

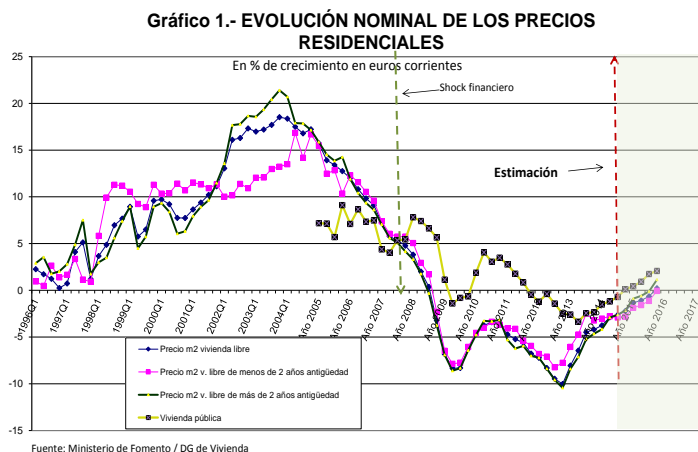
OBSERVATORIO DE LA VALORACIÓN

INFORME SOBRE EL MERCADO DE LA VIVIENDA. ESPAÑA 2014. PRECIOS, EVOLUCIÓN Y LAS RAZONES ECONÓMICAS

Introducción

El mercado inmobiliario sigue, a finales de 2014, la tendencia decreciente que inició con la crisis financiera con una insuficiente recuperación de las condiciones necesarias para su crecimiento. Este mercado, y especialmente el de vivienda, tienen condiciones muy sensibles de equilibrio que dependen de la influencia de tres grupos de factores: de demanda, evolución de la oferta y en las condiciones del sistema de financiación. En ciclos anteriores, la debilidad de unas ha sido compensada con la fortaleza de otras, permitiendo a este mercado evolucionar con un patrón menos volátil y más estable en el tiempo. Cuando los tres grupos de condicionantes actuaron positivamente, el sector creció con su mayor intensidad. Sin embargo, tras la contracción crediticia de 2007, los tres grupos de factores de los que depende este mercado han evolucionado a la baja, abocando al sector de la construcción y al mercado inmobiliario a la crisis más profunda experimentada en España desde 1981.

El efecto de este proceso se ha dejado notar en los precios de las viviendas. Su nivel y evolución son importantes para cualquier economía dada su pluralidad como indicador, ya que son referente de rentabilidad (afectando a la inversión), de garantía (condicionando el respaldo como colateral de los créditos), de incentivo constructor (incentivando a los promotores), y de riqueza (determinando el volumen de riqueza acumulada de los hogares), entre otros más específicos. Estas relaciones hacen que los precios sean algo más que el mecanismo del quasi-equilibrio del mercado residencial, sino también el punto de referencia en el análisis de rentabilidad y riesgo del mercado financiero..



En esta nota, se hace un seguimiento de los precios residenciales y del sector de la vivienda en general, en España teniendo en cuenta los últimos datos existentes, y se aportan algunas predicciones de evolución en el corto plazo.

La evolución de los precios residenciales

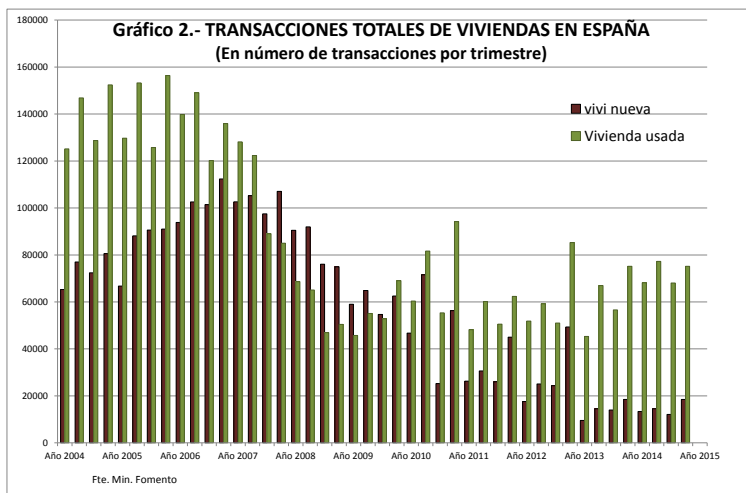
Los precios residenciales continúan su senda negativa iniciada en 2008 en lo que es ya el período más largo de deflación residencial conocido. Durante todo 2014 (hasta el 3er trimestre) han reducido el ritmo de su caída pero continúan dando tasas negativas de variación interanual y se estima que alcancen el crecimiento cero ya entrado el 2015 (grafico 1). Este comportamiento es el reflejo del promedio de precios de distintas regiones entre las que algunas, según datos del Ministerio de Fomento, mostraron

