OBSERVATORIO DE LA VALORACIÓN

X EDICIÓN. ABRIL 2019
INFORME SOBRE EL MERCADO DE LA VIVIENDA. ESPAÑA, 2018. 2º semestre
Paloma Taltavull - Universidad de Alicante

EDICIÓN ESPECIAL X ANIVERSARIO - DIEZ INFORMES DE SEGUIMIENTO DEL SECTOR DE LA VIVIENDA. ESPAÑA 2014-2019

Contenido:

· Informe sobre el mercado de la vivienda. 2º semestre 2018	1
· 10 años del Observatorio de la Valoración	20
· Para debate: Créditos Verdes	24
· Cuadro de mando del mercado de la vivienda	28

RESUMEN EJECUTIVO

En el año 2018, el mercado residencial español muestra una clara recuperación, liderada principalmente por la demanda y con una reacción de la oferta limitada por un sector constructor con poca flexibilidad.

1. El entorno de menor crecimiento económico al esperado ha sido compatible con el mantenimiento de una fuerte aportación de la construcción al PIB (6,7% en media) y con un repunte en los servicios inmobiliarios a lo largo de 2018. Sin embargo, ha tenido también reflejo en una menor producción en construcción (que pasa de crecer al 6% al 3% a lo largo de 2018, según la Encuesta de Coyuntura) y en una ralentización de los precios de alquiler.

2. La edificación de vivienda nueva alcanza una media de 6,1 mil unidades mensuales (hasta septiembre), una décima parte del pico máximo (2007), pero un mostrando un fuerte dinamismo hasta mitad de 2018 (con un crecimiento medio del 21%).

3. Los indicadores de oferta muestran un crecimiento del 17% en consumo de cemento y del 7% en empleo, equivalentes a los que existían antes de la crisis, pero que parten de niveles muy reducidos de actividad.

4. Los precios residenciales muestran un comportamiento dispar (de nuevo), entre un crecimiento alrededor del 4% nominal en las viviendas usadas, pero uno menos intenso en la vivienda nueva (que converge a final de año) y sin crecimiento en la vivienda pública. Las estimaciones realizadas muestran un crecimiento sostenido de los precios a partir de 2020. El crecimiento de los precios en términos reales alcanza el 2% a final de año, lo que se constituye como un estimulo inversor en este sector. Este crecimiento es asimétrico, de manera que algunas regiones ven perder el valor relativo de sus viviendas (como Alicante) frente a otras donde la revalorización es fuerte (por ejemplo, Baleares).

5. Los precios de alquiler, que experimentaron fuertes tensiones durante 2015-2017 en algunos mercados, pierden dinamismo en 2018 de forma generalizada, aunque dejando elevados niveles de precios en las poblaciones que estarían afectando a la accesibilidad residencial local.

6. Continuo crecimiento de las transacciones residenciales de vivienda usada, cuyas cifras en 2018 alcanzan los niveles previos a la crisis y muestran transacciones por un importe equivalente al 7% del PIB. Las transacciones realizadas por residentes extranjeros han aumentado, aunque concentrándose en pocas provincias españolas (Alicante, Málaga, Canarias y Mallorca suponen más del 50% de estas transacciones), lo que implica que los protagonistas del mercado inmobiliario son hogares españoles y residentes, una parte procedente de los hogares que se forman tras la creación de empleo, pero otra de otros hogares posiblemente ya propietarios.

7. La demanda básica de primera vivienda se recupera con una estabilización en la creación de empleo joven, que reduce su volatilidad del pasado. Sin embargo, la capacidad de compra de los salarios no crece, lo que mantiene las dificultades en el acceso a la vivienda.

8. La concesión hipotecaria aumenta a lo largo del año 2018, respaldando una parte del acceso en propiedad de los nuevos hogares jóvenes trabajadores. La tendencia de recuperación en la concesión de hipotecas continúa con crecimientos mayores del 20%, aunque este dato debe matizarse con el hecho de que el número de créditos concedidos para la compra de viviendas es equivalente al existente en 1992, y supone un 59% del total de transacciones realizadas. Esto sugiere que los hogares (y los compradores extranjeros) siguen transformando su riqueza monetaria en riqueza inmobiliaria, comprando viviendas a precios aún competitivos.

