baja y una renta creciente compensaron en gran medida los efectos del aumento de la deuda hipotecaria. La ratio estimada servicio de la deuda/renta ha crecido en algunos países, como Irlanda, España, Portugal y Holanda, sólo desde 1999.

5.4. El préstamo hipotecario como una fuente adicional de liquidez

El efecto de un incremento en la riqueza materializada en vivienda sobre el consumo final, siguiendo a un crecimiento en los precios de la vivienda, depende, al menos en parte, de la capacidad de las unidades familiares para realizar las ganancias de capital, esto es, para convertir las ganancias de riqueza en liquidez adicional que puede ser gastada en bienes (o invertida en activos financieros). Dado que la gran mayoría de las transacciones en el mercado de vivienda de segunda mano son entre propietarios, el sector consolidado de las economías domésticas no puede, en general, realizar sus ganancias de capital vendiendo sus activos de vivienda. La mayoría de las transacciones en el mercado de segunda mano y la transferencia de dinero resultante se expresan en cifras netas. En cambio, la liquidez del sector hogares puede incrementarse si éste puede pedir prestado más contra el valor incrementado de sus activos de vivienda. Hay dos formas, principalmente, de que esto ocurra:

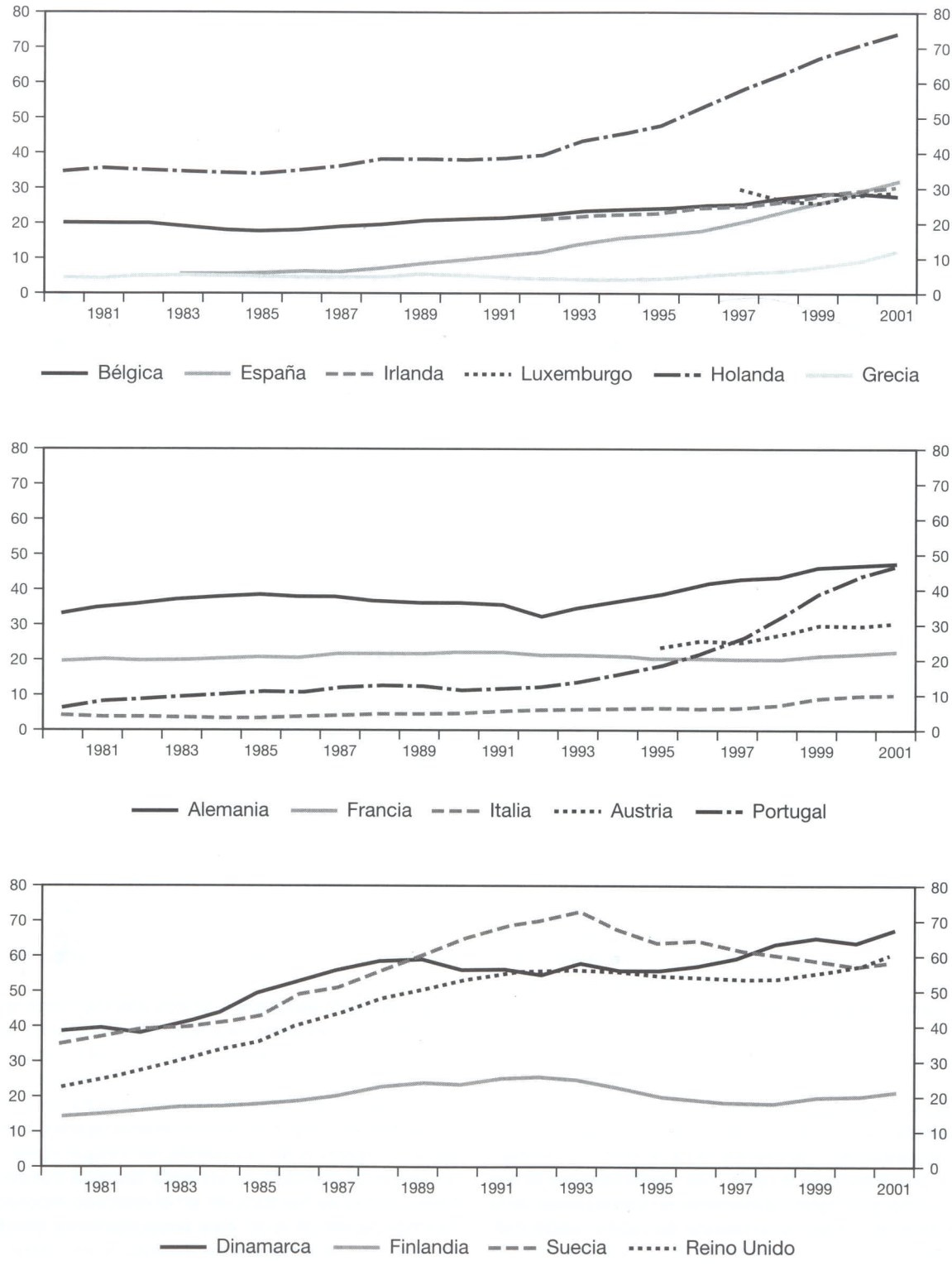
1. sin hacer ninguna transacción en el mercado de vivienda, cada unidad familiar puede solicitar a un prestamista hipotecario una mayor cantidad o puede refinanciar, y de paso incrementar, su deuda una vez que su riqueza en vivienda se haya incrementado;

2. cuando las unidades familiares contratan entre sí en el mercado de vivienda de segunda mano, pueden reducir su propia contribución y pedir prestado más al sistema crediticio cuando los precios de la vivienda hayan crecido, debido a que el valor colateral de sus activos ha aumentado. La liquidez del sector de las unidades familiares se incrementará así como resultado de los mayores precios de la vivienda (58).

La literatura se refiere a ambos efectos como la «retirada del valor de la vivienda», aunque los mecanismos subyacentes son bastante diferentes (59). El primer canal es semejante a una línea de crédito abierta con el sistema hipotecario. Las unidades familiares pueden incrementar (o disminuir) su endeudamiento hipotecario con relativa rapidez, tras un cambio en los precios de la vivienda, sin ningún coste de transacción en el mercado de vivienda (aunque pueden todavía tener costes de transacción en el mercado hipotecario). En muchos países de la UE, este endeudamiento directo contra un aumento de la riqueza en vivienda no es común, excepto en circunstancias particulares (véase tabla 5.1). La desregulación y la mayor competencia en los mercados hipotecarios parece haber abierto más posibilidades para que las familias aprovechen directamente su riqueza en vivienda. En el Reino

GRÁFICO 5.1

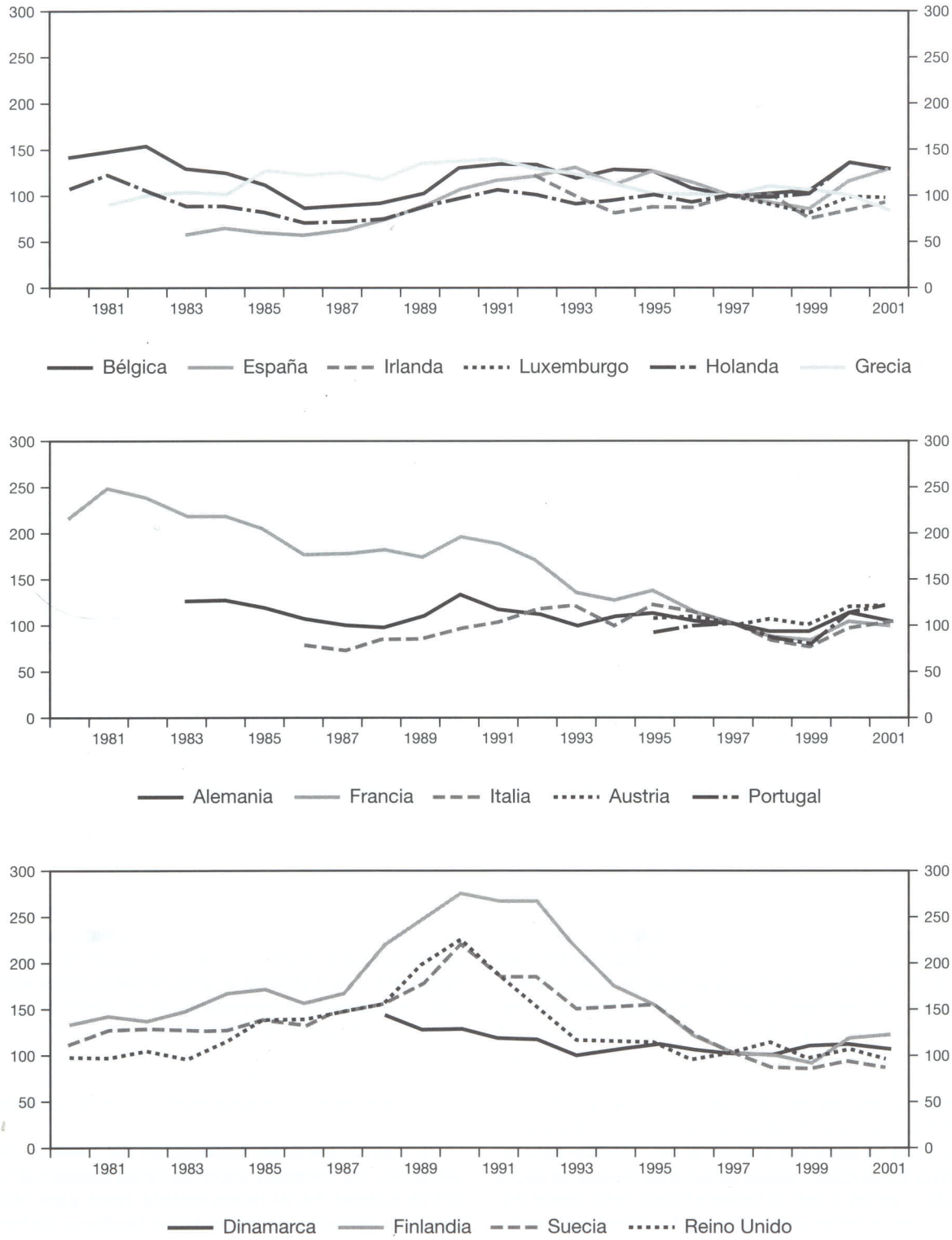
RATIO DEUDA HIPOTECARIA NOMINAL/PIB
(En porcentaje)



Fuente: Véase anexo 2.
Nota: Hasta 1991, los datos de Alemania se refieren a Alemania occidental.

GRÁFICO 5.2

RATIO ESTIMADA SERVICIO DE LA DEUDA HIPOTECARIA/RENTA DISPONIBLE
(Índice 1997 = 100)



Fuente: Véase anexo 2.
Nota: Para Grecia y Luxemburgo, se usa el PIB nominal en vez de la renta disponible. Hasta 1991, los datos de Alemania se refieren a Alemania occidental.

Unido, donde existen estimaciones desagregadas de la retirada del valor de la vivienda, se encuentra que la importancia de este canal directo ha aumentado en la década pasada (60).

El segundo canal no está necesariamente vinculado al marco institucional del mercado hipotecario. Por ejemplo, la retirada del valor de la vivienda puede aparecer cada vez que la propiedad de una vivienda pasa de una unidad familiar con una pequeña deuda hipotecaria pendiente —por ejemplo, un vendedor último con poca deuda— a una unidad familiar que pida prestado mucho para comprar la vivienda; por ejemplo, un primer comprador con escaso capital propio. Factores tales como el volumen de las transacciones, la demografía y la distribución de la riqueza y de las obligaciones entre las unidades familiares más viejas y más jóvenes pueden desempeñar un papel en este contexto.

Cualquiera que sea el mecanismo, si el canal del crédito está operativo, se espera que las unidades familiares hagan uso de más capital externo (hipoteca) y relativamente menos de su propio capital para el gasto en vivienda siempre que suban los precios de ésta.

