

Precio de la vivienda y tipos de interés

SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
DEL SECTOR EXTERIOR

Introducción

La decisión del Banco Central Europeo del 6 de marzo de fijar el tipo de interés de sus operaciones principales de financiación en el 2,5 por 100 ha reducido los tipos de interés hasta niveles históricamente bajos. Sólo en 1999 se alcanzaron niveles similares durante unos meses y habría que remontarse hasta principios de los años sesenta para encontrar niveles tan bajos en algunos países europeos.

La bajada de tipos tiene importantes repercusiones sobre la actividad económica, sobre las decisiones de inversión y consumo, sobre las cotizaciones de los activos financieros y sobre el mercado de la vivienda.

Analizaremos aquí la relación existente entre el tipo de interés y el precio de la vivienda, en especial en el caso de España durante los últimos años.

¿Cómo incide el tipo de interés en el precio de la vivienda?

El tipo de interés es uno de los múltiples factores que inciden sobre el precio de la vivienda. Podemos señalar diversos canales por los que la variación de los tipos de interés incide sobre el precio de las viviendas. Estos canales están íntimamente relacionados entre sí.

En primer lugar, el tipo de interés actúa a través del incentivo a invertir la riqueza de los agentes en activos con intereses explícitos (renta fija) u otros, como la vivienda. El precio de los bonos evoluciona de forma inversa a la variación de los tipos (1). A medida que los tipos de interés vayan cayendo, el incentivo a invertir en bonos se irá

reduciendo porque irán aumentando las posibilidades de que los tipos vuelvan a subir y, por lo tanto, caigan los precios de los bonos. Este menor incentivo a invertir en bonos dará lugar a un desplazamiento de la riqueza hacia los activos inmobiliarios. Esta mayor demanda, presionará al alza sobre los precios de la vivienda.

Para quienes ya son propietarios de una casa, la bajada de tipos también incrementa su riqueza vía elevación del precio de su vivienda. Es posible que los propietarios de viviendas aumenten su patrón de consumo al sentirse respaldados por una mayor riqueza, que podrá servirles como garantía si desean solicitar créditos al sistema financiero. El impacto de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo se puede aproximar mediante la diferencia entre los créditos hipotecarios concedidos en un año y el total de la inversión en vivienda residencial. Si los créditos hipotecarios exceden a la inversión residencial, podremos decir que se está empleando parte de la riqueza hipotecaria en financiar consumo presente o en la adquisición de otros activos financieros.

Asimismo, los tipos de interés también influyen sobre los precios de las viviendas a través de la renta de las familias. En España, por ejemplo, el 38 por 100 de la renta familiar de 2002 se dedicó a la compra de vivienda. La vivienda es el principal motivo de inversión de las economías domésticas. Hasta tal punto es importante la decisión de adquisición de vivienda, que algunos autores señalan que el precio de la vivienda fluctúa hasta que absorbe la totalidad de la capacidad de ahorro de las familias, al margen de otros factores que puedan incidir sobre el precio.

En este sentido, los tipos de interés inciden claramente sobre la renta disponible de las familias. Si los tipos de interés se reducen en una proporción, las mensualidades de devolución de



EN PORTADA

(1) El precio P de un bono perpetuo que genera una renta anual R se calcula como $P = R/i$ donde i es el tipo de interés.

hipotecas se reducen en esa misma proporción, así como el esfuerzo de adquisición de la vivienda. La renta disponible se incrementa, por tanto, en la misma proporción.

Si suponemos que el precio de la vivienda fluctúa hasta agotar la capacidad de ahorro del individuo, dicha bajada de tipos de interés permitiría un encarecimiento de la vivienda en el mismo porcentaje, sin que el esfuerzo de compra se viera alterado.

La presión que los tipos de interés pueden ejercer sobre los precios no depende de que los créditos hipotecarios se firmen a tipo fijo o a tipo variable. Todo nuevo comprador que está en negociaciones para contratar un préstamo hipotecario se verá beneficiado por la bajada de tipos de interés.

Por último, la bajada de tipos repercute en el precio de la vivienda a través de su relación con las rentas de alquiler.

Si los mercados funcionaran perfectamente, debería resultar indiferente entre comprar una vivienda o alquilarla. Las familias que compran una vivienda pagan no sólo por el uso de la misma, sino también por la propiedad. En cambio las que viven en régimen de alquiler pagan únicamente por el uso. De ahí que el alquiler mensual que se pague por una casa debería ser inferior a la devolución mensual periódica de la hipoteca. El inquilino en régimen de alquiler generará así una mayor capacidad de ahorro.

Esta mayor capacidad de ahorro puede destinarse a la inversión de forma que cuando se termine de pagar la hipoteca, los hogares en régimen de alquiler podrán, con el paso del tiempo, destinar esos ahorros a la compra de una casa sin necesidad de endeudarse. La decisión de comprar o alquilar no afectaría así a la riqueza que los individuos son capaces de acumular a lo largo de su vida.