Paloma Taltavull
Doctora en Ciencias Económicas

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ANÁLISIS DE VALOR

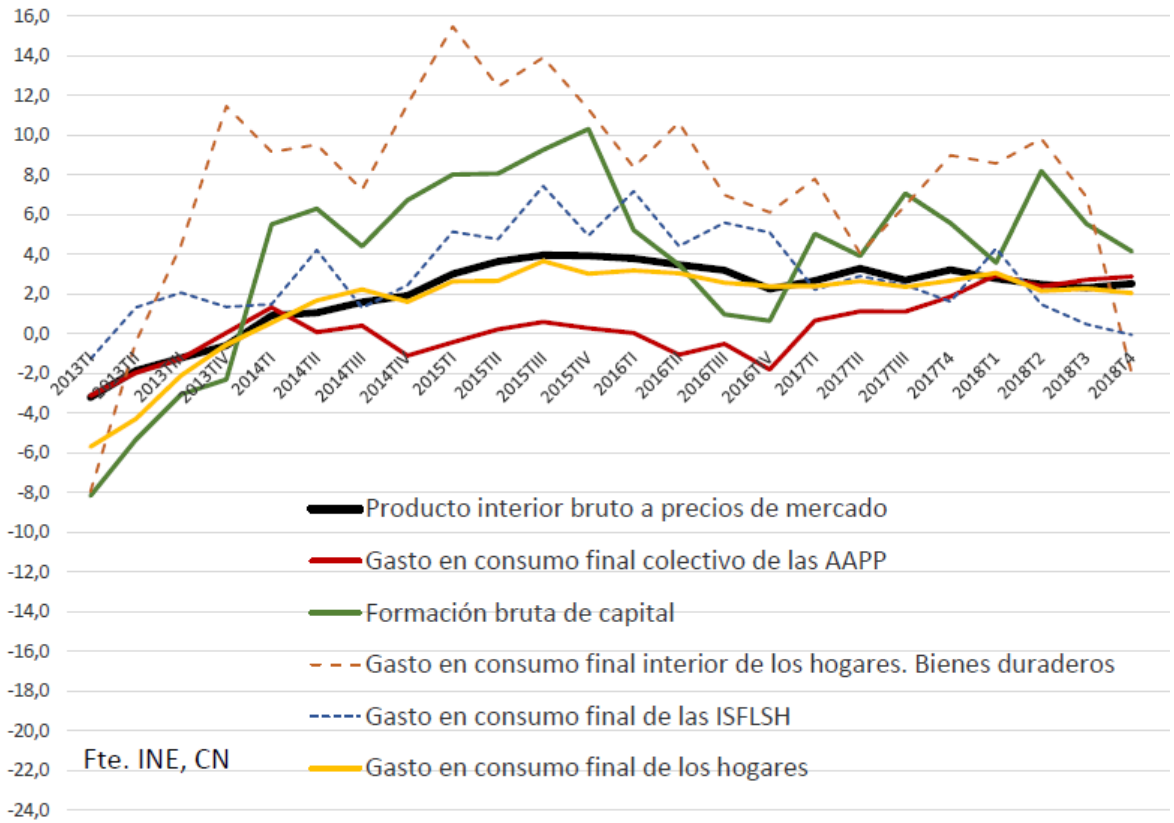
Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante
Instituto de Economía Internacional

SITUACIÓN DEL MERCADO RESIDENCIAL A MEDIADOS DE 2018: PRECIOS, TRANSACCIONES Y CONSTRUCCIÓN

Situación general

El año 2018 terminó con un crecimiento de la economía española del 2,5% con respecto al año anterior. Aunque la intensidad es algo menor que la esperada, esta cifra consolida el ritmo de recuperación de la economía tras la crisis con una sistemática aportación positiva a la riqueza. El crecimiento es liderado fundamentalmente por la inversión (formación bruta de capital fijo, **gráfico 1**) que ha ido perdiendo algo de fuerza durante el avance del año, y a una posición más activa del gasto de las AAPP, que aumenta por encima del PIB en el 3er y 4º trimestre. La menor intensidad de crecimiento es debida, fundamentalmente, a que el consumo privado de bienes duraderos se ha hundido (llegando a tasas de crecimiento negativas), al igual que el consumo de las ISFSLH, a una pérdida de intensidad de la inversión y a un debilitamiento de las exportaciones con respecto al dinamismo de los tres años anteriores.

