

# Situación Inmobiliaria

---

Octubre 2000

- La producción de viviendas se ralentizará en 2001, pasando de 500.000 a 400.000 viviendas iniciadas.
- La desaceleración de los precios de las viviendas se confirma en 2000 y se acentuará en 2001.
- La accesibilidad a la vivienda volverá a empeorar en 2001, las condiciones del mercado llevarán a un esfuerzo superior al 40% de los ingresos.
- Los incentivos fiscales a la vivienda discriminan al mercado de alquiler.



## Índice

1. Entorno económico y financiero	3
2. El sector de la construcción	5
<i>Recuadro 1. La estructura de la vivienda en Europa</i>	10
3. El mercado inmobiliario	13
4. La financiación inmobiliaria	18
<i>Recuadro 2. Efectos del alza de los tipos de interés en el mercado hipotecario</i>	20
5. Tema del Trimestre:	
«¿Alquilar o Comprar?»	22

---

### Han elaborado esta publicación:

Miguel Sebastián  
David Taguas

Manuel Balmaseda	34 91 374 33 31	m.balmased@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Ignacio San Martín	34 91 537 48 90	jisanmartin@grupobbva.com

Tras los meses del verano, las perspectivas sobre la evolución de la economía global se han deteriorado, aumentando la incertidumbre sobre su evolución en el corto y medio plazo. El mantenimiento de unos precios del petróleo más elevados de lo previsto afectará negativamente al crecimiento de los países de la OCDE, lo que desacelerará el ritmo de actividad desde el 4,1% de 2000 hasta el 3,1% en 2001. La rigidez de la economía europea y el mayor repunte de la inflación, que se mantendrá por encima del techo contemplado por el BCE, determinarán que las incertidumbres sobre la evolución de la actividad sean mayores en Europa que en EE.UU.

En España, la economía presentará un crecimiento medio del 4,0% en 2000. Sin embargo, el agotamiento de los factores que originaron el dinamismo económico de trimestres anteriores desembocará en una ralentización del ritmo de crecimiento, que pudiera ser del 3,2% en 2001. Las incertidumbres generadas por la subida continuada del precio del crudo y el deterioro de las perspectivas de la economía global suponen un riesgo adicional sobre la evolución de la economía española.

En este contexto de moderación de la actividad, la construcción y el mercado inmobiliario mantendrán un buen tono, pero tenderán a perder protagonismo. A pesar del escaso dinamismo de la obra civil, afectada por el ritmo inversor de las administraciones, la edificación está sosteniendo la actividad constructora. El crecimiento del sector, en el conjunto del año 2000, se mantendrá elevado, del orden del 6,9%, pero el ritmo de actividad, que ya ha comenzado a ralentizarse, continuará su moderación en 2001, a pesar del incremento previsto en los presupuestos para la inversión pública.

En el mercado inmobiliario, el previsible deterioro de las expectativas en torno al número de viviendas demandadas y la consiguiente ralentización del ritmo de ventas desanimará el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios. La producción de viviendas se ralentizará, iniciándose en torno a 400.000 viviendas en 2001, aunque aún se mantendrá por encima de la media de la última década. Por otra parte, las tensiones de precios parecen estar aminorando, lo que sugiere que la inflación inmobiliaria ya ha alcanzado sus tasas máximas y que se moderará en los próximos trimestres.

El deterioro de los diversos indicadores de accesibilidad a la vivienda que elabora el Servicio de Estudios del BBVA, tratados con profundidad en este número trimestral, pone de manifiesto las crecientes dificultades de un segmento de la población para adquirir una vivienda, desplazando esta demanda hacia el mercado del alquiler.

Una de las características diferenciales del mercado inmobiliario español es el alto porcentaje de vivienda en propiedad y el escaso desarrollo del mercado de alquiler. Esta peculiaridad tiene importantes implicaciones económicas. Una oferta suficiente de viviendas en alquiler facilita, entre otros factores, la movilidad geográfica de los trabajadores, una de las principales deficiencias del mercado laboral español. Además, políticas, como los incentivos fiscales a la compra de vivienda, que favorecen la vivienda en propiedad, desincentivando el alquiler, agudizan este problema. Por ello se ha decidido incluir en este número de BBVA Situación Inmobiliaria un artículo de Ignacio San Martín en el que se analizan los factores que inciden sobre la decisión de régimen de tenencia de la vivienda y como cambios en estos determinantes incidirían sobre la decisión familiar de comprar o alquilar.



# 1. Entorno económico y financiero

## Mayor incertidumbre en la U.E.M. que en EE.UU.

Tras alcanzar en 2000 un crecimiento del 4,5%, máximo desde 1984, la economía mundial experimentará una moderación de la actividad en 2001, hasta situarse en el 3,8%. Esto será consecuencia de la ralentización de las economías de la OCDE en un punto porcentual, mientras que los países en desarrollo mantendrán un ritmo de actividad similar al alcanzado en 2000. Con ello, estos países recuperarán el diferencial de crecimiento con las economías industrializadas que se observaba antes de la crisis de los países asiáticos.

El mantenimiento de unos precios del petróleo más elevados de lo previsto en los últimos meses ha contribuido a reducir el optimismo sobre el crecimiento en la OCDE. En conjunto, la actividad podría reducirse desde el 4,1% de 2000 hasta el 3,1% en 2001, esto es, hasta el promedio de los últimos veinte años.

En un contexto de moderación de los precios del petróleo a lo largo de 2001, la inflación en EE.UU. se reducirá en un punto porcentual hasta el 2,4% por las ganancias de productividad, el descenso de los precios de los bienes comerciables, asociados a la Nueva Economía, y un dólar apreciado. Sin embargo, en la UEM, tras alcanzar un promedio del 2,3% en 2000, la inflación se mantendrá sobre el techo del Banco Central Europeo (BCE) hasta el próximo verano, y se situará en promedio en el 2%. Los riesgos, en este caso, son alcistas: repunte salarial y los efectos de las políticas de reducción de impuestos indirectos llevadas a cabo en los últimos meses en varios países europeos. En conjunto, el diferencial de inflación entre EE.UU. y la UEM se reducirá significativamente en 2001.

La mayor incertidumbre sobre la economía europea que sobre EE.UU., apunta a la volatilidad del euro a corto pla-

Cuadro 1.1. Previsiones de Crecimiento

	1998	1999	2000	2001
<b>OCDE</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>
EEUU	4,3	4,2	5,0	3,5
UEM	2,7	2,3	3,5	2,5
Japón	-2,8	0,3	1,3	1,8
<b>Países en desarrollo</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>
Latinoamérica	1,9	0,0	4,3	4,5
<b>Países en transición</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>
<b>MUNDIAL</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>

Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2. Previsiones de Inflación

	1998	1999	2000	2001
<b>OCDE</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>
EEUU	1,6	2,2	3,4	2,4
UEM	1,1	1,2	2,3	2,0
Japón	0,6	-0,4	-0,6	-0,1
<b>Países en desarrollo</b>	<b>10,3</b>	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,1</b>
Latinoamérica	9,5	9,2	7,1	6,1
<b>Países en transición</b>	<b>21,1</b>	<b>41,8</b>	<b>18,3</b>	<b>12,4</b>
<b>MUNDIAL</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>

Fuente: FMI y BBVA

zo. Sólo un aumento de la credibilidad de la actuación del BCE, o nuevas intervenciones tras la realizada el 22 de septiembre, que logren fijar un nivel de soporte o de referencia para el euro, pueden limitar esa volatilidad.

El ciclo alcista de tipos de interés parece haber alcanzado su fin en EE.UU. en un contexto de moderación de la actividad, inflación reduciéndose en 2001 y una menor "exuberancia" en los mercados bursátiles. En la UEM, el aumento de las expectativas inflacionistas obligará al BCE a elevar de nuevo sus tipos de interés en medio punto porcentual hasta alcanzar el 5,25% a finales de 2000 o principios del próximo año. De hecho, el retraso en adoptar esta decisión podría obligar en el futuro a subidas más agresivas.

## Economía española: desaceleración de la demanda interna

España se encuentra en el comienzo de una desaceleración cíclica como consecuencia del agotamiento, en mayor o menor medida, de los factores que tanto desde el lado de la oferta como desde el de la demanda han impulsado el ciclo expansivo. Estos 'shocks' positivos son la moderación salarial, el favorable entorno exterior (depreciación del euro y aumento del comercio mundial), y un 'policy-mix' inapropiado, con una política fiscal no lo suficientemente restrictiva para compensar el tono expansivo de la política monetaria. Además hay que señalar la caída de precios de las materias primas, y especialmente del petróleo.

Con todo, la revisión alcista del INE del crecimiento del PIB entre 1995 y 1999 no altera las perspectivas de crecimiento de la economía española del 4,0% en 2000 y del 3,2% en 2001, aunque con una mayor desaceleración de la inversión (especialmente en bienes de equipo) y de los intercambios exteriores, sobre todo de las importaciones.

El gasto en consumo de los hogares muestra un perfil de moderada desaceleración atribuible, en gran medida, al final del impulso positivo sobre la renta disponible de la reforma del IRPF de 1999. En 2001, el crecimiento del consumo de los hogares continuará desacelerándose, si-

**Cuadro 1.3. Tipo de interés Oficial**

	Oct-00	Dic-00	Mar-01	Jun-01	Sep-01
EE.UU.	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25
UEM	4,75	5,25	5,25	5,25	5,25
Japón	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75

Fuente: BBVA

tuándose en el 3,7%, dado que esperamos que la renta de las familias registre crecimientos menores que los de años anteriores por la menor creación de empleo, lo que impulsaría a su vez el ahorro por motivo precaución. No hay que olvidar el repunte de los tipos de interés y un menor aumento de la riqueza financiera por las menores ganancias bursátiles (el 34% de los activos financieros de las familias son acciones).

La inversión en bienes de equipo está registrando la desaceleración más acusada desde 1995, año desde el que se dispone de series comparables de Contabilidad Nacional según la metodología SEC-95. Los indicadores disponibles de inversión en bienes de equipo parecen justificar una desaceleración algo menor, por lo que su evolución el resto de 2000 debería ser ligeramente más favorable de la estimada hasta el momento. La confirmación en el segundo semestre de 2000 del perfil cíclico bajista estimado por el INE hasta ahora, conduciría a un escenario más pesimista de las expectativas de crecimiento de la economía española en 2001 y de la evolución de la productividad a medio plazo.

El ritmo de aumento del número de ocupados EPA se está moderando dada la menor incidencia de los factores que, aparte de los cambios estadísticos, han permitido el fuerte incremento del empleo y la reducción del paro en España: crecimiento económico, desarrollo de nuevas modalidades de contratación y unos flujos de población de

**Cuadro 1.4. Tipo de interés a 10 Años**

	Oct-00	Dic-00	Mar-01	Jun-01	Sep-01
EE.UU.	5,63	5,85	5,80	5,75	5,70
UEM	5,21	5,40	5,35	5,35	5,30
Japón	1,85	2,25	2,50	2,50	2,75

Fuente: BBVA

entrada y salida a la actividad más favorables. Así, se espera que el empleo EPA crezca en 2000 el 4,9%, aunque 0,5 p.p. de ese aumento sería consecuencia de la actualización muestral realizada. En 2001, el aumento sería del 2,8%. La población activa se está acelerando porque la mayor tasa de actividad más que compensa los incrementos cada vez más reducidos de la población.

Con todo ello, la tasa de paro en términos EPA podría ser en 2000 del 14,0%, 1,9 puntos porcentuales menos que en 1999. En 2001, la moderación del crecimiento del empleo, pero también de la población activa, permitiría una reducción adicional de la tasa de paro hasta el 12,9%.

**Situación inflacionista preocupante**

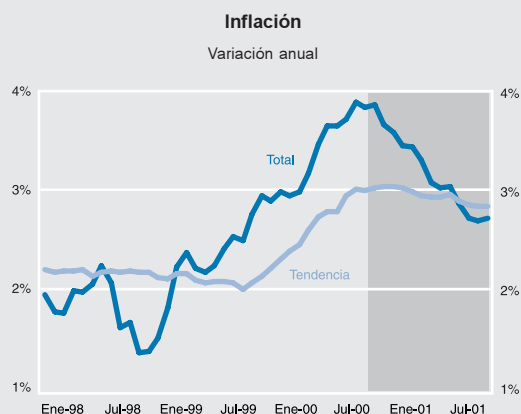
Las previsiones para final de año de la inflación son ahora del 3,9% anual, consistente con una cotización del Brent de 30 USD/barril y un tipo de cambio del euro estable en torno a los niveles actuales. El IPSEBENE cerraría 2000 con un crecimiento del 2,8%, cuatro décimas más que en diciembre de 1999. La evolución en 2001 dependerá en gran medida de los supuestos sobre el comportamiento de los precios de la energía. En el supuesto de que el euro se apreciase levemente y el precios del barril de crudo se reduzca hasta los 24 USD/barril en diciembre, el IPC total cerraría 2001 en el 2,7%, por debajo del IPSEBENE (2,9%) y del IPC tendencial BBVA (2,8%).

