

## **Perspectivas del precio de la vivienda en España**

José García Montalvo

Universitat Pompeu Fabra

La predicción es una de las tareas más complejas dentro de la economía. Las complicaciones crecen exponencialmente cuando se trata de realizar previsiones en momentos de elevada incertidumbre o gran inestabilidad. En el caso de intentar hacer previsiones sobre el precio de la vivienda en España los problemas se multiplican puesto que, por ejemplo, la calidad de las estadísticas españolas de inventario de vivienda por vender es muy cuestionable y las estadísticas de precios no reflejan adecuadamente los valores de transacción. Además existen influencias externas a la evolución estricta de las magnitudes relacionadas con el mercado inmobiliario que tienen un papel muy relevante, y difícilmente predecible, sobre los precios de los productos inmobiliarios. En particular, la intervención del sector público sobre los incentivos a la compra de vivienda (ahora quito y ahora pongo la desgravación; ahora reduzco el IVA, ahora extendiendo la rebaja del IVA, etc.) y, más importante, los cambios en la normativa financiera respecto a la absorción de las pérdidas ligadas al sector inmobiliario. Por ejemplo el RD 2/2012 de saneamiento del sector financiero acelerará la caída de los precios de las viviendas ofertadas por la banca y, por vía competitiva, las del resto de inmuebles a la venta. En este artículo se proporciona una visión de la evolución reciente de los precios de la vivienda en España y se presenta una previsión de evolución futura basada en ratios estructurales. Finalmente, se analiza si los precios de tasación y los precios registrales, materia prima de las estadísticas oficiales de precios, reflejan adecuadamente los precios de mercado.

### **1. Evolución reciente del precio de la vivienda en España**

Con independencia del indicador utilizado para medir la evolución del precio de la vivienda los últimos datos muestran una aceleración de su caída. El gráfico 1 considera cuatro indicadores: el precio de la vivienda en nuevas promociones (Sociedad de

Tasación), el precio de tasación de TINSA (IMIE), el precio registral (INE) y el precio de tasación agregado del Ministerio de Fomento. En 2010 se observa una evidente reducción de la velocidad de caída de los precios, debida a cambios fiscales temporales, que se revierte en 2011 cuando comienza el “double dip”.

