



## ¿Una burbuja inmobiliaria?

Julián Pérez

- Mientras que a principios de los noventa se terminaban unas 250.000 viviendas al año, durante los tres últimos años esta cifra se ha elevado hasta las 500.000 nuevas viviendas terminadas cada año.
- Ha sido el abaratamiento relativo del coste de financiación de la vivienda el principal factor que ha contribuido a acelerar la demanda de nuevas viviendas en nuestro país.
- En el año 90 se necesitaba el equivalente al 63% del salario medio para adquirir una vivienda, entre los años 97 y 99 bastaba con algo menos de 30% de dicho salario para adquirir esa misma vivienda; en los tres últimos años este esfuerzo medio de compra se acerca al 40%.
- Se entiende que el incremento en los precios de la vivienda que ha tenido lugar en los últimos años puede ser explicado en su mayor parte por la evolución de los fundamentos económicos y de una serie de choques transitorios; por tanto, el escenario central que se baraja no es el de una caída brusca en los precios de la vivienda, sino el de una moderación del crecimiento de los precios que se aproximará paulatinamente al IPC.
- No se pueden extraer conclusiones firmes sobre la posible presencia de una burbuja en este mercado; cabe esperar una cierta corrección en el futuro, de una intensidad que, si bien resulta difícil de precisar, no tendría porqué ser necesariamente más acusada o pronunciada que en épocas pasadas, en términos reales.

Durante los últimos años, España está experimentando un fuerte aumento de la inversión residencial que ha contribuido, junto con la obra civil, a sostener un crecimiento medio de la inversión total en construcción superior al 6% en términos reales, lo que ha contribuido a amortiguar significativamente la actual fase de desaceleración cíclica que está atravesando la economía española.

Son varios los factores que están detrás de este fuerte incremento de la demanda inmobiliaria, comenzando por la excelente evolución experimentada por el mercado de trabajo español, que habría generado empleo a ritmos cercanos a los 500.000 nuevos puestos de trabajo anuales, apoyado por un trasvase de riqueza desde activos financieros, cuya rentabilidad se habría reducido sensiblemente en los últimos años, hacia los activos inmobiliarios, y por otros factores adicionales, tales como la afluencia de dinero negro ante la entrada del euro, los efectos demográficos de la alta natalidad de mediados de los sesenta y principios de los setenta, o los propios fenómenos migratorios.

En la tabla que presentamos a continuación se recogen los precios medios de adquisición de una vivienda media de 90 m<sup>2</sup>, junto con los tipos hipotecarios medios, la anualidad a pagar y el salario medio de los trabajadores españoles, calculándose el esfuerzo de compra como el cociente entre el salario medio y la anualidad a pagar.

Posibilidades de adquisición de viviendas					
	Precio medio (Euros)	Tipo hipotecario	Pago anual (Euros)	Salario medio (Euros)	Esfuerzo de compra Pago / Salario
1990	50883	16,2	9212	14614	63,0%
1991	58171	14,7	8456	16086	52,6%
1992	57392	15,41	8789	17906	49,1%
1993	57158	11,7	8258	19239	42,9%
1994	57560	10,2	7654	19953	38,4%
1995	59584	11,01	8291	20683	40,1%
1996	60689	8,1	7134	21620	33,0%
1997	61632	6,2	6429	22096	29,1%
1998	64497	5,5	6426	22750	28,2%
1999	71308	4,6	6685	23363	28,6%
2000	81626	6	8404	24143	34,8%
2001	92692	4,8	8810	25090	35,1%
2002	103320	4,82	9833	26021	37,8%

Fuente. CEPREDE. Junio 2003. Datos de origen Banco Hipotecario.

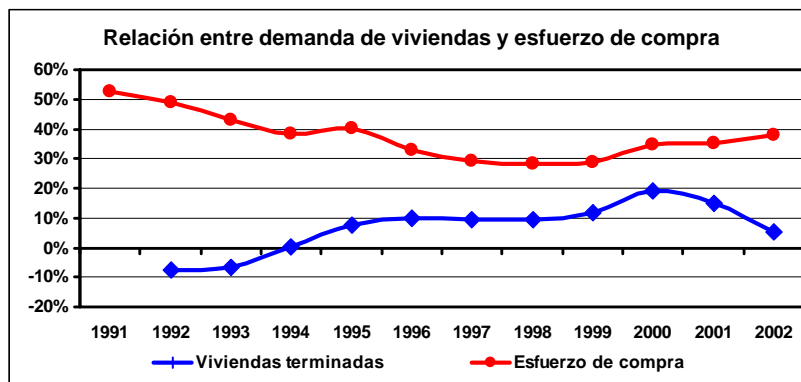
Ahora bien, el fuerte aumento de la demanda de nuevas viviendas ha venido acompañado, como es habitual en los ciclos inmobiliarios expansivos, de un aumento igualmente significativo de los precios de venta, cuya tasa de crecimiento durante los tres últimos años se habría situado por encima del 13%.

Este aumento de los precios, que supone un aliciente adicional para los inversores, tiene su efecto negativo sobre la propia demanda final, ya que como puede comprobarse en el cuadro anterior ha elevado el esfuerzo medio de compra desde el 28,2% de 1998 hasta el 37,8% en el 2002.

Si comparamos ahora la evolución de este esfuerzo de compra con la tasa de crecimiento de total de viviendas terminadas anualmente encontraríamos una relación inversa (Gráfico 1), que nos explicaría una buena parte del boom inmobiliario de finales de los noventa a la vez que nos alertaría de la posible contención de estos ritmos de crecimiento a futuro de continuar la actual tendencia de crecimiento de precios.

Así, con los tipos de interés actuales, cada punto de crecimiento en el precio de la vivienda aumentaría el esfuerzo de compra en 0,4 puntos, mientras que una elevación de un punto en los tipos de interés se traduciría en un aumento del esfuerzo de compra de 3 puntos, considerando los precios de vivienda y salarios medios actuales.

Gráfico 1



Fuente. CEPREDE. Junio 2003. Datos de origen Banco Hipotecario.

Ante esta situación de fuerte expansión del mercado inmobiliario y aumento continuado de los precios de las viviendas cabría preguntarse si existe un riesgo inmobiliario significativo para el conjunto de la banca española y que pudiera tener efectos nocivos sobre el conjunto de la economía española.

Del análisis de la situación actual se identifican diversos elementos que matizan el riesgo latente que entraña para las entidades financieras españolas el haber aumentado su exposición a este sector en los últimos años. En primer lugar, el incremento de la deuda hipotecaria de las familias españolas se está destinando a la adquisición de vivienda, es decir, está redundando en un incremento de su patrimonio. Esto nos aleja de la situación de otros países como Reino Unido o Estados Unidos, en los que la asunción de deuda hipotecaria está orientada cada vez en mayor medida al consumo o a la amortización de deudas.

Otro factor que nos lleva a esta conclusión es que la exposición del sistema bancario al sector inmobiliario se sitúa en cotas relativamente seguras ya que sus ratios de morosidad no han aumentado notablemente en los últimos meses. Por tanto la vulnerabilidad del sector financiero parece no ser preocupante en estos momentos y algunos ejercicios de simulación solo plantean escenarios de crisis del sistema en caso de que se produjeran caídas en el precio de la vivienda en torno al 30%.