**Cuadro 1.5. Cuadro Macroeconómico**

Precios de 1995	1999	Media Anual	
		2000	2001
Gasto en consumo final de los hogares (1)	4,7	4,2	3,7
Gasto en consumo final de las AA.PP.	2,9	2,4	2,4
Formación bruta de capital fijo	8,9	6,2	3,9
Bienes de equipo	8,7	5,0	3,0
Construcción	9,0	6,9	4,4
Variación de existencias (*)	0,2	0,1	0,0
Demanda nacional	5,5	4,5	3,5
Exportaciones de bienes y servicios	6,6	9,5	7,0
Importaciones de bienes y servicios	11,9	10,7	7,9
Saldo exterior neto (*)	-1,5	-0,5	-0,5
<b>Producto Interior Bruto a p. m.</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,2</b>

(\*) Aportación al crecimiento del PIB; (1) Incluye a las ISFLSH  
Fuente: INE y BBVA

Gráfico 1.1



Fuente: INE y BBVA



**Cuadro 2.1. Sector de la Construcción**

Pesetas constantes

	MEDIA		Tasas de Variación interanuales (%)			
	1998	1999	III 99	IV 99	I 00	II 00
<b>PIB Total</b>	4,3	4,0	4,1	4,3	4,4	4,1
<b>FBCF Construcción</b>	8,2	9,0	7,7	6,2	7,7	8,1
<b>E.C.I.C. Construcción</b>	9,5	8,6	6,5	5,7	7,7	5,8
<b>Edificación</b>	8,8	10,5	10,2	8,4	12,1	7,9
<b>Obra Civil</b>	11,7	5,1	-0,1	-0,5	-2,0	-0,5

Fuente: INE y Mº Fomento

avanzó a un ritmo de crecimiento anual del 8,1% en el segundo trimestre de 2000. Las estimaciones de la Encuesta Coyuntural de la Construcción (ECIC) del Mº de Fomento, aunque muy parecidas a las del INE, hacen una valoración algo más negativa de la evolución del sector en el segundo trimestre.

En su conjunto, el crecimiento de la construcción en el primer semestre casi a duplicado al del total del PIB, con un segundo trimestre más fuerte que el primero, aunque el crecimiento se moderará el resto del año.

El crecimiento de la construcción en 2000, se situará en el 6,9% de media anual, 0,6 puntos superior a la esperada en el anterior número de BBVA Situación Inmobiliaria de julio, teniendo en cuenta las revisiones realizadas por el INE y dado el buen comportamiento de la edificación residencial en el primer semestre del año. En el año 2001, el crecimiento del sector se situará en el 4,4%, debido a la desaceleración que se espera en el segmento de la edificación y a la suave evolución de la obra civil.

La excelente evolución de la construcción durante los dos primeros trimestres del año llevó a los empresarios del sector a un elevado grado de optimismo que se ha visto alterado en los meses del verano. El indicador del clima existente en la construcción ha mostrado una caída importante en el mes de agosto que, de confirmarse en meses posteriores, indicaría un cambio de tendencia importante en las expectativas empresariales del sector.

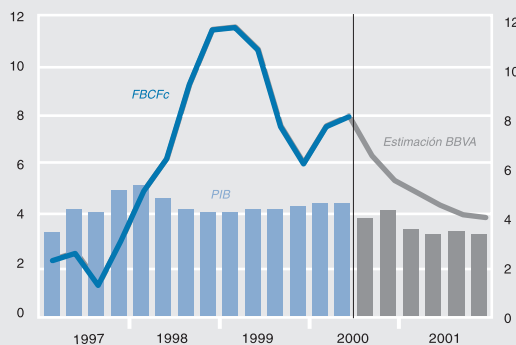
A pesar de ello, la buena evolución de la cartera de pedidos de las empresas del sector, tanto de edificación de inmuebles como de obras de ingeniería civil, asegura un buen nivel de actividad en los próximos trimestres.

En relación con las previsiones de inversión pública contemplada en los Presupuestos Generales del Estado, el importe total de la inversión directa prevista por el Estado en infraestructuras crece un 9,1% en los presupuestos de 2001. La partida de transferencias de capital, que supone el 74% del total, aumenta un 7,5% respecto a las transferencias realizadas en 2000. Este incremento del gasto en

Gráfico 2.4

**P.I.B. e Inversión en Construcción**

Tasas de variación anual

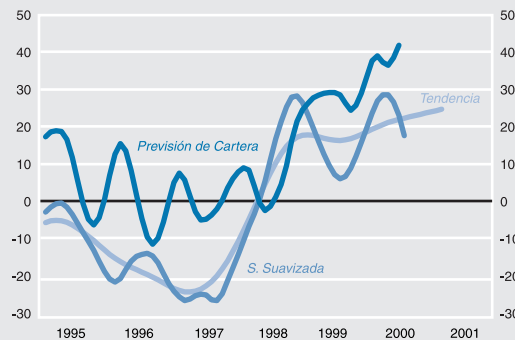


Fuente: INE y BBVA

Gráfico 2.5

**Indicador del Clima de la Construcción**

Diferencia de respuestas positivas y negativas



Fuente: MINER y BBVA



infraestructura, superior al del año anterior, tendrá un reflejo positivo, aunque limitado, en la actividad del sector, ya que la mitad del aumento del gasto se destinará al desarrollo de infraestructuras hidráulicas y al tratamiento de aguas.

Además, el alza de los costes de la construcción por encima de la inflación supondrá una rémora para el esfuerzo inversor de las administraciones públicas que se traducirá en un menor impacto sobre la actividad del sector. En la primera parte del año 2000, los costes del sector de la construcción crecieron a un ritmo del 5,2% en los siete primeros meses del año, gráfico 2.6. Las tensiones inflacionistas actuales suponen presiones adicionales que impedirán un recorte de los costes de la construcción.

### La obra civil se frena en 2000

Durante 2000, la obra civil está mostrando un perfil de menor actividad como consecuencia del descenso en la ejecución de obra que, desde el pasado verano, están llevando a cabo tanto la Administración Central como las Comunidades Autónomas y las Entidades Locales.

Según los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento, el importe total de la licitación oficial en los cinco primeros meses del año superaba los 880.000 millones de pesetas, lo que supuso un descenso del 4,4% en tasas interanuales. Ahora bien, el segmento de la obra civil, que acapara casi el 75% del total del importe ofertado, se mantiene en los mismos niveles de gasto que el año anterior.

El esfuerzo inversor de la Administración Central y de las Comunidades Autónomas, con aumentos de la contratación en los cinco primeros meses del 9,1% y del 12,6%

respectivamente, no ha sido suficiente para cubrir la contención que se ha producido en la contratación de obra por parte de las Entidades Locales, que han reducido en una tercera parte el volumen de gasto en esta materia.

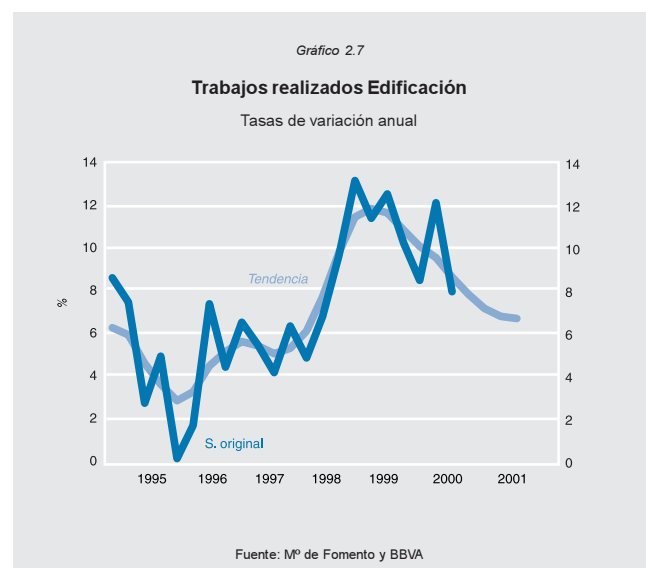
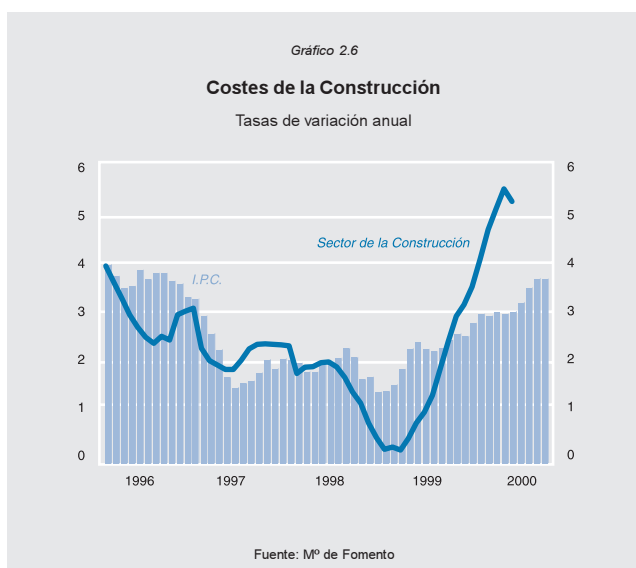
Los mayores aumentos de actividad se dieron en las infraestructuras ferroviarias, obras de regadío y de instalación de telecomunicaciones, mientras que el gasto relacionado con la inversión en carreteras ha descendido significativamente.

En el año 2001, la obra civil tendrá unos niveles de actividad superiores a los de 2000, una ligera mejoría que pudiera ser del 2,0% como media anual.

### La edificación mantiene un buen tono de actividad.

En el primer semestre del año, el segmento de la edificación ha mostrado un intenso ritmo de actividad, favoreciendo el impulso del sector en su conjunto. Las buenas expectativas existentes en el mercado han impulsando la promoción inmobiliaria hasta niveles récord de producción.

El continuado empuje de la demanda inmobiliaria y la buenas expectativas existentes han estimulado la favorable evolución del ritmo de ventas de las promociones inmobiliarias y ello se ha traducido en una intensificación de la edificación, con tasas de crecimiento interanual del 9,9% en el primer semestre del año, según se desprende de la ECIC. La evolución trimestral muestra, sin embargo, un perfil descendente que indica una tendencia de desaceleración de la edificación, que será más pronunciada en el segmento no residencial que en la promoción residencial.



### Menor iniciación de viviendas en 2001

En los cuatro primeros meses del año, según los visados de aparejadores, se iniciaron un total de 214.500 viviendas, lo que supuso un incremento del 22,3% respecto al año anterior. Las viviendas de nueva construcción aumentaron un 18% mientras que los visados para la rehabilitación y ampliación de viviendas casi se duplicaron. El perfil mensual de los datos indica que la edificación residencial continúa mostrando un gran dinamismo liderado por la iniciativa privada, puesto que la producción de vivienda social se ha ralentizado de forma importante en todo el territorio nacional.

A la vista de la buena evolución de los indicadores de actividad residencial se ha revisado la previsión anterior, elevando el número de viviendas iniciadas en España, que alcanzará un total de 500.000 unidades en el año 2000, lo que supondrá un descenso del 10% sobre el total de viviendas iniciadas en 1999.

En el año 2001 se producirá un descenso de la actividad constructora como consecuencia de una desaceleración de las expectativas de la demanda, que pudiera llevar a unos niveles de producción del entorno de las 400.000 viviendas en el conjunto del año. Esta cifra supondrá la iniciación de un 20% menos viviendas que en 2000, aunque la producción continuará siendo superior, el 10%, a la media de los últimos diez años, en el entorno de las 350.000 viviendas iniciadas al año.

El número de viviendas terminadas continúa creciendo como consecuencia del elevado volumen de iniciación de años anteriores. En los cuatro primeros meses de 2000, el número de viviendas terminadas creció un 18,7%, alcan-

zando un total de casi 120.000 viviendas finalizadas. En el conjunto del año, el total de unidades terminadas podría alcanzar la cifra de 400.000 viviendas. Esto supondrá un aumento significativo de la oferta, tanto de vivienda de nueva construcción como de vivienda usada. El cambio de vivienda que se está produciendo por parte de un segmento importante de la población supondrá la salida al mercado de un importante número de viviendas usadas.