Dr. Paloma Taltavull de la Paz

crecimientos positivos en 2013 (Baleares, Navarra, País Vasco, Extremadura, Madrid) pero en las que, a excepción de la primera, se ha revertido su evolución hacia las tasas negativas en los últimos trimestres,

con lo que el resultado medio es incierto para los siguientes períodos. Este comportamiento de los precios residenciales no se aleja mucho de las tendencias en otros países europeos aunque en algunos de ellos, como Alemania o el Reino Unido, habían empezado a crecer a principios de 2014.

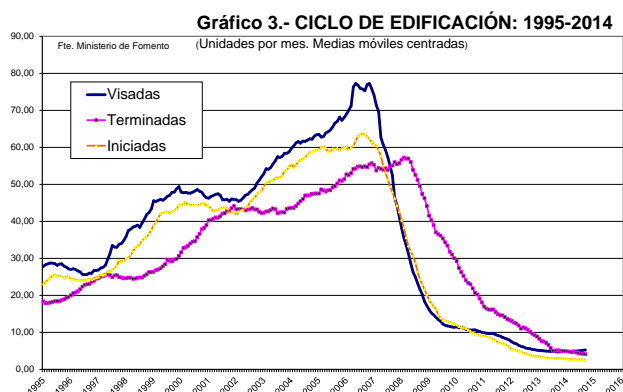
Este ajuste en los precios no ha tenido el efecto de incentivar significativamente la demanda en el mercado, produciéndose una progresiva caída del número de transacciones residenciales hasta 2013 (gráfico 2). Durante este período, el número de transacciones alcanzó un nivel algo menor del 40% de su máximo cíclico (en 2006), con una mayoría de transacciones de vivienda libre, y un reducido 12% de vivienda nueva. Desde principios de 2014, las transacciones se recuperan débilmente, alcanzando el equivalente al 50% del máximo cíclico, lo que muestra un cierto aumento en la actividad del mercado que parece reflejar el atractivo de los precios más ajustados. De los compradores, aproximadamente un 16% son extranjeros residentes, un 1.3% no residentes, por lo que el mercado es mayoritariamente de demanda nacional residente. El predominio de las transacciones de viviendas usadas es, ante todo, el resultado de



la reducida construcción de vivienda nueva en el mercado.

El ligero aumento que se observa en las transacciones no parece ser el reflejo de mejores condiciones de demanda (ya que, de serlo, habría tenido un mayor efecto a la hora de estabilizar los precios de las viviendas existentes e, incluso, haber hecho crecer los de las viviendas nuevas) aunque sí del atractivo de los precios más reducidos de alguna manera. La distorsión existente en el mercado con la desaparición de oferentes particulares y la entrada, casi única, de oferentes institucionales, junto con la debilidad en la recuperación de los factores de demanda, están teniendo un efecto relevante en limitar la recuperación que debían haber tenido los precios dada la cifra de transacciones vista.

La oferta de vivienda nueva



El shock financiero afectó de forma drástica a la edificación en España hasta reducir su ritmo de producción hasta el mínimo histórico, haciendo que en 2014, la economía española iniciara el menor número de viviendas desde 1960 (gráfico 3).

