Ahorro y patrimonio en vivienda de las familias españolas. Una cuantificación

Paloma Taltavull
Universidad de Alicante. Instituto de Economía Internacional

Introducción

Es habitualmente conocido que la mayor parte de los hogares españoles son propietarios de la vivienda en la que residen (al menos), lo que se ha entendido como un gusto 'enfermizo' de la sociedad española por poseer una vivienda. La no consideración de ahorro que tiene el gasto en viviendas en propiedad ha generalizado también la percepción de que los hogares se endeudaban en exceso lo que podría generar, en algunos períodos, un ahogo peligroso para la salud de su estructura presupuestaria y de su consumo agregado.

Solo muy pocos en España han defendido este tipo de gasto como una clara manifestación de ahorro. Pudiera ser que este rechazo proceda de problemas de contabilización: Un ahorro común se computa como la cantidad de unidades monetarias que se dejan de destinar al consumo y se acumulan, mientras que el gasto en vivienda supone un pago de un bien que se 'consume' en forma de servicios. Cuando el importe ahorrado se deposita en activos financieros, su valoración viene dada claramente por los mercados, y en el caso de cualquier otro tipo de activos no financieros (como son obras de arte, participación en empresas no cotizadas o joyas), tampoco existen demasiados problemas de valoración que son, muchas veces, obtenidas mediante técnicas científicas o contables. En el caso de las viviendas, habitualmente el total de pagos realizados para su compra puede no reflejar su valor en un momento dado, el cual, además, es difícil de estimar.

Los argumentos que justificarían el rol del gasto en vivienda como ahorro serían similares a los aplicables a cualquier otro activo: existen un flujo de aportaciones que proceden de la renuncia al consumo de parte de la renta de los individuos; se espera de él un flujo de renta (aunque en especie[1]) desde el mismo momento en que comienzan los pagos, y se incorpora de inmediato a la cartera de inversión de las familias aportando riqueza como consecuencia del cómputo del bien capital-vivienda dentro del total de sus activos[2].

La valoración del patrimonio en vivienda

El patrimonio en vivienda se mide a través del valor del stock. La valoración del stock (agregado) no es una cuestión sencilla. Los últimos cincuenta años han sido testigos de una fructífera literatura internacional en la que se han identificado diversas técnicas para valorar las viviendas y los stock residenciales en los países desarrollados persiguiendo distintos objetivos, desde aproximar el valor idóneo para una transacción, calcular series de precios acordes con la heterogeneidad de las viviendas, o estimar el capital residencial como parte de la riqueza de una economía, entre otros. Las sucesivas aportaciones encuentran importantes dificultades en la obtención de estimaciones ajustadas, tanto derivadas de la gran heterogeneidad (y los subsiguientes problemas de agregación), como de la típica evolución de los mercados residenciales que afectan a la precisión de los valores estimados. Esta literatura ha contribuido a la percepción de la necesidad de desarrollar poderosas bases de datos que permitiesen el cálculo del valor de las viviendas con métodos complejos, y que se han plasmado en índices de referencia como el FHMA y OFHEO (en US), y en los índices combinados de precios y valor calculados en el Reino Unido, entre otros[3]. Aunque las metodologías pueden discrepar, algo hay claro entre todas ellas, y es que el valor de una vivienda no es igual al producto de metros cuadrados por el precio de mercado en un momento del tiempo. Esta óptica de la literatura del mercado de la vivienda e inmobiliario discrepa de los métodos de valoración de los stock de capital de la Contabilidad Nacional[4], que recomiendan técnicas complejas basadas en el cálculo por el método de inventarios permanentes partiendo de cifras de Formación Bruta de Capital en el tiempo.

El método que se utilice es fundamental dado que su resultado puede dar lugar a una percepción errónea o imprecisa del rol que la vivienda juega en el conjunto de la riqueza de una economía.

Un ejercicio comparativo de valoración como ejemplo

El patrimonio en vivienda de los hogares puede calcularse a través de una estimación del valor del stock. Para ello, se nece-