El gráfico 5.3 muestra una estimación de lo que el sector consolidado de las economías domésticas gasta de su propio capital para la inversión en vivienda como porcentaje de la renta disponible. Esta estimación se obtiene como la diferencia entre la inversión residencial (lo que se gasta en vivienda tras expresar en cifras netas todas las transacciones entre unidades familiares en el mercado de segunda mano) y el cambio en la deuda hipotecaria nominal (lo que se recibe del sistema hipotecario). La estimación es bruta, sin descontar impuestos, subsidios y costes de transacción (61). Un número positivo sugiere que, en términos brutos, sin descontar impuestos y subsidios, el sector de las unidades familiares estaba aportando parte de su propio capital para financiar el gasto de la inversión en vivienda. Un número negativo significa que el sector de las unidades familiares ha recibido más del sistema hipotecario ese año de lo que invirtió en el *stock* de vivienda.

Para la mayoría de los países de la UE se estima que el sector familias ha «inyectado» valor en vivienda en términos brutos, sin descontar impuestos y subsidios a la vivienda. Además, ha habido una escasa variación en la ratio «capital propio en vivienda/renta disponible» a lo largo del tiempo. Éste no parece, sin embargo, haber sido el caso de Suecia a finales de los años 80, del Reino Unido y, recientemente, de Dinamarca, Holanda y Portugal. En estos cinco países se estima que, en ciertos períodos, ha habido una significativa retirada del valor de la vivienda. En Dinamarca, Holanda, Suecia y el Reino Unido, la retirada del valor de la vivienda ha coincidido generalmente con significativas alzas en los precios de la vivienda, como se esperaría si el canal del «crédito» estuviese operativo. Estos cuatro países tienen altos niveles de deuda acumulada, y en los cuatro el sistema hipotecario ofrece instrumentos que permiten a las unidades familiares aprovechar su riqueza en vivienda directamente (véase tabla 5.1).

Es interesante tener en cuenta que Portugal constituye una excepción a este respecto. Se estima que la retirada del valor de la vivienda ha tenido lugar en Portugal en un período en que los precios de la vivienda no estaban particularmente en un *boom,* y pese al hecho de que la retirada del valor directa (tal como se describe más arriba) no es común. El fuerte crecimiento en la deuda hipotecaria reflejó el aumento del endeudamiento general de las unidades familiares en este país, presumiblemente por razones que tenían que ver con las expectativas de crecimiento de la renta y con los tipos de interés, y no con los precios de la vivienda. Partiendo de un bajo endeudamiento hipotecario (cercano al 11% del PIB en 1990), es probable que las unidades familiares de Portugal hayan encontrado en los préstamos hipotecarios una fuente barata de financiación.

Se estima que el valor en vivienda «retirado» ha sido una fuente sustancial de liquidez extra para el sector de las unidades familiares. Por ejemplo, la retirada estimada del valor de la vivienda en el Reino Unido en 2001 fue de alrededor del 4% de la renta disponible (62). Es interesante tener en cuenta sin embargo que, con la excepción de Holanda, todos los países antes señalados no tienen excepcionalmente elevadas ratios préstamos/valor del activo. Desde luego, el funcionamiento del canal del «crédito» significa que el valor de mercado creciente de los activos en vivienda puede permitir a las unidades familiares pedir prestado más sin elevar necesariamente las ratios préstamos/valor del activo o su apalancamiento.

5.5. El sistema crediticio de la vivienda: algunas cuestiones de política económica

Esta sección se centró en cuestiones que están más estrechamente relacionadas con la interacción entre el mercado de vivienda y el mercado hipotecario. Claramente, esto sólo es un apartado de la cuestión más general de qué es lo que determina el nivel de endeudamiento (hipotecario) y de cuán «sostenibles» pueden ser los niveles actuales. Se destacan tres puntos de esta sección sobre el sistema crediticio de la vivienda:

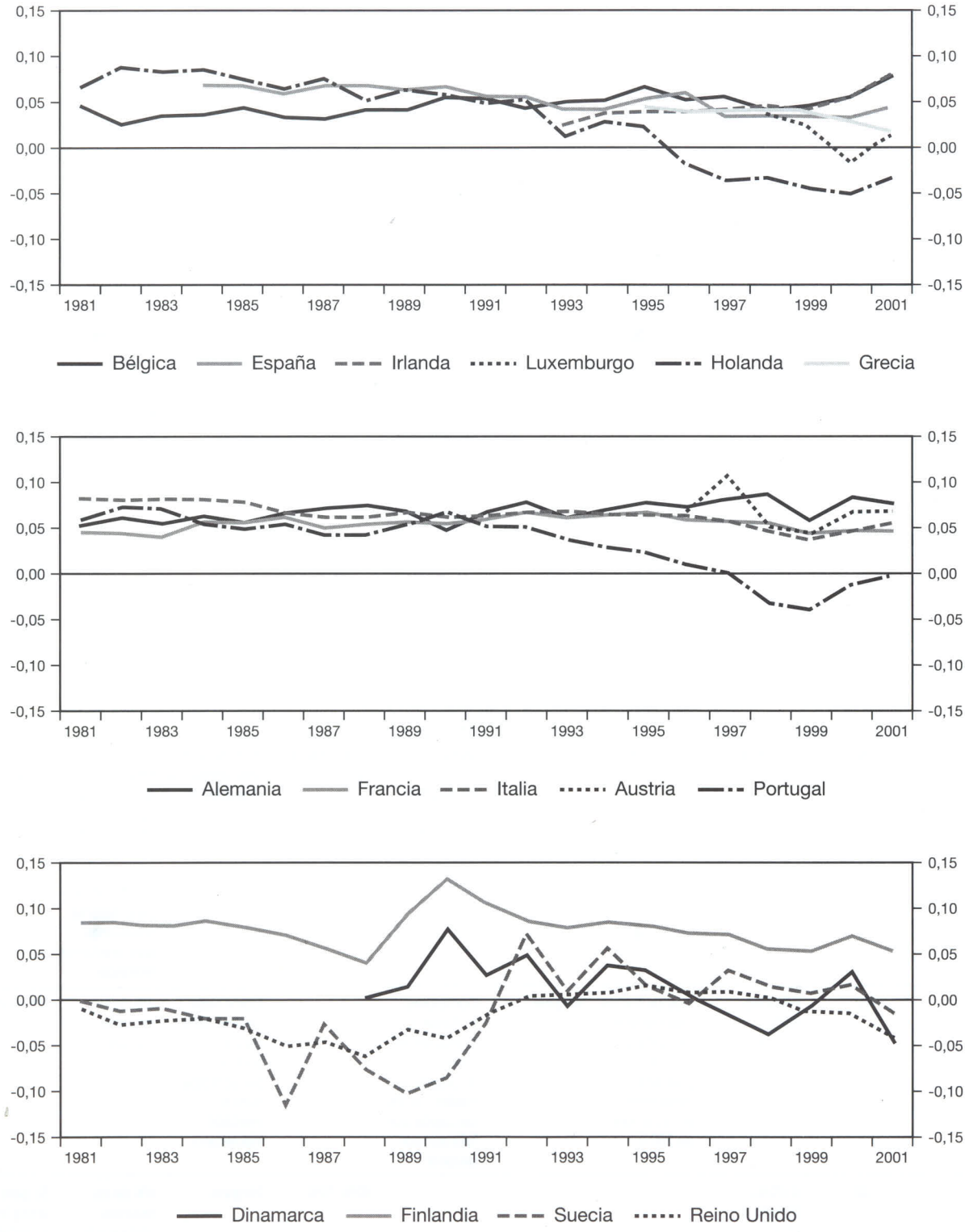
1. en general, el efecto de las fluctuaciones en los precios de la vivienda puede ser potencialmente importante, pero no es, probablemente, el factor determinante de la evolución del endeudamiento hipotecario;

2. teniendo en cuenta lo anterior, para algunos países, tales como Dinamarca, Holanda o el Reino Unido, hay cierta evidencia de que la interacción de la evolución de los mercados hipotecario y de la vivienda en años recientes puede haber reforzado mutuamente el movimiento alcista tanto de los precios de la vivienda como de la deuda hipotecaria. En cambio, en Portugal, el crecimiento del endeudamiento hipotecario puede haber sido más un reflejo de la evolución macroeconómica y de los cambios en el sistema financiero en su conjunto;

3. cuando coinciden expansiones del crédito y del precio del activo, los controles sobre las ratios préstamos/valor del activo pueden hacer relativamente poco para refrenar la creciente demanda de las unidades familiares de hipotecas, precisamente porque el valor colateral está incrementándose de manera concurrente (63). Hay pues una necesidad adicional de controlar la evolución del endeudamiento de las unidades familiares y la fragilidad financiera, y de fortalecer el papel de los métodos de valoración del riesgo.

GRÁFICO 5.3

INVERSIÓN EN VIVIENDA FINANCIADA POR EL CAPITAL PROPIO DE LAS UNIDADES FAMILIARES SOBRE RENTA DISPONIBLE



Fuente: Estimaciones BCE; para las fuentes originales de datos véase anexo 2.
Nota: Para Grecia y Luxemburgo, se usa el PIB nominal en vez de la renta disponible. Hasta 1991, los datos de Alemania se refieren a Alemania occidental. Para Portugal se emplean estimaciones del Banco de Portugal

TABLA 5.1.

PANARAMA GENERAL DE LOS SISTEMAS HIPOTECARIOS ACTUALES EN LOS PAÍSES DE LA UE

País	*Préstamos para la vivienda a unidades familiares (% del PIB) (1)*	*Ajuste del tipo de interés (2) (% de todos los nuevos préstamos hipotecarios)*	*Duración usual de los contratos (nuevos préstamos hipotecarios)*	*Restricciones legales o reguladoras sobre el ajuste del tipo de interés*	*Restricciones sobre las comisiones por devolución anticipada*	*Media estimada de la ratio préstamo/ valor del activo (nuevos préstamos hipotecarios)*	*Limitaciones legales y reguladoras sobre la ratio préstamo/ valor del activo*	*Requerimiento de adecuación de capital*	*Productos emitidos sobre el valor de la vivienda con ventajas disponibles y/o permisibles*
Bélgica	28	F (75%) M (19%) V (6%)	20 años	La variabilidad no puede ser de menos de un año	Máximo interés de tres meses sobre la suma restante	80-85%	No	4% de los recursos propios	No
Dinamarca	67	F (75%) M (10%) V (15%)	30 años	Ninguna	Ninguna	80%	80%	4% de los recursos propios	Sí (desde 1993)
Alemania	47	Principalmente M y F	Hasta 30 años	Ninguna	El prestamista puede pedir pagos de compensación por ganancias no percibidas dentro de los primeros diez años del contrato pero no después	Más o menos 70%	60% de la ratio para préstamos respaldados por bonos hipotecarios	4% de los recursos propios si la ratio préstamo/ valor del activo no es mayor del 100%	Los préstamos hipotecarios pueden emplearse para propósitos de consumo o pueden ser invertidos en negocios privados, como es a menudo el caso con las PYME
Grecia	12	F (5%) M (15%) V (80%)	15-20 años	Ninguna	Ninguna restricción. Usualmente, la comisión es el 2,5% del préstamo restante	70%-80%	Ninguna	4% de los recursos propios	Sí, pero de uso muy limitado
España	32	V (más del 75%)	15-25 años	Ninguna	Máximo 1% y 2,5% de comisión de cancelación para hipoteca a tipo variable y fijo	Más o menos 80%	80% de la ratio para préstamos respaldados por bonos hipotecarios	4% de los recursos propios si la ratio préstamo/ valor del activo no es mayor del 80% (mismo umbral para menores provisiones para préstamos morosos)	Sí, pero inusual
Francia	22	F/M/Otro (86%) V (14%) (3)	Más de 5 años (para el 97% de todos los contratos de préstamo pendientes en diciembre de 2001)	Ninguna	Comisiones limitadas al interés de seis meses (al tipo de préstamo medio) y al 3% del capital que falta aún por devolver		Como regla general, 60% para el préstamo para ser admisible para el mercado hipotecario	4% de los recursos propios	No usado
Irlanda	30	V (70%) El resto principalmente M				60%-70%	Ninguna	4% de los recursos propios si la ratio préstamo/ valor del activo no es mayor del 100%	Sí, pero hasta ahora limitado a ciertos usos

