

# Ahorro y vivienda

CAPÍTULO 8

Por *José A. Herce*

Socio fundador de LoRIS y miembro del Foro de Expertos de Instituto Santalucía

*José A. Puertas*

Socio fundador de LoRIS y actuario

**L** El valor del parque de viviendas existente en España equivale a 4,7 veces el PIB, sensiblemente mayor al valor de los derechos devengados por los actuales pensionistas y afiliados de la Seguridad Social, según las estimaciones actuariales más recientes (3,6 veces, 2018). Más allá de la inmediata asimilación entre estas dos cifras, cabe preguntarse si tanta riqueza no podría servir su adecuadamente al bienestar financiero de sus propietarios en fase vital tras la jubilación, mediante la provisión de soluciones que permitiesen generar complementos de renta o servicios a sus pensiones públicas.

Las soluciones existen, pero los mercados en las que encontrarlas a un coste asequible, algo necesario para popularizar el uso previsional de la vivienda, son muy incipientes y necesitan desarrollos adicionales tanto en el lado de la oferta como en el de la demanda y la regulación de los productos.

La inmensa mayoría de los hogares españoles encabezados por personas de 65 o más años poseen la vivienda en la que residen y alguna más. Viviendas que están íntegramente pagadas también en su mayoría. La vivienda es el activo más presente en las carteras de activos de los hogares españoles. Si se generalizasen los complementos de rentas de jubilación extraídos de las soluciones aludidas, el mercado de la vivienda registraría un saludable cambio estructural.

La monetización del activo inmobiliario no exigiría la construcción de viviendas, todo lo contrario. Esta actividad dejaría de drenar recursos necesarios para la financiación del crecimiento de los sectores productivos del futuro y de acrecentar un parque de viviendas excedentario y del que muchas unidades no sirven para nada. El parque de viviendas en alquiler aumentaría considerablemente, provocando la deseable inversión de la relación entre el alquiler y la cuota hipotecaria típicos en el sentido de hacer al primero sensiblemente inferior a la segunda; justo lo contrario de lo que sucede actualmente y que es la madre de los problemas actuales de escasez de vivienda asequible en alquiler para la formación de hogares.

Lo más importante es que la extensión del mercado de soluciones previsionales basadas en la monetización del activo inmobiliario generalizaría los complementos de pensiones con más rapidez que la igualmente deseable extensión de la Previsión Social Complementaria. Es más, este último desarrollo se vería favorecido por una solución que beneficiaría fundamentalmente a las cohortes más cercanas a su jubilación, que no tienen margen para constituir soluciones complementarias convencionales, y daría margen para el ahorro previsional a las cohortes más jóvenes, que disfrutarían de un acceso más amplio y más barato a la vivienda en alquiler.

# aa

Este capítulo es, en parte, una actualización de uno precedente publicado en el volumen "Un País para Mayores" del Instituto Santalucía en el que se incidía

en la "monetización del activo inmobiliario" como una fuente de rentas complementarias de jubilación. El enfoque en aquella ocasión era el de analizar las vías de la monetización, los productos para lograr dicha conversión de activos reales en flujos de rentas complementarias de jubilación y las consecuencias de la que denominábamos "la gran desamortización inmobiliaria". En esta ocasión, partiendo de la actualización de la base cuantitativa de aquella contribución, referida a la riqueza real y financiera de los hogares, observando la absoluta predominancia del ahorro en forma de vivienda de los hogares españoles, la parte final del presente capítulo contiene una reflexión sobre el futuro de esta forma de ahorro tan peculiar de los hogares españoles.

Desde que se publicó el libro antes mencionado se han producido algunos cambios relevantes que afectan a la vivienda y al mercado previsional y se han publicado los datos de la Oleada 2020 de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del BCE-BdE. Las últimas oleadas previas (2011, 2014 y 2017) venían mostrando evidencia clara de que los hogares encabezados por personas más jóvenes habían dejado de seguir la pauta de adquisición de vivienda de las cohortes que les precedieron, consecuencia directa del estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008/2009 y la fuerte depreciación sufrida por el activo inmobiliario hasta 2013. Sin embargo, la oleada de 2020 de la EFF muestra una clara recuperación del patrón antedicho para los hogares encabezados por personas de menos de 35 años y una vuelta a la adquisición de viviendas por parte de los hogares de este tipo de las oleadas precedentes, que, en 2020, tres, seis y nueve años más tarde de que dejasen de comprar a sus menos de 35 años, ya estaban accediendo a la propiedad de este tipo de activo.

# ti

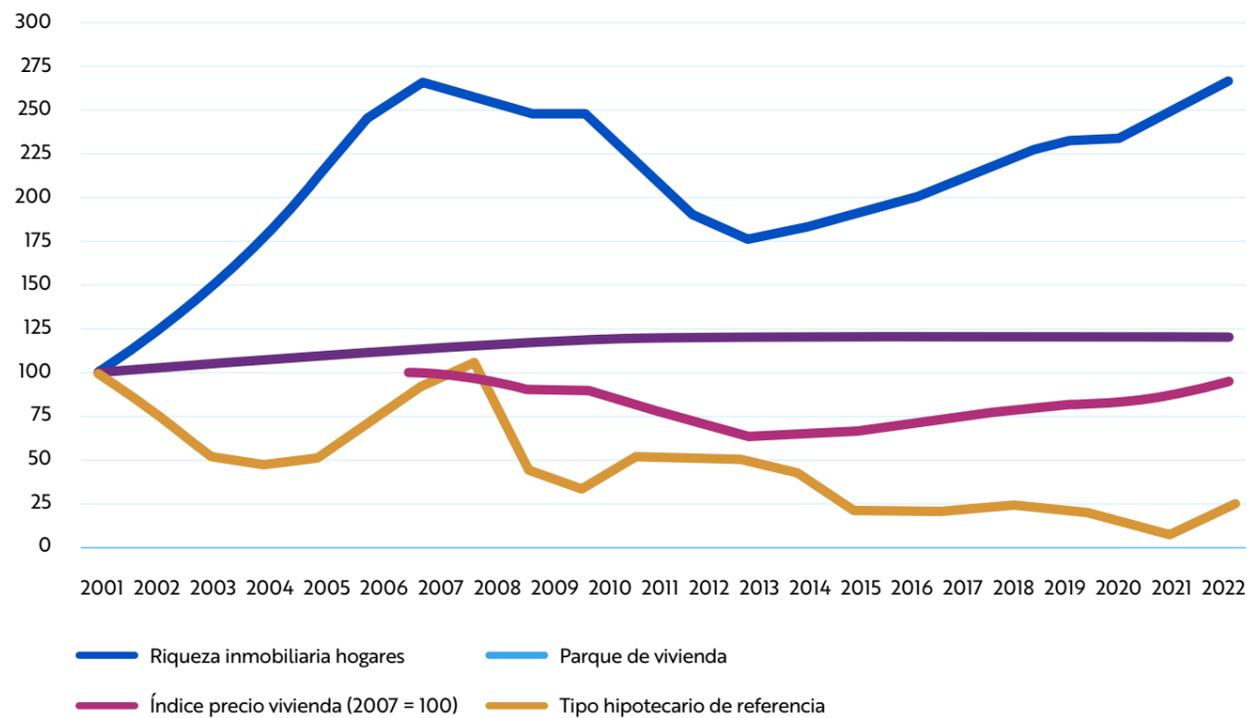
# VOS

<sup>1</sup> Véase <https://institutosantalucia.es/un-pais-para-mayores-libro-desafio-longevidad/>

La subida del tipo de referencia del BCE, como respuesta a la elevada inflación observada desde mediados de 2022, también ha sido un importante cambio reciente que ha encarecido sensiblemente algunos de los productos de monetización de la vivienda, como es el caso de las hipotecas inversas, ya de por sí de coste elevado para el usuario. Este encarecimiento se mantendrá al menos hasta bien entrado 2024, según parece en el momento de escribir estas líneas (agosto 2023), aunque no cabe descartar pausas en los bancos centrales más relevantes, especialmente la Fed.

