

¿Hay una burbuja inmobiliaria?

La vivienda se ha convertido en los últimos seis años en un bien inaccesible para los que quieren comprar su primera casa y en un objeto de inversión ante la caída de rentabilidad de los merca-

dos de capitales. El Banco de España señaló recientemente que esta intensa escalada de los precios era uno de los problemas más graves que pesaban sobre la economía española, debido a

las graves consecuencias que tendría para el mercado financiero y para las familias una caída brusca del mercado. En esta página se expresan dos valoraciones diversas sobre este fenómeno.

Esta reflexión sobre el estado del mercado inmobiliario en nuestro país girará en torno al título de este artículo y la siguiente breve cita de la conocida obra de Lewis Carroll *Alicia en el país de las maravillas*: "Con la venia de su majestad, ¿por dónde comienzo?", preguntó. "Comienza por el principio", dijo el rey con gravedad, "sigue hasta que llegues al final..."

En primer lugar aparece la estéril controversia sobre el término que mejor se aproxima a lo que está ocurriendo con la vivienda en los últimos años. No existe acuerdo en el término a emplear. Así, por ejemplo, hace más de seis meses, el nada sospechoso semanario *The Economist* (8 de marzo de 2003, páginas 72-73) ya hablaba de un mercado inmobiliario español —y de otros del entorno occidental— "decididamente burbujeante". Sin embargo, se han oído otras voces —algunas de ellas de gran relevancia pública— que han adoptado una visión menos pesimista sobre el mercado inmobiliario español y prefieren hablar de *boom*, auge o sobrevaloración de los precios. Sea lo que sea, se emplee el término que se emplee, algunas de las cifras que ha mostrado el mercado de vivienda en España son ciertamente preocupantes. A nuestro entender, el mayor de los riesgos no se encuentra en el sistema financiero —que presenta eficientes sistemas de control de riesgos e inversiones—,

¿Auge, 'boom' o burbuja?

SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

sino en la carga social derivada de los elevadísimos precios de la vivienda para las familias españolas.

Recordemos algunas de las características que sugiere la teoría económica sobre la vivienda y que influyen decididamente en la evolución del precio de la misma. En primer lugar, su oferta es rígida a corto plazo, esto es, el número de viviendas que se construyen cada año representa un porcentaje reducido del *stock* total de las mismas, por lo que difícilmente un incremento —por importante que sea en un año concreto— de las nuevas viviendas afectará de modo significativo a corto plazo en los precios. Un segundo rasgo es su gran durabilidad, que hace que cualquier decisión sobre el uso del suelo, construcción o régimen de tenencia tenga efectos a largo plazo. Asimismo, la vivienda es un activo real alternativo a los activos financieros en el que los individuos invierten parte de su cartera, y en coyunturas bursátiles bajistas como las de los últimos tres años le convierte en el gran refugio que emplean los ahorradores para invertir su riqueza. Por último, el rasgo económico más trascendente es que la adquisi-

ción de una vivienda es, de lejos, la principal transacción —en términos monetarios— que realiza una familia media a lo largo de su existencia. Por tanto, el coste de la misma va a condicionar el resto de sus posibilidades económicas. Y ese coste ha crecido tanto en términos absolutos como relativos considerablemente en los últimos años. Tomemos algunas cifras publicadas recientemente por Funcas. A finales de 2002 eran necesarios casi siete salarios medios anuales para ad-

quirir una vivienda de 90 metros cuadrados en España, cuando en 1987 solamente hacían falta algo más de tres salarios medios anuales o en 1998 algo más de cuatro. Lógicamente, la gravedad de la situación es mucho mayor en Madrid, Barcelona o en otras grandes ciudades. Y todo ello a pesar de que nuestro país, en los últimos cuatro

años, ha construido el 40% de todas las viviendas de la Unión Europea. Todo lo anterior apunta a que la demanda supera ampliamente la creciente oferta de viviendas. Además de las justificaciones teóricas ya citadas, existen otras de índole más práctico que explican ese desajuste entre oferta y demanda. Por mencionar algunas, por el lado de la oferta aparecen la falta de suficiente suelo, la regulación e ingresos de los ayuntamientos en esta materia, la falta de tradición de las viviendas en alquiler y la menor construcción de vivienda barata (VPO, etcétera). Y por el lado de la demanda, se nota la influencia tanto de los bajos tipos de interés —que han animado a muchas familias a comprar muy caro pensando únicamente en los menores recibos mensuales de la hipoteca— como de la cierta opacidad fiscal de los bienes inmuebles, algo que se apreció especialmente en la expansión de la demanda de vivienda en el periodo previo a la implantación física del euro.

