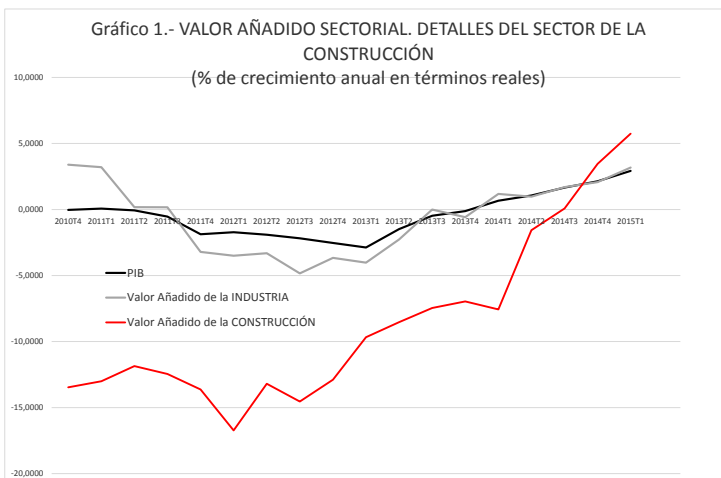


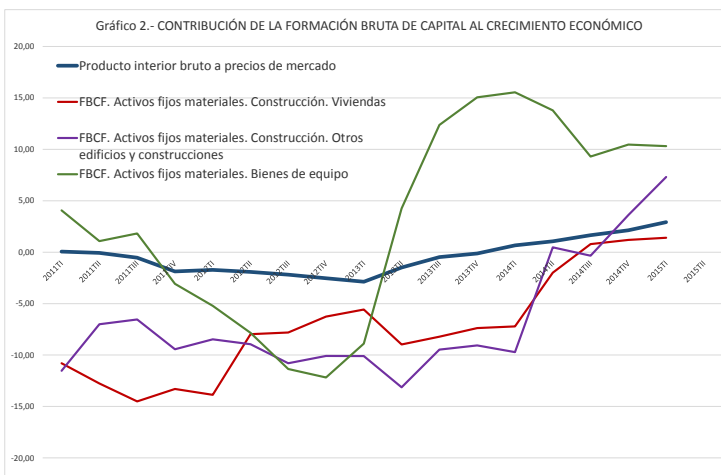
## **TERCER OBSERVATORIO DE LA VALORACIÓN** **INFORME SOBRE EL MERCADO DE LA VIVIENDA.** **ESPAÑA, 2014 - 2º TRIMESTRE 2015**

### La situación del mercado residencial en 2015: Precios, transacciones y construcción.

La economía española a mediados de este año muestra signos de recuperación con ritmos de crecimiento económico generales positivos, sostenidos desde 2013, y que rozan el 3% durante el primer trimestre de 2015, acompañados de un avance estable y sistemático de la industria y respaldado por un crecimiento positivo de la construcción por segundo trimestre consecutivo (gráfico 1). La recuperación del sector de la construcción se muestra enérgica, con una tasa que supera el 5 % de crecimiento de su Valor Añadido, que recuerda los ritmos de períodos de crecimiento permanente.



El aumento en el valor añadido indica una expansión de la producción, por lo que es importante conocer cuáles de las actividades constructoras están aportando valor para dar como resultado estas cifras de crecimiento tan relevantes, centrando la atención, como es el objetivo de este informe, en el papel de la construcción residencial y de sus precios.



Desde el lado de la demanda, lo que indica la Contabilidad Nacional es que son sectores diferentes a la vivienda los que están recibiendo inversión que, inicialmente, serían los que justificarían esas tasas de crecimiento. Como se observa en el gráfico 2, la inversión residencial muestra un tímido crecimiento sostenido (real) del

Dr. Paloma Taltavull de la Paz

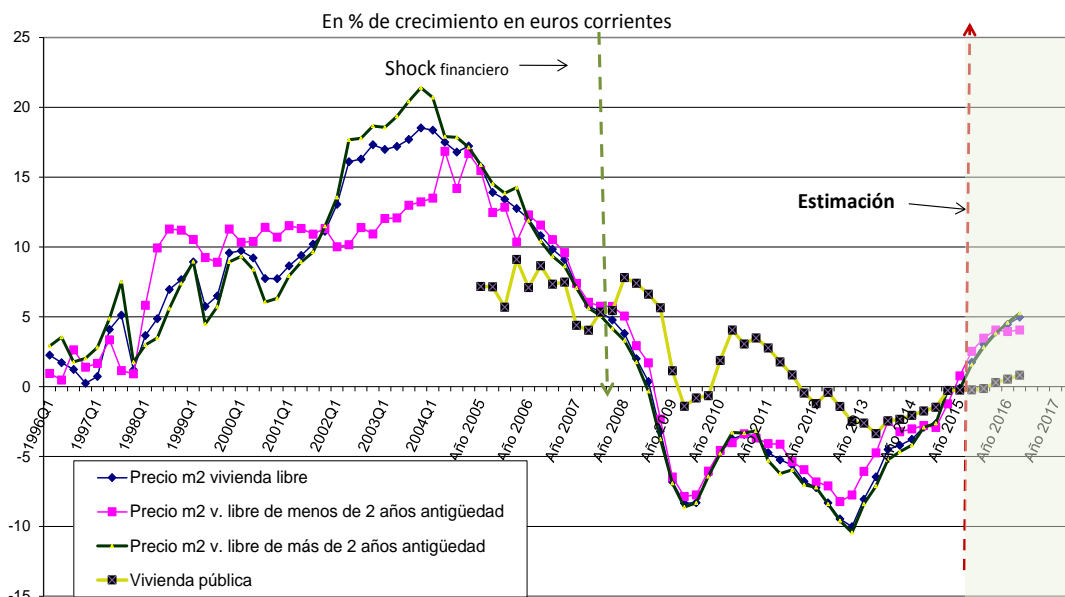
1,4% que contrasta con la expansión al 7% de otras construcciones e infraestructuras.