El activo inmobiliario, desde el estallido de la burbuja inmobiliaria que desencadenó y profundizó en España la larga crisis financiera de 2008-2013, ha seguido una trayectoria que puede resumirse atendiendo a la evolución de los principales indicadores obtenidos de las fuentes públicas representados en el gráfico siguiente.

Gráfico: indicadores de vivienda 2001 -2022 (2001 = 100)



Fuente: elaboración propia con datos BsE, INE y MITMA

En general, la grave incidencia de la Covid-19, tanto en materia de salud pública como económica, ha afectado muy limitadamente a los indicadores del mercado de la vivienda que se muestran en el gráfico:

- En 2021-2022, los principales indicadores de vivienda, con la excepción del tipo hipotecario de referencia del BdE (Banco de España), siguieron la tendencia apuntada desde 2013, cuando finalizó la segunda recesión de la crisis financiera 2008-2013.

- Dicho tipo hipotecario de referencia (no oficial) se situaba en media anual, en 2019, en el 0,94% y se precipitó al 0,38% en 2021 para situarse en el 1,06% en 2022. Según el BdE, en la primera mitad de 2023, el tipo hipotecario de referencia se situaba ya en el 2,5%.
- La estimación de la riqueza inmobiliaria que realiza el BdE arrojó un valor de 6,25 billones de euros en 2022, es decir, 4,7 veces el PIB de ese año, continuando, tras una ligera desaceleración en 2020 con la tendencia de fuerte recuperación de este indicador desde 2013. En 2022, no obstante, todavía no se había recuperado el nivel de 2007 que se había precipitado tras el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008/2009, especialmente a partir de 2010.
- El parque de viviendas, por su parte, mantuvo el moderado ritmo de crecimiento observado en los últimos años, sin sobresaltos por causa de la Covid-19, desde que el estallido de la burbuja inmobiliaria frenase casi en seco la aceleración que la actividad constructora protagonizara en los años previos a la crisis.
- El Índice de Precios de la Vivienda, que elabora el INE, cuyo ciclo desde 2007 ha marcado claramente el ciclo de la riqueza inmobiliaria de los hogares recién descrito ha progresado a buen ritmo en los años inmediatamente precedentes sin lograr superar, no obstante, el nivel alcanzado en 2007.

**El activo inmobiliario español, actualmente, sigue siendo, de lejos, la principal reserva de ahorro de los hogares españoles y, llegado el caso, como se argumenta en este ensayo, podría llegar a ser la principal fuente de rentas complementarias durante la jubilación para los trabajadores que se jubilasen en las tres próximas décadas.**

## ¿Cuán ricos son los hogares españoles?

Entre 2002 y 2020 (primera y última oleadas de la Encuesta Financiera de las Familias, EFF, del Banco de España - BCE) la riqueza neta media<sup>2</sup> de los hogares españoles (a precios corrientes) aumentó un 64,77%. No obstante, por subperiodos, entre 2002 y 2008 el aumento de la riqueza neta de los hogares fue del 92,27% mientras que entre 2008 y 2014 se produjo un descenso del 20,13% y entre 2014 y 2020 una revalorización del 7,30%. Claramente un efecto muy marcado de la crisis financiera que trajo causa de la depreciación de los activos (financieros e inmobiliarios) y del elevado endeudamiento de los hogares (véase gráfico siguiente).

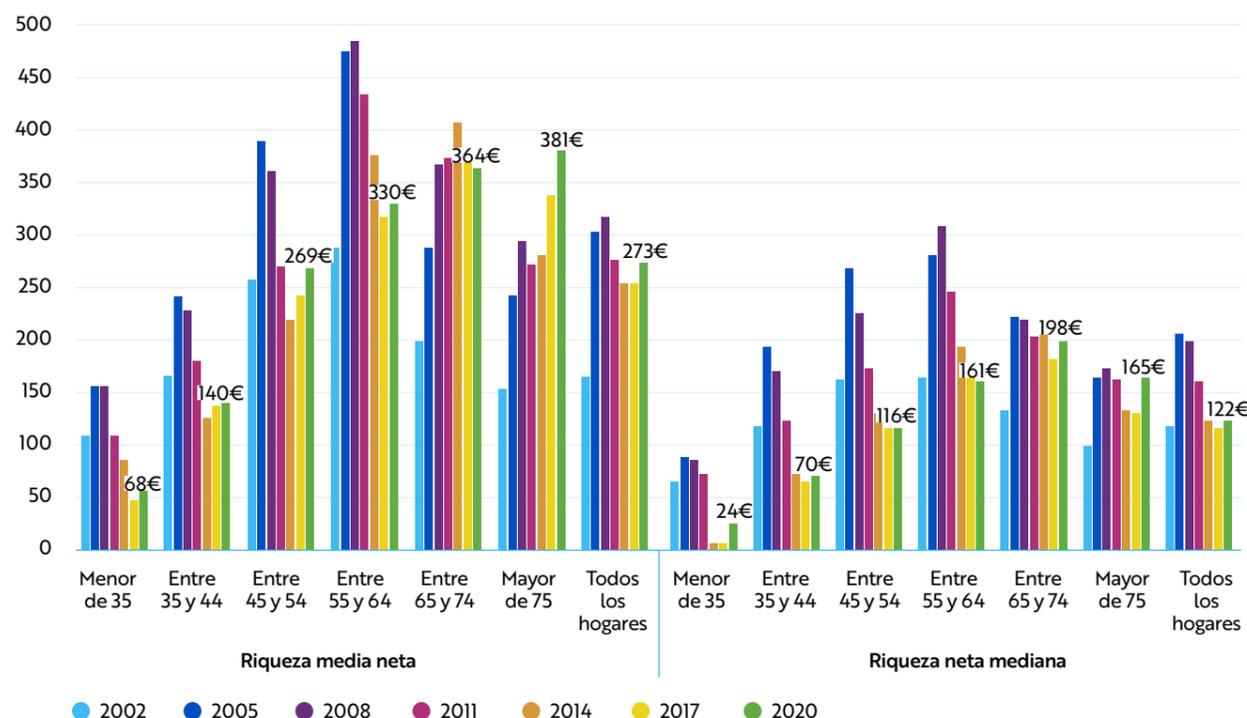


<sup>2</sup> A lo largo de este capítulo, en su parte cuantitativa, se utilizará la "riqueza neta", es decir, el valor nominal de los activos (financieros o reales) del que se habrá restado el valor nominal de los pasivos (deudas) de los hogares. Estos datos proceden de la Encuesta Financiera a los Hogares realizada desde 2002 (cada tres años) por el Banco Central Europeo en la zona del euro. En España, la encuesta la lleva a cabo del Banco de España. Véase [https://www.bde.es/bde/es/areas/estadis/estadisticas-por/encuestas-hogar/relacionados/Encuesta\\_Financi/](https://www.bde.es/bde/es/areas/estadis/estadisticas-por/encuestas-hogar/relacionados/Encuesta_Financi/) para más información sobre esta encuesta.

Un aspecto menos analizado, que se aprecia también en el gráfico siguiente, fue el escaso ascenso de la riqueza neta media, que en el periodo 2002-2020 fue sólo del 3,81%, diecisiete veces menor que el de la riqueza neta media, lo que refleja un fuerte aumento de la desigualdad en materia de riqueza neta media. La mediana, en una distribución cualquiera, es el valor de la variable en cuestión que divide la distribución en dos mitades iguales. Comparada con la media da una buena idea de cuán igualitaria (o uniforme) es dicha distribución.

Pues bien, en la oleada de 2020 de la EFF, se constata que la riqueza neta media, que era 1,41 veces mayor que la riqueza neta media en 2002, era ya 2,19 veces mayor que la mediana. En suma, la desigualdad en esta materia ha aumentado claramente en las últimas dos décadas.