**Gráfico 1. Evolución del crecimiento de los precios (tasas interanuales)**

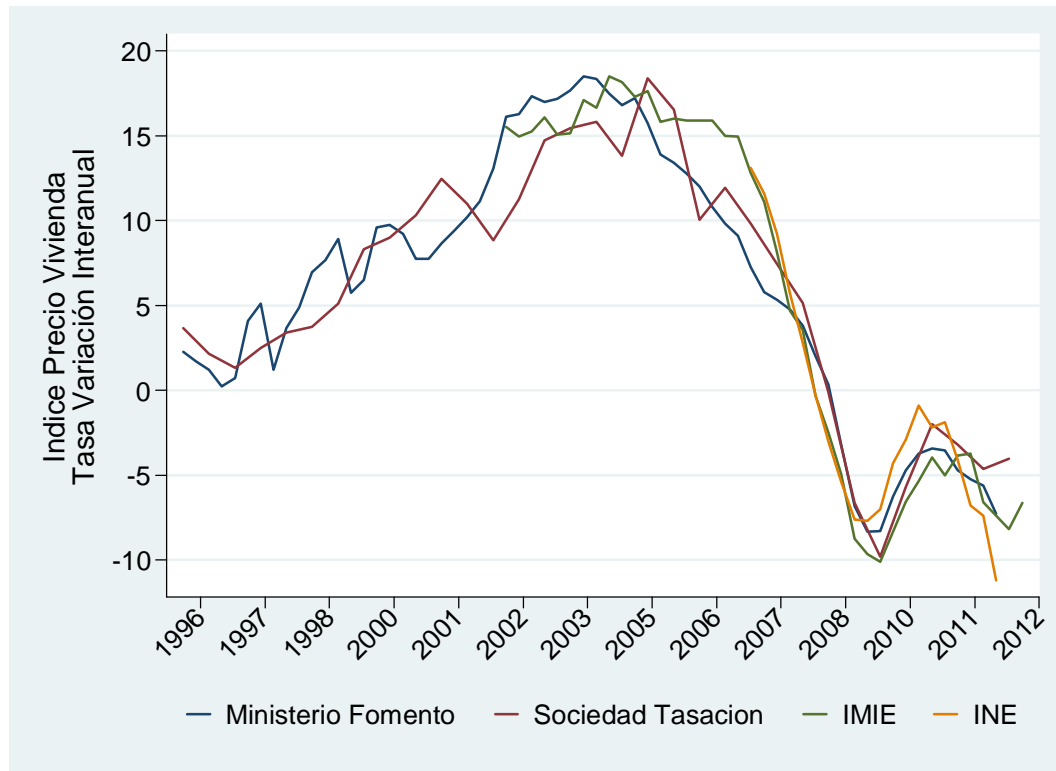
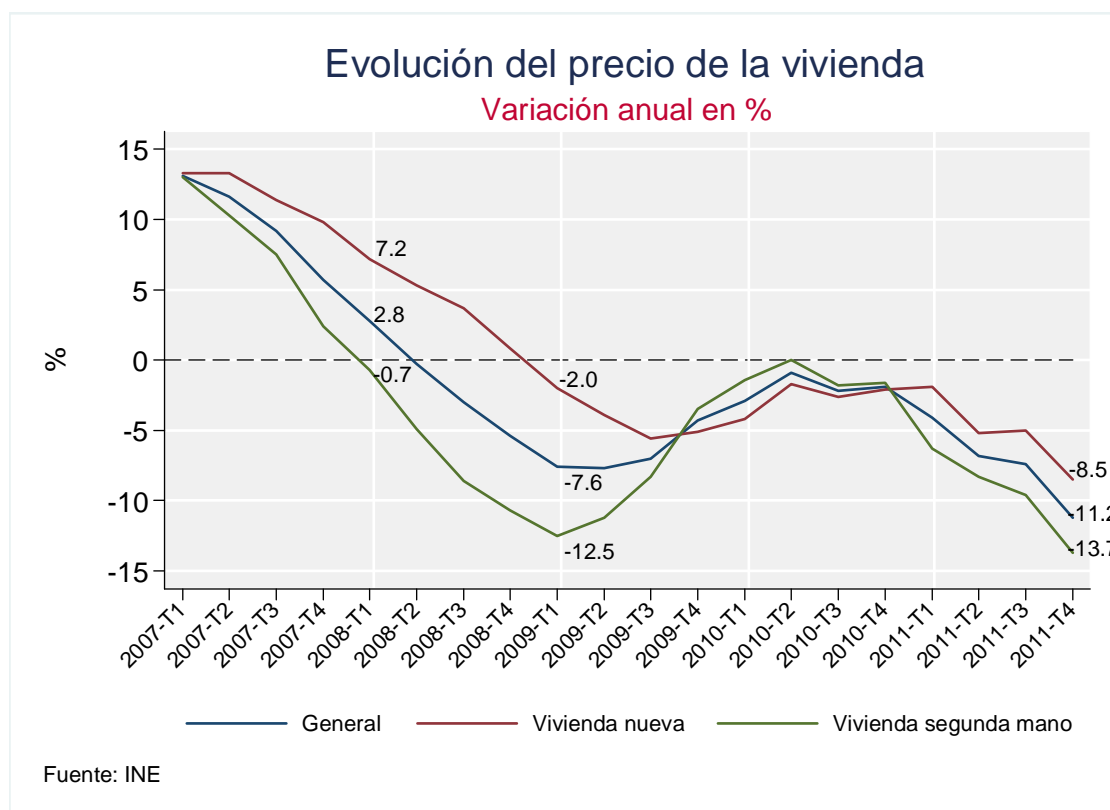


Gráfico 2.



El gráfico 2 muestra la evolución de los precios de viviendas nuevas y usadas según los datos utilizados por el INE. Este indicador, basado en los precios registrales, es el que muestra una mayor caída en la actualidad.

A pesar de esta aceleración reciente, el proceso de ajuste de los precios inmobiliarios en España avanza mucho más lentamente que en otros países que también sufrieron una importante burbuja inmobiliaria. El cuadro 1 permite comparar la extensión del ajuste desde el máximo de los precios de la vivienda.

**Cuadro 1. Recorrido entre pico y valle en los precios inmobiliarios**

	Pico	Valle	Variación
<b>Irlanda</b>	<b>Abril-07</b>	<b>Abril-10 (último dato disponible)</b>	<b>-31,8%</b>
<b>EEUU</b>	<b>Abril-06</b>	<b>Mayo-09</b>	<b>-32,8%</b>
	(double dip)	<b>Febrero-11</b>	<b>-34,4%</b>
<b>Japón</b>	<b>1995</b>	<b>2011</b>	<b>-41,7%</b>
<b>Reino Unido</b>	<b>Agosto-07</b>	<b>Diciembre-11</b>	<b>-30,6%</b>
<b>España</b>			