El fuerte crecimiento del parque de viviendas que se ha producido en esta fase alcista del ciclo inmobiliario, no ha tenido una distribución geográfica homogénea. La mayor intensidad en la edificación de viviendas, en términos relativos, se ha producido en las comunidades insulares y en las de la costa Mediterránea, comunidades estas que se han visto muy favorecidas por el impulso del turismo.

### La edificación no residencial ya ha dado claras muestras de desaceleración

La edificación no residencial ha comenzado a dar muestras de debilidad a lo largo de 2000. Así, en los cuatro primeros meses del año, la superficie no residencial a construir descendió un 4,4% respecto de 1999. Sin embargo, tanto la construcción de superficie comercial como la destinada para oficinas están creciendo a buen ritmo, especialmente ésta última. El buen momento del consumo de las familias y los cambios de hábito de compra, por una parte, y la escasez de oferta de oficinas de calidad, por otra, están dinamizando la actividad en estos segmentos. La superficie industrial a construir, si bien es inferior a la del año pasado, mantiene aún ritmos elevados.

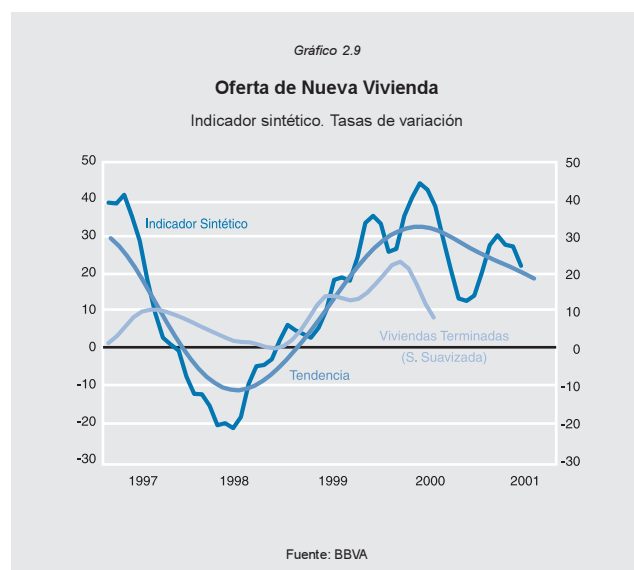
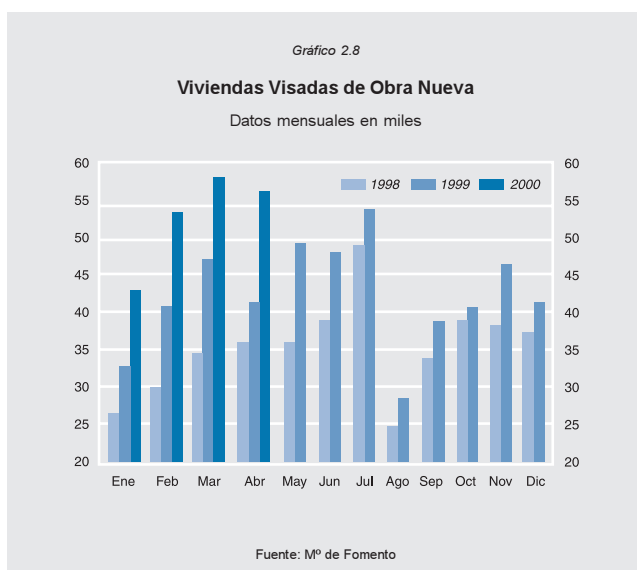


Gráfico 2.10

**Variación Precios Viviendas 1998-00 (2T)**

Variación porcentual

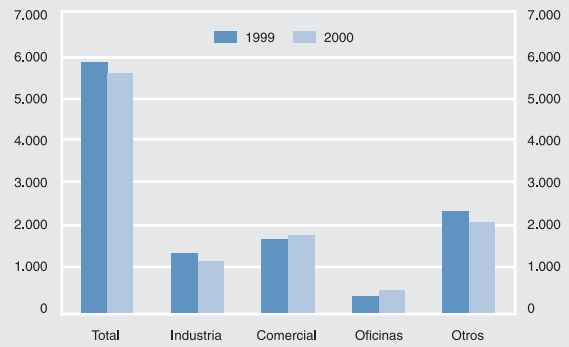


Fuente: Mº de Fomento y BBVA

Gráfico 2.11

**Superficie No Residencial a Construir**

Enero-Abril 2000. Miles de m<sup>2</sup>



Fuente: Mº de Fomento

## La Estructura de la Vivienda en Europa

En Europa, en 1995, había algo más de 375 millones de habitantes, que formaban un total de 145 millones de hogares y disponían de un parque de 163 millones de viviendas, según los últimos datos publicados por la Comisión Europea. En relación con la vivienda, cada país tiene de una estructura propia y diferenciada debido a razones históricas, culturales, legislativas y económicas.

Sin embargo, existen ciertas similitudes entre grupos de países, en función de las características de los hogares y del stock de viviendas, que permiten establecer tres grandes regiones con estructuras diferenciadas. Más de la mitad de los hogares se aglutinan en lo que pudiera llamarse la Europa Central: Alemania, Austria, Francia, Holanda, Bélgica y Luxemburgo. En los países del Sur de Europa (Grecia, Italia, España y Portugal) se acomodan más de la cuarta parte de los hogares. El restante 23% habita en los países Escandinavos (Dinamarca, Suecia, Finlandia y Noruega), Irlanda y el Reino Unido.

Como características relevantes, se advierte que los hogares son significativamente mayores en los países del Sur que, con 3 miembros por hogar, superan ampliamente la media europea, 2,5 miembros en 1995. Como se puede observar en el cuadro 1, el menor porcentaje de familias de 1 ó 2 personas determina el mayor tamaño de las mismas. En las otras dos grandes regiones el peso de los hogares con dos o menos miembros es similar y suponen casi las dos terceras parte del total. Los tamaños medios de las viviendas son similares, si bien existen diferencias importantes entre países.

También existen diferencias notables en relación con el número de viviendas existentes por hogar. Así, en los países de la región Sur se disponen de algo más de 52 millones de viviendas, cuadro 2, muchas más que el número de hogares total de dicha región y casi una tercera parte del total del parque europeo. En el resto de los países, el número de viviendas supera al de hogares, pero no existe un stock de viviendas turísticas significativo, como ocurre en los países del entorno del Mediterráneo.

Atendiendo al régimen de tenencia de la vivienda, también se pueden encontrar diferencias entre las grandes regiones. Mientras la vivienda en alquiler tiene un peso similar a la vivienda en propiedad en los países del centro europeo, es algo inferior en los países escandinavos y en el Reino Unido y su importancia se reduce significativamente en los países mediterráneos e Irlanda.

<sup>1</sup> E1 «Housing Statistics in the European Union» Employment and Social Affairs. European Comisión 1998

**Cuadro 1. Hogares en Europa (1995)**

	Hogares		Tamaño H.	1-2 pers. %	Tamaño V.	PNB/cap.
Centro	72,8	50,4%	2,3	63,0	87,8	21,4
Sur	38,4	26,6%	3,0	43,1	88,5	12,2
España	12,1	8,4%	3,2	37,0	85,0	10,9
Isl + Esc.	33,3	23,0%	2,4	63,7	83,5	16,1
<b>Conjunto</b>	<b>144,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>2,5</b>	<b>58,0</b>		

Fuente: Comisión Europea y BBVA

Como se puede observar en el cuadro 2, el escaso parque de viviendas en alquiler de los países del Sur está en manos de la iniciativa privada. En el Reino Unido y los países nórdicos, por el contrario, el grueso de la vivienda en alquiler corresponde a la vivienda social. En el centro de Europa, una de cada tres viviendas en alquiler está en manos de las administraciones públicas. Esta situación se debe a que una parte importante de los recursos sociales a la vivienda se destinan al alquiler social.

En relación con el entorno europeo, la estructura de la vivienda en España tiene similitudes con la de los países de la cuenca Mediterránea, pero presenta algunos rasgos más acentuados. Así, el tamaño de los hogares es superior a la media, como corresponde a un país con menor porcentaje de hogares unipersonales. España presenta, también, el mayor número de viviendas por habitante, como consecuencia del elevado peso de la segunda residencia y de la importancia del sector turístico. Finalmente, la propiedad es el régimen de tenencia dominante.

**Cuadro 2. Viviendas en Europa - Régimen de Tendencia**

	Viviendas		Propiedad	Alquiler	Privado	Público
Centro	76,8	47,2%	49%	49%	65%	33%
Sur	52,1	32,0%	77%	18%	81%	15%
España	18,3	11,2%	78%	14%	92%	8%
Isl + Esc.	33,7	20,7%	61%	35%	34%	64%
<b>Conjunto</b>	<b>162,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>60%</b>	<b>58,0</b>	<b>65%</b>	<b>33%</b>

Fuente: Comisión Europea y BBVA



### 3. El mercado inmobiliario

#### Señales de ralentización de los precios

La demanda inmobiliaria se ha mostrado muy fuerte en el primer semestre del año, lo que ha llevado a un gran dinamismo en este mercado, empujando los precios inmobiliarios al alza y continuando la tendencia de trimestres anteriores. Sin embargo, a lo largo de 2000, los factores más ligados a la demanda de vivienda están mostrando ciertos síntomas de agotamiento: se ha ralentizado el ritmo de creación de empleo y se está produciendo una intensa moderación de los salarios reales. Aunque la confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados, el alza de los tipos de interés y la elevación de los precios están empeorando las expectativas de los consumidores, lo que pudiera llevar a un enfriamiento del mercado en el medio y largo plazo. Por otra parte, el sector turístico está comenzando a dar muestras de cierto agotamiento.

Los precios de las viviendas han continuado acelerándose en 2000. A finales del primer semestre del año, el precio medio ascendió a 148.373 pesetas por metro cuadrado construido, lo que ha supuesto un aumento del 14,3%, según se desprende de la información elaborada por el Mº de Fomento a partir de los valores de tasación. En el tercer trimestre del año, las primeras estimaciones de precios apuntan hacia una ligera ralentización.

Los aumentos de los precios de la vivienda de nueva construcción y de las viviendas de segunda mano fueron muy similares en el segundo trimestre del año, tras unos tri-



mestres en los que los mayores aumentos se produjeron en el segmento de la vivienda usada. La intensidad de los aumentos de precios de estas viviendas pudiera deberse a que gran parte del parque de vivienda usada se encuentra en las zonas más céntricas de las ciudades, existiendo la posibilidad de que pueda cambiarse el uso de dichos inmuebles ante la insuficiencia de la oferta de oficinas en estos momentos. Sin embargo, en un cambio de coyuntura, y dado que no existen las restricciones de costes que afectan a las de nueva construcción, este segmento suele responder de forma más flexible que el segmento de la vivienda nueva. En el caso de éstas, los incrementos de los costes de la construcción y la creciente repercusión de los aumentos en el precio del suelo en las promociones inmobiliarias suponen una rémora para el aumento de la oferta, lo que conduce a tensiones que se están trasladando de forma importante a los precios finales.

Los aumentos de precios han sido mayores en los municipios costeros que en los del interior de forma sistemática desde 1996, mostrando, sin embargo, cierta desaceleración en el segundo trimestre de 2000. El impulso del mercado de la vivienda de segunda residencia se ha apoyado no solo en la demanda nacional, sino también en la de residentes extranjeros, especialmente de ciudadanos de la Comunidad Europea, que se han visto muy favorecidos por la introducción del euro.

El aumento de los precios de las viviendas en los últimos diez trimestres ha sido más intenso en las comunidades insulares y en las de la cuenca del Ebro mientras que en las comunidades limítrofes con Portugal los aumentos han sido más moderados. El mayor crecimiento de las economías mediterráneas y su atractivo turístico para los ciudadanos europeos están propiciando un impulso demográfico importante, tanto de residentes permanentes como

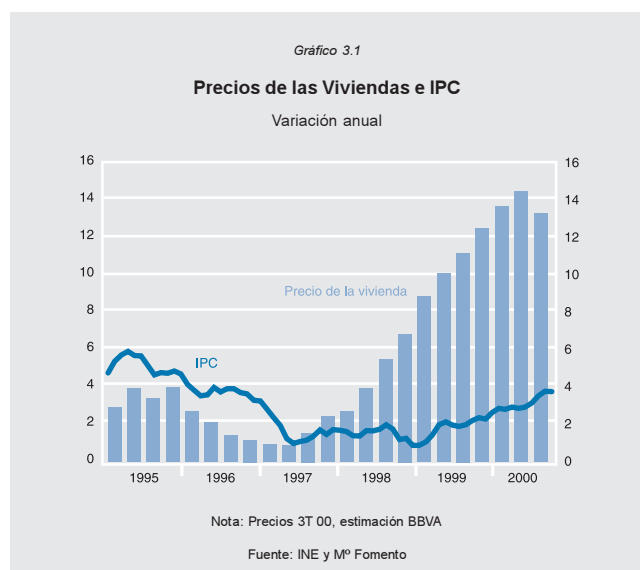
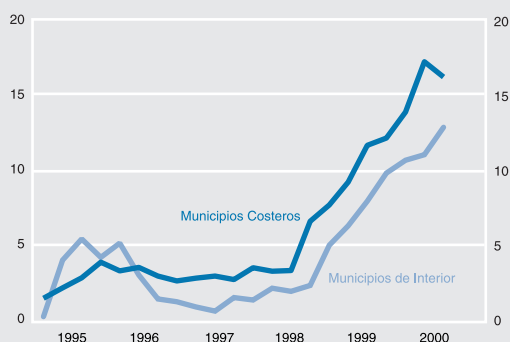


Gráfico 3.3

**Precios de las Viviendas**  
Interior y Costa. Tasas de variación



Fuente: M<sup>o</sup> Fomento y BBVA

Gráfico 3.4

**Variación Precios Viviendas 1998-00 (2T)**  
Variación porcentual



Fuente: M<sup>o</sup> Fomento y BBVA

temporales, que está teniendo un importante reflejo en el mercado de vivienda.