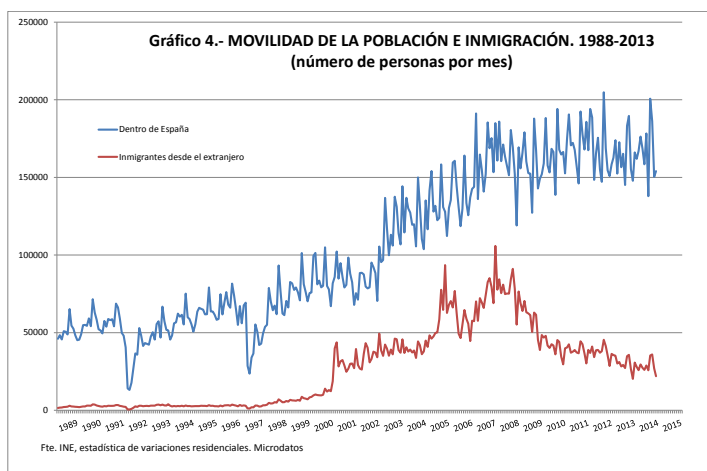
Esta situación ha desabastecido el mercado de residencia nueva en España a la par que ha contribuido a la desaparición de empresas de edificación medianas y pequeñas que le daban dinamismo a la oferta en el mercado, generando una pérdida en la estructura productiva que es difícil de recuperar. Igualmente, ha abocado al desempleo a mano de obra de gran

Dr. Paloma Taltavull de la Paz

calificación (arquitectos, ingenieros..) contribuyendo a la destrucción de capital humano y de recursos productivos.

La experiencia en otros períodos incita a pensar que la recuperación de la edificación privada será muy lenta en los próximos años, aunque un impulso de la iniciativa pública podría incidir en incentivar la actividad en su conjunto, contribuyendo a una recuperación más rápida como ocurrió en 1983 y en 1992. En ausencia de estos incentivos, es poco probable que se vea un crecimiento neto acumulado de viviendas iniciadas positivo hasta, al menos, a partir de mediados-finales de 2015. Las regiones con demanda más dinámicas serán la excepción. Las razones de esta evolución se encuentran claramente en una congelación súbita de la demanda.

Los factores de demanda residencial

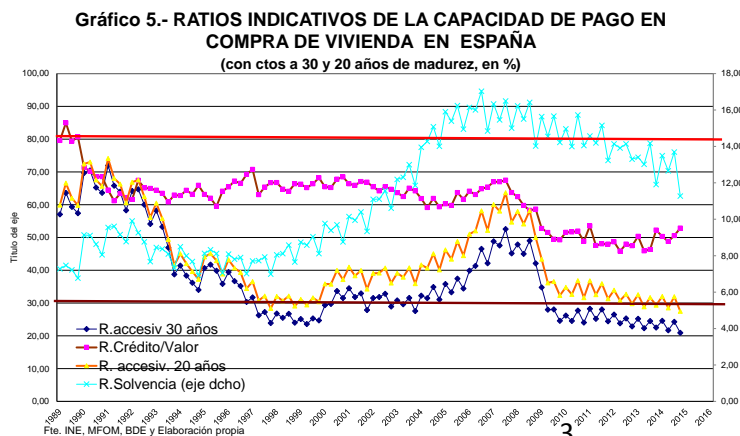


Los factores que determinan la evolución de los precios en el largo plazo son tres: la demanda demográfica, su capacidad de pago y, en el caso de acceso en propiedad, la disponibilidad de crédito.

En cuanto al primero, tanto las estadísticas del Censo de 2011 como los datos de migraciones y movilidad, sugieren la existencia de una fuerte demanda que se acumula. De los datos censales se deduce que podría haber casi 900 mil núcleos potenciales de nuevos hogares que no

se han formado a ese año. Por otro lado, la movilidad de la población (gráfico 4) dentro del territorio se ha mantenido en máximos a la vez que los flujos de inmigración se estabilizaban, lo que implica la existencia de una importante demanda interna de viviendas, aparte de la generación de nuevos hogares. Esta demanda justificaría el volumen de transacciones que las estadísticas registran, a pesar de las peores condiciones para el acceso.