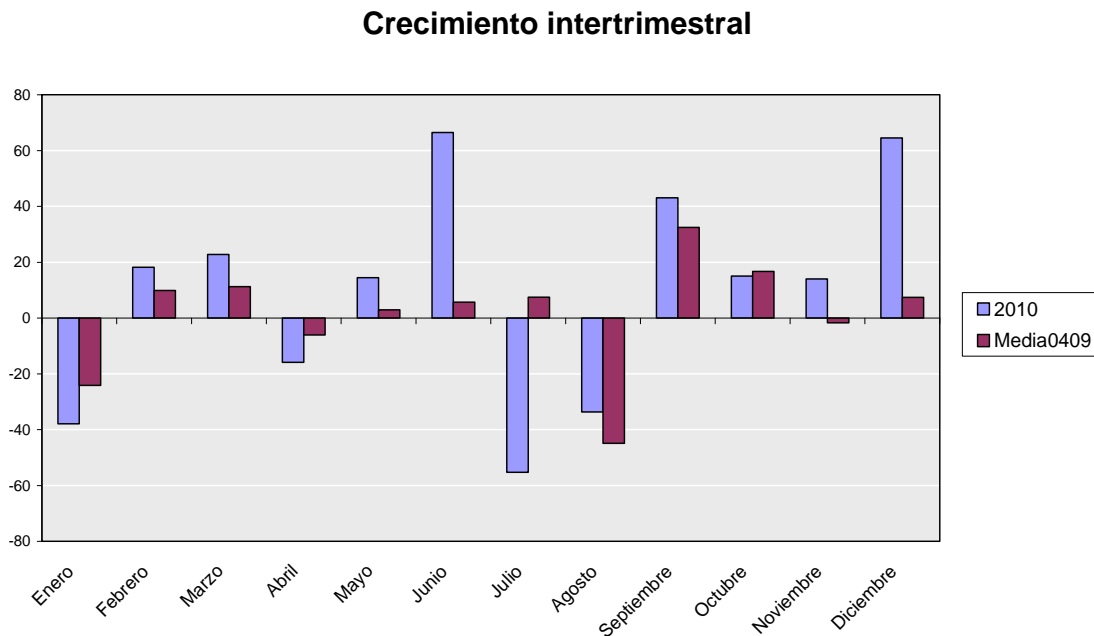
MFom	<b>Enero-08</b>	<b>Diciembre-11</b>	<b>-23,2%</b>
SOCTAS	<b>Diciembre07</b>	<b>Diciembre-11</b>	<b>-18,2%</b>
IMIE	<b>Diciembre-07</b>	<b>Febrero-11</b>	<b>-27,1%</b>

El cuadro 1 muestra la dispar evolución del ajuste de los precios de la vivienda en varios países donde también se produjo una burbuja inmobiliaria. Estas diferencias en el ritmo de ajuste son consecuencia de las características de los mercados en cada país y de las medidas adoptadas en el sector inmobiliario y en el financiero.

En el caso español los cambios fiscales de 2010 afectaron significativamente la dinámica de los precios, ralentizando su tasa de ajuste. Estos mismos efectos ya se observaron durante 2009 y parte de 2010 en Estados Unidos donde, en enero de 2009 comenzó un programa temporal de desgravación fiscal a la compra de viviendas. En el caso español se observaron efectos similares. El aumento del IVA en julio de 2010, junto con la subida del ITP en diversas comunidades autónomas (Cataluña, Andalucía, Extremadura) aceleró las ventas en junio de 2010. De la misma manera, la eliminación de la desgravación a la vivienda al final de 2010 para rentas superiores a 24.107 euros también provocó un cambio significativo en los patrones de compra anteriores, afectando a la dinámica de los precios que contuvieron sus caídas durante parte de 2010. El gráfico 3 muestra una comparación de la evolución de las compraventas de viviendas por meses obtenidas a partir de la información de los notarios. El mismo recoge la comparación, para cada mes, de la media del crecimiento intermensual entre los años 2004 y 2009 y el valor observado del crecimiento intermensual del año 2010. En particular, el gráfico 3 muestra un espectacular salto en las compraventas de junio de 2010 frente a las medias de años anteriores. En julio se observa justamente el fenómeno contrario: una caída muy grande que contrasta con las habituales subidas de los meses de julio. Por último el crecimiento intermensual del mes de junio de 2010 es también muy superior al observado durante los años anteriores. Esta anticipación de la demanda futura como consecuencia de cambios fiscales con efectos temporales redujo el ritmo de ajuste de los precios. La reducción a la mitad del IVA para la compraventa de viviendas nuevas no ha tenido el mismo efecto puesto que gran parte de la demanda ya se había anticipado, las condiciones de los créditos empeoraron

significativamente durante la segunda mitad de 2011, y se anticipó que la reducción del IVA duraría más tiempo del previsto inicialmente.

**Gráfico 3. Efecto de los cambios y anuncios fiscales de 2010**



Junto a los cambios impositivos otro factor importante en la evolución de los precios es el inventario de viviendas nuevas por vender. Al no disponer de información trimestral podemos analizar esta cuestión en el corte transversal de las provincias. El cuadro 2 muestra diversas estimaciones de la variación de los precios desde el pico (en el conjunto de España se produjo en el primer trimestre de 2008) hasta diversas fechas (primer trimestre de 2009; primer trimestre de 2010 y primer trimestre de 2011) respecto al inventario de viviendas por vender en el momento inicial (año 2007) o el primer año de caída (2008). Hay varios aspectos interesantes en el cuadro 3. En primer lugar el stock de viviendas en 2007 tiene un impacto más importante que el stock en 2008. De hecho, con excepción del periodo 2008-11, el ajuste del modelo es muy superior usando el stock de 2007. En segundo lugar el efecto del stock inicial es mayor cuanto más tiempo pasa. El coeficiente más alto se produce en las regresiones 2008-11, siendo más bajo en la 2008-10 e incluso más en la 2008-09. Finalmente, mientras en el primer periodo no se observa convergencia de los precios, la intensidad del