Sin embargo, los ritmos de venta de las promociones residenciales, aunque aún muy elevados, han disminuido ligeramente desde comienzos de verano, lo que pone de manifiesto un cierto agotamiento de la demanda.

Con todo, el incremento de los precios en el año 2000 será algo superior al anteriormente estimado, si bien el perfil de la evolución trimestral apunta a que en el segundo trimestre del año se alcanzó la tasa de crecimiento máxima. Como se puede observar en el gráfico 3.5, los precios de las viviendas pudieran terminar el año 2000 con un crecimiento del entorno del 12% para el conjunto de la oferta residencial. El indicador de tendencia de precios elaborado por el BBVA muestra unas tasas de variación decrecientes a partir de la segunda parte de este año 2000, apuntando una moderación del crecimiento de los precios en 2001, que pudiera situarse en el entorno del 6% al terminar el año.

**Limitado empeoramiento de la accesibilidad a la vivienda**

La capacidad de las familias para adquirir una vivienda depende de los niveles de precios de los bienes inmuebles, la riqueza o ahorro previo de que disponga la familia, los ingresos mensuales y las condiciones de financiación existentes en el mercado financiero, en cuanto a tipo de interés y maduración del crédito se refiere.

Esta capacidad puede ser contemplada desde diferentes perspectivas y se puede medir con diferentes indicadores. El Servicio de Estudios del BBVA elabora tres indicadores que aportan información sobre la relación existente entre los principales factores que determinan el esfuerzo económico familiar cuando se accede a una vivienda en régimen de propiedad.

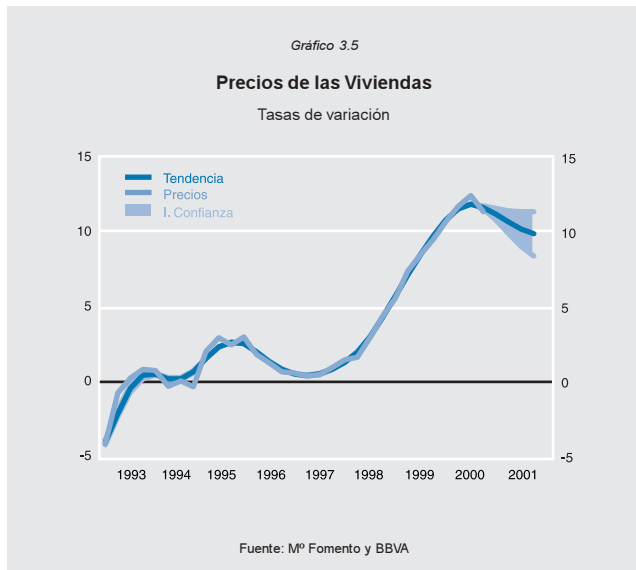
El primer indicador se construye a partir de la relación existente entre el precio de una vivienda media y los in-

**Cuadro 3.1. Precios de las viviendas en España**  
Tasas de variación interanual

Año	Total Nacional	Madrid y su Área	Barcelona y su Área	Viviendas con	
				Menos 1 año	Más de 1 año
1996	1,8	1,0	2,9	1,7	2,7
1997	1,5	-0,7	3,0	1,1	3,1
1998	4,6	1,5	7,2	3,8	6,1
1999	10,5	9,5	19,2	9,9	10,5
I 00	13,5	11,3	16,9	12,5	13,5
II 00	14,3	14,0	17,1	13,9	14,3

Fuente: M<sup>o</sup> de Fomento





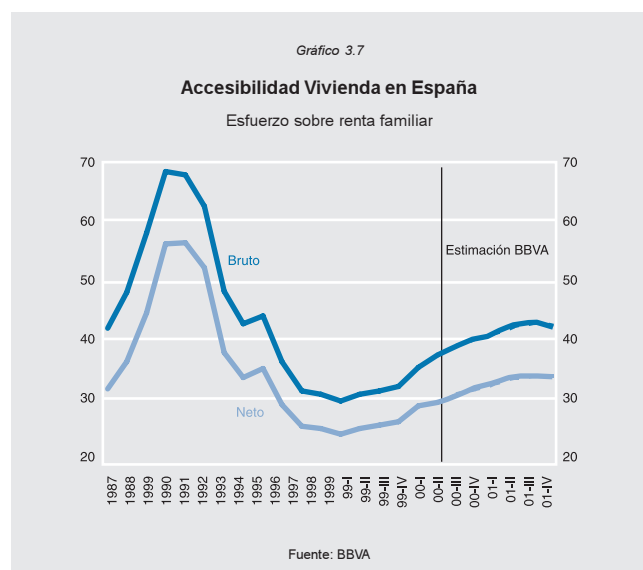
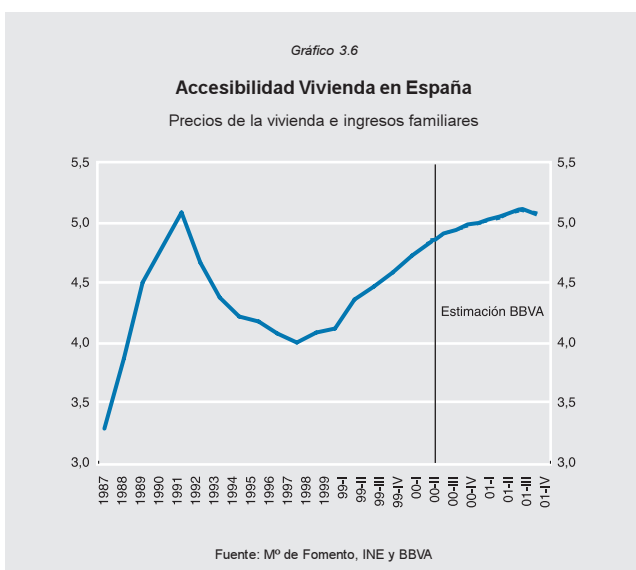
gresos familiares anuales (Indicador 1: Precio Vivienda/ Ingresos Familiares Anuales). Este indicador recoge el número de años de trabajo necesarios para poder realizar la compra de una vivienda sin necesidad de financiación externa, lo que permite realizar una comparación directa de la situación de los precios de vivienda en relación con el nivel de vida de distintas regiones o países. Cuanto menor es el valor de este indicador, más fácil resulta el acceso a la vivienda.

En España, como se puede observar en el gráfico, en la década de los noventa, la relación entre precios de la vivienda e ingresos familiares mostró una evolución descendente desde 1991 hasta 1997, debido a que los aumentos de los salarios fueron, como media, mayores que los crecimientos de los precios de las viviendas. A partir de 1998, sin embargo, la revalorización que comenzaron a

experimentar los precios de las viviendas se tradujo en un cambio de tendencia de este indicador, que pasó a mostrar una evolución creciente hasta el segundo trimestre de 2000, aunque sin alcanzar los máximos del anterior ciclo inmobiliario. Los mayores valores de esta variable indican que, en estos dos últimos años, se ha producido una cierta pérdida de la capacidad adquisitiva de las familias, en lo que al mercado residencial se refiere. En el segundo trimestre de 2000, una familia con un solo salario necesitaba trabajar durante casi cinco años para poder adquirir una vivienda.

Normalmente, dada la diferencia entre el precio de la vivienda y los ingresos anuales, las familias acuden a la financiación de una parte importante del precio de adquisición de una vivienda. En estos casos, el importe del crédito solicitado, los tipos de interés y el número de años de vida del crédito determinan la capacidad de adquisición de una vivienda. Con estos factores se puede construir un segundo indicador de accesibilidad, que refleja el grado de esfuerzo financiero que supone, para una familia, el pago de las cuotas hipotecarias que se derivarían del crédito necesario para la adquisición de una vivienda media.

Este segundo indicador permite medir la incidencia de las condiciones de financiación y de los precios de la vivienda en las economías familiares. La introducción de las deducciones fiscales que conlleva la compra de una vivienda en la elaboración del indicador permite, también, estimar el esfuerzo neto para acceder a una vivienda en propiedad. En su conjunto, este segundo indicador relaciona el entorno económico en el que se desenvuelve el mercado de la vivienda y los ingresos familiares, permitiendo cuantificar los efectos de las políticas fiscales en las economías familiares. Cuanto mayor es este indicador, mayor será la parte de los ingresos mensuales que deben destinarse a la



**Cuadro 3.2. Accesibilidad de la vivienda**

	Precio/Renta	Esfuerzo sobre Salario		Vivienda Adquirible (Millones)
		Bruto %	Neto %	
1997	4,0	32,7	26,3	12,0
1998	4,1	32,2	26,0	13,2
1999	4,4	32,6	26,4	14,6
99 III	4,4	33,3	26,9	14,5
99 IV	4,6	35,0	28,4	14,1
00 I	4,7	36,7	29,2	13,9
00 II	4,8	38,8	30,3	13,5

Fuente: BBVA

compra y, por lo tanto, mayor será el esfuerzo de las familias para acceder a una vivienda.

Estos indicadores de esfuerzo, bruto y neto, han presentado una evolución más favorable que el ratio precio-renta en la década de los noventa debido a la mejora que se ha producido en las condiciones de financiación hipotecarias durante estos años. Tras alcanzar unos porcentajes muy elevados a principios de la década, este indicador mostró los valores más favorables para la adquisición de la vivienda en los meses del verano de 1999, momento en el que los tipos de interés alcanzaron niveles mínimos históricos. En los últimos cuatro trimestres, el alza de los tipos y el crecimiento de los precios inmobiliarios por encima de los salarios han desembocado en un aumento de este indicador en más de 8 puntos, hasta suponer casi un 39% del salario medio.

El tercer indicador de accesibilidad recoge la capacidad de endeudamiento de una familia, según las condiciones

de financiación, reflejando el precio que debiera tener una vivienda para que fuera adquirible por una familia para que fuera adquirible por una familia con un salario medio y que no supusiera un esfuerzo financiero superior a una tercera parte de los ingresos brutos anuales. Este indicador permite conocer el impacto que tienen las variaciones de los tipos de interés en la capacidad de compra de las familias. Cuanto mayor es este indicador, mayor es la capacidad de financiación para la compra de una vivienda.

La capacidad de endeudamiento de las familias españolas ha aumentado en los últimos años como consecuencia de la mejora de las condiciones de financiación, especialmente por el alargamiento de los plazos de amortización de los créditos, que en una sola década han pasado de diez a veinte años y, por supuesto, por el descenso de los tipos de interés hipotecarios, que comenzaron la década de los noventa en el 16% y han caído hasta el 5%. Así, en 1990, la capacidad de endeudamiento de una familia permitía la compra de una vivienda de 3,5 millones de pesetas, sin que supusiera un esfuerzo superior a una tercera parte de los ingresos, mientras que en 1999 una familia media podía acceder a una vivienda de 14,5 millones, mediante un crédito hipotecario a 20 años al 5,5% de tipo de interés. En los últimos trimestres, el alza de los tipos de interés está reduciendo la capacidad de financiación de las familias, lo que redundará en una vivienda adquirible de menor precio.

En relación con años anteriores, estos tres indicadores muestran que la situación actual continúa siendo atractiva para la evolución del mercado, si bien comienza a deteriorarse.