Gráfico: riqueza neta de los hogares - España 2002-2020 (miles de euros)



Fuente: elaboración propia con datos EFF - BdE

Desde la perspectiva del fenómeno sénior, que domina el volumen en el que se inscribe este capítulo, la riqueza neta media de los hogares encabezados por personas de 55 años y más resulta ser sensiblemente mayor que la de los hogares más jóvenes. Esto es así, especialmente, para los hogares cuya persona principal tiene 75 o más años, cuya riqueza neta media en la oleada de 2020 ascendía a 381 mil euros.

Entre los hogares cuya persona tenía entre 45 y 54 años, la riqueza neta media ascendía en 2020 a poco 269 mil euros. A 140 mil euros entre los hogares encabezados por personas de 35 a 44 años y a unos 68 mil euros entre los hogares cuya persona principal tenía menos de 35 años. En la oleada de 2020, al menos, se observa una corrección del patrón de caída de la riqueza neta de los menores de 35 años.

<sup>3</sup> De hecho, en el periodo 2002-2020, el Índice de Gini de la Riqueza Neta (BdE) creció sostenidamente pasando del 58,2 al 69,3.

Varios rasgos perfectamente explicables se conjugan en esta rápida perspectiva sobre la riqueza de los hogares españoles:

- Los hogares cuya persona principal tenía 75 o más años en 2020 eran los más ricos en términos netos. En la oleada de 2002, sin embargo, eran los hogares cuya persona principal tenía entre 55 y 64 años quienes marcaban el máximo de riqueza neta. Quienes en 2020 tenían 75 o más años son las cohortes nacidas antes de 1945, anteriores a las del baby-boom. Estas cohortes seguirán dominando el panorama de la distribución de la riqueza en las oleadas sucesivas.
- La desigualdad en la distribución de la riqueza neta de los hogares está claramente marcada por la distancia existente entre la riqueza neta media y mediana, que ha aumentado sin cesar entre las oleadas de 2002 y 2020 de la EFF para todos los grupos de edad de la persona principal del hogar. La desigualdad ha aumentado especialmente para los hogares del grupo de menos de 35 años, pero también en los dos siguientes grupos de hogares más jóvenes y en el de 75 y más años.

• Debe verse como natural que el grueso de la riqueza neta de los hogares se concentre en aquellos cuya persona principal tiene más edad. La acumulación de riqueza es un proceso que requiere el paso de décadas. En el gráfico anterior esto queda reflejado en el valor neto de dicha riqueza neta media, que aumenta rápidamente desde las edades más jóvenes hasta las edades posteriores a los 55 años.

No debe perderse la perspectiva dinámica que encierra el gráfico anterior. Huelga decir que aquellos hogares cuya persona principal estaba en un grupo de edad determinado en, digamos, 2002, estarán ya en su mayoría en el tramo de edad inmediatamente superior a aquel al cabo de dos oleadas de la EFF (3 años entre cada oleada).

Para valorar mejor cómo se distribuye la riqueza neta de los hogares españoles teniendo en mente la concentración de esta entre los hogares encabezados por personas sénior (de 55 años en adelante), el cuadro siguiente ofrece las distribuciones de hogares por edad de la persona principal y riqueza neta.

Concentración de la Riqueza Neta Total de los hogares - 2020							
Edad persona principal	Nº de hogares	% de hogares	% de hogares (acumulados)	Riqueza neta media (miles €)	Riqueza neta total (mill.€)	% riqueza neta Total	% riqueza neta total (acum.)
Menor de 35	1.259.165	6,69%	6,69%	68,17	85.835	1,67%	1,67%
Entre 35 y 44	3.664.503	19,47%	26,16%	140,00	513.020	9,99%	11,66%
Entre 45 y 54	4.565.213	24,26%	50,41%	268,70	1.226.658	23,88%	35,53%
Entre 55 y 64	3.818.289	20,29%	70,70%	330,43	1.261.665	24,56%	60,09%
Entre 65 y 74	2.949.952	15,67%	86,37%	363,66	1.072.782	20,88%	80,97%
Mayor de 75	2.564.523	13,63%	100,00%	381,24	977.708	19,03%	100,00%
<b>Todos los hogares</b>	<b>18.821.645</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>272,97</b>	<b>5.137.667</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: elaboración propia con datos de la EFF - BDE

<sup>4</sup> Para hacerse una idea de la relación entre la media y la mediana considérese una distribución de cien personas. Sesenta de estas personas tienen, cada una, una riqueza de 100 euros, y cada una de las otras cuarenta personas tienen una riqueza de 1.000 euros. Ordenamos a este conjunto de observaciones según su nivel de riqueza. La riqueza media es de 460 euros, pero la riqueza mediana, es decir, la riqueza de la persona que está en la mitad exacta de la distribución es de 100 euros. La distancia entre la riqueza mediana y la riqueza media (siempre menor o igual a 0) es una de las varias medidas de desigualdad que existen. Cuando la mediana y la media coinciden, la distribución es uniforme, es decir, igualitaria. A mayor distancia entre la riqueza media y la mediana, mayor es la desigualdad medida de esta manera.

# Ri

Según el INE, en 2020, había 18,82 millones de hogares. De estos, casi la mitad (9,33 millones, el 49,59% del total) estaban encabezados por personas de 55 o más años. Por su parte, la riqueza neta de los hogares españoles ascendía a 5,14

billones de euros y equivalía a 4,6 veces el PIB de aquel año. Los seniors españoles poseían casi dos terceras partes de la riqueza neta total (el 64,47%), si bien representaban la mitad de los hogares.

No puede decirse que este fenómeno de concentración de la riqueza en los hogares de más edad sea excesivo en absoluto. Es moderado y, por otra parte, bastante natural, ya que hablamos de largos años de acumulación de ahorro. Solamente basados en el criterio de la edad, no podríamos decir que el hecho de que la mitad sénior de los hogares españoles posea las dos terceras partes

de la riqueza neta del país constituya una excesiva concentración de la riqueza.

Una característica muy marcada, como se verá más adelante, de todo lo que nos dicen los datos sobre riqueza en España, es que esta se debe a que el grueso de la misma está constituido por activos

inmobiliarios, en los que prácticamente todos los hogares españoles tienen relevantes ahorros concentrados, como se ha visto en esta sección.

# que

# za

## La riqueza inmobiliaria de los hogares españoles

El panorama de la riqueza neta por edades de la persona principal del hogar queda así claramente delimitado para abordar el análisis que contiene este capítulo del presente volumen.

La riqueza de los hogares españoles, como es bien sabido, está fundamentalmente compuesta por activos reales (el 78,59% de la Riqueza Bruta), de los cuales, a su vez, los activos inmobiliarios ocupan el mayor volumen (el 69,42% de la RB). A este tipo de ahorro le sigue, a una enorme distancia, el ahorro en forma de depósitos bancarios (a la vista y a plazo, un 8,61%) y, ya fuera del sistema solar, las acciones de compañías cotizadas y no cotizadas (un 5,17%), el ahorro para la jubilación (un 2,86%) y, ya dentro de "otros activos financieros" (con el 4,77%), los fondos de inversión.