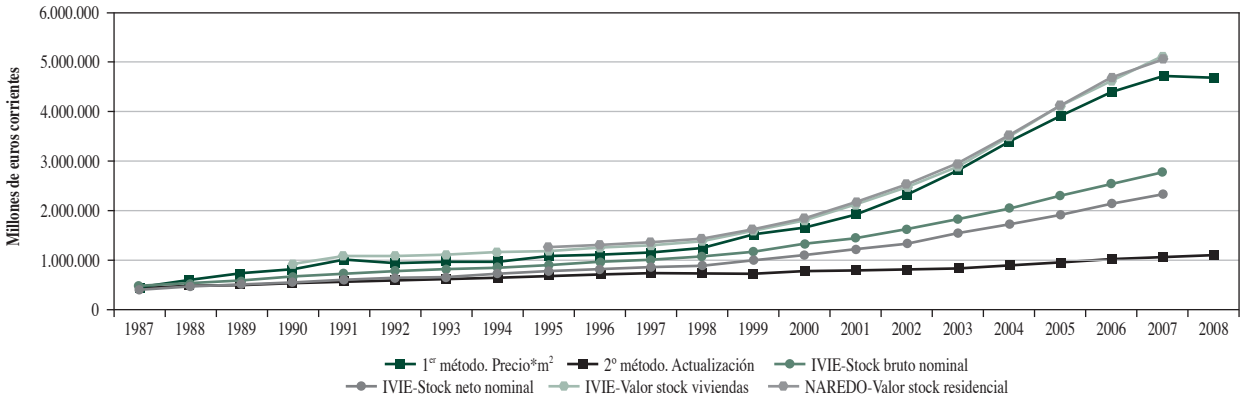
1 *Que serían los servicios de residencia.*

2 *Es riqueza por que, por definición, se computa en la cartera del hogar el valor de la vivienda (compra) menos el importe del endeudamiento que se adquiere, diferencia que es positiva en la mayoría de los casos.*

3 *El lector interesado en este tema debería empezar profundizando en los trabajos de Rosen, 1973, y Bailey et al, 1963, y continuar con la literatura sobre cálculo de índices, tanto de precios hedónicos, de ventas repetidas, híbridos, y compuestos. Algunas referencias son Goodman, 1978, Palmquist, 1980, Case y Shiller, 1987, Case y Quigley, 1991, Di Pasquale et al, 1995, Meese and Wallace, 1997, Adair et al, 1996, Tse, 2002, o Pace et al, 2000, entre otros, para seguir la discusión sobre las metodologías.*

4 *Fundamentalmente, el de la OCDE, 2001.*

GRÁFICO 1. ESTIMACIÓN DEL STOCK RESIDENCIAL EN VALOR: COMPARACIÓN 1



Fuente: BBVA-IVIE, Funcas, Ministerio de Vivienda y elaboración propia.

sita conocer con precisión el stock de viviendas existente y su evolución. El Ministerio de Vivienda (http://www.mviv.es) ofrece esta información en número de viviendas desde 2001, aunque se puede reconstruir otros períodos a partir de la información censal y la de flujos de viviendas terminadas, demoliciones y reconversiones.

La aproximación y cálculo del valor del stock residencial en España ha sido objeto de un debate entre tres grupos de investigación en los últimos años, el de los profesores Naredo (Habitat/Funcas), Vergés Escuín y Uriel (BBVA-IVIE), al que se añadió el Banco de España con el cálculo de la riqueza de los hogares basado en la Encuesta Financiera de las Familias[5]. Tanto Vergés como el equipo del IVIE defienden el cálculo sobre la base de los principios de inventario permanente mientras que Naredo estima el valor a precios de mercado del stock en cada momento. En todos los casos, se utiliza un gran despliegue de cálculos estadísticos complejos y adaptados a las metodologías internacionales que no pueden resumirse aquí por falta de espacio. El primero y tercero aportan estimaciones concretas del stock en valor en el tiempo y en el espacio, y además, Uriel, 2008, ajusta el cálculo del valor de las viviendas mediante inventarios permanentes con la incorporación del valor del capital suelo de la economía española. Tomando como referencia solo la serie agregada para el conjunto del stock residencial español[6] de ambos, los resultados, como puede verse en el gráfico 1, son muy similares y difieren en muy poco, en ambos casos.

Con el único ánimo de comparar, se ha añadido aquí una estimación agregada de lo que supondría el valor del stock de viviendas reconstruyendo la superficie total existente (stock total más viviendas terminadas, con ajustes de las diferencias intercensales) por el precio medio de las viviendas en España. El resultado se muestra en la serie que se ha denominado "1er.Método. Precio*m2", y se observa que su nivel es ligeramente inferior al de las dos estimaciones mencionadas siguiendo la misma pauta temporal.