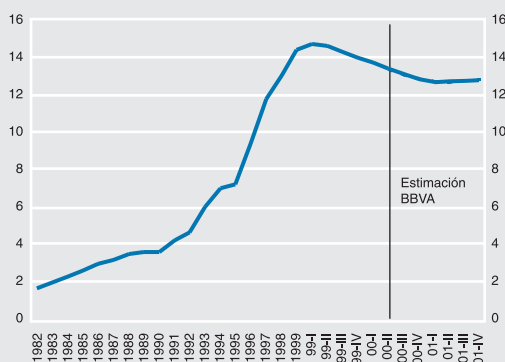
Un empeoramiento de estos indicadores significa, también, que se producirán ciertos cambios en el comportamiento de la demanda residencial. Así, los aumentos de precios llevarán a las familias a demandar viviendas de superficies ligeramente menores o cuya localización esté en municipios con precios más bajos, con el objetivo de que el precio unitario de la vivienda se mantenga constante. Los aumentos de tipos de interés implican pagos más elevados, lo que llevará a demandar créditos con plazos de amortización más largos, de forma que las cuotas mensuales se reduzcan. También aumentará la demanda de vivienda social, con precios más contenidos.

En 2000, los tres indicadores han empeorado a medida que ha transcurrido el año. El aumento del precio de la vivienda por encima de los salarios ha llevado a que sean necesarios varios meses más de trabajo para cubrir dicho aumento. Por otra parte, el aumento de los tipos de interés en más de medio punto ha supuesto que el esfuerzo financiero para acceder a una vivienda haya aumentado cinco puntos porcentuales. También se ha producido una

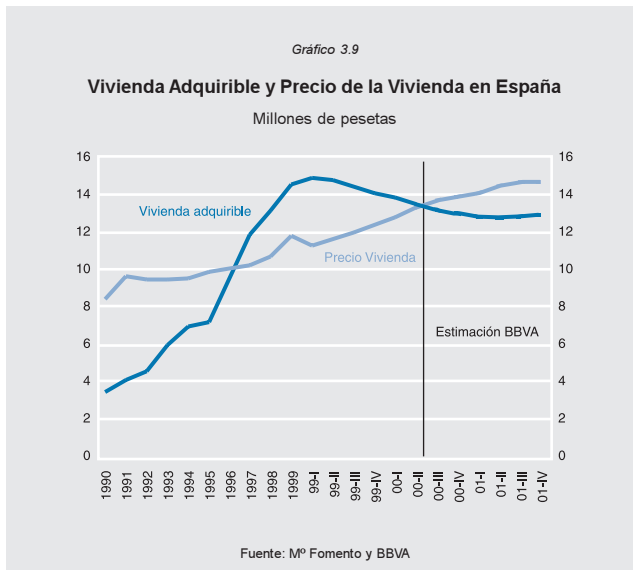
Gráfico 3.8

**Accesibilidad a la Vivienda en España**

Vivienda Adquirible. Millones de pesetas



Fuente: INE y BBVA



pérdida de capacidad de compra de aproximadamente medio millón de pesetas. Esta situación desembocará en una menor demanda de viviendas en el medio plazo, relajando las tensiones de precios existentes en la actualidad.

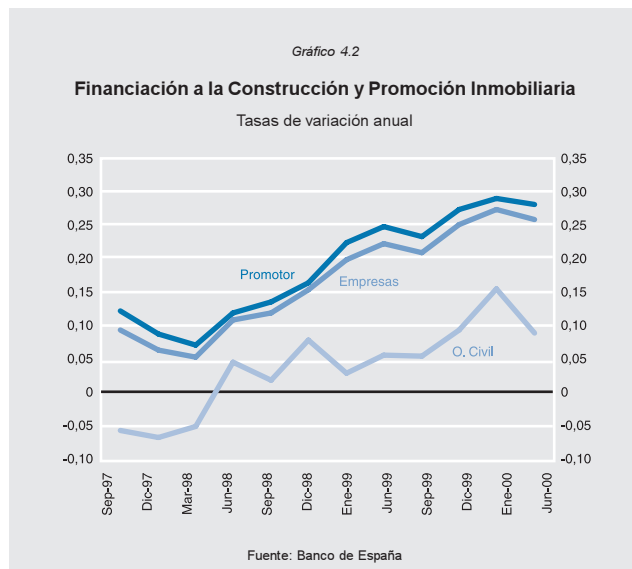
## 4. La financiación inmobiliaria

### Continua el dinamismo de la financiación inmobiliaria

En los últimos meses, la financiación a la vivienda ha continuado expandiéndose a un ritmo elevado, alcanzando tasas de variación anual superiores al 20%, a pesar del incremento de los tipos de interés. Estas tasas de crecimiento se han debido al fuerte empuje de la demanda de crédito que se está produciendo tanto para el desarrollo de la construcción de viviendas como para la promoción y adquisición de las mismas

Al final del segundo trimestre de 2000, la financiación a la construcción y al sector inmobiliario alcanzó un saldo vivo de 35,5 billones de pesetas, lo que significó un aumento interanual del 20,4%. Del total del saldo vivo, el 70% correspondió a la financiación a las familias para la compra o rehabilitación de sus viviendas y el 30% restante se destinó a la financiación de la construcción y promoción inmobiliaria. En su conjunto, la financiación a la vivienda está creciendo a tasas muy superiores a las del crédito para otras finalidades.

Desde comienzos de 1999, los recursos destinados a la construcción y a la promoción de viviendas aumentaron más rápidamente que la financiación a las familias para la adquisición o rehabilitación de las viviendas, llegando a alcanzar unas tasas máximas de crecimiento en el primer trimestre de este año del 27,5%. En el segundo trimestre



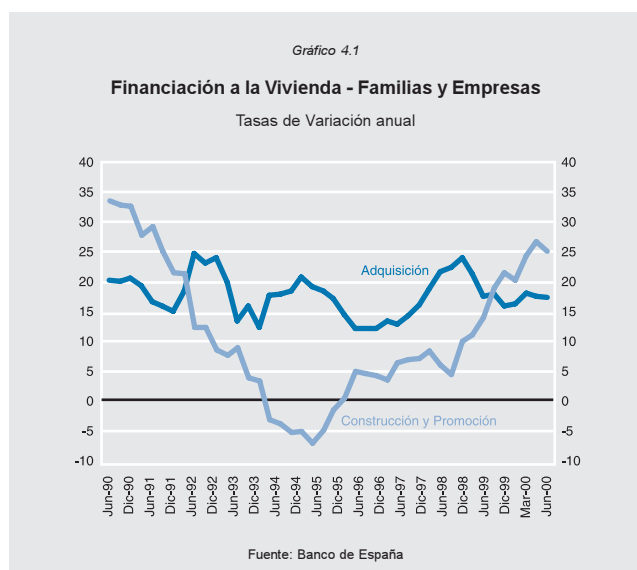
del año mostraron una cierta moderación y avanzaron a un ritmo del 26%.

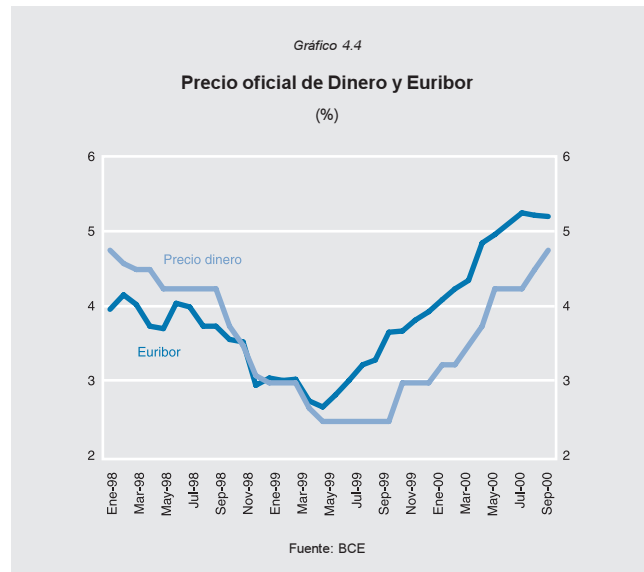
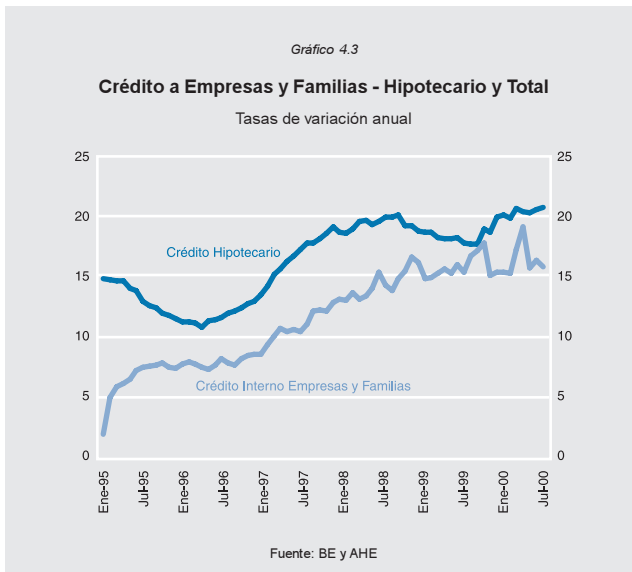
Como se puede observar en el gráfico 4.2, el crédito a la promoción inmobiliaria aumentó de forma significativa desde comienzos de 1999, en respuesta a las elevadas necesidades de financiación del gran número de proyectos inmobiliarios iniciados. Sin embargo, el crédito destinado al desarrollo de obras de ingeniería civil creció a tasas menores y está experimentando una moderación más intensa desde la primavera de éste año.

### Respaldado por un intenso crecimiento de la garantía hipotecaria

La buena marcha de la financiación a la vivienda ha supuesto un fuerte empuje al crédito con garantía hipotecaria, que a finales de agosto de 2000 alcanzó un saldo vivo de 39,25 billones de pesetas que, junto a un total de casi 2 billones de pesetas de créditos hipotecarios titulizados, elevan la cartera hipotecaria gestionada por las entidades financieras por encima de los 40,2 billones de pesetas. Esto supuso un crecimiento interanual del 21,4%, más de 5,5 puntos por encima del crecimiento de la financiación total al sector privado. El crédito hipotecario supone en la actualidad más del 46,2% de la cartera de las entidades financieras.

Es posible que en los meses finales del año la demanda de crédito se desacelere ligeramente como consecuencia de una menor actividad en el mercado inmobiliario: desaceleración de la promoción inmobiliaria y ralentización en las ventas.





### Con unos tipos de interés crecientes, aunque moderados

El encarecimiento del precio del dinero en los meses del verano se está traduciendo en incrementos de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios y de los índices que sirven de referencia para los tipos a interés variables, continuando la tendencia iniciada en el verano de 1999.

Las recientes subidas del precio oficial del dinero por parte del Banco Central Europeo estaban ya descontadas por los mercados monetarios. Como se puede observar en el gráfico 4.4, los tipos de interés negociados en el mercado interbancario europeo, referencia importante para el mercado hipotecario español, evolucionan de acorde con el precio oficial del dinero pero anticipando su evolución.

En el mes de septiembre de 2000, los índices de referencia del mercado hipotecario más relacionados con las operaciones de activo y la referencia derivada de la Deuda Pública continuaron la tendencia alcista de meses anteriores, mientras que los índices dependientes de los mercados monetarios descendieron ligeramente. Así, el índice

de los tipos más practicados por el conjunto de las entidades financieras para la adquisición de vivienda libre fue del 6,23%, lo que representó un aumento de 20 puntos básicos (p.b.) sobre el tipo registrado en agosto de 2000. El tipo de interés medio efectivo aplicado por la banca se situó en el 6,24% y el de las cajas de ahorro en el 6,23%, con aumentos de 26 p.b. en los bancos y de 15 p.b. en las cajas, respecto de los índices del mes anterior.

El índice de referencia de la Deuda presentó, en el mes de septiembre, una media del 5,25%, 7 p.b. por encima del índice observado en agosto. El tipo de interés medio negociado en el interbancario fue del 5,21%, 4 p.b. por debajo del índice del mes anterior. El índice del Euribor descendió al 5,21%, 3 p. b. menos que el de julio de 2000.

La tendencia de los tipos de interés continúa siendo al alza, aunque con subidas moderadas. A finales de este año, el precio del dinero pudiera alcanzar el 5,25%, manteniéndose estable durante todo 2001. De confirmarse estas perspectivas, los tipos de interés hipotecarios pudieran estabilizarse a lo largo de 2001.