Este liderazgo de los sectores no residenciales contrasta por tanto con la debilidad en la construcción de viviendas, reflejo de la continuación de la situación de debilidad que muestran los indicadores de oferta.

En realidad, la mayoría de los indicadores del mercado de la vivienda (también los de demanda) reflejan una situación de 'impass' o 'espera' en la que se mantienen en valores mínimos con muy pequeños crecimientos.

Reflejo de esta situación son unos precios residenciales nominales estabilizados -están ya cerca de dejar de caer (-0,1%) aunque crecen en términos reales un 0,57% como resultado de la tasa de inflación negativa que se registra durante el último semestre en España, y que podrían haber actuado de señal (inicial) que incentiva la inversión (gráfico 3).

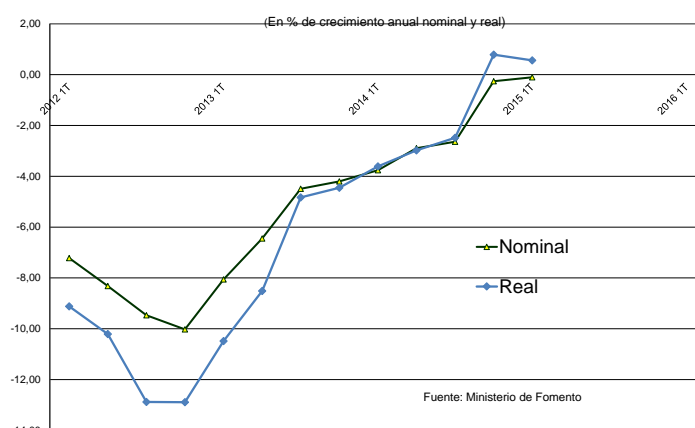
**Gráfico 3.- EVOLUCIÓN NOMINAL DE LOS PRECIOS RESIDENCIALES**



Fuente: Ministerio de Fomento / DG de Vivienda

No obstante, la inflación para el segundo semestre ya es positiva (0,06%), lo que indica que los precios se mantendrá alrededor del cero por ciento en el próximo trimestre salvo una inesperada y/o súbita recuperación de la demanda. Sea como sea. Y sin contar diferencias entre regiones, los precios dejarán de actuar como desincentivo de forma agregada aunque aún queda tiempo para que empujen las