Se incluyen en la comparación tres series más: Dos estimaciones del BBVA-IVIE sobre el valor del stock bruto y neto de viviendas, cuya evolución muestra valores sustancialmente más reducidos que en su serie inicial. La tercera es una valoración propia alternativa, que sigue la filosofía de inventario permanente aunque no utiliza la formación bruta de capital fijo sino el propio stock en valor y su evolución. Se fundamenta en la lógica de funcionamiento de este sector: Dado que solo una parte pequeña del parque de viviendas entra en el mercado, es razonable pensar que el stock que está siendo utilizado por sus propietarios[7], no se revalorice al ritmo de las transacciones sino al de la renta intangible que genera. Este principio es bien conocido en la metodología de valoración y aplicado habitualmente a aquellas viviendas que están alquiladas[8]. Siguiendo esta idea, se cuantifica el stock partiendo de un valor en un momento del tiempo (1991[9]), y se actualiza anualmente utilizando el índice de precios habitualmente aceptado (costes de construcción), con dos excepciones: la primera consiste en que se suman las viviendas terminadas a precios de vivienda nueva en el mercado en cada período, y la segunda implica que una parte del stock no se actualiza como se ha dicho. Se trata de la proporción del stock total que es objeto de transacción en el

5 *Bover, 2005.*

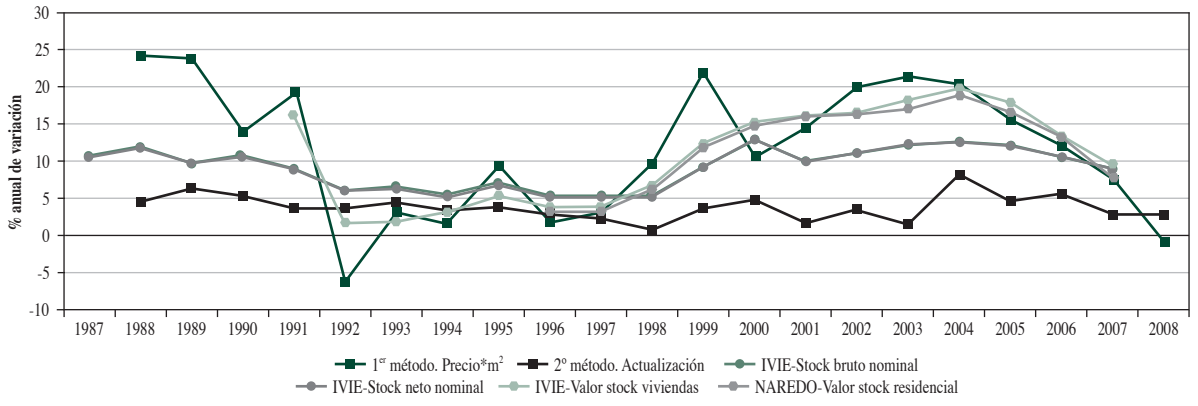
6 *Que son las que aparecen como Naredo- valor stock residencial y IVIE – Valor stock viviendas. En concreto, las series que se utilizan para este ejercicio de comparación del BBVA-IVIE son las que aparecen en los cuadros CBn00, CNn00 y CVIV01 del documento que publica las estimaciones. La última, es la que se ha considerado como la agregada.*

7 *Es decir, la imposibilidad de encontrar a TODAS las viviendas en el mercado en algún momento, hace que se tome como coherente un stock cuyo valor recogería las actualizaciones de aquellas unidades que reciben un precio del mercado, mientras que el resto de las unidades tendrían un valor que se actualiza con respecto a la evolución de los costes de construcción, que indicaría el valor de reposición en un momento del tiempo. Este argumento está presente en numerosos trabajos, como los de Hicks, 1946, o en la Ley de Gossen, por la que los precios dependen de las cantidades, Kauder, 1965, citados en Naredo, 2001, pp. 307.*

8 *Tanto en España, ECO/805/2003, como en otros países, IVSC, 2005, o RICS, 1995, 2008.*

9 *En que es igual al stock por el precio de mercado multiplicado por los metros cuadrados en media.*

GRÁFICO 2. REVALORIZACIÓN DEL STOCK RESIDENCIAL: COMPARACIÓN 2



Fuente: BBVA-IVIE, Ministerio de Vivienda y elaboración propia.

período (viviendas no nuevas), que se incorporan al parque a precios de mercado de ese año (es decir, al precio de viviendas de segunda mano)[10]. A este método se le denomina aquí 'de actualización' y sus resultados se incluyen en el gráfico 1 junto al resto de las estimaciones con la denominación "2º método. Actualización". Esta valoración muestra una tendencia creciente pero con un valor sustancialmente inferior al resto.