Cuadro 4.1. Tipos de Interés. Índices de Referencia del Mercado Hipotecario

Fin de periodo y perspectivas

	1998	1999	I 00	II 00	III 00	IV 00
Mibor 1 Año	3,24	3,71	4,26	4,96	5,21	5,60
Deuda Pública	3,86	4,40	4,80	5,05	5,25	5,40
Conjunto Entidades	5,15	4,94	5,23	5,70	6,23	6,60
Tipo Oficial BCE	3,00	3,00	3,25	4,25	4,50	5,25

Fuente: BE, BCE y BBVA

## Efectos del alza de los tipos de interés en el mercado hipotecario

Desde los mínimos observados en julio de 1999, los tipos de interés de los préstamos hipotecarios han aumentado 1,60 puntos porcentuales de media del conjunto de entidades financieras. Este aumento está incidiendo en diversos aspectos del mercado hipotecario que, a medio plazo, condicionarán su desarrollo.

Un primer efecto del alza de tipos es el descenso que se está produciendo en la capacidad de endeudamiento de las familias, lo que se traduce en un menor número de viviendas demandadas. En la financiación a largo plazo, cada punto de aumento de los tipos hipotecarios reduce la capacidad media de endeudamiento en un 8%. Desde el verano de 1999, la capacidad de endeudamiento para la adquisición de una vivienda se ha reducido un 13% por el alza de los tipos de interés hipotecarios.

Como se puede observar en el gráfico c.2.1, el aumento de los tipos de interés hipotecarios del 4,5% al 6,0% supone un descenso significativo de la capacidad de endeudamiento familiar, de 4,4 veces los ingresos familiares brutos anuales a 3,9 veces. Así, para una familia con unos ingresos brutos de 3 millones de pesetas, que solicite un préstamo con garantía hipotecaria a veinte años, el aumento de los tipos de interés del 4,5% al 6,0% supone un descenso de 1,55 millones de pesetas en su capacidad de endeudamiento, lo que implica, en cierto modo, una menor capacidad de compra en el mercado inmobiliario.

Un segundo efecto del alza de los tipos hipotecarios es el aumento de las cuotas de los préstamos para adquisición de vivienda, que afectan tanto a los nuevos créditos como a los ya existentes que estén sometidos a revisiones periódicas de tipos de interés.

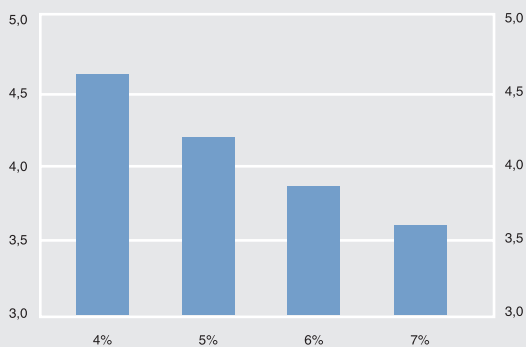
Como se puede observar en el gráfico c.2.2, un aumento de los tipos hipotecarios del 4% al 5% supone un incremento del 9% en la cuota a pagar por un crédito hipotecario a 20 años. Si el aumento de tipos es del 5% al 6%, el aumento de las cuotas es del 8,5%. Además del incremento, se produce un cambio en la composición de la cuota, aumentando los pagos de los intereses y reduciendo, los primeros años, la amortización del principal. Este cambio en la composición de los pagos incentiva la amortización anticipada de parte del crédito como forma de mitigar el aumento de la cuota.

Estas dos circunstancias suponen un empeoramiento de las condiciones de acceso a una vivienda, ya que el grado de accesibilidad está inversamente relacionado con los tipos de interés.

Gráfico c.2.1

### Capacidad de Endeudamiento y Tipos de Interés

Nº de veces el salario bruto anual

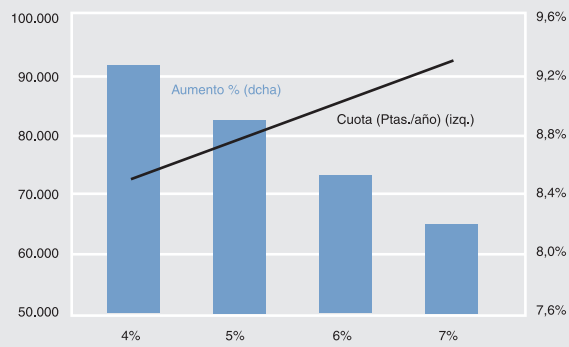


Fuente: BBVA

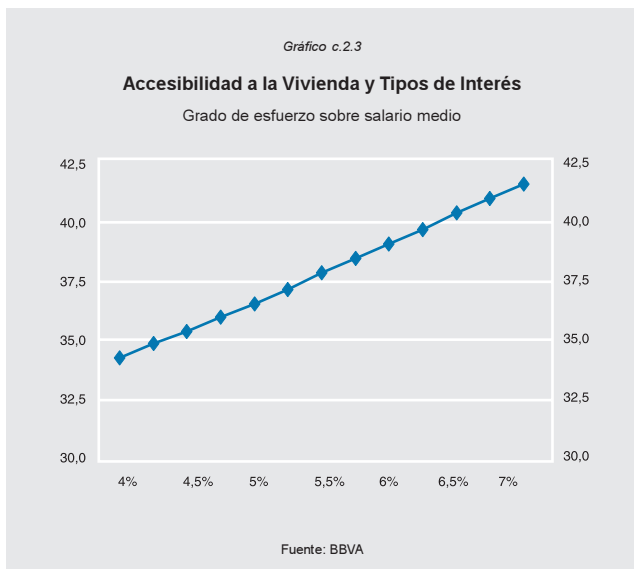
Gráfico c.2.2

### Cuotas Hipotecarias y Tipos de Interés

Pesetas por millón a 20 años y Variación %



Fuente: BBVA



Un aumento de un punto en el tipo de interés, dados los precios de las viviendas actuales, supone un deterioro de 3 puntos en el grado de esfuerzo necesario para adquirir una vivienda de precio medio. Como se puede observar en el gráfico 3, en el caso de una familia con ingresos medios, el aumento de más de 1,6 puntos en los tipos de interés ha supuesto un incremento de 5 puntos del esfuerzo bruto para adquirir una vivienda.

El alza de los tipos de interés implica, además, un cierto aumento de la morosidad hipotecaria que, en el contexto actual de crecimiento económico y creación de empleo, no será significativo en el corto y medio plazo. En el largo plazo, sin embargo, y en la medida que el aumento de los tipos de interés repercute negativamente sobre el crecimiento económico, la morosidad podría repuntar, aunque solo de forma moderada.

El cambio en la tendencia de la evolución de la morosidad llevará a las entidades financieras a evaluar con mayor cautela los riesgos hipotecarios, lo que supondrá un endurecimiento de las condiciones de financiación a la vivienda en todas sus fases: construcción, promoción y adquisición.

Las familias son, en su conjunto, ahorradoras netas, por lo que un aumento de tipos de interés supondrá un aumento de renta. Ahora bien, considerando que hay algo más de 4,2 millones de préstamos a interés variable y que la deuda media viva está cercana a los 8 millones de pesetas, la subida de los intereses de las cuotas hipotecarias llevará a una reducción de unos 350.000 millones de pesetas en la renta disponible del conjunto de familias que tienen una hipoteca, sin tener en cuenta el aumento de la renta que supone mayores intereses. A este segmento de la población, el aumento de 1,60 puntos en el tipo de interés de sus hipotecas le supone un descenso de algo más de 1,2 puntos de su renta disponible total.

Finalmente, el empeoramiento de las condiciones de financiación hipotecaria pudiera afectar de forma negativa a la demanda de vivienda, lo que reduciría las tensiones en los precios existentes en el mercado actual.

## 5. Tema del Trimestre: «¿Alquilar o Comprar?»

*Ignacio San Martín Varó*  
Servicio de Estudios, BBVA

### Introducción

En las condiciones en las que se desarrolla el mercado inmobiliario en la actualidad, la propiedad de la vivienda es el régimen de tenencia más favorecido, lo que ha llevado a que el porcentaje de la vivienda en propiedad sea, en España, uno de los más elevados de Europa. El alquiler como forma de disfrute de la vivienda habitual en España, solo presenta ventajas en situaciones muy concretas.

La propiedad de la vivienda suele ser considerada, además, una buena alternativa a la que destinar el ahorro familiar. En el pasado, el riesgo asociado con elevadas tasas de inflación y las fluctuaciones de los mercados financieros se eliminaba invirtiendo en «ladrillos», especialmente en la propia vivienda. En el segmento del alquiler inmobiliario, la oferta aceptaba rendimientos menores que los de otros activos financieros dado que las revalorizaciones inmobiliarias permitían obtener plusvalías por la venta, que hacían atractiva la inversión.

En este trabajo, se trata de analizar los principales factores, desde el punto de vista económico, que determinan la orientación de la demanda hacia la propiedad o el alquiler como forma de disfrute de la vivienda habitual o como destino de una parte importante del ahorro familiar.

Para ello, y tras repasar algunas de las características de la demanda y oferta de viviendas en alquiler, se plantea un modelo de decisión individual para estimar la forma de «consumo» del bien vivienda en función del grado de capitalización o del volumen de ahorro alcanzado en el pe-

riodo de análisis. Después, partiendo de un ejemplo, se analiza la influencia de los diferentes factores que condicionan la decisión de alquilar o comprar. Por último, se concluye con una serie de consideraciones y recomendaciones para un mejor y más eficiente funcionamiento del mercado de alquiler en España.

### Características de la demanda de viviendas en alquiler

Económicamente, la vivienda puede ser un bien de consumo o como inversión. Las familias pueden “consumir” vivienda mediante el alquiler o mediante la compra, aunque éste último también puede ser considerado inversión.

Ahora bien, no siempre es posible plantearse la opción de compra. En algunos casos, la estancia en la vivienda no será lo suficientemente larga como para compensar los costes inherentes a la compra. En otros casos, la inseguridad acerca de los ingresos futuros no permite plantearse una inversión a largo plazo, como lo es la inmobiliaria. Por otra parte, algunas veces puede no disponerse de la renta necesaria para enfrentarse a los pagos de un crédito hipotecario, por lo que el alquiler es la única opción económicamente viable.

La demanda de alquiler es, en muchos casos, una demanda cautiva que en nuestro país está atendida, en su mayor parte, por el sector privado. El alquiler de vivienda, como forma de inversión, es un negocio muy atomizado, atendido en su mayor parte por pequeños inversores. La baja rentabilidad y los riesgos existentes en este segmento limitan su atractivo para los inversores institucionales, con mayor presencia en el segmento de las oficinas y en el de los locales comerciales.

En la actualidad, el parque de viviendas en España es reducido en comparación con los países de nuestro entorno, aunque esto no siempre ha sido así: en 1950, como se puede observar en el cuadro 1, el peso de la vivienda en

**Cuadro 5.1. Régimen de Tenencia de la Viviendas Principales. España 1950-1995 (%)**

	1950	1960	1970	1980	1990	1995
<i>Alquiler social</i>	3	2	2	2	1	1
<i>Alquiler privado</i>	51	43	30	21	15	13
Alquiler	54	45	32	23	16	14
Propiedad	46	51	64	73	78	81
Otros	0	4	4	4	6	5
Total	100	100	100	100	100	100

Fuente: INE y Mº Fomento



Cuadro 5.2. Régimen de Tenencia de las Viviendas en Europa

	Número de Viviendas (millones)	Propiedad %	Alquiler %	Régimen de Alquiler	
				Privado %	Público %
Alemania	35,55	42%	58%	83%	17%
Dinamarca	2,43	50%	44%	42%	41%
España	18,26	78%	14%	92%	8%
Francia	27,81	54%	39%	52%	44%
Italia	25,03	79%	18%	70%	23%
Reino Unido	23,71	65%	35%	29%	71%

Fuente: European Commission. «Housing Statistics in the European Union» - 1998

alquiler superaba al de la vivienda en propiedad. Desde entonces, el alquiler ha ido perdiendo importancia como forma de tenencia, reduciéndose hasta el 14% del parque residencial.

La normativa que reguló el mercado de alquiler hasta mediados de la década de los ochenta, no supuso un incentivo para el desarrollo de una oferta amplia y estructurada. Al mismo tiempo, las condiciones económicas y los incentivos públicos orientaron la demanda de vivienda hacia la propiedad como forma de tenencia. El resultado de todo ello es la existencia de una reducida oferta de vivienda en alquiler en la actualidad.

### Modelo de decisión

En las condiciones económicas actuales, en las que el alquiler anual de una vivienda se sitúa, aproximadamente, entre el 5% y el 5,5% de su precio de venta, el tipo de interés de los préstamos hipotecarios está en el entorno del 6%, en las que también existe un fuerte incentivo fiscal hacia la propiedad y expectativas de que los precios de la vivienda evolucionen por encima de la inflación, la inversión más adecuada, como se verá después, desde el punto de vista de la capitalización a largo plazo, es la compra de la vivienda. Ahora bien, bajo ciertas condiciones, la opción de alquilar puede ganar atractivo.