Riqueza media de los hogares y sus componentes - 2020 (miles de €)

		Menor de 35	Entre 35 y 44	Entre 45 y 54	Entre 54 y 64	Entre 65 y 74	Mayor de 75	Todos los hogares	
		Miles €	% s/ R. Bruta	Miles €	% s/ R. Bruta	Miles €	% s/ R. Bruta	Miles €	% s/ R. Bruta
Riqueza y deuda	Riqueza bruta	100,58	207,80	314,64	359,34	375,60	384,03	307,60	100%
	Riqueza neta	68,17	140,00	268,70	330,43	363,66	381,24	272,97	88,74%
	Deuda (en % s/ R. Bruta)	32,22 %	32,63%	14,60%	8,05%	3,18%	0,73%		11,26%
Activos reales (brutos)	A. Reales totales	83,89	175,79	258,21	274,41	287,25	283,23	241,75	78,59%
	Vivienda	77,54	150,87	217,74	238,07	268,64	262,37	213,52	69,42%
	Activos asociados a negocios	5,72	24,08	38,54	32,96	12,95	11,69	24,73	8,04%
	Otros A. reales	0,63	0,84	1,93	3,38	5,66	9,18	3,50	1,14%
Activos financieros (brutos)	Act. Fin. Totales	16,69	32,01	56,43	84,93	88,35	100,80	65,85	21,41%
	Depósitos	14,15	18,63	23,17	30,81	36,85	31,22	26,47	8,61%
	Acciones y participaciones	0,83	2,58	17,45	16,69	15,03	39,34	15,89	5,17%
	P. Pens. y Seguros Vida-Ahorro	0,84	2,70	6,50	18,15	13,00	6,78	8,80	2,86%
	Otros activos Financieros	0,86	8,09	9,30	19,28	23,48	23,47	14,68	4,77%
Pro memoria (a)	Vehículos	8,21	9,58	9,29	9,66	6,06	2,74	7,95	2,58%
	Otros bienes duraderos	11,14	15,89	17,73	21,53	25,08	27,62	20,20	6,57%

(a) Estos activos no forman parte de la riqueza bruta reflejada en la primera fila de este cuadro. Se ofrecen a título comparativo.

Fuente: elaboración propia con datos EFF-BdE

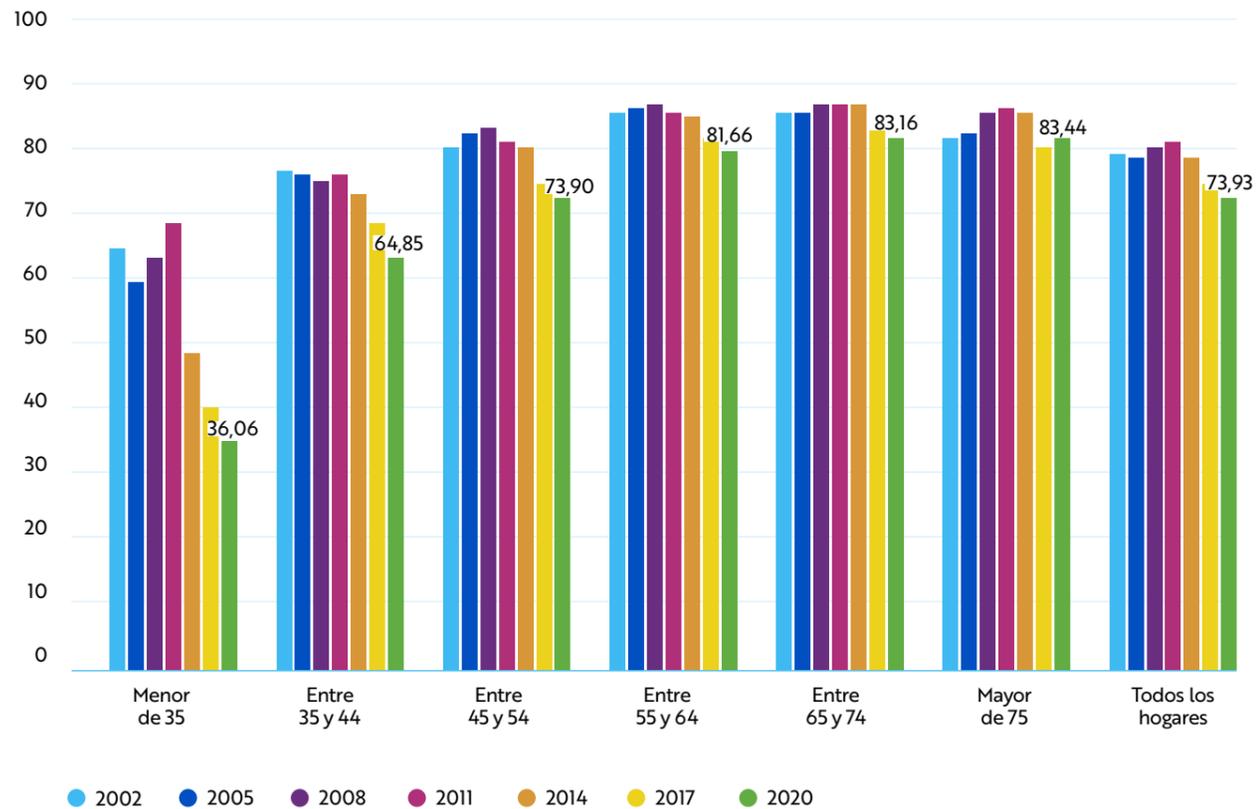
La riqueza inmobiliaria de un hogar medio español tiende a aumentar con la edad de la persona principal de aquel. No solo en términos brutos, por la acumulación de elementos inmobiliarios adicionales, sino también en términos netos por la reducción progresiva de la deuda hipotecaria con la que nacen estos activos en las carteras de sus propietarios.

El gráfico siguiente muestra a las claras los elevadísimos porcentajes de tenencia de vivienda en propiedad a cualquier edad de la persona principal del hogar y también algunas tendencias destacables.

Cuando la persona de referencia superaba los 55 años, edad a la que convencionalmente se alcanza la calidad de persona senior, en las oleadas de 2002 a 2014 de la EFF, la tasa de tenencia en propiedad en la vivienda principal (aquella en la que reside el hogar) rozaba el 88%. La novedad en las oleadas de 2017 y 2020, es que la tasa de propiedad de vivienda principal de estos hogares se situaba cercana al 83%, una sensible reducción de cinco puntos porcentuales que se observa también en otros grupos etarios.

Entre los hogares encabezados por personas de 35 a 54 años, el grueso de la población trabajadora adulta en su tramo vital más productivo, las tasas de propiedad oscilaban alrededor del 80% en las oleadas 2002 a 2014. Pero también se observa para estos grupos de edad, en las oleadas posteriores un descenso, incluso más acusado, de la tasa de propiedad, que ha pasado a situarse 10 puntos porcentuales por debajo en las dos últimas oleadas.

Gráfico: porcentaje de hogares que poseen su vivienda principal - España 2002 - 2020 (miles de euros)