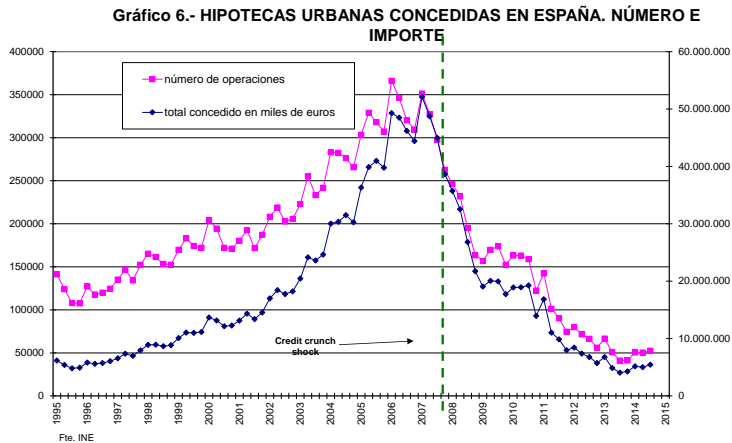
La demanda potencial se convierte en efectiva si tiene capacidad de pago, es decir, si cumple los requisitos de ser solvente y tener ingresos suficientes. La creación de empleo con baja temporalidad y el crecimiento de las rentas del trabajo son indicadores que respaldan estos requisitos, contribuyendo a la toma de la decisión de formación de los hogares. El elevado desempleo, especialmente en los estratos de edad más jóvenes, y la temporalidad definen un escenario negativo para la demanda de viviendas de los jóvenes hogares. No obstante, la capacidad de pago de una vivienda con los ingresos salariales existentes, dibujan desde 2009 una cierta capacidad de acceso que es también respaldada por los indicadores directos utilizados ad-hoc. El primero, indicador general de deuda sobre ingresos o *ratio de accesibilidad* (gráfico



5) muestra cómo, desde 2009, el esfuerzo de pago de un hogar que compre una vivienda a los precios actuales, con los tipos de interés reducidos y a los niveles de ingresos corrientes, es inferior al 30% en media. La condición que el hogar debe cumplir para que este valor determine realmente su capacidad de acceso es conseguir un crédito, ya que los bajos tipos de interés y la

Dr. Paloma Taltavull de la Paz

evolución (negativa) de los precios, compensan los menores ingresos obtenidos a efectos de la accesibilidad a una vivienda.



El segundo es el *ratio crédito/valor*, que se ve en el mismo gráfico y refleja un endurecimiento, desde 2008, de las condiciones de concesión en términos del total prestado por vivienda, y, por tanto, los mayores requerimientos de capital previo que reduce los créditos concedidos.

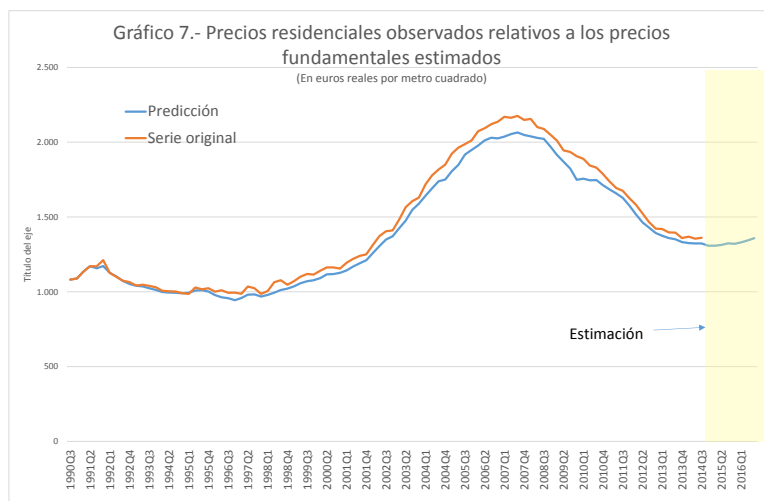
A consecuencia de lo primero, y pese a lo segundo, el hogar que (condición 1) consiga un crédito (a plazos mayores de 25 años) y que (condición 2) disponga

de ingresos permanentes, tendría mayor capacidad de pago en las condiciones actuales.

Así pues, y a pesar de la estancada situación económica existente, desde principios de la crisis financiera se produce una paradójica situación por la cual la accesibilidad a la vivienda en propiedad es elevada y la limitación al acceso procede de elementos ajenos al mercado inmobiliario, como son la falta de empleo (que hace que los hogares potenciales no puedan tener ingresos estables para acceder) y una restricción crediticia severa que hace requerir de grandes cifras de ahorro previo para el acceso en propiedad.

La financiación se ha reducido sistemáticamente desde 2008 para la mayor parte de las actividades productivas pero, especialmente, para la edificación. El gráfico 6 refleja la gran caída en la concesión de hipotecas para la compra de viviendas en España y su estancamiento en mínimos al tercer trimestre de 2014, lo que respalda la idea de que la restricción crediticia se mantiene. La contracción severa del crédito simplemente impide el acceso en propiedad por lo que no existirá recuperación hasta que el flujo de financiación vuelva a destinarse a este fin. Por otro lado, la alternativa al acceso en propiedad es el mercado de alquiler. Este mercado es estrecho en España y no parece que pueda sustituir a la compra como fórmula de tenencia generalizada en el corto plazo.