Para construir un escenario que sirva de base para el análisis, se considera una vivienda de tipo medio, que en el ámbito nacional tendría un precio de venta de 15 millones de pesetas o un alquiler mensual de 70.000 pesetas.

En el caso de compra, se supone que:

- Al precio de la vivienda hay que añadir un 9% en concepto de impuestos y otros gastos para obtener el coste total.

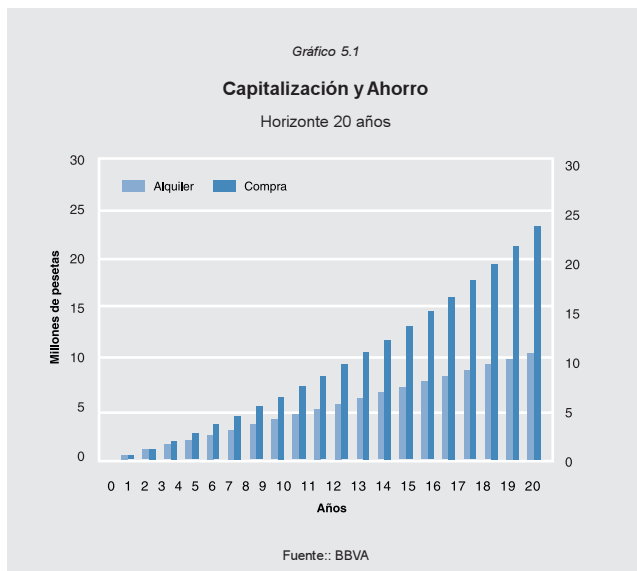
- Se financia el 80% del precio de la vivienda con un préstamo hipotecario a tipo de interés fijo del 6% y un plazo de amortización de veinte años. El resto del coste de compra se financia mediante un préstamo personal, a veinte años y a tipo de interés fijo del 9%, ligeramente superior al hipotecario como corresponde a la situación del mercado.
- Se consideran las desgravaciones fiscales anuales a las que se tienen derecho por la compra de una vivienda, que ascienden a un máximo de 262.500 pesetas anuales.
- La capitalización en un año determinado, en el caso de compra, se calcula añadiendo la amortización del crédito ya realizada a la diferencia entre el precio de venta del inmueble en el año de referencia y el precio de compra. Al final de la vida del crédito, el precio de la vivienda en el mercado es considerado como el valor de capitalización de la compra.

En el caso del alquiler se asume que:

- Éste se actualiza anualmente con el índice de precios al consumo.
- La diferencia existente entre los pagos mensuales en los que se incurriría en el caso de la compra y el alquiler del inmueble se destinan al ahorro, obteniéndose por ellos una rentabilidad de mercado que se fija en el 6%.
- El impuesto del 18% sobre el ahorro también es considerado para conocer el ahorro neto.
- El volumen de ahorro acumulado en el período de referencia se contrastaría con la capitalización alcanzada en la opción de compra.

Bajo estos supuestos y considerando una evolución de los precios de la vivienda a largo plazo ligeramente superior-

res a los del IPC, un primer análisis muestra con claridad que la opción económicamente más sensata es la compra, siempre que el horizonte de permanencia en la vivienda supere el año, dado que la capitalización de esta opción sería significativamente mayor que el ahorro acumulado alcanzado con el alquiler, gráfico 5.1.



- Supuestos: Vivienda 15 millones, alquiler 70.000 pesetas/mes
- Gastos de compra: 9% del precio del inmueble. Desgravaciones 262.500 ptas/año
- Financiación 20 años, crédito 110% del precio (precio + impuestos) al 7,5% fijo.
- Alquiler evoluciona con IPC. Diferencia pagos anuales crédito - alquiler se ahorra.
- Rendimiento del ahorro el 6%, se descuenta un 18% de esta cantidad por impuestos.

Los factores que condicionan la decisión de alquilar o comprar son muy variados: el alquiler y el precio de la vivienda, el periodo de amortización y los tipos de interés de los préstamos, los impuestos y las desgravaciones fiscales, las expectativas sobre la evolución de la inflación y los precios inmobiliarios y, en menor medida, la rentabilidad del ahorro.

La capitalización, en el caso de la compra, puede ser expresada como:

$$C_{ct} = \sum^t A + \sum^t F + (P_t - P_0)$$

Siendo:

- $C_t$  = Capitalización de la compra en el periodo "t"
- $A_t$  = Amortización del crédito hasta el periodo "t"
- $F_t$  = Fiscalidad de la vivienda hasta el periodo "t"
- $P_t$  = Precio de la vivienda en momento "t"

Dado que la amortización del crédito depende de la cantidad prestada, que es función del precio de la vivienda, de los tipos de interés y de los plazos de amortización. La capitalización de la compra será función de :

$$C_{ct} = f(P, i, t, F)$$

Siendo:

- $P$  = Precio de la vivienda
- $i$  = Tipo de interés
- $F$  = Política Fiscal.
- $t$  = plazo de amortización

En el caso del alquiler, el ahorro acumulado vendría dado:

$$AA_t = \sum^t (Cuotas - Aq) (1+r)^t$$

Siendo:

- $AA_t$  = Ahorro acumulado con el alquiler hasta el periodo "t".
- $Cuotas$  = cuotas anuales, en el caso de compra
- $Aq$  = Alquiler anual de la vivienda
- $r$  = rendimiento del ahorro.

Dado que las cuotas de la compra dependen del precio de la vivienda, tipo de interés y periodo de amortización y que el alquiler se puede poner en función del precio. El ahorro acumulado en el caso del alquiler sería una función de:

$$AA_t = f(P, i, t, r, F, Pc)$$

Donde:

- $P_c$  = Precio consumo

Por tanto, la compra será más rentable económicamente si  $C_{ct} > AA_t$ . En el caso contrario,  $AA_t > C_{ct}$ , la decisión será el alquiler.

## Factores

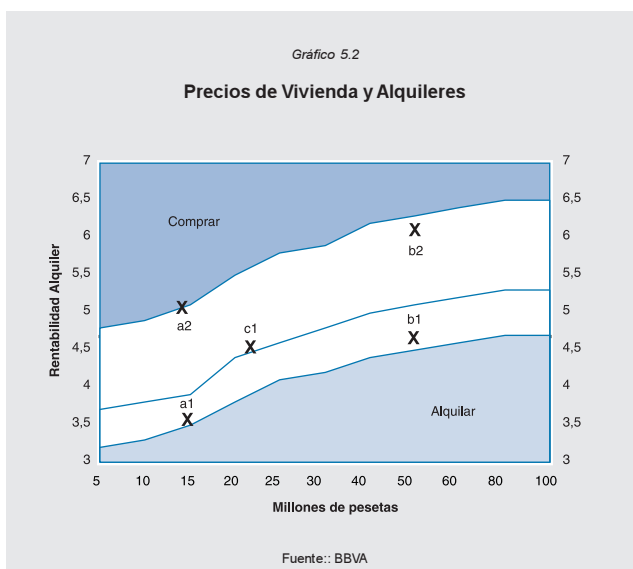
### Precios y alquileres de la vivienda

El precio de la vivienda y la renta de alquiler son los primeros elementos a considerar a la hora de decidir si comprar o alquilar. Unos alquileres muy bajos en relación con el precio de venta del bien inmueble estimulan el alquiler como forma de tenencia mientras que si son elevados, es la opción de compra la económicamente más adecuada.

Partiendo de una situación estática y en condiciones de mercado, cuanto mayor es el precio de la vivienda, mayor debe ser la relación entre alquiler y precio de venta para que su compra sea atractiva.

En el gráfico 5.2 se representa un conjunto de combinaciones de alquileres y precios de las viviendas, relacionados entre sí por la rentabilidad que representa el alquiler respecto del precio del inmueble. Hay combinaciones de precios y alquileres en las que la compra resulta más atractiva, otras en las que el alquiler es la opción más atractiva y combinaciones en las que la decisión depende del número de años que se vaya a utilizar la vivienda, (la línea central representa el límite entre la opción de alquiler y la de compra cuando el horizonte de permanencia en el inmueble es de diez años).

Así, como se puede observar en el gráfico 5.2, para una vivienda de 15 millones, el atractivo del alquiler es claro cuando los pagos anuales representan menos del 3,5% del precio de la vivienda (a1). En el caso de que los pagos por alquiler supusieran más del 5% del precio (a2), la opción de compra sería la más atractiva, siempre y cuando el resto de variables permanezcan constantes. Sin embargo, si el precio de la vivienda fuera de 50 millones, la opción del alquiler presentaría ventajas cuando la rentabilidad del mismo fuera inferior al 4,5% (b1), las ventajas de la compra aparecerían cuando el alquiler anual superara el 6% del precio de venta (b2). El menor impacto de las desgravaciones fiscales a medida que se incrementa el precio del inmueble explica las diferencias en las rentabilidades que delimitan las zonas de "dominio" de cada alternativa.



- Supuestos: Gastos de compra: 9% del precio del inmueble. Desgravaciones 262.500 ptas/año

- Financiación 20 años, crédito 110% del precio (precio + impuestos) al 7,5% fijo.
- Alquiler evoluciona con IPC. Diferencia pagos anuales crédito - alquiler se ahorra.
- Rendimiento del ahorro el 6%, se descuenta un 18% de esta cantidad por impuestos.
- Se supone un crecimiento del IPC y precios de las viviendas del 2% de media anual.

Suponiendo que el alquiler anual de una vivienda sea el 4,5% del precio de venta, la compra sería una opción muy atractiva con precios de la vivienda inferiores a los 20 millones de pesetas y un horizonte de permanencia en el inmueble superior a los diez años (c1). Sin embargo, en el caso de que el precio fuera superior a los 50 millones de pesetas, el alquiler sería la opción más atractiva, como ya se ha comentado.

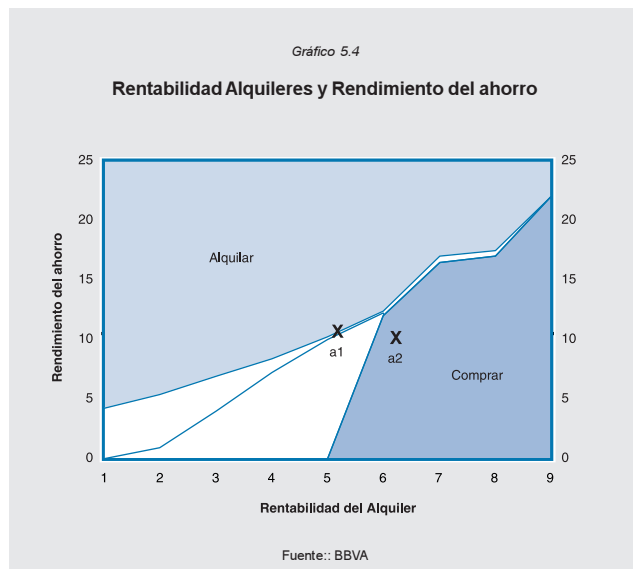
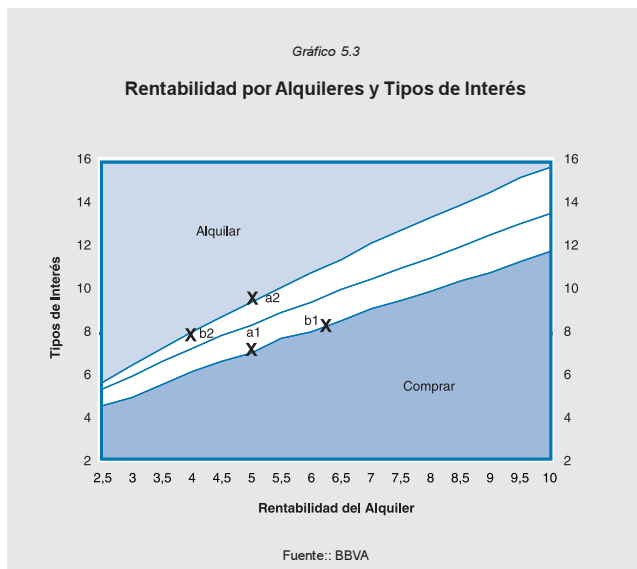
### Condiciones de financiación y régimen de tenencia

Las condiciones de financiación hipotecaria es otro de los factores que determinan el atractivo de una forma u otra del régimen de tenencia de la vivienda. Tipos de interés hipotecarios elevados significan que las cuotas a pagar serán elevadas, desincentivando la propiedad, mientras que tipos de interés muy bajos permiten condiciones de financiación ventajosas, lo que hace más atractiva la opción de compra.