Fuente: elaboración propia con datos de EFF - BdE

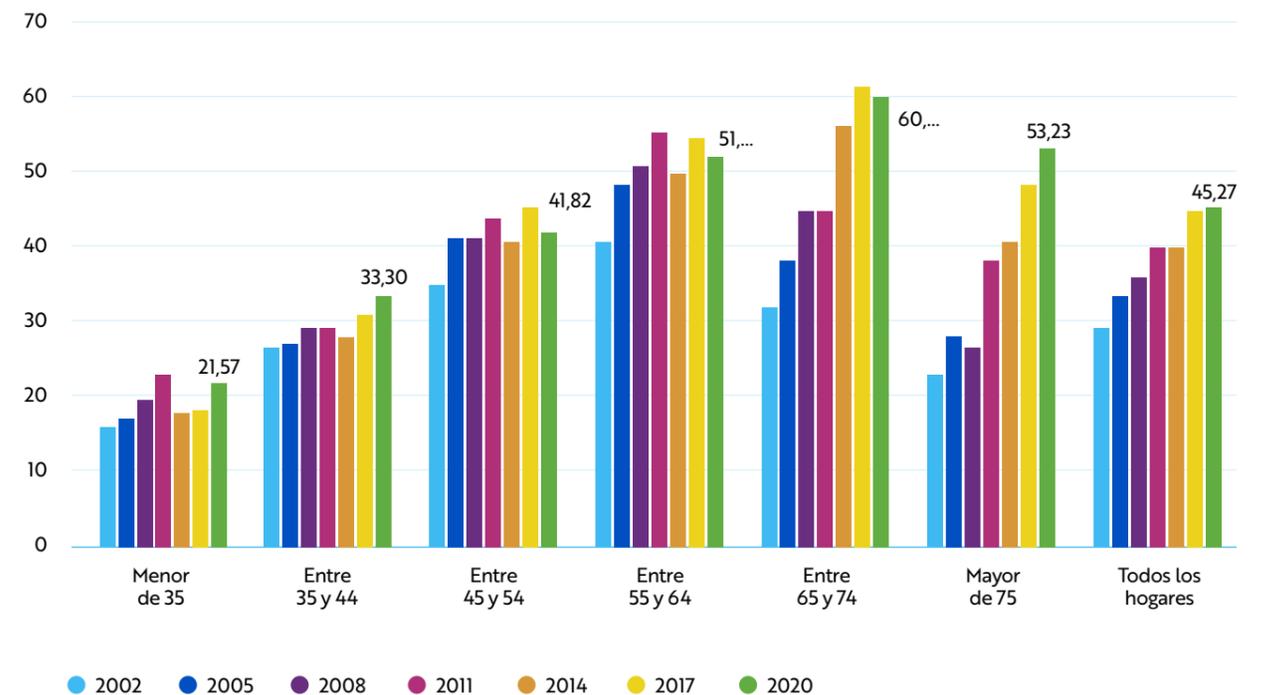
De los hogares encabezados por personas de menos de 35 años, es muy notable el acusado descenso de la tasa de propiedad de vivienda principal en las tres últimas oleadas de la EFF. Conviene, no obstante, matizar con cuidado lo que se observa.

No debería ser motivo de preocupación el que estos hogares tan jóvenes tengan tasas de propiedad de vivienda principal "tan bajas" como el 36,06% de la oleada 2020. En la mayor parte de los países avanzados, estas tasas son bastante menores. No se concibe que hogares tan jóvenes aten su residencia a un inmueble en propiedad, ya que esto limita enormemente su movilidad, cuando más y mejor pueden ejercerla en busca de un asentamiento vital y profesional más conveniente en el futuro.

De hecho, una tasa de propiedad como la de la oleada de 2011, de casi el 70%, es una verdadera "anomalía". Lo preocupante es más bien el descalabro de este comportamiento, cuando todo indica que es en contra de la voluntad de los jóvenes, más que un nuevo (y saludable) estilo de vida y que la alternativa a una vivienda en propiedad es un alquiler casi tan caro, si no más, que la cuota hipotecaria. Los hogares jóvenes, en su mayoría, como reflejaba la distancia entre su riqueza mediana y media neta descrita en la sección anterior, carecen ya de capacidad de ahorro, inmobiliario o no.

La posesión de riqueza inmobiliaria en España es tal que, a cualquier edad, aunque en mayor medida a edades más avanzadas, los hogares españoles no solo detentan muy relevantes activos en viviendas secundarias u otros activos inmobiliarios, sino que este fenómeno se ha ido acrecentando fuertemente en el tiempo, como muestra claramente el gráfico siguiente, especialmente entre hogares cuya persona de referencia tiene 65 o más años.

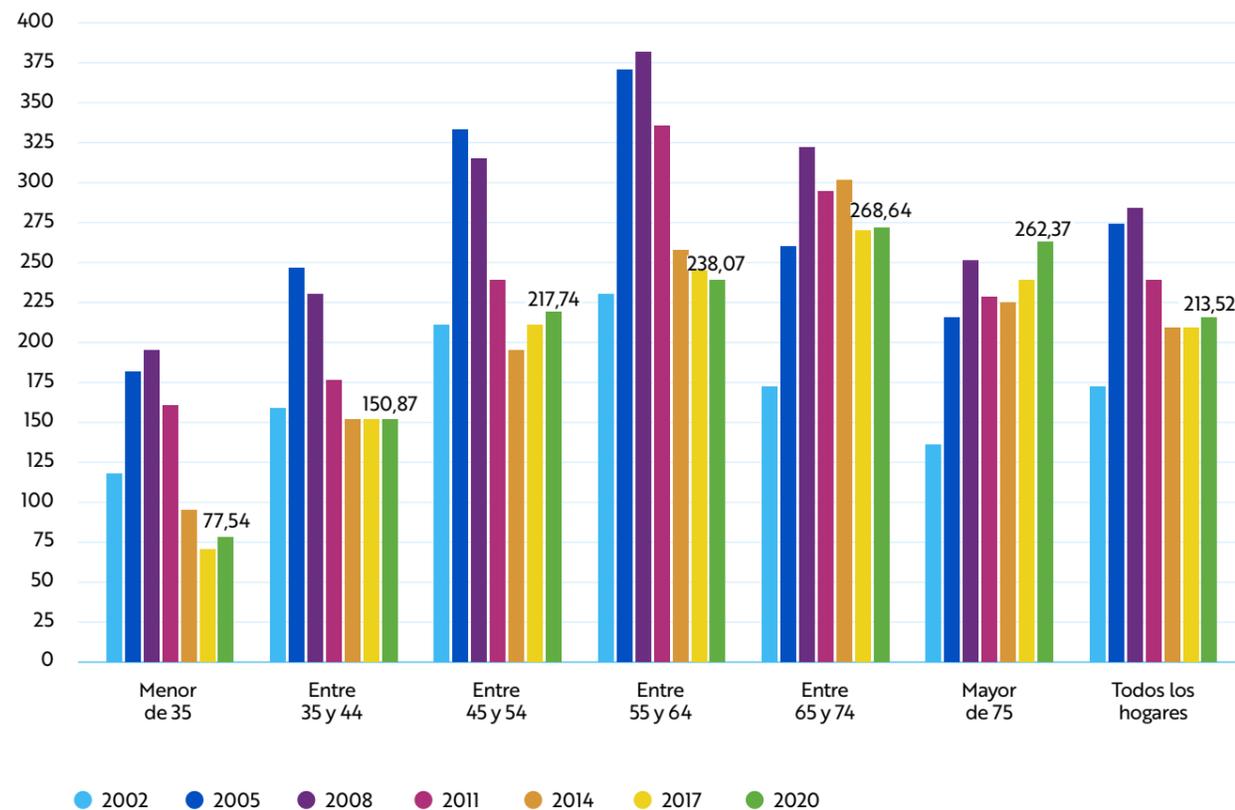
Gráfico: porcentaje de hogares que poseen otros activos inmobiliarios - España 2002 - 2020 (miles de euros)



Fuente: elaboración propia con datos de EFF - BdE

El gráfico siguiente muestra el valor medio de la riqueza inmobiliaria de los diferentes grupos de hogares. Los valores medios reflejados en el cuadro siguiente reflejan una importante pérdida del valor de los activos inmobiliarios de los hogares españoles entre las oleadas de 2011 y 2017, si bien hay que leer estos datos en sentido dinámico. Es decir, por ejemplo, los hogares que en la oleada de 2011 estaban encabezados por personas de entre 55 y 65 años, estaban caracterizados por un valor medio de su patrimonio inmobiliario de 377,47 mil euros y se les encuentra (la mayoría), nueve años más tarde, entre los hogares encabezados por personas de 65 a 74, en la oleada de 2020, caracterizados por un valor mediano de su patrimonio inmobiliario de 268,64 mil euros.

Gráfico: valor medio de los activos inmobiliarios de los hogares - España 2002-2020 (miles de euros)



Fuente: elaboración propia con datos de EFF - BdE

Sin poder ser mucho más precisos, pues no se trata de un panel de hogares al que se pueda seguir exactamente, esta dinámica refleja un importante deterioro del valor de los activos inmobiliarios que ha afectado a todos los hogares. Si se observa con cuidado, no obstante, parece haber afectado más gravemente a los hogares encabezados por personas más jóvenes en las oleadas de 2005 a 2011 que exhibían entonces patrimonios inmobiliarios de muy alto valor adquiridos en plena efervescencia de la burbuja inmobiliaria que estallaría con la crisis de 2008-2013.