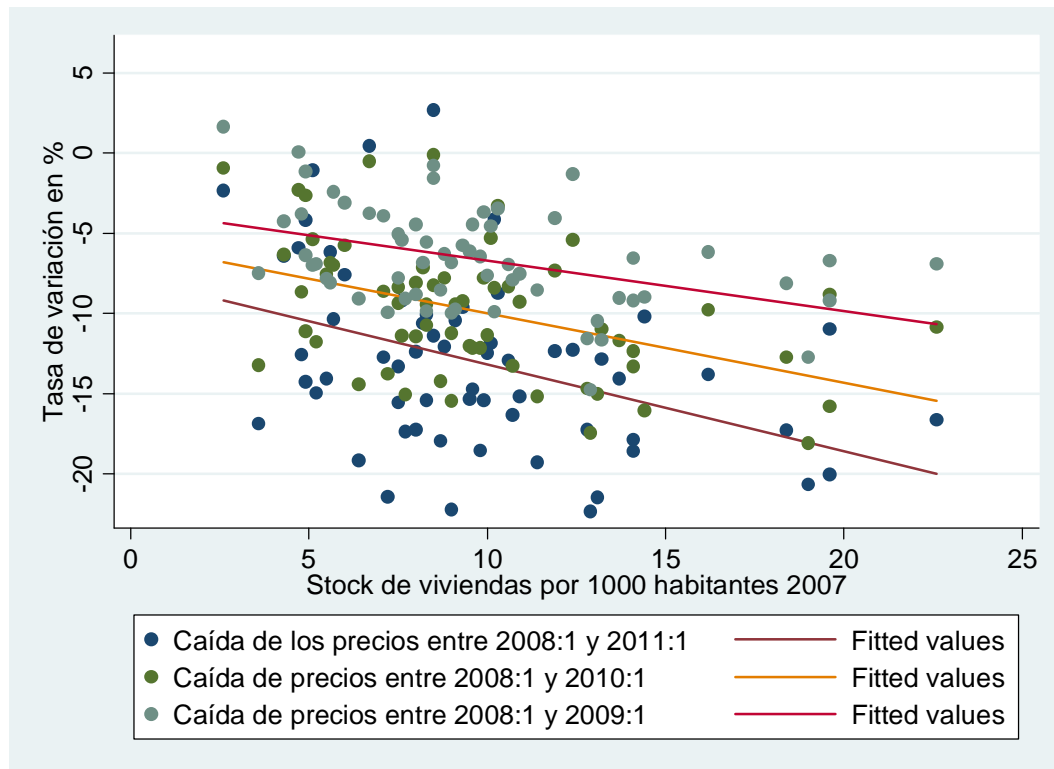
proceso se acrecienta a medida que pasa el tiempo: las provincias que tienen mayores precios sufren caídas mayores de precios dado un inventario de viviendas por vender.

**Cuadro 2. El efecto del inventario sobre la evolución de los precios.**

	2008-09	2008-09	2008-10	2008-10	2008-11	2008-11
Ln(stock07)	<b>-0.034</b> <b>(-3.50)</b>		<b>-0.049</b> <b>(-4.11)</b>		<b>-0.064</b> <b>(4.16)</b>	
Ln(stock08)		<b>-0.027</b> <b>(-3.14)</b>		<b>-0.039</b> <b>(-3.67)</b>		<b>-0.057</b> <b>(-4.22)</b>
Ln(Pv2008:1)	<b>-0.005</b> <b>(-0.35)</b>	<b>-0.012</b> <b>(-0.78)</b>	<b>-0.058</b> <b>(-3.01)</b>	<b>-0.068</b> <b>(-3.41)</b>	<b>-0.12</b> <b>(-4.89)</b>	<b>-0.13</b> <b>(-5.45)</b>
R2	<b>0.20</b>	<b>0.16</b>	<b>0.33</b>	<b>0.30</b>	<b>0.45</b>	<b>0.45</b>
N	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>

El gráfico 4 muestra estos efectos de forma gráfica. La pendiente que la recta se acentúa a medida que pasan los años desde el comienzo de la caída. Obviamente las líneas también se desplazan hacia abajo dado que los precios continúan bajando durante todo el periodo.

**Grafico 4. Caída de precios en función del inventario de viviendas por cada 1000 habitantes en 2007**



## 2. Previsiones para el precio de la vivienda.

Con todas las salvedades comentadas en la sección anterior sobre la capacidad de los modelos econométricos para producir predicciones adecuadas del precio de la vivienda en España, y la ausencia de datos trimestrales sobre variables importantes o cambios exógenos de política económica, en esta sección se presentan algunas alternativas para evaluar la evolución futura de los precios de la vivienda. En principio se podrían realizar predicciones a corto plazo y predicciones a largo plazo, o sobre el nuevo precio de equilibrio. En la predicción a corto plazo algunos modelos VAR o SVAR se han mostrado bastante efectivos. García-Montalvo (2011) presenta un SVAR que predecía, con información hasta un año antes, una caída del índice de precios del Ministerio de Fomento en 2011 del 6,3% frente al 6,8% realmente producido.