En el gráfico 5.3 se representa un conjunto de posibles combinaciones de alquileres (medidos en función del precio de venta) y tipos de interés de los préstamos para la compra de una vivienda. Esto permite determinar cuando es más atractiva la compra o cuando lo es el alquiler en relación con la capitalización o el ahorro acumulado que se obtenga.

Así, para una vivienda media, de 15 millones de pesetas, cuyo alquiler anual suponga el 5,0% del precio de compra, en un contexto de tipos de interés por debajo del 6,5%, la opción de compra se revelaría como la más atractiva (a1). En el caso de que los tipos de interés fueran superiores al 9,0%, la más atractiva sería la opción de alquiler (a2).

Del mismo modo, suponiendo unos tipos de interés del 8,0%, la opción de compra sería la más atractiva en el caso de las viviendas cuyo alquiler representará menos del 6% del precio de venta (b1). La opción del alquiler solo sería atractiva en el caso de que el rendimiento por alquiler fuera inferior al 4,0% (b2). En el caso de que el alquiler representase entre el 4,0% y el 6,0% del precio de venta, la opción de compra o alquiler dependería del horizonte temporal de uso de la vivienda, (gráfico 5.3).



- Supuestos: Vivienda 15 millones,
- Gastos de compra: 9% del precio del inmueble. Desgravaciones 262.500 ptas/año
- Financiación 20 años, crédito 110% del precio (precio + impuestos).
- Alquiler evoluciona con IPC. Diferencia pagos anuales crédito - alquiler se ahorra.
- Rendimiento del ahorro el 6%, se descuenta un 18% de esta cantidad por impuestos.
- Se supone un crecimiento del IPC y precios de las viviendas del 2% de media anual.

- Supuestos: Vivienda 15 millones, alquiler 70.000 pesetas/mes
- Gastos de compra: 9% del precio del inmueble. Desgravaciones 262.500 ptas/año
- Financiación 20 años, crédito 110% del precio (precio + impuestos) al 7,5% fijo.
- Alquiler evoluciona con IPC. Diferencia pagos anuales crédito - alquiler se ahorra.
- Al rendimiento del ahorro se le descuenta un 18% por impuestos.
- Se supone un crecimiento del IPC y precios de las viviendas del 2% de media anual.

### La rentabilidad del Ahorro

Las rentabilidades que se obtienen por el ahorro condicionan, aunque en mucho menor medida, la decisión de alquilar o comprar. Como se observa en el gráfico 5.4, la opción del alquiler tiene claras ventajas cuando la remuneración del ahorro es elevada y el alquiler representa una porción inferior al 5% del precio de venta de la vivienda. Con remuneraciones del ahorro bajas, los alquileres deben ser bajos para que sean una opción atractiva.

Si las rentabilidades obtenidas por el ahorro son elevadas (como puede ser el caso de las empresas con el capital propio), el alquiler es una opción atractiva si las rentabilidades exigidas se encuentran en el entorno del 5,0% y el rendimiento del capital propio, o del ahorro, supera el 10% de rentabilidad (a1). Sin embargo, si el alquiler supone más del 6,5% del precio de venta, la opción que maximizaría los beneficios a largo plazo sería la compra (a2).

### Fiscalidad, subvenciones y régimen de tenencia de la vivienda

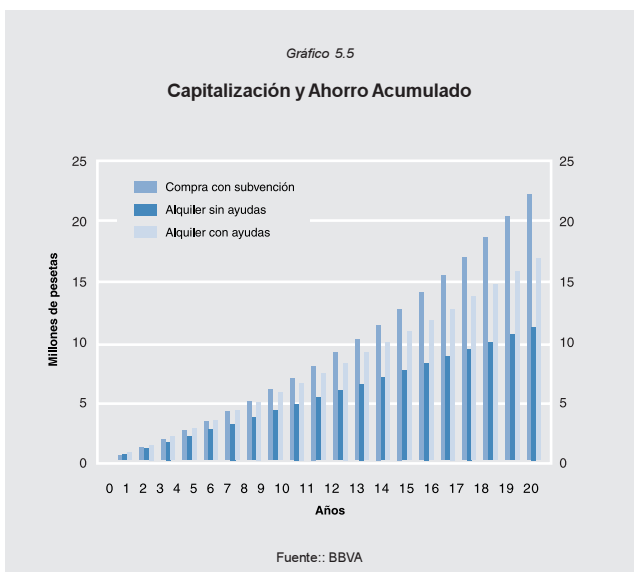
Otro aspecto importante que pudiera condicionar el régimen de tenencia de las viviendas es la existencia de un conjunto de impuestos y subvenciones que determinan el coste total de una u otra opción.

En el caso de la compra de una vivienda, existe un conjunto de impuestos y desgravaciones que condicionan el coste. Así, al precio de venta hay que añadir una carga impositiva del 7% en el momento de la compra. También hay que deducir las desgravaciones fiscales a las que se tienen derecho, en el caso de que se haya financiado con un préstamo, manteniéndose éstas durante toda la vida del préstamo. En el caso del alquiler, no existen ni impuestos ni desgravaciones para el inquilino.

En la actualidad, en España, el volumen de las desgravaciones en el caso de la compra supera ampliamente la carga que suponen los impuestos, lo que lleva a que el coste neto sea significativamente menor, favoreciendo la tenencia en propiedad frente al alquiler.

En el gráfico 5.5 se representan, de una parte, la capitalización que se produciría por la compra de una vivienda a lo largo de los años y, de otra, el ahorro acumulado que se produciría bajo la opción del alquiler considerando: 1) que hubiese desgravaciones sólo a la compra y 2) que hubiese desgravaciones tanto a la compra como al alquiler y que fueran similares en términos relativos.

Así, si el horizonte temporal de uso del inmueble es de veinte años, la mayor capitalización corresponde a la opción de compra. Sin embargo, si el horizonte temporal fuera de seis años, en el caso de que existieran desgravaciones tanto para la compra como para el alquiler, la opción más atractiva sería el alquiler.

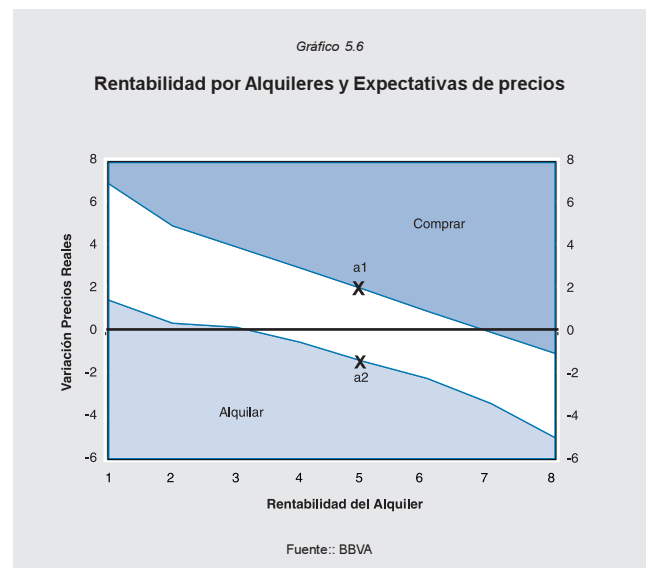


- Supuestos: Vivienda 15 millones, alquiler 70.000 pesetas/mes.
- Gastos de compra: 9% del precio del inmueble.
- Financiación 20 años, crédito 110% del precio (precio + impuestos) al 7,5% fijo.
- Alquiler evoluciona con IPC. Diferencia pagos anuales crédito - alquiler se ahorra.
- Al rendimiento del ahorro, el 6%, se le descuenta un 18% por impuestos.
- Se supone un crecimiento del IPC y precios de las viviendas del 2% de media anual.

### Expectativas de precios de viviendas y régimen de tenencia

Un último factor que pudiera afectar al régimen de tenencia es la existencia de expectativas, tanto positivas como negativas, sobre la evolución de los alquileres y de los precios de las viviendas en el futuro. Si existen expectativas de fuertes revalorizaciones inmobiliarias, la compra de una vivienda sería la opción con mayor capitalización a lo largo del tiempo, mientras que si las expectativas son de una pérdida de valor en términos reales, el alquiler se presenta como la opción más atractiva.

En el gráfico 5.6 se representa el mapa de opciones que engloba la rentabilidad exigida al alquiler y las expectativas sobre precios. Así, en el caso de una vivienda media, si la rentabilidad exigida por el alquiler fuera del 5% anual y las expectativas de revalorización inmobiliaria fueran superiores al 1% anual, la opción con mayor ganancias al final del período considerado, sería la compra (a1). Por el contrario, si las expectativas fueran de descensos de los precios de los bienes inmuebles superiores al 2%, en términos reales, el alquiler sería la opción elegida (a2).



- Supuestos: Vivienda 15 millones.
- Gastos de compra: 9% del precio del inmueble.
- Financiación 20 años, crédito 110% del precio (precio + impuestos) al 7,5% fijo.
- Alquiler evoluciona con IPC. Diferencia pagos anuales crédito - alquiler se ahorra.
- Al rendimiento del ahorro, el 6%, se le descuenta un 18% por impuestos.
- Se supone un crecimiento del IPC del 2%.

### Conclusiones y recomendaciones de política de vivienda

En la situación económica actual, en la que se espera una desaceleración moderada de la economía, este análisis sugiere una serie de conclusiones que aportan una visión más amplia de la evolución del mercado del alquiler en España en el medio plazo y largo plazo.

Una primera conclusión sería que el alza de los precios de vivienda hace más atractivo el alquiler. En los últimos trimestres, los precios de las viviendas han crecido más y de forma más rápida que los alquileres, lo que hace ligeramente más atractivo a éste régimen de tenencia.

También se puede afirmar que el alza de los tipos de interés, como el aumento de precios, favorecen el alquiler ya que tipos de interés más altos encarecen la opción de compra.

En los últimos años, la existencia de expectativas positivas sobre la evolución de los precios futuros de la vivienda ha favorecido de forma notoria la adquisición como régimen de tenencia. Ahora bien, si se produjera un cambio en las expectativas de precios, como sucedió a principios de la década pasada, volviéndose más negativas, el alquiler ganaría atractivo.

Esta situación llevará a un aumento de la cantidad de viviendas en alquiler demandadas que, ante la escasa oferta existente en la actualidad, se traducirá en tensiones en los precios en este mercado, perjudicando el acceso a este tipo de viviendas a un segmento de la población.

Se necesitaría un cambio normativo que interpretara de forma más clara y directa las necesidades de este mercado, favoreciendo la expansión de la oferta de este tipo de viviendas en el medio y largo plazo.

La existencia de una oferta de viviendas en alquiler suficientemente amplia tendría consecuencias positivas para la economía española. En primer lugar, la existencia de un parque de alquiler amplio y competitivo facilitaría y per-

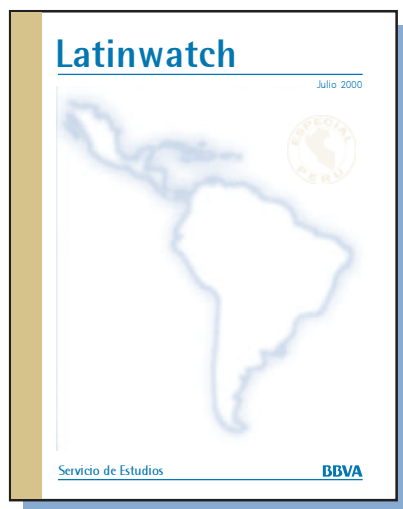
mitiría una mayor movilidad geográfica, lo que redundaría en beneficio del empleo, eliminando la parte del paro estructural producto de la escasa movilidad de los trabajadores españoles.

En segundo lugar, también permitiría el acceso temporal a una vivienda a un segmento de la población que de otra forma no podría disfrutar de ella, como es el caso de los jóvenes que aún no disponen del capital necesario para la compra o de las familias con recursos más limitados.

Si existieran unas desgravaciones fiscales al alquiler de una cuantía equivalente a las desgravaciones existentes a la compra, reduciendo el sesgo fiscal hacia la compra, el ahorro acumulado durante los primeros años podría aumentar de forma importante, lo que permitiría acceder a una vivienda en propiedad en el futuro en mejores condiciones.

Además, la existencia de un amplio parque de viviendas en alquiler requeriría menores recursos públicos para la política de vivienda, especialmente a la hora de atender a los colectivos con menores ingresos. En estos momentos de recortes presupuestarios, una política de vivienda que favoreciera el alquiler como régimen de tenencia tendría unos menores costes que la política de viviendas actual, más orientada al régimen en propiedad.

## OTRAS PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS DE **BBVA**



Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA  
Gran Vía, 1 - planta 9  
48001 Bilbao  
Tlfn: 34-94-4876846  
Fax: 34-94-4876417

Internet:  
<http://www.bbva.es>

**BBVA**