TABLA 5.1. *(Continuación)*

PANARAMA GENERAL DE LOS SISTEMAS HIPOTECARIOS ACTUALES EN LOS PAÍSES DE LA UE

País	*Préstamos para la vivienda a unidades familiares (% del PIB) (1)*	*Ajuste del tipo de interés (2) (% de todos los nuevos préstamos hipotecarios)*	*Duración usual de los contratos (nuevos préstamos hipotecarios)*	*Restricciones legales o reguladoras sobre el ajuste del tipo de interés*	*Restricciones sobre las comisiones por devolución anticipada*	*Media estimada de la ratio préstamo/ valor del activo (nuevos préstamos hipotecarios)*	*Limitaciones legales y reguladoras sobre la ratio préstamo/ valor del activo*	*Requerimiento de adecuación de capital*	*Productos emitidos sobre el valor de la vivienda con ventajas disponibles y/o permisibles*
Italia	10	F (28%)	10 a 25 años	Ninguna	No	n.d.	80% (o 100% si se ofrecen otras garantías)	4% de los recursos propios	No usado
Luxemburgo	29	V (90%)	20 a 25 años	Ninguna	Ninguna	80% como máximo, excepto en casos especiales	Ninguna	4% de los recursos propios si la ratio préstamo/ valor del activo no es mayor del 100%	No usado
Holanda	74	F (74%) 4) M (19%) 4) V (7%) 4)	10 años	Ninguna	Ninguna	112%	Ninguna	0% de los recursos propios para los préstamos garantizados por el gobierno (éstos requieren una ratio servicio de la deuda/renta del 30% al 35%). De otra manera, 4% de los recursos propios si el préstamo es de hasta el 75% del valor de liquidación inmobiliario	Sí
Austria	30			Tipo de interés máximo del 6% para préstamos por cooperativas de crédito para la construcción		60%	80% o 100% si no hay garantía		
Portugal	47	Principalmente V	25-30 años (6)	Ninguna	No puede excederse el 1% de la suma correspondiente a ser amortizada en los regímenes subsidiados. (El régimen subsidiado terminó en septiembre de 2002. La restricción se aplica a los contratos firmados hasta septiembre de 2002 bajo el régimen subsidiado)	70%-80%	No (para el régimen subsidiado, terminado en septiembre de 2002, había un límite superior del 50% sobre la ratio del capital más los pagos de intereses sobre la renta)	4% de los recursos propios si la ratio préstamo/ valor del activo no es mayor del 75% 8% para la parte de los préstamos que excedan el 75% del valor de la vivienda	Aunque legalmente permitido, no son explícitamente marcados para los bancos

TABLA 5.1. *(Continuación)*

PANARAMA GENERAL DE LOS SISTEMAS HIPOTECARIOS ACTUALES EN LOS PAÍSES DE LA UE

País	*Préstamos para la vivienda a unidades familiares (% del PIB) (1)*	*Ajuste del tipo de interés (2) (% de todos los nuevos préstamos hipotecarios)*	*Duración usual de los contratos (nuevos préstamos hipotecarios)*	*Restricciones legales o reguladoras sobre el ajuste del tipo de interés*	*Restricciones sobre las comisiones por devolución anticipada*	*Media estimada de la ratio préstamo/ valor del activo (nuevos préstamos hipotecarios)*	*Limitaciones legales y reguladoras sobre la ratio préstamo/ valor del activo*	*Requerimiento de adecuación de capital*	*Productos emitidos sobre el valor de la vivienda con ventajas disponibles y/o permisibles*
Finlandia	21	F (2%) M (97%) V (1%)	15-20 años	Ninguna	Las unidades familiares tienen el derecho legal a devolver anticipadamente préstamos de la vivienda. Para los préstamos a tipo fijo, el consumidor debe compensar al acreedor por el tipo de interés diferencial entre el préstamo y el tipo de interés corriente del mercado	75%-80%	No	4% de los recursos propios	Sí
Suecia (5)	58	F (38%) M (24%) V (38%)			No	80%-90%	Ninguno	4% de los recursos propios si la ratio préstamo/ valor del activo no es mayor del 100%	Sí
Reino Unido	60	V (72%) M (28%)				70%		4% de los recursos propios si la ratio préstamo/ valor del activo no es mayor del 100%	Sí

Fuentes: Cuestionarios BCN.
Notas:
(1) Las ratios préstamo para la vivienda/PIB no son estrictamente comparables entre países. Véase nota 54.
(2) Fijo (F): tipo de interés fijo durante más de cinco años o hasta el vencimiento final; Mixto (M): tipo de interés fijo durante más de un año y hasta cinco años; Variable (V): después de un año, tipo de interés renegociable o vinculado a los tipos de mercado o ajustado a discreción del prestamista; (O): otro.
(3) V: tipo de interés vinculado a los tipos de mercado solamente (no se incluyen otros tipos de interés renegociables). Flujos de nuevos préstamos hipotecarios otorgados por instituciones internas de crédito en 2001.
(4) Del *stock* existente de préstamos.
(5) La información se refiere al sector privado.
(6) Se refiere al período hasta 2001. Con la abolición de las restricciones legales sobre la duración máxima, la duración habitual puede haberse incrementado ahora.

NOTAS

(*) European Central Bank, «Structural Factors in the EU Housing Markets», marzo 2003. Agradecemos al Banco Central Europeo su autorización para publicar este documento. Traducción al español de GEA, revisada por la redacción de *Perspectivas del Sistema Financiero*, que se responsabiliza de ésta. Cualquier posible error de interpretación no es atribuible al BCE.

(1) Véase sección 2 de este informe.

(2) En general, un descenso no anticipado en los tipos de interés a corto plazo debería conducir a un incremento en los precios de la vivienda. Lo cierto es que, en la medida en que unos menores tipos de interés a corto plazo se reflejan en unos menores tipos hipotecarios, esto puede incrementar la demanda de propiedad residencial y, con ello, los precios de la vivienda (dada una oferta inflexible a corto plazo). Como se verifica con otros precios de los activos (p. ej., bonos y renta variable), mayores precios de la vivienda deben reflejar el incremento en el valor corriente de los flujos de servicios (y pagos de alquileres) de ésta. Otros efectos pueden derivarse de mayores expectativas de renta, de cambios en los precios de los activos financieros y de expectativas de mayores incrementos en los precios de la vivienda y de comportamiento especulativo. Véase MUELLBAUER y MURPHY, «Booms and busts in the UK housing market», *Economic Journal*, noviembre 1997: 1701-1727.

(3) Véase D. MILES, *Housing, Financial Markets and the Wider Economy*, Nueva York 1994, Wiley.

(4) Los precios de la vivienda están ligados a los alquileres mediante la condición de arbitraje entre los alquileres y el coste de usuario de las viviendas. Véase sección 3 de este informe.

(5) Incrementos en los precios de la vivienda irán generalmente en beneficio de quienes intentan un «cambio a la baja», esto es, buscan mudarse a una vivienda más pequeña, pero dañarán a aquellos que pretenden un «cambio al alza». Sin embargo, puede no ser posible para la sociedad en su conjunto practicar colectivamente un «cambio a la baja». El mercado de vivienda es por lo general un mercado doméstico «cerrado», y los propietarios no pueden materializar a nivel agregado sus ganancias de capital. A menos que las viviendas se negocien a escala internacional, la ganancia de quien vende por última vez es también una pérdida para quien compra por vez primera en el mismo país. Véase D. Miles (1994), *op. cit.*

(6) Para los ocupantes en propiedad, se cree generalmente que el positivo efecto riqueza (y sustitución) de mayores precios en las viviendas sobre el consumo ajeno a la vivienda domina el efecto renta negativo (mayores alquileres imputados). Los efectos sobre el consumo son inequívocamente negativos para los inquilinos en el sector del mercado del alquiler y para los posibles nuevos compradores que tienen que ahorrar más para pagar entradas y pueden esperar mayores precios. El efecto es inequívocamente positivo para los arrendadores y/o inversores institucionales que poseen viviendas alquiladas. Véase D. Maclennan, J. Muellbauer y M. Stephens, «Asymmetries in housing and financial market institutions and EMU», *CEPR, Dicussion paper,* n.º 2062, Londres, 1999.

(7) Por otra parte, el hecho de que, empíricamente, los alquileres reaccionen lentamente a las condiciones del mercado de vivienda (lo que depende, entre otras cosas, del marco regulador del mercado del alquiler) también sugiere que los movimientos en los precios de la vivienda pueden tener predominantemente un efecto positivo sobre el consumo a corto plazo (véase sección 3).

(8) Véase B. Bernanke, M. Gertler y S. Gilchrist, «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», en J. Taylor, y M. Woodford (eds.), *The Handbook of Macroeconomics,* vol. 1, North-Holland, Amsterdam, 1999.

(9) Véase M. Iacoviello, «House prices, borrowing constraints and monetary policy in the business cycle», Boston College, mimeo, 2002.

(10) Véase sección 5.

(11) Más generalmente, el efecto renta de los cambios en los tipos de interés sobre el consumo dependerá del estado de la riqueza financiera neto del sector hogares (asociado a los ingresos/pagos de interés), que es positivo en los países de la Unión Europea.

(12) Asimismo, junto a los asuntos relacionados con el servicio de los intereses, la necesidad de atender el principal puede convertirse en importante en dos situaciones particulares: a) tras un período de excesivo endeudamiento por parte de las unidades familiares, un cambio en las condiciones económicas subyacentes puede forzar a las economías domésticas a incrementar su tasa de ahorro desproporcionadamente con objeto de atender el principal. En consecuencia, se exacerba la volatilidad del consumo y la inversión y las recesiones tienden a ser más profundas y prolongadas; b) en períodos deflacionarios, que podrían ocurrir en situaciones de brusca, inesperada y extremadamente débil demanda, el valor real de la deuda se mantiene al alza, incluso si es estable en términos nominales. En tales situaciones, en las que es probable que la renta real esté creciendo muy moderadamente, o incluso que esté decreciendo, puede tener lugar un círculo vicioso de una carga de deuda real continuamente creciente que lleve a un debilitamiento de la demanda.

(13) Las cifras señaladas son el resultado de diferentes definiciones de las variables, períodos de muestra, especificaciones de las funciones de consumo y métodos de estimación y, por tanto, no son comparables. Una importante dificultad para estimar este efecto es que, como se mencionó anteriormente, la respuesta del consumo dependerá de la fuente del *shock* que afecte a los precios de la vivienda y a la riqueza. Algunos de estos *shocks* pueden afectar a los precios de la vivienda (y a la riqueza en vivienda) y al consumo al mismo tiempo, haciendo difícil identificar su impacto directo sobre el consumo, esto es, hay un problema intrínseco de endogeneidad al estimar la relación entre los precios de la vivienda y el consumo. A este respecto, un enfoque prometedor es el seguido por Iacoviello (2002, *op. cit.*), quien analiza los efectos de varios *shocks* en el contexto de un modelo de equilibrio general dinámico calibrado. Él encuentra que el efecto de un *shock* exógeno que impulse al alza los precios de la vivienda (modelizado como un cambio en las preferencias) implica una elasticidad a corto plazo del consumo a los precios de la vivienda del 7%. En el contexto de su modelo, la mayor parte del efecto se debe a la presencia de restricciones crediticias y al funcionamiento del canal del crédito.

(14) Un hallazgo común de los diferentes estudios empíricos es que, en años recientes, una serie de factores estructurales tales como los cambios institucionales en el mercado de vivienda y la mejor disponibilidad de financiación de la vivienda para los inversores privados parecen haber fortalecido el vínculo entre las fluctuaciones en los precios de la vivienda y el consumo, y que la sensibilidad del consumo a los cambios en los precios de la vivienda se ha incrementado en los últimos 20 años.

(15) El peso del gasto no asociado a la vivienda (incluyendo alquileres y costes de mantenimiento) en el IAPC es de alrededor del 15%.

(16) Sin embargo, debería tenerse presente que las fluctuaciones en el precio de la vivienda son parte del normal funcionamiento del mercado de vivienda, y no necesariamente reflejan «burbujas» (véase sección 2).