Las proyecciones a largo plazo pretenden establecer los márgenes de caída de los precios en función de indicadores estructurales. Los más importantes son la ratio del precio de la vivienda sobre la renta bruta disponible (PRD) y la rentabilidad del alquiler (RALQ). El gráfico 5 muestra la evolución del índice PRD. Un aumento de este indicador solo estaría justificado por innovaciones financieras que efectivamente pudieran distribuir el riesgo de manera más eficiente o cambios económicos que permitieran

extender de forma permanente la duración media de las hipotecas o reducir los tipos de interés también de forma permanente. No parece que se puedan producir cambios rápidos y significativos del tipo de interés natural o de la extensión de las hipotecas sin innovaciones financieras sustanciales. Por tanto es razonable tomar como referencia de largo plazo una ratio de 4 años de renta familiar bruta disponible, similar a la observada en España y otros países con anterioridad al comienzo de la burbuja inmobiliaria. La metodología del cálculo del indicador PRD por el Banco de España señala que se obtiene dividiendo el precio medio de una vivienda libre de 93,75 m<sup>2</sup> construidos por la renta bruta estimada del hogar mediano según cálculos presentados en el Boletín Económico del Banco de España de mayo 2005 (pp. 65-71) y la información de la Encuesta Financiera de las Familias de 2005. El último dato disponible indica que la ratio en España se encuentra todavía en 6,2 años. Esto significa que si la renta familiar disponible no creciera en los próximos años, los precios deberían todavía ajustar un 35,4% para volver a los niveles de largo plazo. Esto implicaría una caída entre pico y valle del 53,3%.

No obstante de la metodología que publica el Banco de España es difícil inferir exactamente como se realiza el cálculo. En principio si se utiliza una base homogénea, sin cambiar la referencia de la renta mediana, utilizando la Encuesta Financiera de las Familias, se obtienen unos resultados algo diferentes. El gráfico 5 muestra la comparación de la serie producida por el Banco de España, la obtenida con una base homogénea y la calculada por un procedimiento alternativo. En particular, el cambio de base genera algunos cambios en la dinámica de la ratio. La serie roja discontinua presenta la serie producida por el Banco de España. La serie roja presenta una estimación de la renta bruta disponible a partir de la estimación de la mediana de la Encuesta en 2005 actualizada, y calculada hacia atrás, usando la tasa de variación de la renta disponible per cápita multiplicada por el tamaño medio del hogar estimado a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (o el dato de los Indicadores Sociales del INE)<sup>1</sup>. También se ha calculado el índice utilizando como estimación de la renta bruta disponible por hogar el producto de la renta bruta disponible ajustada per capita multiplicada por el número medio de individuos en un hogar (serie azul discontinua). El ajuste implica incluir en la renta bruta los reembolsos de prestación por seguridad

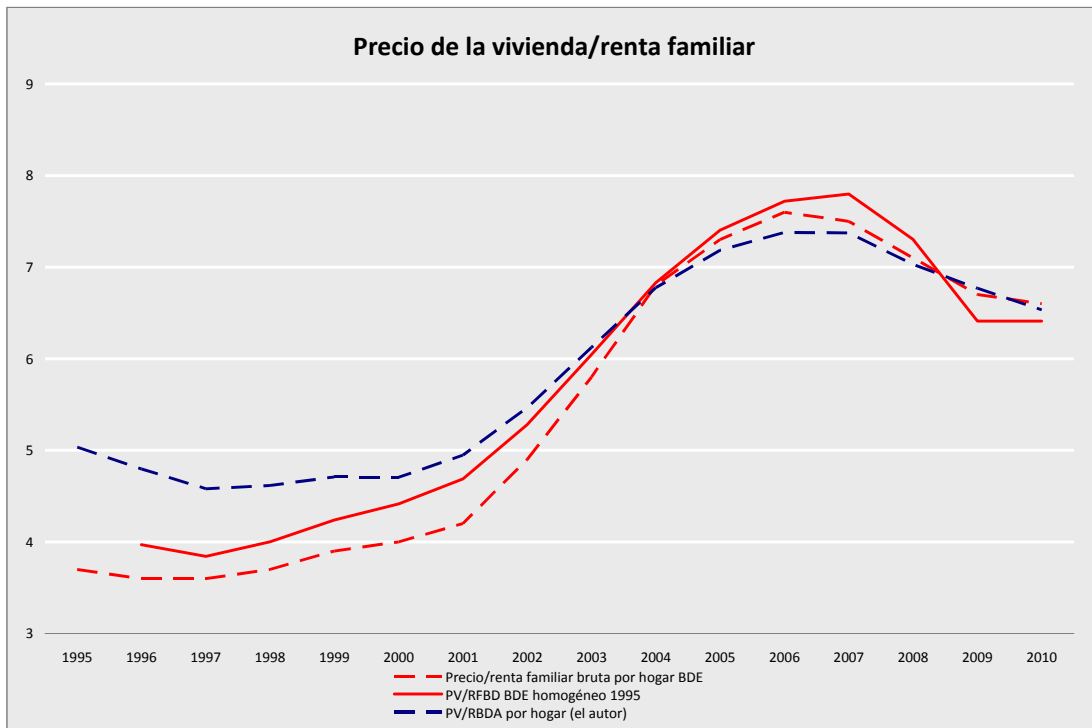
---

<sup>1</sup> La comparación con la renta mediana requeriría calcular la tasa de variación de la renta mediana.



social, otras prestaciones de seguridad social en especie y transferencias y servicios no de mercado.