Por lo tanto, siguiendo esta argumentación teórica, una caída de los tipos de interés implicaría una mayor dificultad para acumular riqueza al individuo que ahorra y por tanto unas menores probabilidades de que pueda adquirir la vivienda al cabo del tiempo. Para que se siguiera manteniendo la relación de arbitraje, los alquileres habrían de moderarse (de forma que pueda ahorrar más cada mes) o bien, el precio de la vivienda debería reducirse.

La vivienda en la UE: algunas diferencias estructurales

Los razonamientos previos no dejan de ser consideraciones teóricas, que debemos esperar, se cumplan en períodos muy amplios de tiempo, pero que tienen una incidencia limitada en el análisis de la coyuntura. Otros muchos factores afectan por el lado de la demanda (demografía, tasa de paro, grado de incertidumbre, regímenes fiscales) y de la oferta (leyes urbanísticas, coste de la construcción, grado de competencia entre los agentes del sector, segmentación en el mercado de alquiler, desarrollo del mercado hipotecario, etcétera). Todos estos factores determinarán en qué medida una misma reducción de los tipos de interés es capaz de afectar al precio de la vivienda.

El Cuadro 1 refleja algunas de estas grandes diferencias para el caso de los países de la UE (2). Destaca, por ejemplo, que en España el 11,5 por 100 de los hogares vive en régimen de alquiler, frente al 15 por 100 de 1991. En Europa, el 40 por 100 de los hogares viven en régimen de alquiler.

Otra diferencia notable, es la importancia que el endeudamiento hipotecario tiene en los diferentes países de la UE. En los países del Norte de Europa (Suecia, Dinamarca, Holanda, Reino Unido) esta



EN PORTADA

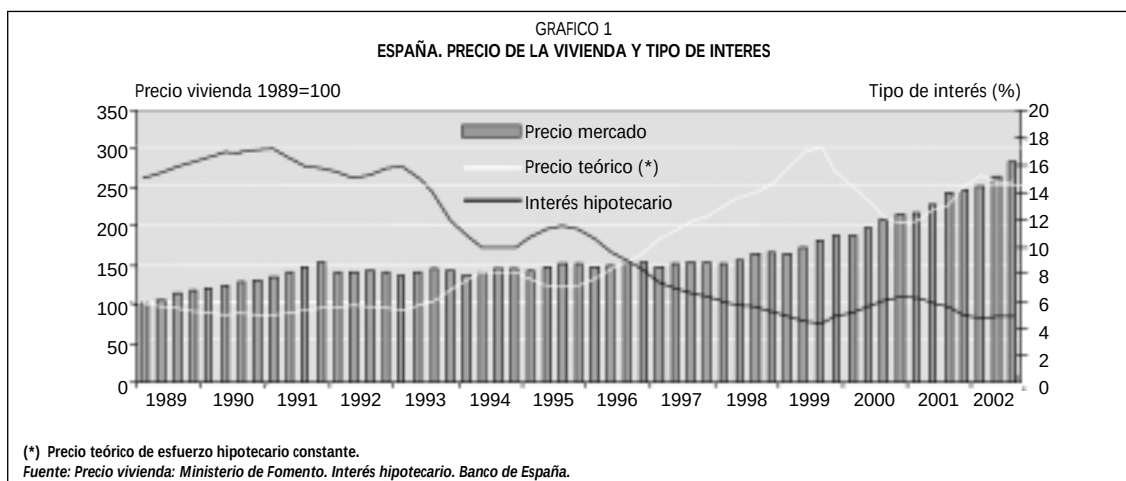
CUADRO 1
PANORAMA DE LA VIVIENDA EN LA UE

	Inversión residencial (% del PIB) 1985-2001	Viviendas en propiedad (% del total viviendas) (*)	Endeudamiento hipotecario (% del PIB) 2001
Bélgica.....	50	72	28
Alemania.....	731	39	47
Grecia.....	502	80	12
España.....	637	89,5 (**)	32
Francia.....	420	58	22
Irlanda.....	655	78	30
Italia.....	452	69	10
Luxemburgo.....	338	67	29
Países Bajos.....	584	53	74
Austria.....	648	56	30
Portugal.....	571	64	47
Finlandia.....	412	64	21
Dinamarca.....	396	59	67
Suecia.....	171	53	58
Reino Unido.....	298	68	60
Zona euro.....	—	60	33
UE.....	—	61	39

(*) Último dato disponible.

Fuentes: BCE. (**) Censo INE 2001.

(2) Banco Central Europeo. *Structural factors in the EU Housing Markets*. Marzo 2003. <http://www.ecb.int/pub/pdf/euhousing-markets.pdf>.



proporción es especialmente elevada (superior al 50 por 100 del PIB), mientras que en otros países como Italia, Grecia o Francia no se alcanza el 25 por 100.

En España, la proporción de saldos hipotecarios en porcentaje del PIB, se sitúa en un rango intermedio dentro de la UE. Según datos de la Asociación Hipotecaria Española, el peso de los créditos hipotecarios vivos para la adquisición de vivienda se elevó al 34,2 por 100 en 2002. Este indicador, no sólo refleja el mayor precio de la vivienda, sino también cambios en los hábitos financieros durante los últimos años.