El comportamiento en variación es aún más dispar. El gráfico 2 muestra la tasa anual de crecimiento de todas las series. Se puede observar como, salvo en la última mencionada, los perfiles reflejan con gran fidelidad el comportamiento de los precios residenciales en España. Las dos series de stock bruto y neto (BBVA-IVIE) reflejan una variabilidad de los precios más suavizada, pero la serie que estima por el método de actualización es mucho más estable, no sigue la pauta temporal del resto y da ritmos de crecimiento anual alrededor del 5% durante todo el período, cifra que es más compatible con las rentabilidades de inversión obtenidas en otros sectores. Como se ve, la valoración del patrimonio familiar en viviendas, y los incentivos inversores ligados a ellas, difieren dependiendo del método utilizado para estimar el valor.

Para tener una idea del significado de estos resultados, se ha calculado un ratio relativo con el PIB en millones de euros corrientes de cada año (gráfico 3), que podría ser interpretado como una medida del peso del capital residencial sobre la riqueza anual generada por la economía. Si se toman en cuenta los tres primeros cálculos del valor del stock en viviendas mencionados (Naredo, BBVA-IVIE stock bruto y el primero propuesto aquí), el peso del valor del stock de viviendas en España oscila alrededor del 250% del PIB hasta 1999, en que comienza a crecer hasta casi el 450% en los últimos cinco años. El valor del stock bruto/neto nominal (BBVA-IVIE) es constante alrededor del 200%/180% del PIB a lo largo del período hasta que en el mismo año citado aumenta hasta el 250%/215%. Sin embargo, si se toma el valor de actualización, se encuentra que el valor del stock residencial ha ido disminuyendo en cuanto a su peso sobre el PIB, desde el 200% hasta un 100% en que se estabiliza en 2003. Ésta pérdida de valor relativo indicaría que el PIB ha crecido a tasas más altas que el stock de viviendas en valor. El perfil de esta última serie es similar al efecto previsto en el sistema de valoración por inventario permanente (ver Figura 1 en Vergés, 2001, pp.322).

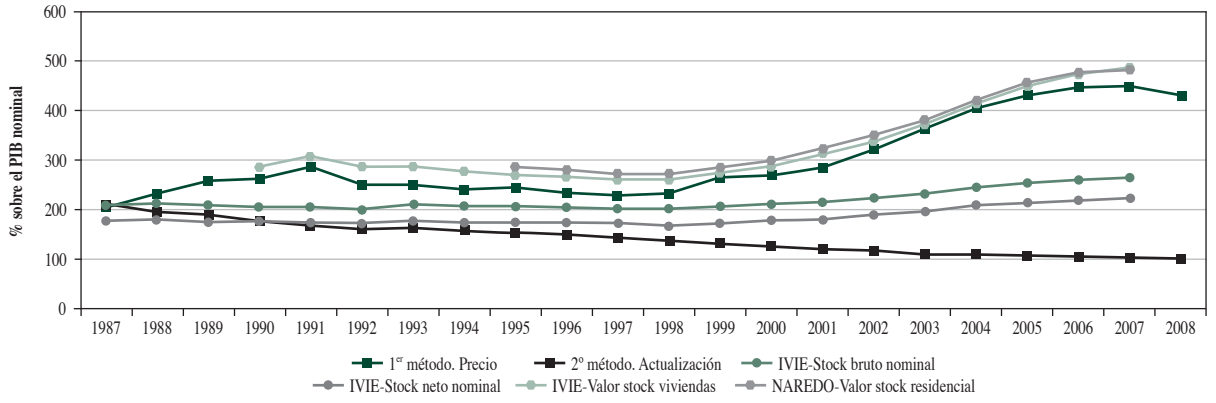
Este diferente comportamiento tiene notables implicaciones sobre la estimación del patrimonio en vivienda. La metodología se convierte, en este caso, en fundamental para poder obtener una conclusión: Si se valora todo el parque según los precios de mercado, el resultado muestra una aceleración extrema del valor del stock residencial y, consecuentemente, un enriquecimiento fuerte de los hogares, casi especulativo. Alternativamente, los principios de inventarios permanentes dan el resultado completamente contrario, ya que muestran como el parque residencial en su conjunto pierde valor en relación con la generación de riqueza de la economía.