Este diagnóstico, a nuestro entender, no deja dudas de la gravedad del problema —llámese auge, *boom* o burbuja— y de la difícil-

Hay que poner este problema en lo alto del ranking de temas de la agenda política

quiere una vivienda de 90 metros cuadrados en España, cuando en 1987 solamente hacían falta algo más de tres salarios medios anuales o en 1998 algo más de cuatro. Lógicamente, la gravedad de la situación es mucho mayor en Madrid, Barcelona o en otras grandes ciudades. Y todo ello a pesar de que nuestro país, en los últimos cuatro

tañer en plantear posibles soluciones. En este sentido, numerosos responsables políticos y economistas se hacen la pregunta de la cita del libro de Alicia. Es difícil señalar por dónde empezar ante el gran número de aspectos que deberían cambiar para que la vivienda dejara de suponer una carga financiera, económica y social tan pesada para las familias españolas. En todo caso, la seriedad de la cuestión debería servir de acicate para que se tome verdadera conciencia de que ha llegado la hora de poner este problema en lo alto del *ranking* de temas de la agenda política. Aunque algunas fuerzas de mercado —como la subida de tipos de interés o la mejor coyuntura bursátil— pueden jugar a la favor de una cierta ralentización en el crecimiento de los precios nominales y reales de la vivienda en los próximos tiempos, hará falta más que eso para rebajar significativamente la magnitud del problema. Y si es necesario hacer numerosas reformas de toda índole —a saber, el sistema de financiación de los ayuntamientos, las condiciones de competencia del sector de la construcción, la potenciación de la vivienda en alquiler o una reforzada lucha por una menor opacidad fiscal de la vivienda, entre otras—, a nadie le debería temblar el pulso ante la enorme incidencia social de la vivienda en nuestro país.

Santiago Carbó Valverde es catedrático de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad de Granada e investigador de Funcas.

Hace ya tiempo que agentes e instituciones califican de burbuja la expansión de viviendas y valores que se registra en España desde hace unos años. El hecho es que las viviendas están viendo aumentar sus precios por encima de la inflación, con tasas sostenidas del 20% en términos reales desde mediados de 2000, lo que significa que casi han duplicado el total a pagar por un potencial comprador en pocos años. El aumento en los precios residenciales se despegó de la inflación a mediados de 1998, haciendo que las viviendas produjeran ganancias de capital crecientes durante más de cinco años, lo que les convirtió en uno de los activos más atractivos para la inversión, especialmente si las alternativas fallaban en los mercados de capitales. Lo sostenido de este proceso y los niveles de precios a los que se está llegando es lo que le ha valido la calificación tan extendida de la nueva *burbuja inmobiliaria*.

Pero no existe tal *burbuja*. Es cierto que fuertes aumentos de precios, junto con un intenso crecimiento en la edificación, suenan a bolsa especulativa que puede estallar en cualquier momento. Sin embargo, esta situación no es nueva en los mercados inmobiliarios, hasta el punto de que se le ha asignado la definición de *mercados activos* a aquellos en los que esto ocurre, existiendo habitualmente en regiones con relevantes expectativas de expansión económica y mercados no maduros.