Algunos cálculos para el caso de España

Hasta ahora hemos visto, cómo los tipos de interés pueden influir sobre el precio de la vivienda y hemos puesto de manifiesto que existen numerosos factores de oferta y de demanda que también influyen sobre la evolución de los precios.

Veamos aquí, en este último epígrafe si en el caso de España, los precios de la vivienda han reaccionado a los tipos de interés cómo predice la teoría.

En el Gráfico 1 recogemos la evolución del precio de la vivienda (en términos nominales sin deflactar por la inflación), la evolución de los tipos de interés hipotecarios, y otra magnitud que hemos denominado *precio teórico de esfuerzo hipotecario constante*.

Este precio teórico de la vivienda es al que habría que pagar una vivienda financiada íntegramente con una hipoteca para que el esfuerzo de compra permaneciera inalterado. Así, por ejemplo, si los tipos de interés se duplicaran, para que

el esfuerzo permaneciera constante, el valor teórico debería reducirse a la mitad.

Lo que pone de manifiesto el Gráfico 1 es que entre 1989 y la actualidad la tendencia del precio de la vivienda ha evolucionado de acuerdo a lo que predice la teoría. El *precio teórico de esfuerzo hipotecario constante* se encuentra, después de 10 años, alineado con el precio de mercado.

Ahora bien, han existido épocas donde el precio de mercado estaba por encima del teórico (entre 1989 y 1994) y años en los que el precio de mercado se situaba por debajo del teórico (entre 1996 y 1999). Asimismo, el precio de mercado señala una notable resistencia a la baja. En todo caso tiende a estancarse (o caer ligeramente si el cálculo se hiciera en términos reales).

Conclusiones

El proceso de convergencia nominal con la zona euro, ha reducido considerablemente los tipos de interés, incluidos los de los préstamos hipotecarios. Este proceso tiene importantes implicaciones sobre el mercado de la vivienda.

Hemos observado, cómo existen notables diferencias estructurales en el mercado de la vivienda en Europa. En el caso de España hemos puesto de manifiesto, por último, cómo la reacción a los tipos de interés no es inmediata, sino que necesita cierto tiempo de consolidación. Es posible que existan períodos de infravaloración con períodos de sobrevaloración, aunque a largo plazo las familias deben mantener estable el esfuerzo para financiar su vivienda.



EN PORTADA

FE DE ERRORES

En el número de **BICE 2749**, artículo titulado «Premio Nobel de Economía de 2002: Vernon Smith y Daniel Kahneman» se introducen las siguientes correcciones:

En la página 32, columna segunda:

- En el párrafo tercero, donde dice « $_p U(w_i) > _q U(w_i)$ », debe decir « $\sum p_i U(w_i) > \sum q_i U(w_i)$ »
- El párrafo cuarto, se sustituye por el siguiente: «*La teoría prospectiva postula la existencia de una función de Valor $V(\Delta w)$ que depende de la desviación respecto a una riqueza de referencia, y una función $\Pi(p_i)$ que transforma las probabilidades en las ponderaciones aplicadas en la toma de decisiones. En este marco A será preferida a B si: $\sum \Pi(p_i) V(\Delta w_i) > \sum \Pi(q_i) V(\Delta w_i)$.*»
- En el párrafo quinto, donde dice «*La función de valor $V(w)$* » debe decir «*La función de valor $V(\Delta w)$* »
- En el párrafo sexto, donde dice «*La función (p) definida en el intervalo $[0,1]$* » debe decir «*La función $\Pi(p)$ definida en el intervalo $[0,1]$* »

En el número de **BICE 2759**, artículo titulado «La política macroeconómica del euro: un balance crítico», se introducen las siguientes correcciones:

- En la página 16, en la primera columna, se sustituye la fórmula de la Curva de Phillips, por la siguiente: $\pi_t = \lambda E_t \pi_t + \varphi (y_t - y_t^*) + \chi \Pi_t$
- En el último párrafo de la misma columna, donde dice «el parámetro φ cumple $0 > \varphi > 1$, debe decir «el parámetro λ cumple $0 < \lambda < 1$ ».
- En la página 17, primera columna, se sustituye la fórmula de la Curva de Phillips de la Nueva Economía Keynesiana por la siguiente:

$$i_t = \rho + \pi^* + \alpha (E_t \pi_{t+j} - \pi^*) + \beta (E_t y_{t+j} - y_{t+j}^*)$$

El tipo de interés nominal i_t que fija el banco central es igual al tipo de interés real a largo plazo ρ (el tipo de interés natural), más la tasa de inflación objetivo a largo plazo π^* , más un múltiplo $\alpha > 0$ de la diferencia esperada entre la inflación en $t+j$ y el objetivo de inflación, más un múltiplo $\beta > 0$ del output gap esperado en $t+j$.

En el número de **BICE 2760**, en el artículo titulado “Las relaciones comerciales de la Unión Europea y los Estados Unidos”, se ha de entender que los flujos comerciales entre Europa y Estados Unidos que se recogen en los cuadros 1, 3, 5, 6 y 7 están expresados en millones de dólares.

Todas estas correcciones han sido incorporadas en la versión electrónica de la publicación disponible en www.revistasICE.com