Gráfico 1. Contribución de la formación bruta de capital al crecimiento económico

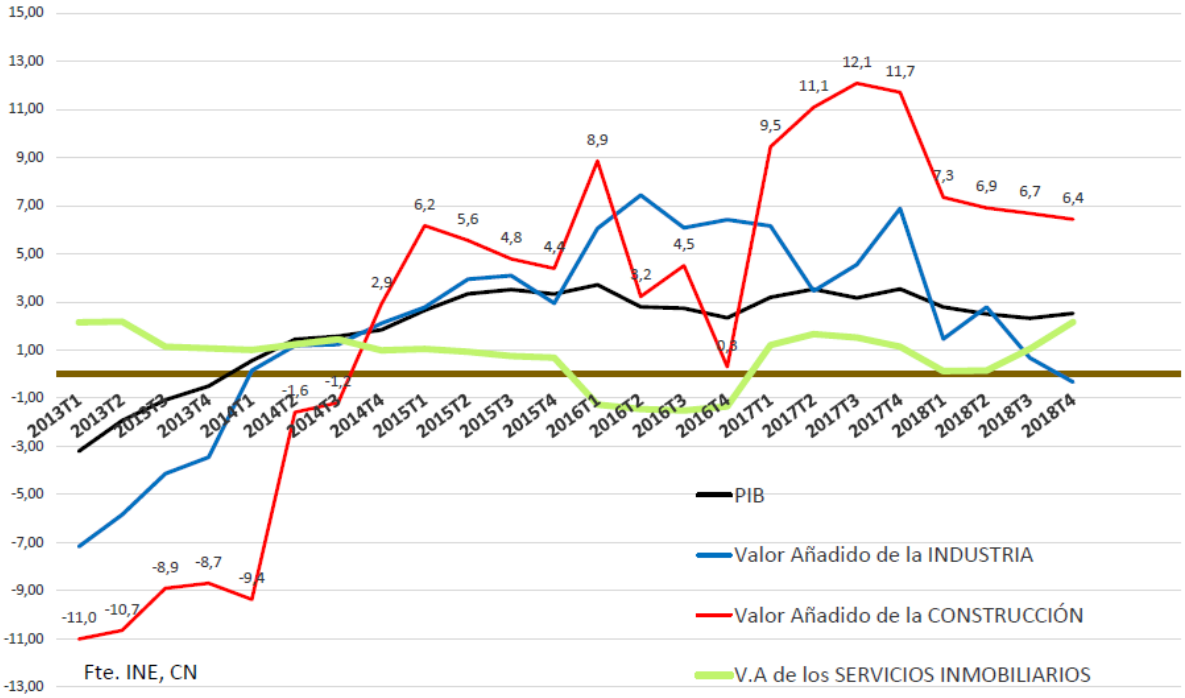


La reducción en el consumo arriba mencionado es mala señal para la industria, y es difícil identificar otras razones de fondo que lo puedan explicar salvo dos: la tendencia de la contracción de los ingresos reales (desde 2016) y la incertidumbre económica general.

La perspectiva desde los sectores de oferta (**gráfico 2**) muestra la contrapartida de estas cifras, con una desaceleración rápida del sector industrial, que parece ser compensada con un aumento en la intensidad productiva en el sector de la construcción. Los datos de la Contabilidad Nacional muestran un valor añadido de la construcción creciendo a tipos del 6,7% durante el último año, en una continuación de la tendencia

anterior. Parece ser que, de nuevo, hay una complementariedad entre las dinámicas productivas de industria y construcción, al igual que en el pasado, aunque, en cuanto a su efecto real sobre la generación de riqueza nacional, la intensidad mostrada por la construcción queda condicionada por el bajo nivel de producción del que parte.