**PRECIOS RESIDENCIALES EN ESPAÑA**

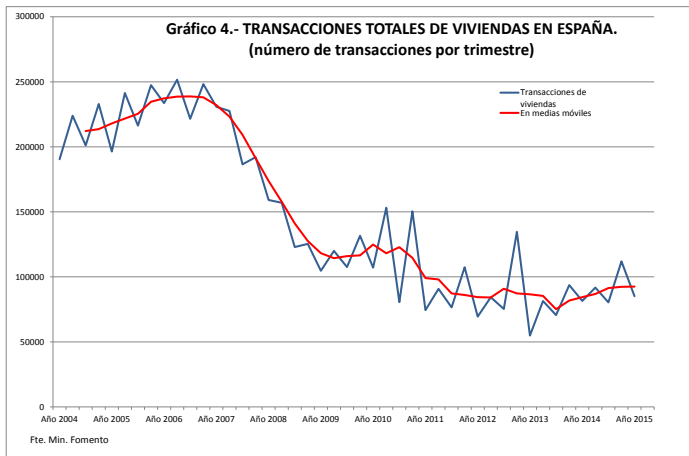


Fuente: Ministerio de Fomento

Dr. Paloma Taltavull de la Paz

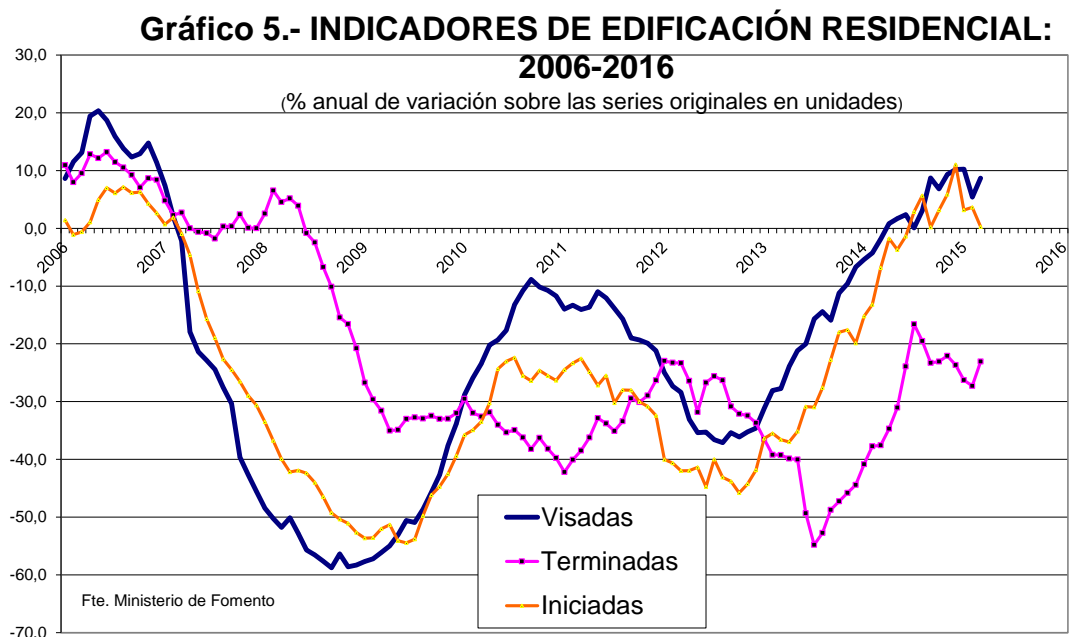
iniciativas de edificación de forma generalizada. Esta afirmación es consistente con la evolución de las transacciones y la construcción de viviendas.

Las transacciones se han mantenido alrededor de las cifras de trimestres anteriores y no han seguido un ritmo de recuperación relevante (gráfico 4). Al margen de movimientos estacionales (en el cuarto trimestre aumentan las transacciones), la tendencia de evolución muestra una estabilización en mínimos desde el año 2011 y un aparente cambio de tendencia muy tímido, lo que respalda el comportamiento del resto de los indicadores. Precios estabilizados tras una fuerte contracción de siete años y transacciones en mínimos son indicios de la persistencia de una debilidad de la demanda básica relevante, cuestión que se aborda con algo más de profundidad, al final de este informe.



El tercer indicador que mide la respuesta a los incentivos de mercado, la edificación residencial, reacciona de la misma forma que los anteriores. Como se puede observar en el gráfico 5, no se produce una recuperación sostenida de la actividad con las nuevas licencias de viviendas permaneciendo en tasas de crecimiento cercanas al 0% en el primer trimestre de 2015 tras el repunte de final de año.

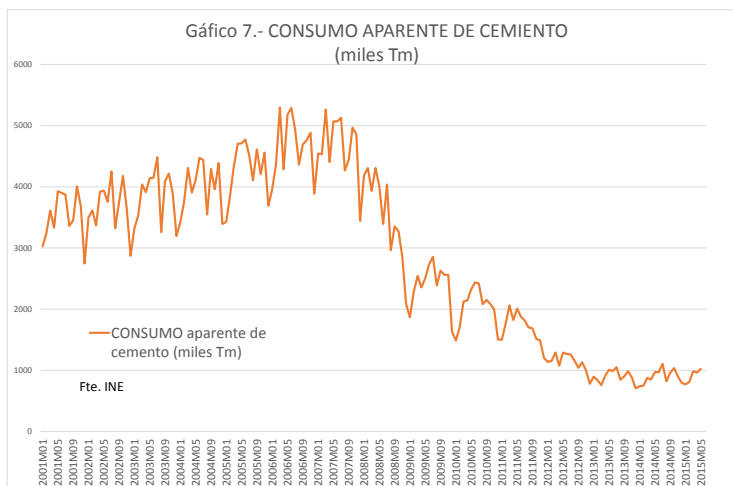
El indicador (adelantado) de visados (línea azul del gráfico 5) tampoco registra un impulso suficiente como para esperar un fuerte aumento de la edificación en los próximos trimestres,



Dr. Paloma Taltavull de la Paz

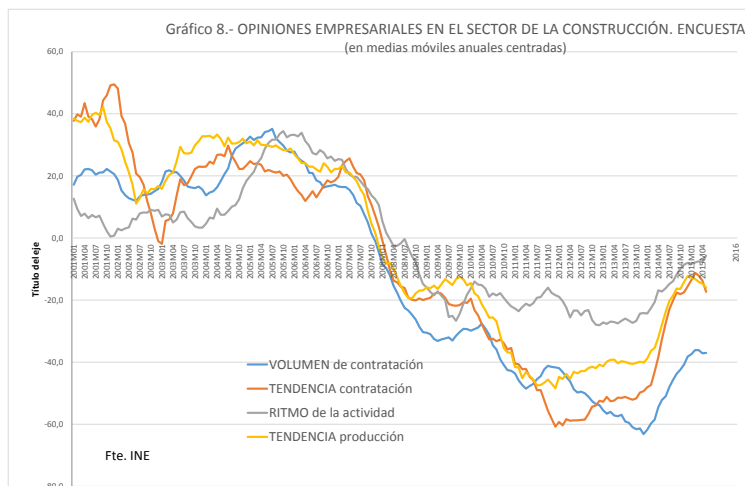
aunque afianza sus tasas positivas alrededor del aumento del 7% con respecto al primer trimestre de 2014. Todo ello respalda la idea de que este sector está en su mínimo, a la espera de expectativas más optimistas. Nótese que, en esta situación, la capacidad motora de este sector que incrementa los niveles de actividad económica y empleo, solo puede desarrollarse con la nueva construcción en la medida en que ya no hay obras en curso en la economía y las que quedan, están próximas a finalizar. Este componente del efecto multiplicador de la edificación no actuará en la economía española hasta que las nuevas obras se inicien de forma sostenida.