La observación de todos estos indicadores como elementos que determinan el precio de la vivienda es una información útil para la evaluación de los precios residenciales y de su evolución. Se puede realizar una predicción de los precios teniendo en cuenta los factores (fundamentales) anteriores



modelizando su comportamiento 'de largo plazo' (gráfico 7). La predicción que se refleja dentro de la banda amarilla del gráfico, indica un aumento estructural de los precios residenciales muy suave a partir de finales de 2015 tras su definitiva estabilización. Este resultado es consistente con la observación de que los precios en las regiones evolucionan erráticamente y de la percepción de distorsiones en el funcionamiento del mercado.

Dr. Paloma Taltavull de la Paz

- **Conclusiones y expectativas a corto plazo**

Como conclusión, la situación del sector residencial en España se dibuja por un nivel de actividad constructora que está en mínimos históricos, con los precios residenciales alcanzando el valle, rozando el crecimiento cero y con un mercado en el que las transacciones son bastante estables en niveles mínimos de 300000 por año. Se ha producido en los últimos años un embolsamiento de la demanda de viviendas en el mercado por parte de hogares que no se crean y de la elevada movilidad de la población. Su accesibilidad económica a una vivienda en propiedad es elevada aunque con dos fuertes restricciones que coartan su entrada al mercado: la de crédito (aplicada a través de unos elevados requerimientos de capital líquido equivalentes al 45% del precio de la vivienda) y la escasez de empleo estable con niveles salariales congelados. Como resultado, los precios no se recuperan y la oferta de viviendas nuevas no crece a pesar de la necesidad existente.

Las expectativas de evolución en el corto plazo dependen directamente de la recuperación de la economía en su conjunto. Si las malas predicciones sobre la tercera recesión no se cumplen, los precios residenciales se recuperarán lentamente y la edificación debería seguirles con un desfase de unos seis meses. Un incentivo a la edificación en los lugares donde se embolsa la demanda serviría de elemento acelerador del proceso que, en cualquier caso, será lento en los próximos años.

- **Los distintos indicadores de precios residenciales**

Una de las cuestiones más polémicas en los últimos meses ha sido la disparidad explicativa de los índices de precios de las viviendas dependiendo de la fuente estadística utilizada y también según las opiniones de las empresas que generan sus propias bases de datos de precios. Aunque poco debatido en España, este es un tema bien conocido en la literatura sobre precios residenciales. Una cuestión que ha generado mucha discusión ha sido la metodología para construir los índices de estos precios. La mayor parte de los países que los tienen desarrollados, poseen tres tipos de índices: los ponderados, los de base hedónica y los de ventas repetidas ajustados con métodos hedónicos. Tener varios permite disponer de más instrumentos para comprender la evolución de los precios residenciales. Por ejemplo, en Estados Unidos utilizan los índices de precios residenciales de NAR (ponderado), el OFHEO (ventas repetidas de las hipotecas sobre viviendas en mercado secundario, ajustado por calidad) y el Case-Shiller (transacciones repetidas de propiedades ajustadas de calidad).

La razón de fondo para la existencia de múltiples índices se encuentra en la dificultad de medir con precisión los precios del bien vivienda que es heterogéneo por naturaleza, cuyos valores cambian radicalmente según la localización, el tiempo, y sus características son valoradas de forma diferente según la cultura y/o las condiciones de la demanda en los mercados. Cuando esto ocurre en un bien, la evolución de su precio puede ser radicalmente distinta de la de la media si la base de datos está concentrada en sólo algunos mercados, por lo que la primera condición que se requiere para aceptar el índice y su generalidad es que las observaciones que sirven para calcular esos precios sean representativa de cada mercado que se incluye en el índice. De lo contrario, los precios y su evolución están sesgados al (o a los) mercados que se observan.