(17) Véase Banco Internacional de Pagos, *71º Informe Anual,* 2001. Véase también K. Okina, M. Shirakawa y S. Shiratsuka, «Asset price bubble and monetary policy: Japan's experience in the late 1980s and the lessons», *Monetary and Economic Studies,* 19 (S-1), edición especial febrero 2001: 395-450. Según el BIP, la liberalización de los mercados financieros en las últimas décadas, al mismo tiempo que ha mejorado la provisión de servicios financieros y la asignación de recursos, también ha incrementado la amplitud de los ciclos financieros y propiciado la amplificación de los ciclos en la economía (véase Banco Internacional de Pagos, *72º Informe Anual,* 2002).

(18) Véase L. Cannari, F. Nucci y P. Sestito, «Geographic labour mobility and the cost of housing: evidence from Italy», *Applied Economics,* n.º 32, 2000; G. Hughes y B. McCormick, «Housing policy and labour market performance», *DETR,* 2000; y Maclennan, Muellbauer y Stephens (1999), *op. cit.*

(19) A lo largo del informe, se emplea el deflactor del consumo privado para calcular los precios reales de la vivienda. En general, los resultados cambian muy poco si se usa en su lugar el IAPC o el IAPC excluyendo el capítulo de los alquileres.

(20) Otra forma de decir esto es que, a largo plazo, la *q* de Tobin en la vivienda (= valor de mercado/valor de reposición) debería ser constante (y presumiblemente cercana a la unidad), como es el caso para todos los bienes de inversión.

(21) La bibliografía empírica en Estados Unidos confirma que las normas zonales que afectan a la disponibilidad y coste del suelo para la construcción también afectan a la asequibilidad de la vivienda. Véase E.L. Glaeser y J. Gyourko, «The impact of zoning on housing affordability», National Bureau of Economic Research, *Working paper,* n.º 8835, 2002.

(22) Para la descomposición se empleó el filtro de Baxter y King. Las frecuencias fueron escogidas para que se correspondieran con lo que se usa comúnmente para descomponer ciclos de la tendencia en el PIB real. Para muchos países de la UE, encontramos que los movimientos cíclicos cortos en los precios reales de la vivienda están estrechamente correlacionados con el ciclo del PIB real.

(23) No hay una definición establecida para los *booms* y las caídas. El umbral del 10% fue, por tanto, escogido arbitrariamente. Los períodos desde 1986 a 1991 en Luxemburgo y desde 1983 a 1985 y 1987 a 1990 en Dinamarca se cuentan como períodos de *boom* o caída, aunque hubo algunos años en los tres casos en los que los precios reales de la vivienda cambiaron en menos de un 10% en términos absolutos.

(24) Se emplean datos anuales y una tendencia lineal por razones de comparación. Dados los ciclos muy largos de los precios de la vivienda y las series disponibles de 21 años, otras técnicas de corrección de la tendencia no parecen apropiadas. Las estadísticas de la volatilidad entre países no son estrictamente comparables debido a los diferentes períodos de observación.

(25) Nótese que los precios de las ciudades capitales están deflactados aquí por el deflactor del consumo privado a escala nacional. Los precios al consumo pueden también ser más variables en las ciudades capitales que en el campo, pero no es probable que esto cambie significativamente los resultados. Por ejemplo, la desviación típica de los precios de la vivienda (corregida la tendencia) en Roma, deflactada por el IPC específico romano, es de 17,6 para el período 1981-2001.

(26) Se emplean medias anuales para todas las variables por razones de comparación. La muy baja correlación del índice del precio de los valores en Austria con el resto de los índices del precio de los valores en la UE es atribuible principalmente a los cambios en el período desde 1988 a 1990, cuando, a diferencia de lo que ocurrió en el resto de la UE, los precios del mercado de valores en Austria se incrementaron de forma notable.

(27) Nótese que para una serie de países de la zona euro (Francia, Irlanda, Holanda, Portugal y Finlandia), la correlación con la media ponderada de la UE es mayor que con la media ponderada de la zona euro. Esto es una consecuencia del hecho de que el ciclo del precio de la vivienda en estos países ha estado más correlacionado con el de países de la UE no participantes en el euro (Reino Unido, en particular) que con el resto de la zona euro (Alemania, en particular).

(28) Dada la alta correlación de los precios de la vivienda (en el ciclo «largo»), gran parte del poder explicativo de los modelos econométricos de los precios de la vivienda se deriva de las variables dependientes retardadas, que dicen bastante poco acerca del mecanismo subyacente determinante de la dinámica del precio. Los *booms* y caídas son particularmente difíciles de contemplar en un modelo econométrico, incluso *ex post,* y son a menudo atribuidos a «frenesíes».

(29) Sólo existen unos pocos intentos de considerar la dinámica del precio de la vivienda empíricamente desde una perspectiva transversal en la UE. Véase N. Kennedy y P. Andersen, «Household savings and real house prices: an international perspective», *Working paper,* 20, 1994; P. Englund y Y.M. Ioannides, «House price dynamics: an international empirical perspective», *Journal of Housing Economics,* 6, 1997; M. Iacoviello, «House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis», *BCE, Working paper,* 18, 2000; y D. Kasparova y M. White, «The responsiveness of house prices to macroeconomic forces: a cross-country comparison», *European Journal of Housing Policy,* 1 (3), 2001.

(30) Se calculan las hipotecas reales como la diferencia en los tipos nominales menos el cambio del deflactor del consumo privado. Dada la heterogeneidad en las definiciones de los tipos hipotecarios en los países, los tipos en niveles no son comparables entre países.

(31) En algunos países, por ejemplo en España, la demanda de segunda residencia está también haciéndose cada vez más importante.

(32) Véase G. MEEN, «The time-series behaviour of house prices: a transatlantic divide?», *Journal of Housing Economics,* 11, 2002.

(33) Véase J. SWANK, J. KAKES y A.F. TIEMAN, «The housing ladder, taxation, and borrowing constraints», mimeo, Banco de Holanda, 2002, y D. KASPAROVA y M. WHITE, «The responsiveness of house prices to macroeconomic forces: a cross-country comparison», *European Journal of Housing Policy,* I (3), 2001.

(34) En particular, el alto nivel de la actividad constructiva en Alemania en los años 90 fue en respuesta a la llegada masiva de población entre el final de los años 80 y el comienzo de los 90, lo que podría de otra manera haber resultado en un incremento prolongado en los precios de la vivienda. Sólo en Alemania, Irlanda y Austria se aceleró el crecimiento del número de unidades de vivienda en los 90 en comparación con los 80.

(35) Para un reciente intento de desentrañar los efectos de demanda y de oferta, y de construir un indicador de las condiciones crediticias del consumidor, véase E. FERNÁNDEZ-CORUGEDO y J. MUELLBAUER, «Modelling consumer credit conditions in the UK», mimeo, Banco de Inglaterra, 2002.

(36) Ver, por ejemplo, J. MUELLBAUER, «Anglo-German differences in housing market dynamics», *European Economic Review,* 36, 1992, y D. MACLENNAN, J. MUELLBAUER y M. STEPHENS, «Asymmetries in housing and financial market institutions and EMU», Centre for Economic Policy Research, *Working paper,* n.º 2062, 1999.

(37) Nótese que la cuota porcentual de las viviendas habitadas en propiedad (referida en la tabla 1.1) y la correspondiente a las viviendas en alquiler no suman necesariamente el 100% en todos los países, debido a las viviendas clasificadas como «otra» en las estadísticas pertinentes. Éstas incluyen las viviendas vacías en algunos países.

(38) Véase R. ARNOTT, «Time for revisionism on rent controls», *Journal of Economic Perspectives,* vol. 9 (I), 1995: 99-120.

(39) En Finlandia, alrededor del 32% de los contratos de alquiler, para los cuales la información está públicamente disponible, están indexados a los incrementos en los niveles de precios al consumo.

(40) Las cláusulas de escalada de los alquileres, los alquileres indexados y los incrementos adicionales en el alquiler para mejoras son también admisibles en Alemania. Tras la abolición de los controles de posguerra, Alemania occidental nunca experimentó un período de estricto control de los alquileres, un hecho que puede ayudar a explicar la estabilidad de la importante cuota de vivienda privada de alquiler.

(41) Tal poder monopolístico local puede, por ejemplo, surgir de la combinación de una alta diferenciación del producto, de necesidades idiosincrásicas y de altos costes de búsqueda por parte de los posibles inquilinos. Véase R. ARNOTT y M. IGARASHI, «Rent control, mismatch costs and search efficiency», *Regional Science and Urban Economics,* 30, 2000.

(42) Las cifras oficiales en algunos países incluyen las viviendas en propiedad de las unidades familiares o empresas en las que el inquilino recibe algún tipo de subsidio al alquiler. Además, las viviendas en propiedad del sector público están a veces alquiladas conforme a las mismas condiciones que en el sector privado del alquiler. Éste es el caso, por ejemplo, en Suecia, donde las autoridades municipales poseen una parte significativa del *stock* de viviendas alquiladas, pero los alquileres y las condiciones en estas viviendas no son significativamente diferentes de los del resto del sector del alquiler.

(43) Los alquileres sociales también tienden a variar menos que los alquileres de mercado entre distintos lugares del mismo país.

(44) Existen datos armonizados sobre los alquileres, que se emplean más adelante en este informe, desde mediados de los años 90. Las series más largas aquí presentadas se refieren a veces a una sección específica del mercado (p. ej., pisos en Luxemburgo o el sector privado en Irlanda) y a veces incluyen otros gastos de la vivienda (p.ej., vertido de basuras en Alemania).

(45) Por supuesto, las condiciones de la vivienda también cambiaron a lo largo de este período, y el mercado español se ha hecho probablemente más riguroso.

(46) La rotación de los contratos no es conocida, pero estimaciones del Panel Socio-Económico Alemán y las encuestas de vivienda lo sitúan en el 10% anual. Dado que Alemania tiene uno de los mercados de alquileres más activos y liberalizados, no es probable que la rotación sea mayor en la mayoría de los demás países de la Unión Europea.

(47) En teoría, los precios de la vivienda están relacionados con los alquileres de los nuevos contratos a través de lo que es efectivamente una condición de arbitraje, esto es, el valor descontado actual del contrato de alquiler debería igualar al valor presente de comprar y mantener la vivienda durante el mismo período. Ignorando los costes de transacción y las restricciones financieras, esto significa que el alquiler medio pagado durante la duración del nuevo contrato será aproximadamente igual al coste del usuario de los activos de vivienda. El coste del usuario es el coste financiero anual (coste de oportunidad del capital propio más intereses después de impuestos sobre el capital), menos las ganancias (pérdidas) esperadas de capital de una posible apreciación (depreciación) del valor de la vivienda y más el coste del mantenimiento, la depreciación física de la vivienda, los impuestos sobre la propiedad y otros. En la práctica, el índice del alquiler no captura el alquiler medio pagado sobre un contrato de alquiler nuevo, pero sí el alquiler corriente medio de los viejos y nuevos contratos, lo que puede ser un indicador muy pobre a corto plazo. Con una estricta regulación de los alquileres y de las normas de desahucio y un sector público grande, una parte importante de los alquileres observados puede no tener relación con los precios medios corrientes de la vivienda. Desde luego, las viviendas con inquilinos con derechos adquiridos se venden a precios considerablemente rebajados.

(48) Una forma de hacer frente a los posibles efectos adversos de la indexación del alquiler sobre la movilidad laboral podría ser permitir a los arrendadores comprar ellos mismos su salida de un contrato antiguo de alquiler mediante el pago al inquilino del valor capitalizado implícito en el contrato con un alquiler por debajo del mercado. Semejante pago necesitaría entonces ser reconocido por la ley como un gasto para el arrendador, fiscalmente deducible de los futuros alquileres, y como una renta de capital para el inquilino.

(49) Nótese que los subsidios directos no han sido incluidos en la tabla 4.1.

(50) Sólo se ha recogido en las tablas la reducción de los intereses de la hipoteca para la inversión en vivienda.

(51) En principio, los datos sobre el apoyo público a la vivienda social están disponibles, pero sólo para un limitado número de países. Además, los datos no son generalmente comparables.

(52) Véase H. HAU, *Estimating the volatility effect of a Tobin tax,* Fundación Banco de Francia, 2001.