#### - La oferta en detalle.



El crecimiento de los sectores no residenciales que recoge el VAB es una buena noticia para la estructura productiva de la construcción. Sin embargo, las cifras recogidas por la contabilidad nacional muestran lo que se podría definir como un resultado 'estadístico' más que real, dado que los indicadores de oferta sectoriales en detalle no reflejan ese repunte. Cualquier recuperación de la

actividad constructora se encuentra aparejada a movimientos similares en el consumo de materiales (principalmente cemento) y al aumento de la mano de obra. Cuando el aumento de la producción se centra en sectores no edificatorios, el efecto sobre el empleo es menor (por su mayor composición de capital en el proceso productivo) pero en el consumo de cemento debe quedar reflejada la intensidad de la generación de producción.

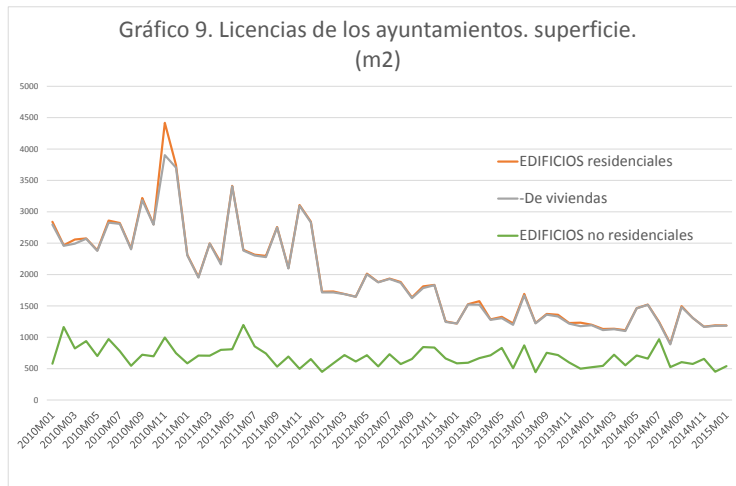


El gráfico 7 muestra el consumo de cemento en España y cómo se encuentra en mínimos históricos desde 2011, con ningún síntoma de recuperación a mayo de 2015. Por su parte, el IPI de la construcción (publicado por el Ministerio de Fomento) muestra reacciones contradictorias, reflejando un aumento en la edificación y una caída en las obras de

Dr. Paloma Taltavull de la Paz

infraestructura durante el primer trimestre del año. Las opiniones empresariales (gráfico 8) no añaden luz a qué segmento de la actividad se recupera, aunque sí muestran cómo se ha ralentizado la mejoría en las expectativas que se detectó en el anterior informe para los trimestres anteriores.

En cuanto a la edificación, el detalle de las licencias para la construcción de edificios (gráfico 9)



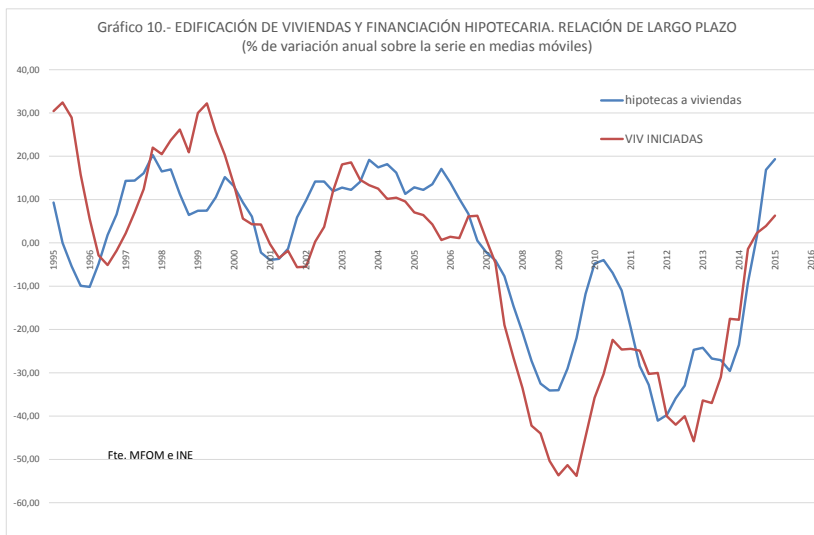
de nuevo no muestra un aumento en la actividad al primer trimestre de 2015, ni en edificios de viviendas ni en aquellos con otros usos.

¿Qué es entonces lo que está generando un crecimiento del valor añadido de la construcción al 7%?. Es posible que la actividad existente (con toda probabilidad, la aceleración en el trimestre anterior de la inversión en

infraestructuras, ralentizada a principios de 2015) a partir de los mínimos históricos, dé como resultado estas tasas de crecimiento: por eso se ha considerado aquí como 'un efecto estadístico', eso sí, propio de los momentos de inicio de la recuperación.