Son los entresijos del equilibrio inmobiliario los que explican estas situaciones aparentemente ajenas a

Equiparación con Europa

PALOMA TALTAVULL

la lógica económica: en primer lugar, los mercados residenciales tienen una demanda estable que impide que se desplomen los precios y en los que sus valores reflejan la capacidad de compra existente y capitalizan la riqueza de la región. De la primera depende el crecimiento estable de la edificación, y de la riqueza, la atracción de la demanda inversora. Ambas se encuentran juntas interactuando sobre los precios y contribuyendo a la expansión del mercado de viviendas, que será mayor allí donde más expectativas de crecimiento futuro exista. En segundo lugar, la existencia de elevados costes de transacción desincentiva a la parte de estos demandantes que sean especuladores, entendiendo por tales a los compradores de corto plazo que quieran realizar las ganancias con rapidez. Es posible que su existencia se circunscriba a la actividad de nueva construcción (compra sobre plano y venta antes de la escritura), aunque su efecto no debe ser muy relevante porque tanto las viviendas nuevas como las antiguas experimentan similares revalorizaciones en España durante los últimos años.

En tercer lugar, existe un mecanismo interno en el mercado que limita la expansión constructora cuando los precios se elevan mucho, generando excedentes de vi-

vendas construidas que no pueden ser absorbidas por falta de capacidad de compra. Esto es lo que ocurrió en España durante la anterior *burbuja inmobiliaria*, en que los aumentos sostenidos por encima del 20% de los precios entre 1989 y 1992 redujeron la edificación un 10% anual desde 1988 y la absorción de unidades en el mercado, creando excedentes. Cuando éstos aumentaron, y se produjeron cambios en la situación económica ge-

El mercado, pues, está funcionando, sólo que a una velocidad de vértigo

neral, los precios se desplomaron hasta el -2% y -8% en unos pocos trimestres. Entonces se habló del estallido de la burbuja, aunque, comparada con el ajuste en los mercados de valores, lo que en realidad se produjo fue una corrección pequeña de los precios que duró dos años.

Actualmente, la experiencia es que las viviendas iniciadas crecen alrededor de un 10% anual, los préstamos hipotecarios para financiar su compra lo hacen a un ritmo del 20%, como reflejo de los pre-

cios, el aumento en el número de transacciones oscila entre el 10% y el 11% y no hay indicios de la existencia de una bolsa importante de unidades vacantes para la venta, de manera que la absorción de las unidades en el mercado parece rápida. El mercado, pues, está funcionando, sólo que a una velocidad de vértigo.

No obstante, hay que reconocer que la elevación de los precios ha absorbido ampliamente la capacidad de pago de una buena parte de los salarios españoles. Entonces, ¿por qué los mecanismos del mercado residencial no han actuado todavía como lo hicieron en la anterior década?

Las razones radican en que hay nuevas fuentes de demanda: en primer lugar, existe una moneda, el euro, que da transparencia a los precios residenciales en el contexto europeo, hay un creciente flujo de compradores extranjeros que se domicilian y/o compran su segunda residencia en España, diversificando así la inversión de sus ahorros, y se han fundido en el mismo mercado diferentes niveles de renta, como son las españolas/europeas o las de las capitales/regiones periféricas. Si se tiene en cuenta que los precios residenciales tienden a alinearse con la capacidad de compra de los demandantes y que, además, existe un importante

efecto de transmisión de los precios entre las regiones, el cóctel de viviendas-precios está servido. Si en lugar de viviendas se habla de oficinas u otro bien inmobiliario, el razonamiento y la descripción son similares.

En segundo lugar, hay que pensar que las viviendas pueden estar capitalizando el gran diferencial de precios existente entre los países europeos y España desde el inicio del proceso de integración. Las dos fases de revalorización que han tenido lugar (1987-91 y 1999-2002) han arrojado aumentos muy superiores a la media de otros países, y a diferencia de procesos más estables y pautados en otros bienes, han podido concentrar la equiparación de los valores residenciales entre Europa y España en esos dos periodos. Los ahorradores (extranjeros y españoles) no son ajenos a esta situación y encuentran en las viviendas un activo idóneo para invertir.

Mientras exista demanda que prefiera comprar una vivienda en lugar de activos financieros, los precios residenciales seguirán creciendo y tirando de la actividad constructora. Las correcciones llegarán en forma de una paralización de la demanda y la estabilización de los precios, lo que podría poner en un compromiso a las obras iniciadas y a la rentabilidad del ahorro depositado, pero no es probable que los precios se hundieran si no hay una razón económica grave adicional que así lo justifique.

Paloma Taltavull es miembro del departamento de Análisis Económico Aplicado de la Universidad de Alicante.