(53) Nótese que para los propósitos de «nuevo negocio», esto es, la concesión de préstamos con nuevos contratos, algunas de estas diferencias contractuales pueden ser de menor relevancia. El uso de contratos a interés fijo no blinda a los nuevos prestatarios ante cambios en el tipo hipotecario (aunque las expectativas sobre la senda futura de los tipos de interés se convierte en un hecho bastante más importante). Permaneciendo el resto de las cosas igual, es probable por tanto que el efecto de un cambio en los tipos de interés hipotecarios sobre la demanda de vivienda sea tan fuerte en un sistema que use tipos fijos como en otro que los emplee variables.

(54) Las ratios préstamos a la vivienda/PIB aquí señalados no son estrictamente comparables entre países. Dependiendo del país, los préstamos a la vivienda pueden referirse a los préstamos para financiar compras de viviendas y reparaciones o, alternativamente, a los préstamos asegurados por activos de la vivienda. La cobertura puede también variar. En algunos países, los préstamos a la vivienda en el gráfico 5.1 y la tabla 5.1 se refieren solamente a los préstamos otorgados por instituciones financieras monetarias (IFM), mientras que en otros países se incluyen los préstamos otorgados por todos los tipos de prestamistas. Para un estudio más detallado de los préstamos a la vivienda de las IFM y otros intermediarios financieros (OIF) en los países de la zona euro, véase *Report on financial structures,* Banco Central Europeo, 2002.

(55) Véase BCE *Report on asset price and banking stability,* 2000.

(56) Véase B. HOFFMAN «The determinants of private sector credit in industrialised countries: do property prices matter?», Banco Internacional de Pagos, *Working paper,* n.º 108, 2001.

(57) Éste es sólo un dato estimado aproximado de la ratio servicio de la deuda/renta, particularmente porque aplica el tipo de interés hipotecario de los nuevos contratos a todo el *stock* de deuda hipotecaria. Para los países con contratos hipotecarios a interés predominantemente fijo, es probable que subestime la verdadera ratio servicio de la deuda/renta en períodos de tipos nominales decrecientes, y que la sobrestime en períodos de tipos nominales crecientes.

(58) Un ejemplo puede ilustrar mejor este punto. Consideremos dos unidades familiares, cada una de ellas en posesión de una vivienda que cuesta 100.000 euros y con un préstamo hipotecario pendiente de 80.000 euros (ratio «préstamos/valor del activo» del 80%). Tras una caída en los tipos hipotecarios, el precio de la vivienda sube a 120.000 euros y las dos unidades familiares deciden comprarse mutuamente sus viviendas. Cada unidad familiar concierta con su respectivo banco un nuevo y mayor préstamo hipotecario de 90.000 euros en vista de la vivienda más cara, comprometiéndose a poner 30.000 euros de su propio dinero (nueva ratio préstamos/valor del activo del 75%). Cada uno recibe entonces 90.000 euros del banco, vende su vivienda por 120.000 euros, cancela su antigua hipoteca (por 80.000 euros), paga por la nueva vivienda (120.000 euros) y cada uno se queda con 10.000 euros extra para gastar o invertir en otro activo. Con esta doble transacción, la ratio «préstamos/valor del activo» de ambos cayó y, al mismo tiempo, ambas unidades familiares retiraron 10.000 euros del valor en vivienda. Nótese también que la inicial caída del tipo de interés habrá también reducido la ratio original servicio de la deuda/renta, dando más motivos al banco para conceder el nuevo préstamo pese al incremento en la ratio deuda/renta.

(59) Hay otras formas de que se produzca una retirada del valor de la vivienda. Por ejemplo, las unidades familiares pueden vender activos de vivienda y suelo a otros sectores de la economía en el país o fuera; por ejemplo, al gobierno (contra obligaciones fiscales extra que pueden ser diferidas hacia el futuro).

(60) Véase M. DAVEY, «Mortgage equity withdrawal and consumption», *Boletín Trimestral,* Primavera 2001, Banco de Inglaterra.

(61) Esto es sólo una aproximación del capital propio del sector hogares. La inversión residencial también incluye la inversión pública y la inversión residencial por sectores diferentes al de las unidades familiares. Además, esta estimación está basada en los supuestos de que no hay transacciones significativas de viviendas y suelo entre el sector de las unidades familiares y otros sectores de la economía (p. ej., compras y ventas de suelo y viviendas del gobierno) y de que las nuevas viviendas son originariamente compradas por el sector familias. Las transacciones con otros sectores pueden ser importantes, y el valor de estas transacciones puede variar sistemáticamente con los precios del suelo y de la vivienda. No obstante, es interesante tener en cuenta que en el Reino Unido la retirada del valor de la vivienda sobre la renta disponible estimada con nuestros datos está altamente correlacionada con las series equivalentes del Banco de Inglaterra (el coeficiente de correlación para los datos anuales es de 0,97).

(62) La estimación del Banco de Inglaterra neta de impuestos y subsidios para el mismo año es del 3,5%.

(63) Véase C. COLLYNS y A. SENHADJI, «Lending booms, real estate bubbles and the Asian crisis», *IMF Working paper*, enero 2002.

ANEXO 1

CRONOLOGÍA DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS DE POLÍTICA

TABLA A.1

PRINCIPALES REFORMAS DE LAS REGULACIONES DEL ALQUILER DESDE 1980

Bélgica	1984: Incrementos de los alquileres ligados al IPC 1985-1987: Indexación temporalmente suspendida 1991: Introducidos nuevos contratos de alquiler a término fijo libremente negociados 1997: Límites fijados a los nuevos acuerdos a corto plazo
Dinamarca	1990: Las comunidades de propietarios construidas después de 1991 quedan exentas del control de alquileres
Alemania	1983: Introducción de un tope del 30% en un período de tres años sobre los incrementos de alquileres para los inquilinos con derechos adquiridos; cláusulas de subida de alquileres y contratos de alquiler ligados a un índice permitido de precios 2001: Tope sobre los incrementos de alquiler en un período de tres años reducido al 20%. Período de aviso para los inquilinos reducido a tres meses
Grecia	1997: Alquileres libremente negociados en los nuevos contratos. Duración mínima de los contratos de tres años
España	1985: Alquileres libremente negociados en los nuevos acuerdos 1995: Arrendamiento mínimo de cinco años (a opción del inquilino); indexación IPC. Actualización excepcional de los contratos existentes (a ser implementada en diez años)
Francia	1997: Nuevos contratos liberalizados
Irlanda	Controles/regulaciones no significativas sobre los contratos de alquiler
Italia	1992: Introducidos nuevos contratos a término fijo libremente negociados 1998: Dos tipos de contratos «libres»: libremente negociados a nivel individual al comienzo y contratos en los que los incrementos anuales del alquiler son negociados colectivamente por arrendadors e inquilinos
Luxemburgo	1987: Incrementos en los alquileres de las viviendas construidas antes del 10 de septiembre de 1944 y clarificación del significado del capital invertido para aquellas construidas después de esta fecha
Holanda	1994: Liberalizado el segmento más caro del mercado del alquiler
Austria	1986: Liberalización parcial de los nuevos arrendamientos 1994: Introducido «sistema de alquiler de valor indicativo»
Portugal	1981: Introducidos contratos de alquiler libremente negociados para nuevos arrendamientos (pero no se permite la indexación en estos contratos) 1985: Mecanismo de actualización de todos los alquileres con el ICP; actualización excepcional de los viejos contratos (pero todavía permaneciendo muy distantes a los alquileres en los nuevos contratos) 1990: Posibilidad de fijar un límite a la duración de los contratos de alquiler 1993: Posibilidad de introducir diferentes mecanismos de indexación bajo circunstancias específicas
Finlandia	1990-1995: Liberalización gradual de los controles del alquiler. Después de 1995: Los alquileres son prácticamente libres del control público; no deberían ser «excesivos» (en un sentido legal)
Suecia	No se ha llevado a cabo ninguna gran reforma que pudiese mejorar la eficiencia de la asignación en el sector del alquiler
Reino Unido	1988: Arrendamiento asegurado —evicción más fácil y alquiler inicial e indexación negociados

TABLA A.2

PRINCIPALES REFORMAS DE LAS POLÍTICAS DE FISCALIDAD DE LA VIVIENDA Y SUBSIDIOS EN LOS AÑOS 90

Bélgica	Restricción de las reducciones fiscales a la propiedad para los ocupantes en propiedad; incremento continuo de los impuestos de transacción (IVA) sobre las nuevas construcciones
Dinamarca	Incentivos fiscales eliminados para la inversión en vivienda; continuo incremento de los impuestos sobre transmisiones y actos jurídicos documentados
Alemania	Varias medidas para reducir las deducciones fiscales y los subsidios a la inversión en vivienda; abolido el impuesto sobre la propiedad; incrementados los costes de transacción
Grecia	Elevados el impuesto sobre la propiedad y los costes de transacción a través del incrementado valor administrativo de la propiedad real por motivos fiscales; introducido nuevo impuesto sobre grandes propiedades inmobiliarias
España	Reducidas las deducciones fiscales para las segundas viviendas y para las viviendas en alquiler; abolida la renta imputada sobre las viviendas principales
Francia	Elevado el impuesto sobre la propiedad; abolidos los impuestos sobre los alquileres imputados; reducción fiscal para unidades familiares de baja renta; reducidos los impuestos de transacción
Irlanda	Reducidas las deducciones fiscales para los pagos de intereses, abolidas para los arrendadores; abolido el impuesto sobre la propiedad y reducido a la mitad el impuesto sobre las ganancias de capital
Italia	Introducido un impuesto a la propiedad local; reducciones fiscales para los ocupantes en propiedad y algunas categorías de arrendadores; reducido el impuesto de registro para los ocupantes en propiedad
Luxemburgo (1)	Introducida una subvención adicional para los honorarios del arquitecto o ingeniero consultor; incremento en el tipo de amortización aplicable a las viviendas en alquiler; incremento en la suma del interés hipotecario deducible de los impuestos sobre la renta; introducida bonificación del interés que no está sujeta a ninguna condición concerniente al espacio vital útil; extensión de la ayuda estatal a las unidades familiares de renta media; régimen fiscal registral más favorable; introducido reembolso del IVA para nuevas viviendas y reparaciones; incremento en las cantidades máximas de préstamos tomados en cuenta en el cálculo de la bonificación del interés y del subsidio al interés
Holanda	Reducido alivio fiscal para los pagos de interés y limitado a la vivienda principal; introducidos subsidios para los primeros compradores de baja renta
Austria	Reducidos subsidios indirectos; establecimiento de bancos para la construcción de vivienda
Portugal	Restricción, y posteriormente fin, de los subsidios hipotecarios para los nuevos préstamos
Finlandia	Introducidas garantías estatales para los préstamos de los ocupantes en propiedad
Suecia	Incremento del tipo del impuesto sobre la propiedad; reforma fiscal para neutralizar los incentivos para las diferentes formas de vivienda
Reino Unido	Retirado sistema de reducción de intereses

Fuentes: Contribuciones BCN.
Nota: (1) Varias enmiendas importantes a la legislación de Luxemburgo se promulgaron en julio de 2002: (i) el régimen de derechos registrales fue simplificado y se introdujo un crédito fiscal; (ii) se hizo más favorable el régimen del IVA (p. ej., aplicación directa del tipo reducido del 3%); (iii) se redujo a la mitad para 2002, 2003 y 2004 el tipo fiscal sobre los beneficios de las ventas inmobiliarias; y (iv) mejora del régimen de amortización aplicable a las viviendas de alquiler.