#### - Las condiciones de la demanda

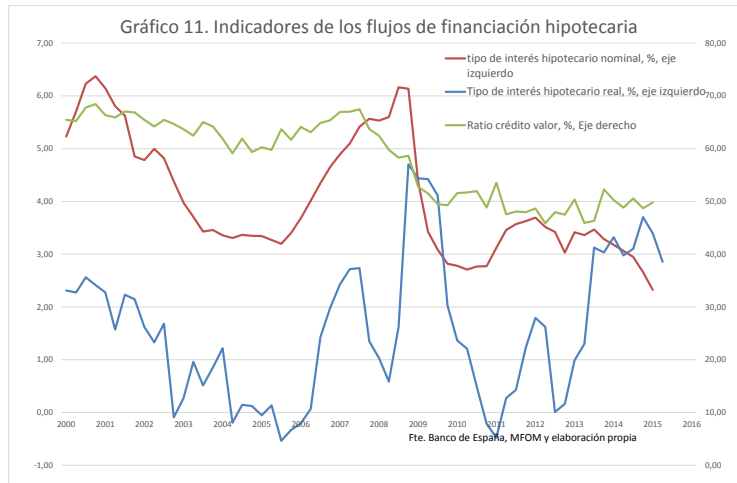
1.- El cambio más sustantivo que puede mencionarse en las condiciones del mercado de vivienda desde la demanda, es la aceleración de la concesión hipotecaria a la compra de viviendas. El número de hipotecas concedidas ha crecido hasta un 20% durante los dos últimos trimestres, tasa que es equivalente a la de los mejores tiempos del ciclo de financiación (gráfico 10). Como ya se mencionaba en anteriores informes, la fuerte correlación entre la financiación y la edificación indica que la razón fundamental de la (pequeña) recuperación de



la obra nueva es la disponibilidad de financiación, aunque la existencia de demandantes que cumplan los criterios de solvencia determina la continuidad del proceso financiero. Esto es lo que parece muestra la evolución en el primer trimestre de 2015, en que el aumento de las

Dr. Paloma Taltavull de la Paz

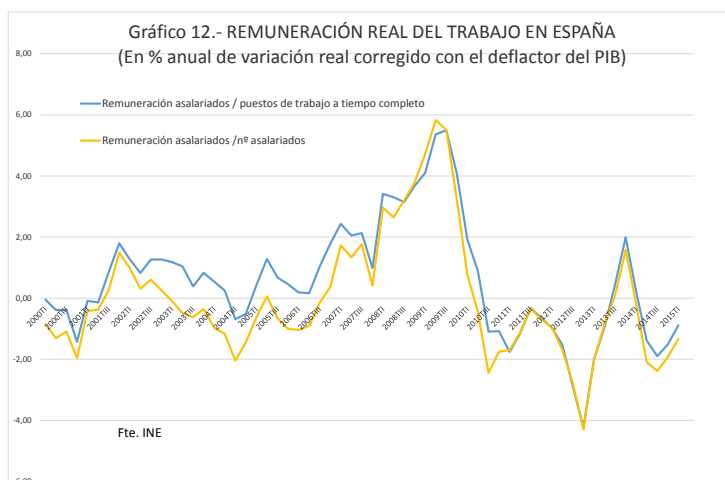
licencias no parece seguir la concesión crediticia sugiriendo que el flujo financiero podría estar respaldando las transacciones de viviendas ya existentes. Además, este aumento se produce partiendo de mínimos históricos de concesión, lo que implica un número de nuevas hipotecas concedidas de alrededor de 62 mil (algo menos que en el mismo trimestre de 2013) y un importe de algo más de 6500 mill. de euros durante el primer trimestre de 2015.



El aumento en la concesión hipotecaria es posiblemente el resultado de la estabilización de los tipos de interés reales concedidos para la compra de hipotecas, dado que su mayor equilibrio permite al sistema financiero tomar decisiones de inversión (a largo plazo) con menor riesgo al reducirse la volatilidad en los rendimientos esperados. Es

posible, igualmente, que las expectativas derivadas de los avisos desde EEUU sobre la idoneidad de empezar a subir los tipos de interés, también estén jugando un papel importante en la decisión de aumentar los flujos de financiación al sector, al igual que la recuperación del atractivo de la inversión en vivienda incentivada por precios que ya no bajarán **mucho más**, baja rentabilidad de los activos alternativos y mayor accesibilidad en ciertos segmentos de la población. Por otro lado, el sistema financiero, pese a su mayor actividad comercial en el sector, no parece haber flexibilizado demasiado la restricción crediticia. De hecho, mantiene (en media) una ratio crédito-valor cercano al 50% (línea verde en el gráfico 11). Esto implica que los compradores / deudores hipotecarios nuevos deben comprar la vivienda con la entrega de la mitad de su precio en efectivo, lo que parece una condición dura para la mayor parte de la demanda potencial, que son fundamentalmente, nuevos hogares.

