

Resumen ejecutivo.

La vivienda en España: desgravaciones, burbujas y otras historias.

José García Montalvo, Universitat Pompeu Fabra.

El sector de la vivienda en España se caracteriza por una minúscula proporción de vivienda en alquiler (11%), un gran volumen de viviendas desocupadas (14%), un alto peso de la inversión inmobiliaria en las carteras de las familias (69%), una elevadísima proporción de nuevos contratos a tipo variable (90-95%), 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 en cabeza y destacada en la mayoría de estos 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 contribuyente, 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.

El 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 a 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 este no puede ser un principio general y dependerá del coste de uso de la vivienda. Sin embargo, en la práctica, quizás ésta sea la única falacia que tenga algo de realidad en el caso español dado el elevado nivel del subsidio efectivo que gozan los compradores de una vivienda frente a la penalización del alquiler. 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% del precio final dependiendo de la CC.AA., 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% del PIB durante los mismos años, siendo el más alto de todos los países de la Unión Europea para los que existe información. De la persistencia de estos mitos depende la inercia en el crecimiento de los precios de la vivienda.

Los periodos 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 periodos 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 cualquier caso no parece que la evolución esperada de los fundamentales (demografía, tipos de interés, crecimiento de la renta per capita, costes de la construcción o nivel de desempleo) pueda justificar el crecimiento de los precios que se ha observado durante los últimos 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%. Las expectativas de mantener esas rentabilidades son el principal aliento al crecimiento de los precios de la vivienda en la actualidad, fomentada en parte por los propios medios de comunicación¹. Por este motivo 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% 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 aún siendo conscientes de los peligros existentes. Es lo que los inversores querían oír y además su negocio dependía de cuantas transacciones pudieran contratar. En septiembre de 1999 Kevin Hassett (profesor de una escuela de negocios) publicó su famoso libro *Dow*

¹ 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 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 que en 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.

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.