TABLA A.3

CAMBIOS POLÍTICOS EN PAÍSES DE LA UE QUE AFECTAN AL MERCADO HIPOTECARIO

Bélgica	1992 (en vigor desde finales de 1994): Ley que permite la introducción de préstamos a tipo de interés variable («préstamos referenciados») y reduce la comisión máxima por devolución anticipada 1995: Enmienda de la ley de 1992 sobre «préstamos referenciados» Década 1990: Ola de fusiones y privatizaciones en el sector bancario
Dinamarca	Principios de la década de 1990: Liberalización de los términos del contrato hipotecario y libre acceso para la retirada del valor neto en viviendas. 1997: Introducidos préstamos a tipo ajustable.
Alemania	Desregulación del tipo de interés en los años 70
Grecia	Mediados década de 1980 hasta comienzos 1990s: Liberalización gradual de las restricciones cuantitativas, los tipos de interés y otros términos y condiciones en los préstamos de la vivienda Finales década de 1990: Liberalización de la refinanciación hipotecaria; entrada de bancos comerciales no especializados en el préstamo hipotecario
España	1974-1981 y 1987: Liberalización del tipo de interés Principios década de 1980: Abolición de las diferencias en las actividades permitidas para los diferentes tipos de bancos 1989: Se permite a las cajas de ahorros abrir sucursales fuera de sus regiones de origen 1992: Introducida la titulización de los préstamos hipotecarios 1994 a 1996: Introducción de topes sobre las comisiones de cancelación
Francia	1984: Reducidos requisitos de especialización bancaria 1987: Eliminación de los controles de crédito 1999: Reforma de la titulización de los préstamos hipotecarios 1999: Reducidos límites sobre comisiones por devolución anticipada
Irlanda	1984: Final de las directrices formales para el préstamo bancario al sector privado 1985: Desregulación del tipo de interés 1991-1999: Reducciones en el coeficiente de liquidez primaria del 8% al 2% Segunda mitad de la década de 1990: Introducida titulización
Italia	1983: Desregulación del tipo de interés 1983: Techos crediticios eliminados (y temporalmente reimpuestos en 1986 y 1987) 1990: Abolición de los controles administrativos sobre sucursales 1993: Racionalización del marco regulador bancario. Abolida separación de las instituciones de crédito a largo y corto plazo 1995: Incremento del máximo legal de la ratio préstamos/valor del activo del 75% al 80% (puede ser elevado al 100% si se fijan otras garantías)
Luxemburgo	Ninguno
Holanda	1980: Desregulación del tipo de interés 1992: Relajación de los criterios para el préstamo
Austria	1980: Liberalización de los tipos de interés 1981: Abolición de los controles de crédito 1985: Restablecimiento de los controles del tipo de interés a través del consorcio del tipo de interés 1987: Reformas prudenciales, requerimientos de capital más rigurosos 1993: Expira el consorcio del tipo de interés 1999: Reforma de las cajas de ahorros: los bancos disfrutan de más flexibilidad en sus políticas de tipos de interés 1992-2000: Privatización de los bancos propiedad del estado
Portugal	1983 en adelante: Suavización de las restricciones de entrada en el sector bancario y asegurador 1984-1989: Liberalización de los tipos de interés (1984 para los tipos de los depósitos y 1989 para los tipos a los préstamos) 1990-1991: Abolición de los controles de crédito y de las directrices crediticias Principios de los años 1990: Legislación de las restricciones a la entrada, sucursales, especialización y segmentación Desde 1993: Fortalecimiento de los requerimientos prudenciales y liberalización de los servicios de inversión
Finlandia	1986: Abolición de los controles de tipos de interés 1987: El gobierno retira las directrices sobre préstamos hipotecarios 1989: Introducción de la titulización
Suecia	1983: Instituciones hipotecarias más libres para emitir bonos para la refinanciación de viviendas antiguas 1985: Abolidos los techos de préstamos para los bancos 1986: Abandonadas regulaciones de la cartera sobre las compañías de seguros
Reino Unido	1980: Eliminación de los controles de crédito. Se permite a los bancos prestar hipotecas 1986: Se permite a las sociedades de crédito hipotecario expandir su negocio prestamista 1987: Titulización introducida

ANEXO 2

FUENTES DE DATOS

PIB: base de datos Ameco de la Comisión Europea y ESA 95.

Renta disponible: Economic Outlook OCDE. Para Alemania occidental después de 1991, estimaciones del Bundesbank.

Inversión residencial: ESA 95 y BCNs.

Préstamos a la vivienda/unidades familiares: BCNs.

Precios de la vivienda: Fuentes nacionales (véase recuadro 1). Para Alemania occidental, estimaciones del Bundesbank basadas en la media ponderada de los precios de la construcción (70%) y los precios del suelo (30%).

Precios de la vivienda en las ciudades capitales: BCNs.

Índice del mercado de valores: Banco Internacional de Pagos.

Deflactor del consumo privado: base de datos Ameco de la Comisión Europea. Para Alemania occidental, Bundesbank.

IAPC: Eurostat.

Alquileres: Banco Internacional de Pagos y BCNs. Para datos después de 1995, Eurostat.

Tipos de interés hipotecario: BCNs.

Costes de construcción: BCNs y Regulación Estadística a Corto-plazo de la UE (STS-R).

Precios del suelo: BCNs.

Estructura de la tenencia: Estadísticas de vivienda en la Unión Europea 2002 (*) y BCNs.

Número de unidades familiares: Estadísticas de vivienda en la Unión Europea 2002.

Población: Eurostat.

Impuestos y subsidios: BCNs.

NOTA

(*) Datos del informe procedentes de las diversas autoridades nacionales a cargo de las políticas de vivienda, de Eurostat y de la Federación Hipotecaria Europea. Véase http://mrw.wallonie.be/dgatlp/degatlp/Pages/Log/Pages/accueil/Accueil.htm.

COLABORADORES

ANTÓN PÉREZ, José Antonio. Es doctor en Derecho, inspector de Hacienda del Estado (excedente) y profesor titular de Derecho Financiero de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid. Actualmente es subdirector general de FUNCAS.

CARBÓ VALVERDE, Santiago. Nacido en Gandía (Valencia) en 1966. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, *doctor (PhD) in Economics* y *Master in Banking and Finance* por la University of Wales, Bangor (Reino Unido). *Visiting research fellow* del Institute of European Finance (Reino Unido). Catedrático de Fundamentos de Análisis Económico de la Universidad de Granada. Ha sido director del área de estudios de la Caja General de Ahorros de Granada. En la actualidad, es director del Departamento de Estudios e Investigación en Sistema Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social. Autor de numerosos artículos y publicaciones sobre el sistema financiero.

GARCÍA-MONTALVO, José. Profesor titular del Departamento de Economía y Empresa de la Universitat Pompeu Fabra y profesor investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE). Obtuvo el Premio Extraordinario de la Universitat de Valencia y el Primer Premio Nacional Fin de Carrera del Ministerio de Educación y Ciencia. Es doctor en economía por la Universidad de Harvard (1993) y autor de publicaciones relacionadas con temas de capital humano, investigación y desarrollo, mercados financieros y econometría que han aparecido, entre otras revistas, en el *American Economic Review*, el *European Economic Review* o el *Journal of Business and Economic Statistics*.

LÓPEZ DEL PASO, Rafael. Nacido en La Zubia (Granada) en 1977. Licenciado y doctor en Economía por la Universidad de Granada. Ha realizado estudios de postgrado en la London School of Economics y la Universidad Complutense de Madrid. En la actualidad es ayudante de investigación en Sistema Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS) y profesor colaborador de la Universidad de Granada.

MATEA ROSA, M.ª de los Llanos. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales (1981) y premio extraordinario de licenciatura por la Universidad Autónoma de Barcelona. Máster en Econometría y Economía Matemática por la London School of Economics (1991). Tras haber trabajado dos años en la Universidad Autónoma de Barcelona y otros dos en la Universidad Complutense, en sus respectivas facultades de Ciencias Económicas y Empresariales, se incorporó al Servicio de Estudios del Banco de España en 1985. Actualmente es titulada de esta institución. Sus labores profesionales se han centrado en los campos de: precios (análisis y previsión de la inflación e índices hedónicos), raíces unitarias de series mensuales y políticas estructurales sectoriales.

MARTÍNEZ PAGÉS, Jorge. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid (1987) y Diplomado del CEMFI (1989). Tras dos años dando clase en la Universidad Complutense y otros dos años en Analistas Financieros Internacionales, se incorpora al Servicio de Estudios del Banco de España en 1995. Actualmente trabaja como titulado en el Departamento de Estudios Monetarios y Financieros de dicha institución, habiendo realizado diversos trabajos de investigación relacionados con indicadores de política monetaria, mecanismo de transmisión, intermediarios financieros y mercado de la vivienda.

RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, Francisco. Nació en Granada en 1975. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Granada y doctor por esta Universidad desde 2002. Profesor del Departamento de Economía Aplicada de la citada Universidad. Ha realizado estudios de postgrado en las universidades de Bolonia y Módena (Italia). En la actualidad, es investigador en el Departamento de Estudios e Investigación en Sistema Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS).

TALTAVULL DE LA PAZ, Paloma. Profesora titular de economía española en el Departamento de Análisis Económico Aplicado de la Universidad de Alicante. Su especialización investigadora se encuentra en el área de mercados inmobiliarios vinculados a la evolución macroeconómica. En este campo, tiene distintas publicaciones en España que profundizan en la estructura y comportamiento de los mercados de viviendas y su efecto económico agregado. También tiene publicaciones en revistas internacionales en las que aborda el papel del mercado residencial español dentro de Europa, los determinantes de los precios de las viviendas en España y los mecanismos de transmisión de influencias desde los mercados financieros, reales y residenciales. Es miembro del comité de dirección de la American Real Estate Society y presidente de la European Real Estate Society durante 2002-2003.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

BANCAJA (Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante). Castellón.
BBK (Bilbao Bizkaia Kutxa). Bilbao.
CAI (Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón). Zaragoza.
CAIXA CATALUNYA (Caixa d'Estalvis de Catalunya). Barcelona.
CAIXA GALICIA (Caja de Ahorros de Galicia). La Coruña.
CAIXA DE GIRONA (Caixa d'Estalvis de Girona). Gerona.
CAIXA LAIETANA (Caixa d'Estalvis Laietana). Mataró (Barcelona).
CAIXA DE MANLLEU (Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu). Manlleu (Barcelona).
CAIXA MANRESA (Caixa d'Estalvis de Manresa). Manresa (Barcelona).
CAIXA PENEDÈS (Caixa d'Estalvis del Penedès). Villafranca del Penedès (Barcelona).
CAIXA DE SABADELL (Caixa d'Estalvis de Sabadell). Sabadell (Barcelona).
CAIXA TARRAGONA (Caixa d'Estalvis de Tarragona). Tarragona.
CAIXA DE TERRASSA (Caixa d'Estalvis de Terrassa). Terrasa (Barcelona).
CAIXANOVA (Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra). Vigo (Pontevedra).
CAJASTUR (Caja de Ahorros de Asturias). Oviedo.
CAJA DE ÁVILA (Caja de Ahorros de Ávila). Ávila.
CAJA DE BADAJOZ (M.P. y Caja General de Ahorros de Badajoz). Badajoz.
CAJA DE BURGOS (Caja de Ahorros Municipal de Burgos). Burgos.
CAJA CANARIAS (Caja General de Ahorros de Canarias). Santa Cruz de Tenerife.
CAJA CANTABRIA (Caja de Ahorros de Santander y Cantabria). Santander.
CCM-CAJA CASTILLA LA MANCHA. (Caja de Ahorros de Castilla La Mancha). Cuenca.
CAJA CÍRCULO DE BURGOS (Caja de Ahorros y M. P. del Círculo Católico de Obreros de Burgos). Burgos.
CAJA DUERO (Caja de Ahorros de Salamanca y Soria). Salamanca.
CAJA ESPAÑA (Caja España de Inversiones, C.A. y M.P.). León.
CAJA DE EXTREMADURA (Caja de Ahorros y M.P. de Extremadura). Cáceres.
CAJA DE GUADALAJARA (Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara). Guadalajara.
CAJA DE JAÉN (Caja Provincial de Ahorros de Jaén). Jaén.
CAJA MADRID (Caja de Ahorros y M. P. de Madrid). Madrid.
CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo). Alicante.
CAJA MURCIA (Caja de Ahorrros de Murcia). Murcia.
CAJA NAVARRA (Caja de Ahorrros y M.P. de Navarra). Pamplona.
CAIXA ONTINYENT (Caja de Ahorros y M.P. de Ontinyent). Ontinyent (Valencia).
CAJA RIOJA (Caja de Ahorros de La Rioja). Logroño.
CAJA SAN FERNANDO (Caja de Ahorros de San Fernando de Sevilla y Jerez). Sevilla.
CAJA SEGOVIA (Caja de Ahorros y M.P. de Segovia). Segovia.
CAJA SUR (Caja de Ahorros y M.P. de Córdoba). Córdoba.
COLONYA CAIXA POLLENÇA (Caja de Ahorros de Pollença). Pollença (Islas Baleares).
EL MONTE (M.P. y Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla). Sevilla.
IBERCAJA (Caja de Ahorros y M.P. de Zaragoza, Aragón y La Rioja). Zaragoza.
LA CAIXA (Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona). Barcelona.
LA CAJA DE CANARIAS (Caja Insular de Ahorros de Canarias). Las Palmas de Gran Canaria.
LA GENERAL (Caja General de Ahorros de Granada). Granada.
KUTXA (Caja de Ahorros y M.P. de Gipúzkoa y San Sebastián). San Sebastián.
SA NOSTRA (Caja de Ahorros y M.P. de las Baleares). Palma de Mallorca.
UNICAJA (M.P. y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera). Málaga.
VITAL KUTXA (Caja de Ahorros de Vitoria y Álava). Vitoria.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.° 95. Sector público y eficiencia
N.° 96. Sector agroalimentario: PAC y cambios en la demanda