2.- Los ingresos no han experimentado mejoras sustanciales que permitan intuir variaciones en

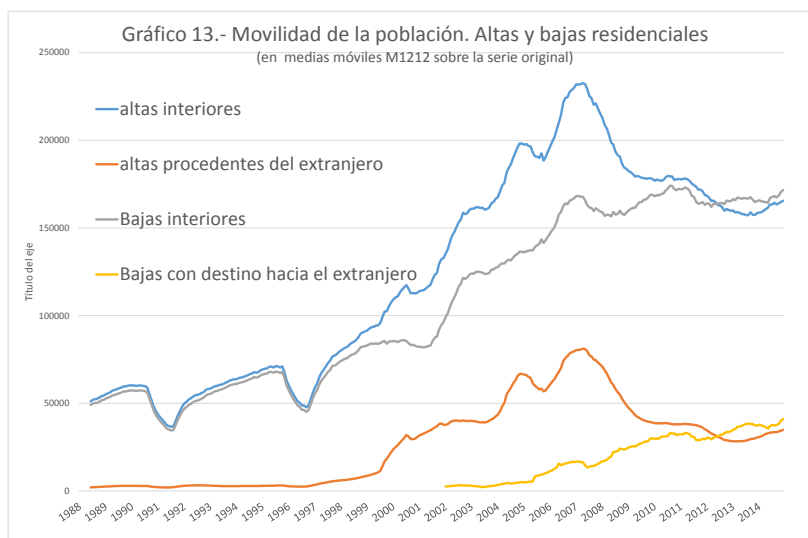


la capacidad de acceso residencial de la mayor parte de la población. Según la Contabilidad Nacional (gráfico 12), la remuneración del trabajo sigue evolucionando a tasas negativas desde 2009 (salvo el repunte del 3er trimestre de 2014) lo que implica que los hogares con trabajo (e ingresos), pierden sistemáticamente capacidad de pago (aunque las ratios de accesibilidad siguen

Dr. Paloma Taltavull de la Paz

mostrando niveles elevados, tal y como se señalaba en anteriores informes). Además, hay que tener en cuenta que esta ratio podría aumentar súbitamente con un incremento de los tipos de interés, como ocurrió en 2006, que tendría como efecto un empeoramiento tanto del primer acceso a la vivienda como del esfuerzo de pago que realizan los hogares con hipoteca.

3.- Por su parte, parece que los flujos de demanda que justificaron la expansión de la pasada década, han perdido su dinamismo y, a la vez, han modificado su modelo de comportamiento. El dinamismo se muestra en la ralentización en la formación de hogares y en el cambio del modelo de movilidad. Junto a la inmigración, la movilidad demográfica (gráfico 13) ha sido un



fuerte motor de la demanda residencial en el período de expansión al generar una fuerte presión sobre las viviendas existentes en todas las regiones españolas, alcanzando cifras desconocidas en España. La movilidad (altas residenciales), según la Estadística de Variaciones Residenciales que publica el INE, se

multiplicó casi por cinco en el período 1999-2007. Tras la crisis, ha descendido sustancialmente, cancelándose su efecto neto (altas menos bajas residenciales) en el conjunto de España, aunque manteniéndose positivo en algunas regiones. En este aspecto, la presión de demanda parece haber desaparecido. Sin embargo, tanto las altas internacionales como el total de población que sigue moviéndose de forma permanente (número de altas) se encuentran en niveles muy superiores a los de partida, lo que parece indicar que su efecto sobre la actividad del mercado de la vivienda (transacciones o alquiler) es muy superior a la que existía hace una década. Según los datos publicados, se mueven una media de 160 mil personas por mes entre las regiones españolas (entre localidades diferentes) lo que muestra la necesidad de un mercado residencial más dinámico (y diferente) del que existía a finales de los noventa, en que la cifra no superaba los 30 mil movimientos mensuales. La entrada de extranjeros (inmigración) también se ha estabilizado en niveles muy superiores a los iniciales, aunque su efecto diferencial sobre el mercado podría quedar compensado con las salidas hacia el exterior (emigración), crecientes desde España.

A pesar de la vuelta a valores netos de movilidad neutros, la mayor presencia de migrantes y la elevada movilidad muestran necesidades residenciales que deben ser cubiertas en un mercado de viviendas maduro sin requerir necesariamente nuevas construcciones. Las cifras de transacciones vistas que alcanzan lo que parece un mínimo elevado para la situación actual de crisis, y estabilizadas durante todo el período, son consistentes con estos indicadores de demanda estable.

*Dr. Paloma Taltavull de la Paz*

## **Conclusión**

Los indicadores analizados reflejan la idea de que el mercado de la vivienda se encuentra en un momento de 'duda y espera' en el que ni la actividad ni la demanda parecen reaccionar a los incentivos económicos que proceden de otros sectores. A pesar de los datos positivos de la Contabilidad Nacional, los indicadores de oferta residencial no parecen mostrar actividad real en el sector más allá de un pequeño aumento sobre los mínimos experimentados en los últimos años. Los precios de las viviendas han mejorado algo, casi alcanzando el final de la caída en media aunque sin el dinamismo esperado por algunos operadores desde hace un año, y sus valores reales pueden quedar anclados en crecimientos nulos desde el segundo trimestre en que la inflación ha vuelto a ser positiva. La recuperación parece aún, insegura e inestable.