**Gráfico 5. Evolución de la ratio precio/renta familiar según diversos estimadores**



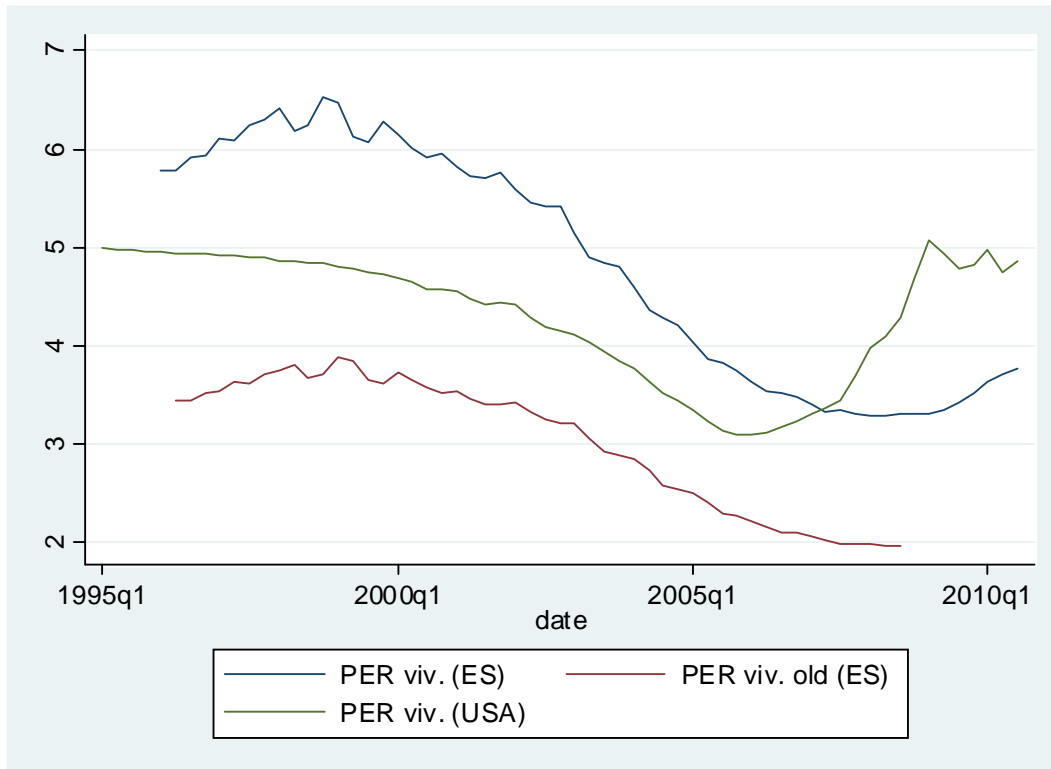
El gráfico 5 muestra que los dos cálculos basados en el dato de renta mediana de la Encuesta Financiera de las Familias de 2005 tienen evoluciones muy parecidas aunque el homogéneo parece haber ajustado algo más que el calculado por el Banco de España. La evolución de la serie azul también es similar pero con una situación inicial algo superior. Todas las series muestran un ajuste claro de la ratio a partir de 2008 aunque en 2009 y 2010 se ha ralentizado sustancialmente por la caída de la renta per cápita<sup>2</sup>. En el indicador de precio sobre renta bruta disponible ajustada por hogar la vuelta a los valores observados durante los años de estabilidad del sector inmobiliario supondría una caída adicional del 23,1% desde diciembre de 2010. Esta tasa se correspondería con un supuesto de constancia en la renta bruta disponible ajustada por hogar. Si consideramos las predicciones del FMI o del Gobierno español de caída del PIB un 1.7% en 2012 lo más lógico sería pensar en una caída de la renta disponible

<sup>2</sup> Al tratarse de la renta ajustada la caída ha sido bastante inferior a la renta disponible per cápita por las compensaciones a partir de las prestaciones sociales y las transferencias netas. Fernández y Jiménez (2010) muestran que la renta disponible ajustada ha sufrido una caída muy inferior a la renta disponible durante la crisis en los países europeos.

de las familias. Por tanto la caída de los precios necesaria será superior de cumplirse estas previsiones.