# PIB

A diciembre de 2022, puede estimarse el parque inmobiliario español en unos 26,1 millones de unidades<sup>5</sup>. El número de hogares en el cuarto trimestre de 2022, según la EPA del INE, fue de 19,2 millones. No todas las viviendas pertenecen a los hogares. Muchas están registradas a nombre de sociedades y/o afectas a actividades productivas de trabajadores autónomos y pequeños negocios familiares. Otras pertenecen a instituciones oficiales o entidades financieras. Algunos hogares, por fin, carecen por completo de propiedades inmobiliarias, aunque ya se ha visto anteriormente que la tasa de hogares con al menos una vivienda entre sus activos casi alcanza el 74% (en la EFF de 2020). Porcentaje que superaba el 81% en esa misma oleada de la EFF para los hogares encabezados por personas de 55 o más años.

El valor del parque de viviendas en España en 2022 fue de 6,25 billones de euros. Esta cantidad representa casi 4,7 veces el PIB de 2022<sup>6</sup>, y teniendo en cuenta el número de hogares antes mencionado, un activo inmobiliario cuyo valor estimado medio (bruto, sin tener en cuenta deuda hipotecaria) era de 326.823 euros a la fecha indicada antes. Así, habría una media de 1,36 viviendas por hogar de un valor medio cada una de 299.904 euros<sup>7</sup>.

Estirando algo más las estimaciones presentadas en el párrafo anterior, podríamos concluir esta sección atribuyendo las dos terceras partes de esta riqueza inmobiliaria (bruta, pues no se está teniendo en cuenta la deuda hipotecaria que pueda tener asociada) a los hogares encabezados por personas de 55 y más años. Una atribución copiada de la distribución de la riqueza neta y necesariamente sesgada a la baja, de todas formas, porque las viviendas de los hogares de más edad suelen estar libres de cargas hipotecarias.

## ¿A qué se destina el ingente parque de viviendas español?

Un país que posee de manera muy repartida una riqueza inmobiliaria que alcanza casi 3,5 veces el PIB (vid supra) no debería tener ningún problema para generar flujos vitalicios de rentas complementarias de jubilación. Países como Holanda o el Reino Unido tienen vigorosos sistemas de pensiones complementarias de empleo casi universales porque los trabajadores han logrado acumular ahorros previsionales que superan ampliamente el PIB, llegado a duplicarlo en el caso del primero. Hay muchos países en los que el ahorro previsional equivale al PIB y los complementos de pensiones de los trabajadores son también adecuados y generalizados. El ahorro inmobiliario español es sensiblemente mayor que el ahorro para la jubilación de estos países pero, no es ahorro previsional y su transformación en flujos de renta vitalicios, es costosa.

<sup>5</sup> A diciembre de 2021 el MITMA realiza una estimación provisional de 25,98 millones, con un aumento respecto a diciembre del año precedente (25,88 millones) de 94.250 unidades adicionales. A este mismo ritmo, el parque medio de viviendas en 2022 alcanzaría los 26,1 millones de unidades. Aludidas en el texto principal.

<sup>6</sup> El valor del parque de viviendas es una estimación trimestral del Banco de España que recoge el Boletín Trimestral del MITMA (<https://www.mitma.gob.es/arquitectura-vivienda-y-suelo/urbanismo-y-politica-de-suelo/estudios-y-publicaciones/observatorio-de-vivienda-y-suelo>). El dato del PIB para 2022 se ha obtenido del INE: [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736164439&menu=resultados&idp=1254735576581](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736164439&menu=resultados&idp=1254735576581).

<sup>7</sup> Estas valoraciones difieren claramente de las que aporta la Encuesta Financiera de las Familias del propio Banco de España, siendo sensiblemente superiores. De hecho, de las mismas se desprende que los hogares encabezados por personas de 55 o más años, poseerían una riqueza inmobiliaria media de unos 425 mil euros y que el valor medio de los activos inmobiliarios de los hogares encabezados por personas de menos de 55 años, por su parte, ascendería a unos 230 mil euros. Valores medios que son claramente superiores a los que se desprenden del gráfico que se muestra en la página anterior basado en la EFF (ver oleada 2020).

Los hogares españoles han preferido ahorrar en forma de vivienda mientras que los de los países más avanzados han preferido ahorrar directamente para su jubilación. En estos últimos, uno de los resultados más notables que se puede observar es el amplio desarrollo del mercado de vivienda en alquiler y su mayor eficiencia que en el caso español. Con el resultado adicional de que, al contrario de lo que pasa en España, el alquiler es más barato que la compra. Como es natural que suceda.

**No es aventurado, sin embargo, vaticinar que, en caso de resolverse los principales problemas que afectan al desarrollo de la monetización previsional de las viviendas en nuestro país, numerosas cohortes ya jubiladas y por jubilarse en los próximos lustros encontrarían la fuente de complementos de pensiones que el desarrollo de la Previsión Social Complementaria tardaría décadas en proporcionar.** Siempre, claro, que la preferencia por la compra dé paso de manera estructural a la preferencia por el alquiler. Este cambio, sin embargo, sería revolucionario, incluso si se produjese en el curso de una sola generación

Con 19,1 millones de hogares, cada uno de los cuales requiere una vivienda, en propiedad, en alquiler o cedida gratuitamente (vivienda principal), el parque inmobiliario de 26,1 millones de viviendas arroja un saldo de 6,4 millones de viviendas no principales. De los 19,7 millones de viviendas principales habitadas cabe estimar que un 75,63%, unos 14,9 millones de viviendas, son propiedad de los hogares que las habitan y el 24,37% restante, unos 4,8 millones de viviendas, están alquiladas o cedidas. Las viviendas no principales se destinan generalmente a un uso esporádico, vacacional o de fin de semana (segundas residencias), o están vacías.

Sumando a las viviendas principales alquiladas o cedidas las viviendas no principales se constata un enorme parque de unos 11,2 millones de viviendas secundarias. Es decir, existen en nuestro país 0,75 viviendas secundarias por cada vivienda principal en propiedad. El 43% de estas viviendas secundarias están alquiladas y se usan como viviendas principales por parte de sus inquilinos, y las restantes son viviendas secundarias no principales y, a priori, fuera del circuito del alquiler.

El diagrama siguiente explica cómo se organiza el uso de las categorías descritas en los dos párrafos precedentes.

Tipología de viviendas en España 2022			
Parque de viviendas (26,1 millones)	Vivienda no principal (6,4 millones)	Vivienda no principal (6,4 millones)	Vivienda secundaria (11,2 millones)
		Vivienda principal en alquiler (4,8 millones)	
	Vivienda principal (19,7 millones)	Vivienda principal en propiedad (14,9 millones)	Vivienda principal en propiedad (14,9 millones)

Fuente: elaboración y estimaciones propias con datos EFF-BdE, MITMA e INE

La monetización de siquiera una parte de este ingente volumen de viviendas, principales y no principales, secundarias o primarias (principales en propiedad, en realidad) tendría una serie de importantes efectos adicionales, mucho más allá que el de proveer de complementos de pensiones a los pensionistas y trabajadores, actuales y futuros, propietarios de estas viviendas.

No es evidente, sin embargo, cómo afectaría la monetización de una parte relevante de este patrimonio inmobiliario a la sociedad y la economía. No se conoce ningún caso de licuación masiva de activos inmobiliarios con este propósito.

## La monetización previsional del activo inmobiliario

En el marco de una realidad inmobiliaria como la que se acaba de describir en las secciones precedentes de este capítulo debe traerse a colación ahora la realidad de las pensiones.