Las noticias positivas se centran en que el mantenimiento de la inversión en los sectores industriales, exteriores y los servicios siguen generando empleo de forma paulatina aunque con lentitud, lo que irá reactivando la demanda básica de forma progresiva. El sostenimiento de las condiciones que respalden el proceso de creación de empleo es clave para la continuación de la recuperación del mercado.

Las negativas se centran en la restricción crediticia aún persistente, la creciente desigualdad social (pérdida de capacidad de compra de los salarios y los ingresos insuficientes -en media- para que los nuevos hogares puedan acceder a una vivienda), aunque, fundamentalmente, la falta de empleo entre las cohortes de edad potencialmente creadoras de un nuevo hogar es quizás el factor fundamental que justifica la falta de recuperación del mercado y de sus precios.



*Dr. Paloma Taltavull de la Paz*

Anexo

### **¿Por qué no mejora la demanda de viviendas?**

Las condiciones de la demanda son, como se ha visto, la piedra angular que explicaría la recuperación del sector residencial. La falta en la mejoría de la demanda se responde de forma simple: El mercado de trabajo no aporta ofertas de empleo estable que garanticen estabilidad en el medio y largo plazo a los hogares en formación y aquellos que necesitan una vivienda. Un hogar no tomará la decisión de comprar una vivienda sin unos ingresos estables y unas condiciones que reduzcan la incertidumbre futura. Por tanto, es clave el desarrollo de contratos permanentes. La inestabilidad en la contratación y los salarios bajos inducen a una percepción de mayor inestabilidad que limita la formación de hogares estables en el tiempo y reducen la movilidad. La falta de contratación y el elevado desempleo incentivan esta situación y se corre el riesgo de que se convierta en persistente, con un aumento en el número de hogares 'sin formar de larga duración', utilizando la nomenclatura del mercado de trabajo. Esto genera un desajuste social difícil de resolver en el medio y largo plazo pudiendo provocar un desequilibrio peor. Merece la pena que se afronte el problema y se diseñen medidas de política económica para paliarlo.

Por otro lado, para aquellos que puedan afrontar el pago por tener mejores condiciones de estabilidad (demanda solvente le llaman los bancos), los requisitos de elevadas entregas iniciales para conseguir una vivienda implican la persistencia de situaciones de restricciones de crédito que dificultan el acceso.

La recuperación del sector residencial solo se está produciendo en aquellos mercados donde la demanda fundamental puede acceder. En las capitales de provincia se dan cita distintos flujos de demanda y una mayor concentración de capital que permite el acceso, aunque no a todos los grupos sociales. En las áreas turísticas, la presencia de rentas exteriores dirigidas a la compra de vivienda actúa, también, de incentivo a la recuperación. Pero obviando ambas excepciones, la mayor parte de la demanda básica (hogares en formación y cambios de viviendas como consecuencia de la movilidad) no parece tener capacidad de acceso residencial suficiente. La gran incógnita es cómo se están cubriendo las necesidades residenciales estos años. Las estadísticas no arrojan mucha luz, pero modelos nuevos de residencia, como los pisos compartidos en alquiler, la compra proindiviso, las viviendas prestadas por amigos, familias o empresas, para vivir temporalmente, un mayor commuting y algunos segmentos del mercado de alquiler que funcionan, pueden explicar la cobertura residencial en estos tiempos para resolver los fallos de acceso de los demandantes naturales al mercado de viviendas. Afectan, sin duda, también a los precios de las viviendas y este es un aspecto que es necesario estudiar.

El mercado de alquiler no está respondiendo como debiera debido a dos razones fundamentalmente. En primer lugar, la regulación genera incertidumbre a los propietarios sobre la defensa de sus intereses, haciéndoles más reacios al alquiler e impidiendo un aumento de la oferta de unidades en renta como sería natural en la situación de dificultades de acceso a la propiedad actuales. En segundo lugar, la falta misma de oferta está generando prácticas indeseables en la gestión de alquileres que, por no estar reguladas ni controladas,

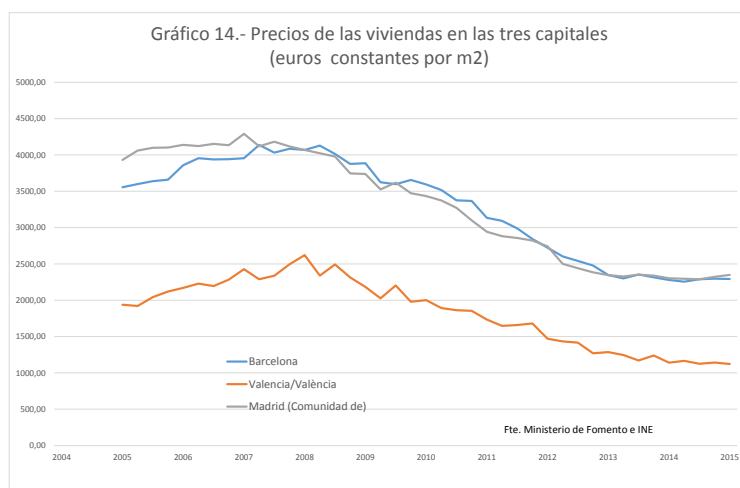
Dr. Paloma Taltavull de la Paz

incorporan mayores incertidumbres. La escasez de oferta es el elemento responsable de que el mercado de alquiler no cubra fundamentalmente las necesidades residenciales (con excepciones por regiones). Las razones por las que el excedente no es ofertado o gestionado de forma apropiada constituye un fallo de mercado a estudiar.