Otro indicador de largo plazo es la ratio PER de la inversión residencial, o la inversa de la rentabilidad del alquiler. El gráfico 6 muestra la evolución de la rentabilidad bruta del alquiler. Por motivo de comparación se incluye también la evolución del indicador en el caso de Estados Unidos. Se puede observar como durante la burbuja la rentabilidad de la vivienda cayó sustancialmente. En Estados Unidos la rápida caída de los precios recuperó la rentabilidad a niveles anteriores a la burbuja (en torno al 5%). En España aparecen dos indicadores calculados por el Banco de España. La diferencia entre ambos es un cambio de nivel provocado por la utilización de los alquileres de la encuesta realizada por el antiguo Ministerio de Vivienda. La metodología indica que el alquiler medio por m<sup>2</sup> se estima a partir del dato del año 2006 obtenido de la "Encuesta sobre la vivienda en alquiler de los hogares en España 2006" del Ministerio de Fomento y la evolución del IPC de alquileres. Es importante señalar que si se considera la evolución del componente de alquileres en el IPC se introduce una inercia muy importante puesto que los contratos de alquiler se firman para un tiempo mínimo de cinco años y, por tanto, gran parte de los alquileres se están actualizando a la inflación con una influencia menor de los cambios en los precios de alquiler en el mercado libre. Si utilizamos la serie actual (la línea azul) comprobamos que todavía queda bastante recorrido para volver a los niveles de rentabilidad anteriores a la burbuja. Para volver al 5% en la rentabilidad bruta del alquiler sería necesario que los precios cayeran un 23,9% adicional, suponiendo que los alquileres no subieran. De hecho, los datos disponibles sobre nuevos alquileres (precio de oferta) de Fotocasa, los alquileres continúan cayendo, efecto que no recoge el indicador calculado por el Banco de España puesto que el stock de alquileres todavía sigue aumentando su precio por efecto del ajuste de la inflación general para alquileres de menos de cinco años.

#### **Gráfico 6. Evolución de la rentabilidad del alquiler**



### 3. Factores financieros en la evolución futura de los precios de la vivienda

La aprobación del Real Decreto Ley 2/2012 de saneamiento del sector financiero ha supuesto un nuevo impulso en el reconocimiento de la pérdida de valor de los inmuebles y suelos acumulados en los balances de las entidades financieras. Al margen de cómo se financiarán de las consecuencias de este decreto la cuestión es si los nuevos requisitos limpian definitivamente los balances de las entidades financieras españolas de las pérdidas originadas por la burbuja inmobiliaria. Evidentemente existe la presunción de que la nueva recesión a la que se enfrenta la economía española podría provocar nuevas pérdidas que no estarían cubiertas por los coeficientes del Real Decreto. No obstante también existen dudas sobre si las nuevas provisiones son suficientes para valorar adecuadamente los inmuebles a fecha de hoy.

Para poder contestar a esta pregunta es preciso analizar en qué medida las tasaciones originales reflejaban adecuadamente el precio de mercado. García-Montalvo y Raya (2012) explican la construcción de una base de datos que permite identificar el precio de compraventa, el valor de tasación, el valor registral y el valor del préstamo hipotecario de miles de viviendas vendidas entre 2004 y 2011. La información incluye

un total de 48.238 observaciones. Entre las variables incluidas en esta base de datos aparecen las características de la vivienda, incluido el precio de venta, el precio de tasación y el volumen de la hipoteca conseguida así como la existencia de avalistas, nivel de educación de comprador y avalistas, nivel de renta del comprador, etc<sup>3</sup>. Estos datos se emparejaron con la información registral (precio, valor de tasación, valor del préstamo, etc.) que figura en el Registro de la Propiedad<sup>4</sup>. El objetivo de este emparejamiento es testar la calidad de los datos originales, para las variables que son comunes en ambas bases de datos, y añadir la información sobre el valor registral. La comparación de los precios de tasación de nuestra base de datos y la del Ministerio de Fomento proporciona un valor medio de tasación muy similar.

Con esta base de datos se pueden realizar ejercicios interesantes. Uno de las hipótesis más plausibles sobre la formación de la burbuja inmobiliaria en España se refiere al problema de incentivos que genera la participación de entidades financieras en el capital de las sociedades de tasación, con el consiguiente fenómeno de sobretasación. De esta forma el valor de tasación se convierte en una variable de ajuste entre el precio de compra de la vivienda y la capacidad financiera de las familias. La nueva base de datos permite comparar la ratio del préstamo sobre el valor de tasación con la ratio del préstamo sobre el valor de compraventa.

La media de la distribución del cociente del préstamo sobre el valor de tasación se sitúa en el 82,4%. De forma previsible la moda se sitúa en el 80%, el límite aconsejado por el Banco de España para la relación préstamo-valor (LTV). No obstante existe una significativa proporción de créditos concedidos por el 100% del valor de tasación. Junto a esta aproximación existe la perspectiva que se obtiene cuando se compara el volumen del crédito con el precio efectivamente pagado por la vivienda (precio de compraventa) en lugar del precio de tasación. En este caso la media se centra en el 110%, con una mediana muy similar. Esta visión refleja un evidente sesgo al alza en las tasaciones. Ambas magnitudes están relacionadas: un aumento de la ratio crédito sobre valor de tasación de un punto supone un incremento de 0,89 puntos del crédito sobre el precio de compra.