La Seguridad Social española está instrumentando en los últimos años un gigantesco esfuerzo social de solidaridad para proporcionar pensiones suficientes y sostenibles a todos los trabajadores. El año 2022 se inauguró con la protección por ley de aquellas frente a la inflación y su expresión más elocuente se ha visto en el presente 2023 con una actualización del 8,5% de todas las pensiones. Muy costosa, ciertamente, pero que la sociedad española en su conjunto ha defendido sin reservas. A duras penas, la Seguridad Social española, puede financiar los gastos propios complementando los ingresos por cotizaciones con transferencias de los Presupuestos Generales del Estado. Pero incluso si las actuales prestaciones se pudieran mantener indefinidamente sin desestabilizar financieramente al sistema, millones de pensionistas actuales y futuros necesitarán complementos dignos de pensiones. De hecho, muchos pensionistas ya los necesitan.

**La ausencia de ahorros previsionales propiamente dichos (planes y seguros de pensiones) entre los trabajadores españoles indica claramente que tales complementos, al menos en las próximas décadas, no provendrán de un ahorro previsional preexistente ni, mucho menos, incrementado. Ante esta perspectiva, todas las miradas se vuelven hacia la vivienda.**

El ahorro en forma de vivienda no es un ahorro previsional. Carece de liquidez, no se puede gestionar con vistas a su inversión rentable como si fuera un activo financiero, aunque sí se le puede extraer una rentabilidad por alquiler directo o imputado. El ahorro en vivienda raramente se constituye con fines previsionales, aunque sí es habitual la consideración popular de la vivienda como "mi lucha de la pensión" entre muchos propietarios de inmuebles secundarios.

<sup>8</sup> La equivalencia entre el número de hogares y el de viviendas principales, según los censos y estimaciones no es exacta. A finales de 2022 se registran 19,1 millones de hogares (EPA) y 19,7 millones de viviendas principales (MITMA).

Pocos hogares adquieren su vivienda principal pensando en su jubilación, aunque algunos tienen claro que la vivienda no principal puede convertirse en una “vaca lechera” origen de rentas regulares “para toda la vida” mediante su alquiler. Llegado el momento de la jubilación, igualmente, muy pocos hogares ven en la vivienda una fuente de rentas complementarias. Aunque cada vez más empiezan a acariciar la idea de usarla de esta manera a medida que constatan dos hechos igualmente muy extendidos:

- **Sus pensiones son menores de lo que desearían y, en ausencia de ahorros financieros y/o previsionales suficientes, piensan en los complementos de renta que podrían obtener a partir de sus ahorros inmobiliarios.**
- **Sufren directamente, o experimentan en sus círculos familiares o personales, las consecuencias económicas de la necesidad de afrontar los elevados gastos derivados de la dependencia (por cuidados de larga duración y residenciales).**

A pesar de la idea extendida en España de que una inversión inmobiliaria está, de alguna manera, relacionada con la suficiencia económica durante la jubilación, lo cierto es que no existe en nuestro país (ni, de forma generalizada, en la mayoría de los países) un mercado desarrollado de productos para hacer realidad esta idea.

## ¿Qué es la “monetización previsional” de la vivienda?

**La monetización previsional de la vivienda consiste en el uso del activo inmobiliario para extraer de él rentas de jubilación complementarias.**

La transformación de un activo real en un flujo de rentas (o servicios) previsionales, no obstante, no es un proceso sencillo, comprensible para todos, ni todo lo eficiente (barato para el prestatario) que debería ser.

La monetización previsional del activo inmobiliario admite las cinco posibles vías básicas, amén de las combinaciones de algunas de ellas, que se reflejan en la tabla siguiente y se comentan a continuación.

Los cinco productos básicos de la monetización previsional de la vivienda (a)	
Variante	Descripción
Venta del pleno dominio	Convierte el activo inmobiliario directamente en una suma de dinero que, a su vez, se puede convertir en un flujo de rentas y/o servicios durante la jubilación. Se pierde la propiedad de la vivienda.
Venta de la nuda propiedad con usufructo vitalicio	En función de la edad del propietario, del precio de tasación al que se transfiere la vivienda se descuenta el valor del usufructo vitalicio y aquel recibe una suma de dinero con la que adquirir una renta vitalicia durante la jubilación, además de servicios residenciales igualmente vitalicios. Se pierde la propiedad de la vivienda.
Alquiler directo	Se cede a terceros el uso de la vivienda a cambio del pago de un alquiler que complemente las rentas de jubilación. Se mantiene la propiedad de la vivienda.
Cesión a terceros del derecho de alquiler	Cuando el propietario debe ingresar en una residencia, su vivienda se gestiona en alquiler por parte del proveedor del servicio residencial. Se mantiene la propiedad de la vivienda.
Hipoteca inversa	Se utiliza la vivienda como garantía de un préstamo regular (pagos mensuales, por ejemplo) que complete las rentas de jubilación. Se mantiene la propiedad de la vivienda a menos que haya de ejecutarse la garantía hipotecaria al fallecimiento del propietario para saldar el préstamo.

(a) Véase el texto principal precedente para una definición de qué es la “monetización previsional” de la vivienda.

## ¿Por qué ahorrar en forma de vivienda?

Los gráficos comentados en la sección 3 muestran aspectos muy interesantes de la acumulación de riqueza por parte de los hogares españoles, especialmente el último de ellos en el que se muestran las diversas oleadas de la EFF distinguiendo por tramos de edad de la persona principal del hogar. En dicho gráfico puede apreciarse con toda nitidez cómo el estallido de la burbuja inmobiliaria que desencadenó la larga Crisis Financiera de 2008-2014 paró en seco, y revirtió, el aumento del valor de las viviendas. Esto se puede observar para todos los grupos de edad de la persona principal del hogar.

Las oleadas de 2005 y 2008 describen dos rasgos muy característicos: (i) el valor medio de la riqueza inmobiliaria de todos los grupos de hogares alcanza su máximo en el periodo 2002-2011 (con algunas excepciones para los hogares de 65 y más años) y (ii) las oleadas de 2014, 2017 y 2020 reflejan una severa disminución del valor medio de la riqueza inmobiliaria de los hogares encabezados por personas de menos de 35 años. El rasgo general es que el valor de la riqueza en vivienda se ha estabilizado en las últimas oleadas de la encuesta sin haber avanzado en la recuperación de los máximos de 2008; algo que, probablemente, tardará en suceder. O que podría no suceder si lo que se observa en los hogares más jóvenes se perpetúa.

En efecto, que el hogar medio entre los encabezados por personas más jóvenes haya visto tan sensiblemente reducida su riqueza demanda investigación y análisis cuidadosos. Pero el dato inapelable es que, si en la oleada de 2011 la tasa de vivienda principal en propiedad era del 70% entre este grupo de hogares, en la de 2020, los hogares de este grupo (obviamente, casi todos nuevos hogares y sólo unos pocos de los de la oleada de 2011) exhiben una tasa de propiedad del 36%, casi la mitad menor.

**La causa más probable de este espectacular descenso de la tasa de propiedad (que dejará su huella durante un tiempo en las oleadas sucesivas) es la precariedad de los salarios y el empleo**

# momento-

tras la crisis financiera y la dificultad de acceder a una vivienda, incluso (muy) abaratada respecto a los precios a las que las adquirieron los hogares jóvenes de 2005-2008. Pero una causa adicional podría ser la "dimisión" de los hogares jóvenes de la categoría de propietarios de vivienda que tan activamente ocupaban sus homólogos de lustros antes.

Si esta segunda posible causa del fuerte descenso de la tasa de propiedad de vivienda entre los jóvenes fuese verdaderamente potente, deberíamos observar que otras formas de riqueza (real o financiera) han tomado el relevo en las carteras de activos de estos hogares. Las oleadas de 2017 y 2020 no dan a entender que se ha producido este efecto sustitución en las carteras de activos. De hecho, en la oleada de 2020, los hogares más jóvenes han incrementado (respecto a la de 2017) su tenencia de vivienda no principal.