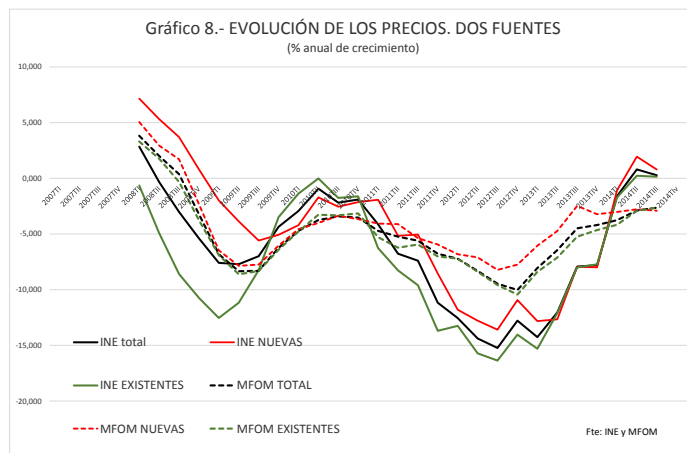
Los índices ponderados no controlan por calidad, es decir, no tienen en cuenta los cambios en la calidad de las viviendas a la hora de determinar el precio, y solo evalúan el precio observado/obtenido. Este es el caso del índice del Ministerio de Fomento, aunque la ponderación que hace, a partir de los datos de las tasaciones que le proporcionan los socios de la AEV, es muy precisa desde la óptica de la localización, lo que le hace ser un índice de gran calidad.

Dr. Paloma Taltavull de la Paz

El del INE tiene base hedónica y, por tanto, se controla por la calidad de las propiedades que posee la vivienda a la hora de la construcción del índice. También, en este caso, se incluye (y pondera sobre la base de) la localización por lo que el índice ajusta muy bien en esta característica. La metodología que aplica es común a otros índices de los países europeos y permite la comparación de la evolución de los precios residenciales así contruidos con los de la UE.

Al estar controlado por calidad, el índice del INE puede detectar los cambios que se producen en cuanto a la superficie, habitaciones, tipo de vivienda .. etc. De aquí procede, además de en su decalaje temporal y del uso de datos declarados escrituralmente, su principal diferencia con el índice de Fomento. Los cambios de calidad, que se producen irremediamente a lo largo del ciclo de edificación, pueden dotar a los índices hedónicos de una volatilidad mayor que los ponderados lo que hace que sus resultados difieran en algunos momentos del ciclo.

Esta diferencia es menor cuando el volumen de transacciones en el mercado es muy grande pero se hace mayor cuando el tamaño de mercado se reduce. Esto es así porque, en presencia de muchas observaciones, las características convergen con la media y su valoración en los precios coincide con la ponderación estrictamente matemática.



Pero cuando hay pocas observaciones, éstas suelen concentrarse en unidades con similares características (o localización) haciendo divergir las medias ajustadas por calidad de las ponderadas. Estas diferencias afloran y hacen diferir los índices calculados. Esto es lo que le ocurre a los dos índices de precios en España y que se muestra en el gráfico 8.

La diferencia entre ambos índices, como puede verse, es relevante en términos de volatilidad, siendo más

estable la del Ministerio de Fomento. Esta volatilidad puede indicar que se están produciendo cambios de calidad durante el período observado (aunque también pueden provenir de los comportamientos fiscales de los contratantes), de forma que esos cambios absorben su parte acentuando la contracción en el componente de precio que no tiene en cuenta el 'coste de la calidad de la vivienda'. En otras palabras, la mayor caída del índice parece implicar que se están midiendo unidades de mayor calidad que el mercado no identifica y que, eliminando ese componente, deja un precio ajustado que cae con mayor rapidez que si no se ajustase por ese componente, y al revés, según los últimos datos. Otra razón de esta evolución dispar radicaría en el menor número de observaciones de todas las tipologías, que puede hacer que algunas en concreto 'pesen' más que las demás dentro del índice hedónico. Por ejemplo, algunos trabajos contrastan que en época de recesión, las transacciones se concentran en viviendas más pequeñas y baratas, mientras que en expansión se intercambian todo tipo de viviendas. Este es un origen de disparidad que recogería el índice hedónico pero no el ponderado.

El índice del INE muestra como los precios han dejado de caer ya en 2014 mientras que el ponderado del MFOM arroja todavía una corrección negativa. Suponiendo que ambos tengan las mismas observaciones, el dato del primero podría indicar que la mayor parte de las viviendas que computan para el índice de 2014 tendrían una menor calidad (más pequeñas, localizadas en áreas secundarias, con menores servicios...) y el segundo solo promediaría por localización todas las viviendas de la muestra.