---

<sup>3</sup> La construcción de esta base de datos no habría sido posible sin la colaboración de TECNOCASA, que facilitó los datos de referencia.

<sup>4</sup> Se utilizó un procedimiento de anonimización que impide identificar a los propietarios de las viviendas.

El nivel de sobretasación medio sobre el precio de compra se eleva al 33,6% lo que implica un elevado grado de transferencia de expectativas de incrementos futuros de los precios en el valor de tasación presente. Esta sobretasación también afecta al riesgo de los créditos hipotecarios que figuran en los balances de las entidades financieras dado que la distribución de la ratio de crédito sobre valor de tasación no refleja adecuadamente el valor de mercado del colateral incluso en el periodo inicial.

¿Qué relación existe entre la ratio de crédito sobre valor de tasación y la sobretasación en relación al precio de compra? Cuanto mayor es la proporción del crédito sobre el valor de tasación menor es el grado de sobrevaloración del valor de tasación sobre el precio de compra. Esta relación indica el claro trade-off que existe entre una ratio alta de hipoteca sobre valor de tasación pero con un valor de tasación ajustado, o una ratio baja de hipoteca sobre valor de tasación pero con un elevado grado de sobrevaloración.

Relacionado con estos dos últimos puntos también existen diferencias respecto a las estrategias adoptadas por distintas instituciones financieras. Por ejemplo, la sobrevaloración en bancos y financieras fue muy superior a la producida en las cajas de ahorros. Por el contrario, la ratio de crédito sobre valor de tasación es claramente superior en cajas y financieras que en bancos. Los grandes bancos muestran un nivel de sobrevaloración inferior al conjunto de bancos.

Otro elemento importante para la visión global de la relación entre los diferentes precios y valores de los activos inmobiliarios es la relación entre el incremento porcentual del valor de tasación sobre el precio de compra y la proporción que representa el crédito hipotecario respecto al precio de compra. Existe una clara correlación positiva entre la ratio de crédito sobre precio de compra y el incremento del precio de tasación sobre el precio de compraventa: si se necesitaba una elevada proporción de crédito sobre el precio de compra, el valor de tasación se incrementa sustancialmente frente al precio de compraventa. Este resultado presenta un indicio adicional de la hipótesis del ajuste del valor de tasación a las necesidades de financiación del comprador de vivienda.

Es frecuente que se asocie la compra de una vivienda con el pago de una cantidad que no aparece reflejada en las escrituras de compra. La reducción del valor registral frente al precio de compraventa supone el pago de menos impuestos indirectos, para el comprador, y el ahorro de una cantidad, que puede ser muy sustancial, en forma IRPF sobre las ganancias de capital, para el vendedor. Aunque es generalmente aceptado que en las transacciones inmobiliarias se producen pagos no computados en las escrituras, resulta mucho más difícil encontrar información estadística para sustentar estas sospechas. La base de datos descrita anteriormente permite realizar una aproximación a este fenómeno a partir de los datos registrales y los precios de compra. En un 43,3% de las compraventas para las que existe un emparejamiento con información registral, el precio del Registro es idéntico al precio de compraventa. La media de la divergencia entre el precio del Registro y el precio de compraventa es de unos 15.000 euros para el conjunto de la muestra, y de 26.400 euros para el subconjunto de observaciones con precio de compraventa superior al precio que figura en el Registro de la Propiedad. En particular la media de la proporción de divergencia sobre el precio de compra es del 8%, aunque la mediana es tan solo el 3%. Este tema es muy importante y requerirá una investigación más detallada y extensa.

## CONCLUSIONES

Resulta sorprendente que las estadísticas inmobiliarias españolas sean tan deficientes dada la importancia del sector para la economía. En todo caso, con la información disponible, parece claro que al proceso el proceso de ajuste del precio de la vivienda no se ha completado. Además, incluso sin contabilizar el efecto de la extensión de la crisis en el futuro, el RD para el saneamiento del sector financiero se queda corto en la contabilización de la pérdida de valor de los activos inmobiliarios teniendo en cuenta la sobretasación original de dichos activos.

## REFERENCIAS

Fernández, C. y N. Jiménez (2010), "La renta disponible de los hogares de la UEM," Boletín Económico del Banco de España, Diciembre.

García-Montalvo, J. (2011), "Perspectivas del sector inmobiliario español: evolución de los precios y evaluación de las alternativas para liquidar los activos inmobiliarios en los balances de las entidades de crédito," mimeo, Abril.

García-Montalvo, J. (2011), "¿Cuál es el precio de la vivienda en España? ¿Cuál es su evolución? Respuestas a partir de una nueva base de datos," mimeo, Noviembre.

García-Montalvo, J. y J. Raya (2012), "Imaginary prices: the role of appraisals in the formation of the Spanish housing bubble," mimeo.