Es difícil aceptar que tras el largo proceso expansivo de la edificación en España y su revalorización, el valor total del capital vivienda haya ido decreciendo con respecto al de la economía como dice ésta última estimación, pero también lo es pensar que el valor puede ser tan elevado como marcarían precios que han crecido sobre su valor de largo plazo. En este punto es donde aparece la necesidad de encontrar un sistema de valoración *ad hoc* que elimine esta incertidumbre. Parece sensato pensar que la caída en el valor del stock utilizado por sus propietarios no representa una pérdida de valor en sí misma sino una inadecuada apreciación de la dinámica de los valores relativos, con respecto a otros activos, que la vivienda tiene en el tiempo y que no estaría siendo recogido por el coeficiente de actualización utilizado (costes de construcción). Una fórmula de seguir esta dinámica es observar, de forma continuada, el valor del stock con sus características, y desarrollar métodos de evaluación de los precios basados en ellas, que es, por definición, la metodología que se fundamenta en métodos hedónicos. La información que permita ajustar el valor del stock de vivien-

10 *Por falta de espacio, no es explica la metodología completamente. El artículo detallado se encuentra en Taltavull, P, 2010.*

das español con los métodos equivalentes contrastados por otros países es una urgencia si se quiere evaluar apropiadamente la riqueza residencial existente en España y su relevancia macroeconómica.

GRÁFICO 3. CRECIMIENTO DEL STOCK RESIDENCIAL EN PESO SOBRE EL PIB: COMPARACIÓN 3



Fuente: BBVA-IVIE, Ministerio de Vivienda y elaboración propia.

Para saber más…

- Adair, As, Berry, JN y McGreal, W.S, Hedonic modelling, housing submarkets and residential valuation, *Journal of Property Research,* 13, 1996, pp. 67-83.
- Bailey, M, Muth, R y Nourse, H, A Regression Method for Real Estate Price Index Construction, *Journal of the American Statistical Association,* 58(304), 1963, pp. 933- 942.
- Bover, O, La situación patrimonial de las familias españolas: Una comparación Microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido, *Boletín Económico del Banco de España,* 4 abril, 2005, pp. 111-131.
- Case, B y Quigley, JM, The Dynamics of Real Estate Prices, *Review of Economics and Statistics,* 73(1), 1991, pp. 50-58
- Case, Karl y Shiller, Robert J., Prices of Single Family Homes Since 1970: New Indexes for Four Cities, New England Economic Review, pp. 45-56.
- Di Pascuale, D y Somerville, C.T, Do House Price Indices Based on Transacting Units Represent the Entire Stock?. Evidence from the American Housing Survey, *Journal of Housing Economics,* 4 (3), 1995, pp. 195-229.
- Goodman, A. Hedonic Prices, Price Indices and Housing Markets, *Journal of Urban Economics,* 5, 1978, pp. 471-484
- IVSC, International Valuation Standards Committee, 7th, edition, 2005, Londres.
- Mas, M, Pérez, F y Uriel, E (dir), El stock y los servicios de capital en España (1964-2002), *Fundación BBVA,* 2005, Bilbao.
- Meese Richard A y Wallace, Nancy, E, The Construction of Residential Housing Price Indices: A Comparison of Repeat-Sales, hedonic-Regression and Hybrid Approaches, *Journal of Real Estate Finance and Economics,* 14, 1997, pp. 51-73.
- OECD, Measuring Capital OECD Manual, 2001, Paris, http://www.oecd.org/dataoecd/61/57/1876369.pdf
- Ministerio de Economía, ORDEN ECO/805/2003, de 27 de marzo, 2003, Madrid.
- Pace R.K, Barry, R, Gilley, O.W y Sirmans, CF, A method for spatial-temporal forecasting with an application to real estate prices, *International Journal of Forecasting,* 16, 2000, pp. 229-246.
- Palmquist, Raymond B, Alternative Techniques for Developing Real Estate Price Indexes, *The Review of Economics and Statistics,* 62(3), 1980, pp. 442-448.
- Quigley, John, M, A Simple Hybrid Model for Estimating Real Estate Price Indexes, *Journal of Housing Economics,* 4, 1995, pp. 1-12.
- RICS, RICS Appraisal and Valuation Manual (Red Book). London: Royal Institution of Chartered Surveyors. 1995, Londres.
- Rosen, S. (1974) Hedonic Prices and Implicit Markets: Product Differentiation in Pure Competition, *Journal of Political Economy,* 82, pp. 34-55.
- Taltavull de La Paz, P, *Una metodología de valoración del stock,* 2010, mimeo.
- Tse, Raymond Y.C, Estimating Neighbourhood Effects in House Prices: Towards a New Hedonic Model Approach, *Urban Studies*, 39(7), 2002, pp. 1.165-1.180.
- Uriel, E,(dir), El stock de capital en viviendas en España y su distribución territorial (1990-2007), *Fundación BBVA,* 2008, Bilbao.
- Vergés Escuín, R, Tratamiento de datos territorializados de vivienda en el inventario de capital residencial, *Questiió,* 25(2), 2001, pp. 303-334.