### - Actividad y precios por capitales. Tres casos: Barcelona, Madrid y Valencia

La evolución de los precios residenciales sigue una pauta de comportamiento similar entre las regiones. Se han tomado aquí tres capitales de provincia para evaluar dos aspectos: (1) la evolución de los precios residenciales en los últimos períodos, y (2) su relación con la actividad de mercado, en concreto, la sensibilidad de los precios ante los cambios en las transacciones. La disponibilidad de datos por municipios permite hacer el análisis. Estas ciudades forman parte de las regiones que lideraban la potencial recuperación, tal y como se explicó en el anterior informe.

En cuanto al primer análisis, los precios nominales y reales reflejan una gran similitud en Madrid y Barcelona con cifras muy próximas, mientras que los de Valencia son alrededor de un 44% menores (gráfico 14). Dado que los precios (en niveles) dependen fundamentalmente de la localización, esta diferencia no tiene significación per se, aunque si muestra una capacidad competitiva del mercado de viviendas de Valencia con respecto al de los otros dos, con implicaciones relevantes dada la capitalidad, para la localización de actividades productivas.

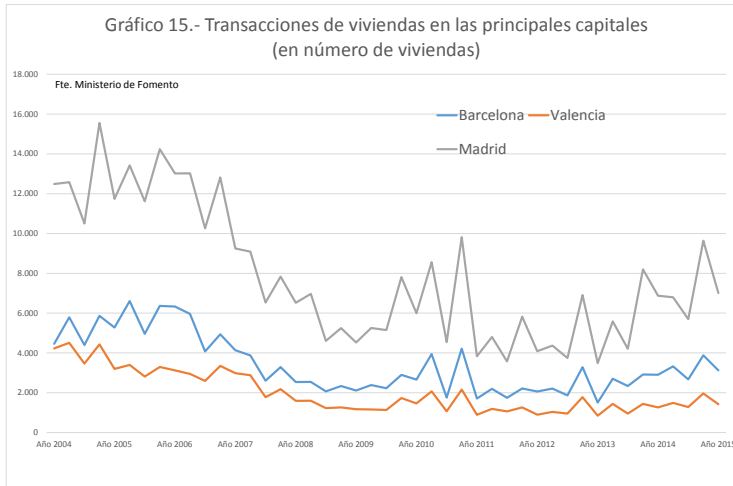


Aunque la tendencia a la recuperación que siguen es similar, los precios de Madrid y Barcelona crecen a tasas muy reducidas pero positivas en el primer trimestre de 2015 (del 1,49% y 0,53% respectivamente) mientras que los de Valencia aún caen (el -2,05%). En este caso, sí se muestra un dinamismo diferencial en estas ciudades. Este dinamismo procede de su tamaño de mercado y su

capacidad de reacción.

Esta capacidad se refleja en la recuperación de las transacciones, que se produce primero (y de forma muy intensa, ver gráfico 15) en Madrid, frente a un aumento sustancialmente menor en Barcelona y casi nada en Valencia. Similar evolución y tan diferente reacción no puede ser más que el resultado de las distintas fuerzas de demanda que actúan mostrando la diferente sensibilidad de cada mercado.

Dr. Paloma Taltavull de la Paz



Según la teoría inmobiliaria, transacciones y precios son los dos elementos que ajustan el mercado residencial en el corto plazo. Ambos se encuentran relacionados de forma positiva en el largo plazo: un aumento en las transacciones se asocia a un crecimiento en los precios, aunque en el corto plazo, la caída de precios debería ser un incentivo a mayores

transacciones en situaciones de demanda estable.

En el cuadro 1 se presentan las elasticidades entre ambas variables en los mercados de las tres capitales. Durante todo el período, las elasticidades son positivas como dice la teoría, con una mayor sensibilidad en Madrid, a mucha distancia de la reacción en Barcelona y Valencia, más inelásticas. Se ha dividido en tres períodos los diez años observados siguiendo las fases de ambos indicadores y se han calculado las elasticidades permitiendo variar el tiempo. El primer período muestra elasticidades negativas en los tres mercados, reflejando la fase de elevados precios en los que cualquier incremento adicional reducía las transacciones. En esta fase, Madrid muestra la mayor sensibilidad y Valencia la menor. El segundo período (primera parte de la crisis) las tres capitales muestran una reacción elástica, mayor en Madrid, mostrando cómo cualquier aumento en las transacciones se asocia a una recuperación de los precios reales mayores proporcionalmente. El último período (segunda fase de la crisis) refleja una falta de reacción de precios antes los cambios en las transacciones, consistente con la descripción anteriormente realizada. En estos años, los mecanismos, aparentemente, han dejado de funcionar en el ajuste del mercado de viviendas, dejando sin efecto los incentivos de la señal del mercado.

Cuadro 1. Elasticidad precio real de las transacciones por períodos			
	Madrid	Barcelona	Valencia
2005-2007	-10,64	-4,43	-1,53
2007-2010	3,81	1,18	0,94
2010-2015 (1t)	0,26	-0,02	0,26
2005-2015 (1t)	2,55	0,68	0,83