A la espera de ver cómo se establece la tendencia hacia la propiedad de vivienda por parte de los jóvenes y si, por ejemplo, estos acaban siendo más propensos de sus padres a acumular activos financieros en mayor proporción que reales, o ahorro a largo plazo para la jubilación, en mayor proporción que otros tipos de activos financieros, sigue siendo pertinente preguntarse por qué optar tan intensivamente, como se hace en Espa-

ña, por el ahorro en forma de vivienda frente al ahorro en otros tipos de activos. A este respecto, escuchemos a los propios hogares, cuando se les pregunta por sus hábitos de ahorro.

En otoño de 2013, El Instituto BBVA de Pensiones publicó el resultado de una encuesta a los hogares sobre pensiones y hábitos de ahorro. Preguntados acerca de si "ahorran", un 45% de los que respondieron a esta pregunta (1.225 personas), manifestó que sí (especialmente los más jóvenes); preguntados "para qué ahorran" (primordialmente), un 30% lo hacía por hábito o costumbre, pero sin un propósito definido, un 21% para su jubilación, un 14% para afrontar imprevistos... El tercio restante de los ahorradores lo hacían más minoritariamente por una amplia gama de razones prioritarias (comprar una vivienda o un coche o los estudios de los hijos). El ahorro para la jubilación, por lo tanto, goza de cierta prioridad entre quienes ahorran. Aunque, en realidad, pocos encuestados ahorran para su jubilación, el 86% de las personas entrevistadas opinaban que eso era muy importante.

# tiza-

De hecho, pesar de que dos terceras partes de los encuestados se mostraban muy o bastante preocupados por la jubilación, apenas un 22% de ellos revelaban haber tomado decisiones concretas para proteger o mejorar sus pensiones futuras (los entrevistados no eran pensionistas, recuérdese).

Estas decisiones consistían mayoritariamente en suscribir un Plan de Pensiones o producto equivalente (el 81% de ese 22% que se había movilizado) y cuando se preguntaba a las personas que manifestaban estar ahorrando para su jubilación, acerca de qué productos utilizaban para instrumentar el ahorro para la jubilación, solo un 7% respondía que había hecho inversiones inmobiliarias.

**La vivienda no es una "hucha" personal o familiar para la jubilación o para complementar las rentas durante la vejez.**

# ción

<sup>9</sup> Véase <https://www.jubilaciondefuturo.es/es/blog/estudio-sobre-las-pensiones-y-los-habitos-de-ahorro-para-la-jubilacion-en-espana.html>. Encuesta telefónica realizada a 3.094 personas representativas de la población española (población española y residente en España durante 3 ó más años, de ambos sexos, con edades entre los 18 y 65 años y que actualmente no estén jubilados).

El propósito por el que los hogares españoles ahorran en forma de vivienda no es con vistas a la jubilación. Aunque muchos hogares acaben utilizando sus viviendas de una u otra forma para mantener su ritmo de vida en la fase final de sus vidas, muchos las acaban legando a sus descendientes u otros familiares.

En una encuesta sobre los determinantes del ahorro de los hogares realizada en octubre de 2021 por el Observatorio del Ahorro Familiar de la Fundación de la Mutualidad de la Abogacía y la Fundación del Instituto de Empresa<sup>10</sup>, se muestra que lo “precautorio” (incertidumbre) es el principal objetivo del ahorro para un 40% de los entrevistados (para un 77% como uno de los tres primeros determinantes), mientras que lo “previsional” (jubilación) lo es para el 13% (para un 40% como uno de los tres primeros determinantes) y la vivienda para el 11% (para un 30% como uno de los tres primeros determinantes). El deseo de dejar un legado a descendientes y familiares es el principal motivo para un 5% de los entrevistados y figura entre los tres primeros para un 22% de ellos. Más allá, concluye el informe, de la conformidad del patrón de ahorro con el nivel de renta y/o edad de los cabezas del hogar, estos motivos ligados a la incertidumbre (precautorio) o la cultura (vivienda), tienen una clara presencia en el comportamiento observado.

Sea cual fuere el motivo final por el que la riqueza de los hogares acaba depositada en forma de vivienda, lo cierto es que, en España, esta materialización del ahorro es muy mayoritaria y responde claramente a un rasgo cultural que en otros países se está agudizando. Puede que al mismo tiempo que en España se está mitigando, al menos entre los hogares más jóvenes por razones de accesibilidad y/o nuevos estilos de vida que será necesario seguir prospectando.

Hay una limitación que se tiene escasamente en cuenta cuando se analiza el comportamiento del ahorro. Es decir, **dada la prevalencia de la vivienda en las carteras de activos de los hogares españoles, cuesta sin embargo observar en las respuestas a las encuestas que el ahorro directo en forma de vivienda sea una opción mayoritaria. La mayoría de las viviendas en las carteras de activos de los hogares están ya íntegramente pagadas, pero muchos hogares pagan puntualmente la cuota de su hipoteca y una buena parte de ella** (el principal de la devolución del préstamo) es ahorro corriente del que muchos hogares no son conscientes que están efectivamente realizando cuando se les interroga para encuestas cuyo cuestionario no indaga con la suficiente finura sobre dicha circunstancia.

Por otra parte, también es mal conocido el comportamiento de los hogares respecto al uso de su vivienda, una vez jubiladas sus personas de referencia, como fuente de recursos complementarios para la jubilación (alquiler, hipoteca inversa, venta de la nuda propiedad, etc.). Este uso debe ser bastante más frecuente de lo que se declara ex ante en las encuestas realizadas a adultos no jubilados, de las que se infiere que menos del 10% de quienes declaran poseer viviendas aducen que lo hacen por motivos previsionales.

## ¿Está cambiando el paradigma español de la vivienda en propiedad?

**Si bien cabe concluir que el ahorro en forma de vivienda es un rasgo cultural español, también conviene retrotraer el análisis y preguntarse por qué es un rasgo cultural o, también, qué factores o incentivos dan forma a ese rasgo cultural.**

Entre estos factores, los económicos desempeñan un papel importante. Las ayudas directas a la compra de vivienda han sido muy poderosas en España desde mucho antes de la democracia, tanto para la vivienda libre como, especialmente, para la vivienda protegida socialmente que, además de los potentes incentivos fiscales, se beneficiaba de un precio tasado.

**Durante demasiado tiempo, ha sido más ventajoso comprar una vivienda que alquilarla, por la carestía relativa de esta segunda opción, mientras que la primera, adicionalmente, dejaba un importante activo real en la cartera de activos de las clases medias.**

El mercado de alquiler no se ha visto beneficiado por la tenencia masiva en propiedad que tampoco estaba destinada al alquiler, todo lo contrario, se ha creado una inusitada escasez de vivienda en alquiler en un mar de viviendas vacías o de uso esporádico. Ello ha exacerbado el alza de los alquileres y dificultado la constitución de hogares jóvenes. Las normativas municipales, autonómicas o estatales que limitan el precio del alquiler tampoco ayudan a reducirlo ya que suelen provocar la retirada de vivienda de este segmento del mercado.

En qué medida la “huida de la compra” que se observa en los hogares más jóvenes responde a un cambio en la cultura de la propiedad y sus numerosos determinantes, o solamente es reflejo de la precariedad de los trabajos y las rentas de los jóvenes habrá que constatarlo mediante trabajo de campo bien orientado y sistemático en los próximos años.

**Pero lo cierto es que ni se compra ni se alquila y la edad de emancipación es cada vez mayor entre los jóvenes que se ven obligados a vivir con sus padres en vez de formar sus propios hogares.**

<sup>10</sup> Véase <https://www.ie.edu/household-savings-observatory/wp-content/uploads/2021/11/informe-determinantes-ahorro-hogares.pdf>. Encuesta on-line realizada a 1.501 personas representativas de la población española con acceso a internet por sexo, nivel socioeconómico y edad de 20 a 74 años, entre el 10 y el 24 de marzo de 2021.