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

N.° 76. El Fondo de Garantía de Inversiones
N.° 77. Las Cajas de Ahorros en el mundo - Savings Banks in the World

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

N.° 19. El Valle Medio del Ebro

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.° 174. Coyuntura en compás de espera
N.° 175. Pensiones: Un problema abierto

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

— *Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias*, de José Manuel González-Páramo y Nuria Badenes Plá
— *Series de indicadores de convergencia real para España, el resto de países de la UE y EE.UU.*, de Carmela Martín y Francisco J. Velázquez
— *Tres análisis sobre Cajas de Ahorros y sistema financiero*, de E.P.M. Gardener y otros
— *El balance nacional de la economía española. 1984-2000*, de José Manuel Naredo y Óscar Carpintero

EN INTERNET: http://www.funcas.ceca.es/

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

AÑO 2003

Juan Hurtado de Mendoza, 19. 28036 Madrid. Teléf. 91 350 44 00
suscrip@funcas.ceca.es

Deseo suscribirme a:

	Euros
☐ *Papeles de Economía Española*	53,00
Números sueltos	17,00
☐ *Perspectivas del Sistema Financiero*	46,00
Números sueltos	17,00
☐ *Cuadernos de Información Económica*	64,00
Números sueltos	13,00
☐ *Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias* (un ejemplar)	10,22
☐ *Series de indicadores de convergencia real para España, el resto de países de la UE y EE.UU.* (un ejemplar)	10,22
☐ *Tres análisis sobre Cajas de Ahorro y sistema financiero* (un ejemplar)	12,62
☐ *El balance nacional de la economía española* (un ejemplar)	13,00
Economía y Economistas Españoles ☐ 8 tomos	198,57

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

☐ Contra reembolso del primer envío ☐ Giro postal Núm. ..... ☐ Cheque bancario

Nombre o razón social .....

Profesión, Actividad o Departamento .....

Domicilio ..... Teléfono .....

Ciudad ..... C.P. ..... Provincia o país .....

Fecha .....

☐ Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS a mi nombre en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello,

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 350 80 40

GUÍAS DEL LECTOR

LA VIVIENDA EN ESPAÑA: DESGRAVACIONES, BURBUJAS Y OTRAS HISTORIAS

José García-Montalvo

El sector de la vivienda en España se caracteriza por una minúscula proporción de vivienda en alquiler (11 por 100), un gran volumen de viviendas desocupadas (14 por 100), un alto peso de la inversión inmobiliaria en las carteras de las familias (69 por 100), una elevadísima proporción de nuevos contratos a tipo variable (90-95 por 100), unos tipos de interés hipotecario muy bajos, y un elevado nivel de subsidios y desgravaciones públicas para la adquisición de una vivienda. Las diferencias en estas características frente a otros países hacen del caso español una clara «anomalía» en el contexto internacional, donde figura destacado, por arriba o por abajo, en la mayoría de los indicadores.

Algunas de estas características, como la baja y decreciente proporción de la vivienda en alquiler, ha sido reconocida como un problema desde hace mucho tiempo. El fomento del alquiler ha sido recogido explícitamente como un objetivo en numerosas leyes. Sin embargo, en la práctica, las medidas de política económica adoptadas han sido limitadas y, en muchas ocasiones, contradictorias. Dos ejemplos evidentes. En 1985 el llamado decreto Boyer nace con el objetivo reconocido de aumentar la oferta de viviendas en alquiler. Al mismo tiempo, la Ley de Presupuestos de ese año incrementa el porcentaje de la deducción de la cuota por vivienda habitual nueva e implanta una nueva deducción por la adquisición de viviendas secundarias. Más recientemente, las modificaciones fiscales de 1999 relativas al IRPF reducen el límite de la cantidad máxima a desgravar por inversión en vivienda de muchos contribuyentes, lo que favorece el alquiler, pero al mismo tiempo se elimina la desgravación por alquiler y la renta imputada por la posesión de una vivienda en propiedad, lo que perjudica claramente a la vivienda en alquiler.

La demanda de vivienda sigue empujando con fuerza dominada por tres mitos, o falacias, que son difíciles de contrarrestar a pesar de su ausencia de fundamento. El primero de estos mitos dice que «el precio de la vivienda no puede bajar». Es claro que en muchos países, incluida España, el precio de la vivienda ha caído, a veces incluso en términos nominales. La vivienda es un activo arriesgado como cualquier otro, a pesar de la errónea percepción contraria que tienen algunos inversores. La segunda falacia indica que «los precios de la vivienda en España tienen que converger con los precios europeos». Sin embargo, la vivienda es un bien no comercializable cuyo precio se fija en mercados locales, por lo que la convergencia en precios requiere condiciones más fuertes que la simple apertura del mercado o la utilización de una misma moneda. El tercer mito es que «para pagar un alquiler es mejor pagar una hipoteca y al final la casa es mía». Obviamente, éste no puede ser un principio general y dependerá del coste de uso de la vivienda.

Sin embargo, en la práctica, el elevado nivel del subsidio efectivo del que gozan los compradores de una vivienda perjudica la posibilidad real de fomentar el alquiler como alternativa. La política de fomento a la compra de viviendas ha derivado en un enorme subsidio efectivo, que durante los años noventa se situó entre el 20 y el 50 por 100 del precio final dependiendo de la comunidad autónoma, el nivel de renta del comprador y el año concreto de referencia. El coste de esta política de apoyo a la compra de viviendas supuso un 2 por 100 del PIB anual durante los mismos años, siendo el más alto de todos los países de la Unión Europea para los que existe información.

Los períodos de *boom* inmobiliario, como el que comenzó en 1999, tienen como consecuencia un rápido incremento de los precios. Sin embargo, muchas de las medidas que se ponen en marcha con urgencia para reducir el crecimiento del precio de la vivienda tienen, desde la perspectiva teórica, el efecto contrario, lo que indica una evidente desconexión entre la acción política en este ámbito y los principios económicos básicos. El aumento de las desgravaciones a la compra de vivienda por parte de algunas autonomías, en el ejercicio de sus competencias en materia fiscal, es un claro ejemplo de desprecio a los principios económicos básicos, o de desinterés real por el nivel alcanzado por el precio de la vivienda.

El sospechoso habitual como causante del incremento de los precios en períodos de *boom* es el precio del suelo. Sin embargo, no se tiene en cuenta que el precio del suelo es simplemente una proporción del valor descontado del precio de las viviendas que se construirán en dicho terreno y, por tanto, es la consecuencia y no la causa del aumento del precio de la vivienda. Intentar contener el precio de la vivienda a base de modificaciones en la regulación del suelo es una empresa destinada al fracaso desde el principio.

En los últimos meses, la posibilidad de que exista un burbuja en los precios de la vivienda en España ha cobrado especial relevancia a través de los medios de comunicación. El Fondo Monetario Internacional, el Consejo Superior de Arquitectos, e incluso *The Economist*, se muestran convencidos de que dicha burbuja existe y puede ser un riesgo importante para la economía. Por otra parte, los ministros Rato y Cascos, así como las asociaciones de promotores y constructores, aseguran que no existe ninguna burbuja. Finalmente, el gobernador del Banco de España asegura que no hay burbuja, sino una sobrevaloración (¿alguien sabe cuál es la diferencia?) y aconseja a los bancos mucha prudencia en la concesión de créditos hipotecarios. Lo que parece claro es que la evolución esperada de los fundamentales (demografía, tipos de interés, crecimiento de la renta per cápita, costes de la construcción o nivel de desempleo) no puede justificar el crecimiento de los precios que se ha observado durante los últimos años. Menos aún si se tiene en cuenta que la oferta ha reaccionado con rapidez y se han iniciado, desde 1998 hasta 2002, más de 2,7 millones de viviendas. Si la previsión se cumple, las viviendas iniciadas durante 2003 alcanzarán las 600.000, lo que supondrá que el parque de viviendas habrá aumentado un 17 por 100 en solo seis años.

No obstante, es difícil que los compradores y los inversores sean cautelosos ante un activo que, adquirido con un alto grado de apalancamiento, produce rentabilidades superiores al 60 por 100 anual. Las expectativas de mantener esas rentabilidades son el principal aliento al crecimiento de los precios de la vivienda en la actualidad, fomentado de forma involuntaria por los propios medios de comunicación. Como se señala en el texto, los precios de la vivienda en España se calculan trimestralmente. Sin embargo, como el tema del precio de la vivienda causa evidente alarma social, los medios de comunicación recogen normalmente tres veces al trimestre el crecimiento interanual de los precios: uno cuando lo publica Tinsa, otro cuando la Sociedad de Tasación hace públicos sus datos y, finalmente, cuando el Ministerio de Fomento publica sus cifras. Básicamente, estos tres números son básicamente el mismo, pero aparecen espaciados en el tiempo. Por tanto, para un observador poco cuidadoso, podría parecer que los precios suben incluso más deprisa de lo que lo hacen en realidad, pues aquél se ve sometido a tres impactos mediáticos cada trimestre. El rápido enlace con los datos del siguiente trimestre hace que el proceso de crecimiento de los precios se perciba incluso con mayor intensidad.

Por estos motivos, parece razonable pensar que puede existir una burbuja inmobiliaria, aunque su medición es más compleja. No obstante, los dos procedimientos para medir dicha burbuja descritos en este artículo señalan sorprendentemente a la misma cifra. Según estos cálculos, a finales de 2002 la burbuja podría alcanzar el 28 por 100 del precio. El probable *overshooting* negativo podría llevar los precios de la vivienda a una deflación incluso mayor.

En resumen, es muy probable que el mercado inmobiliario español sea una bomba de relojería esperando a ser detonada. El hecho de que exista una gran incertidumbre sobre el momento en el que el *timer* llegará a la marca de on no justifica el obviar que es muy difícil que las expectativas futuras de los fundamentales puedan justificar los precios actuales.

Aún así, muchos constructores y promotores siguen sin reconocer que el precio de la vivienda ya ha ido demasiado lejos y mantienen que la demanda es «sólida», a pesar de que es bien conocido que una gran parte de las transacciones tienen un origen especulativo. Esto, sin embargo, no es raro si se piensa que en plena burbuja financiera los analistas y banqueros de inversión seguían recomendando cargar las carteras con acciones tecnológicas, aun siendo conscientes de los peligros existentes. Es lo que los inversores querían oír, y además su negocio dependía de cuántas transacciones pudieran contratar. En septiembre de 1999, Kevin Hassett (profesor de una escuela de negocios) publicó su famoso libro *Dow 36.000*, donde exponía la idea de que el Dow Jones seguiría subiendo aceleradamente hasta alcanzar los 36.000 puntos. Este libro se convirtió rápidamente en la Biblia de los inversores. A principios del año 2000, cuando Wall Street estaba en máximos históricos, Robert Shiller (profesor de un departamento de economía) publicó el libro *Irrational Exuberance*, donde, comparando las series históricas de la ratio P/E de Wall Street concluía que existía una burbuja inmensa. El resto ya es historia.

LA FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA EN EUROPA

Paloma Taltavull

El artículo aborda un análisis del mercado hipotecario en Europa desde el punto de vista de sus relaciones con el mercado residencial y su dinámica. Sigue un orden de exposición que comienza explicando el impacto que la financiación tiene sobre los mecanismos del mercado de viviendas y sobre su papel de componente fundamental de la demanda para comprender el desarrollo residencial. A partir de esta introducción teórica, se explican, desde el punto de vista del riesgo financiero, las implicaciones que tiene la concesión de las hipotecas, como fórmula de financiación habitual de este mercado, para las instituciones especializadas en esta financiación, y cómo la oferta de fondos prestables está directamente relacionada con, en primer lugar, la política de asignación de recursos de las instituciones financieras; en segundo lugar, con las condiciones económicas generales que afectan a la posición de solvencia de las familias, y en tercer lugar, con la propia evolución cíclica del mercado residencial. Estas relaciones se implican con la política de concesión de préstamos a través de la aplicación de las ratios de restricción crediticia, que permiten establecer una correlación entre el comportamiento de las instituciones en este sentido y la evolución de los condicionantes de la capacidad de pago de las familias.

Una vez realizada esta introducción, el artículo defiende que las diferencias en estos términos dentro de los países europeos es importante como consecuencia de varios factores. El primero sería la distinta flexibilidad en la aplicación de las ratios de restricción crediticia, que inciden en la cobertura de los riesgos financieros; un segundo factor sería la existencia de distintas fórmulas de financiación, y el tercero abordaría las vías de apoyo integradas en la propia política de viviendas. En la medida que normas y usos financieros no están unificados en Europa, su distinta influencia sobre los mercados ha podido condicionar las diferencias en los tamaños y mecanismos de financiación del mercado residencial, así como afectar de forma diferente a la contribución que el sistema financiero tiene sobre el ciclo económico. El artículo también introduce la convergencia que, en este ámbito, está ocurriendo en Europa como resultado del proceso de globalización financiera.

En esta segunda parte, se describen las diferencias en las condiciones de financiación a la vivienda existentes en cada país europeo, así como se muestran las diferencias en sus ciclos de edificación. La evidencia inicial contrastada para la década de los noventa refleja la existencia de distintos ritmos en la evolución de la construcción de viviendas en Europa, lo que implica la inexistencia de un ciclo común, que es el resultado probable de la confluencia de distintos grupos de determinantes que afectan de forma diferencial a la financiación residencial en Europa. El primero, es el distinto dinamismo de demanda de viviendas implícito a cada mercado y resultado del ajuste de sus variables fundamentales. Una segunda razón implica directamente al sistema de financiación, como es la estructura establecida de financiación a la vivienda, que estaría afectando a la mayor o menor flexibilidad de adaptación del ciclo residencial a las condiciones generales de evolución de la demanda, que posee elementos comunes en Europa.

El artículo aporta, en su bloque final, un ejercicio empírico que trata de estimar algunas de las relaciones explicadas en el caso europeo. Para ello, se plantea un ejercicio en el que se busca contrastar las relaciones de causalidad entre los indicadores de financiación y del mercado de vivienda para los principales países europeos. Para ello, se construye una *pool* de datos que incluyen la deuda viva de hipotecas residenciales, el ciclo de edificación, los precios reales de las viviendas, los tipos de interés reales y un indicador de riesgo financiero relacionado con los precios, todo ello para el período 1988-2001. Las relaciones se estiman por mínimos cuadrados generalizados con efectos fijos, y son, básicamente, tres: la primera es la existente entre la financiación residencial y el ciclo de edificación, buscando responder a la pregunta sobre si es el sistema financiero el que impulsa la edificación o bien al contrario, es decir, la demanda genera la adaptación de los flujos de financiación a este sector. Los resultados muestran que, en el marco europeo, esta relación es intensa, pero es la segunda de las causalidades la que prima, aunque la primera de ellas es especialmente significativa para algunos países, como España e Irlanda. El segundo ejercicio contrasta el efecto que tiene el aumento en los precios sobre el montante total de endeudamiento hipotecario, buscando detectar la rapidez con la que los procesos de inflación residencial se trasladan al sistema financiero. La teoría muestra que no siempre esta transmisión puede producirse, es decir, en épocas de expansión los créditos pueden crecer como resultado del aumento de la demanda, y no necesariamente de los precios. Los resultados muestran que la transmisión de los precios al sistema crediticio en Europa es muy rápida, pero especialmente en algunos países como Alemania, Reino Unido y Holanda, y menos en Francia, España e Irlanda. Las razones de ello parecen encontrarse en la estructura de financiación existente y en su flexibilidad para atender a los cambios en la demanda.

Por último, se contrasta el grado en que las instituciones de los países europeos son aversas al riesgo de aumento de los precios residenciales. Los resultados muestran una evidencia inicial sobre la existencia de una elevada sensibilidad de los sistemas de financiación a los cambios en los precios de las viviendas en Europa, pero que no redundan en una protección adicional del sistema. Esto ocurre con menor intensidad en algunos países (que se cubren más ante los cambios en los precios) como España y Reino Unido.

RÉGIMEN TRIBUTARIO DE LA VIVIENDA

José Antonio Antón Pérez

En este artículo se formula un rápido repaso de los principales impuestos que inciden sobre la vivienda en España, con la finalidad de señalar cuáles son aquellos puntos o aspectos que resultan merecedores de revisión.

Dentro de la imposición directa, y en cuanto al Impuesto sobre la Renta, se critican dos cuestiones: la imputación de renta por el uso de segundas viviendas y la limitación de partes deducibles para el supuesto de viviendas arrendadas. Ambas medidas se conside-

ran contrarias al principio realista que debería informar al tributo. Igualmente, se pone en duda quiénes sean los beneficiarios efectivos de la deducción por inversión en vivienda, dada la posiblidad de que sea más útil para los vendedores que para los adquirentes de las viviendas.

En materia del Impuesto sobre Sociedades, el nuevo régimen de las entidades que se dediquen al arrendamiento de viviendas, actualmente en tramitación en las Cortes Generales, aparece, en una primera aproximación y a reserva de la regulación que finalmente prevalezca, como un sistema complejo por los requisitos exigidos a las entidades beneficiarias.

Pero quizá la regulación más inadecuada sea la del Impuesto sobre el Patrimonio. El sistema de valoración de las bases penaliza injustificadamente a los adquirentes de viviendas recientes frente a los propietarios antiguos. Se presume que la solución más viable para evitar tratamientos claramente discriminatorios sería utilizar exclusivamente la valoración catastral, dando primacía a la función de control de este impuesto sobre la recaudatoria.

Se analizan, asimismo, la imposición indirecta y la local, concluyéndose en la conveniencia de un replanteamiento global, aunque no parece que sean cuestiones fiscales las que se encuentran en primera línea para resolver el endémico problema de la vivienda en nuestro país.

PRECIOS DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y FACTORES EXPLICATIVOS

Jorge Martínez Pagés
M.ª de los Llanos Matea Rosa

Los precios de la vivienda en España muestran una marcada tendencia creciente en el tiempo, que se acentúa en los últimos años. Dicho crecimiento, aunque no es totalmente homogéneo, resulta bastante generalizado en lo que se refiere a los distintos tipos de vivienda existentes y, por otro lado, destaca por su intensidad en términos comparativos con la evidencia internacional. El aumento de los precios de la vivienda en los últimos años responde, ante todo, a un fuerte impulso de la demanda, no suficientemente compensado con el crecimiento de la oferta, debido a la existencia de ciertas ineficiencias y elementos de rigidez en ésta.

Por el lado de la demanda, el componente demográfico es un factor muy importante. La población potencialmente demandante (medida por la población de más de 25 años) ha aumentado en cuatro millones y medio de personas, entre 1991 y 2001, de los cuales menos de un millón corresponden a población extranjera, si bien ésta ha sido muy relevante desde 1997, coincidiendo con el último período expansivo del mercado de la vivienda. Todo ello, junto a la transformación de las formas de convivencia, ha hecho que la creación de hogares haya superado los dos millones y medio. También ha tenido una incidencia notable el crecimiento de la renta y del empleo. Asimismo, en el último período expansivo resulta especialmente significativo el descenso de los costes de financiación y la flexibilización de las condiciones de los préstamos hipotecarios. A lo anterior habría que añadir la ventaja relativa que supone el tratamiento impositivo de la vivienda principal frente a otros activos y la caída de la rentabilidad de las cotizaciones bursátiles desde el año 2000.

La oferta ha registrado también un elevado crecimiento, resultado del cual, en el año 2001, el parque de viviendas ascendía a algo más de 20,8 millones, es decir, 3,6 millones más que diez años antes. Del total de viviendas, un 68,5 por 100 era residencia habitual, un 16 por 100 secundarias y un 14 por 100 estaban desocupadas. No obstante, ello no ha sido suficiente para evitar un nuevo aumento del precio real de la vivienda.

La normativa urbanística contiene elementos que limitan la oferta de suelo, al tiempo que el proceso para que éste esté listo para edificar es lento, complejo e incierto. Este sistema poco ágil hace que el suelo actúe como un cuello de botella sobre el mercado de la vivienda, con el consiguiente efecto sobre el precio de ésta en momentos de demanda elevada, como ha sucedido en los últimos años. En el medio y largo plazo, los aumentos del precio del suelo tienden a consolidarse, sin que la competencia entre los distintos propietarios del suelo ayude a reconducirlo hacia niveles más moderados. Por su parte, la oferta de viviendas protegidas ha ido perdiendo peso dentro de las nuevas viviendas construidas, hasta el punto de representar solo un 9 por 100 de todas las viviendas iniciadas en el año 2001. Existe además un gran número de viviendas desocupadas (2,9 millones) que potencialmente podrían suponer un aumento de la oferta de alquiler, pero que se mantienen fuera del mercado, posiblemente, por problemas relacionados con este segmento, que representa un porcentaje (11,5 por 100) muy reducido del mercado de la vivienda en España. El carácter marginal de este tipo de tenencia es consecuencia de la conjunción de múltiples factores, como son el acervo cultural, la regulación de los alquileres o el tratamiento fiscal.

Como resultado de todo ello, hay cierta evidencia de que la evolución de los precios en los últimos años ha situado éstos por encima de su nivel de equilibrio de acuerdo con sus fundamentos. En consecuencia, cabe esperar una progresiva moderación de los precios, a la que contribuiría el agotamiento de algunos de los factores específicos del presente ciclo.

POLÍTICA MONETARIA, CRÉDITO BANCARIO Y MERCADO INMOBILIARIO

Santiago Carbó Valverde
Rafael López del Paso
Francisco Rodríguez Fernández

La bonanza económica, la economía sumergida que ha aflorado como consecuencia de la introducción del euro, la baja rentabilidad de los instrumentos de ahorro tradicionales, la incertidumbre existente en las bolsas y la existencia de condiciones favorables al endeudamiento —debido a los bajos tipos de interés y a la expansión del crédito hipotecario por parte de las entidades bancarias— han dado lugar a un *boom* inmobiliario sin precedentes durante los últimos años en España.

Ante la burbuja especulativa en el mercado inmobiliario, las familias españolas han debido acometer un esfuerzo financiero mayor, destinando una fracción considerable tanto de su riqueza neta como de su nivel de gasto para la adquisición de la vivienda. Dicho sacrificio se ha reflejado en una importante transformación de su estructura de consumo y, por tanto, de la demanda agregada y del nivel de inflación, así como en un creciente endeudamiento materializado en un recurso al alza al crédito hipotecario.

El análisis empírico acometido para el período 1987-2002 muestra que las medidas adoptadas por la autoridad monetaria han influido significativamente sobre el precio del crédito hipotecario, mientras que los cambios experimentados en éste, junto con la cantidad de crédito disponible y, en menor medida, la demanda de vivienda han determinado las fluctuaciones experimentadas por el precio de los nuevos inmuebles. Junto a ello se tiene que, aun cuando la titulización de activos hipotecarios y la subrogación y modificación de los créditos de dicha naturaleza ha mejorado la eficacia del mercado hipotecario, sus beneficios no se han reflejado de manera significativa en menores precios de la vivienda. A ello ha podido haber contribuido la bonanza económica que ha dado lugar a una importante adquisición de inmuebles para inversión.

EL sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Este estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

Pedidos e información:

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 19
28036 Madrid

Teléfono: 91 350 44 00

Fax: 91 350 80 40

Correo electrónico:
suscrip@funcas.ceca.es

P.V.P.: 17 € (IVA incluido)

ISSN 8411329564

9 778411 329560