Gráfico 2. Valor añadido sectorial. Detalles del sector de la construcción (% de crecimiento anual en términos reales)



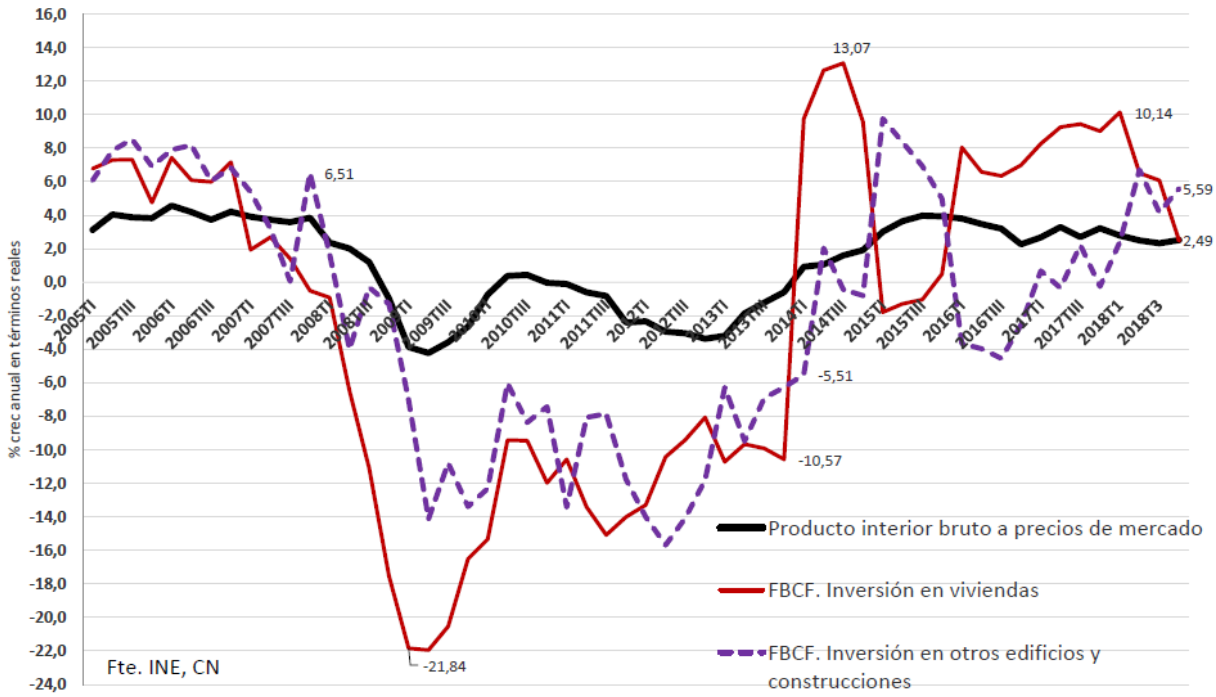
En relación con la composición del VAB, la construcción aporta menos de un 6% en 2018 (tasa alejada del 9.4% de media entre 1995-2008), cifra pequeña si se compara con el total de la industria de alrededor de un 16% (con una media del 18% en todo el período). Queda todavía recorrido en el camino del sector constructor para recuperar su capacidad de incentivar el sistema productivo en su conjunto.

Por su parte, los servicios inmobiliarios reflejan la intensidad experimentada en la actividad del mercado de bienes finales (básicamente de intercambio) que luego se muestra, con una aportación del 9,6% al VAB total, cifra elevada que deja constancia de la intensa actividad desarrollada en forma de servicios inmobiliarios, entre ellos un fuerte volumen de intercambios.

Las elevadas cifras de crecimiento del sector de construcción parecen responder a una aceleración de la inversión residencial, según muestra el **gráfico 3**, donde se observa cómo las cifras de FBKF de viviendas crecen a ritmos superiores al 8% hasta alcanzar el 10,14% en el primer trimestre de 2018. La retirada de la inversión a lo largo de 2018 se refleja en la caída en su intensidad hasta el 2,5% de crecimiento. Casi paralelamente, se recupera la inversión en el resto de sectores de la construcción, hasta crecer un 6% en la segunda parte de este año.

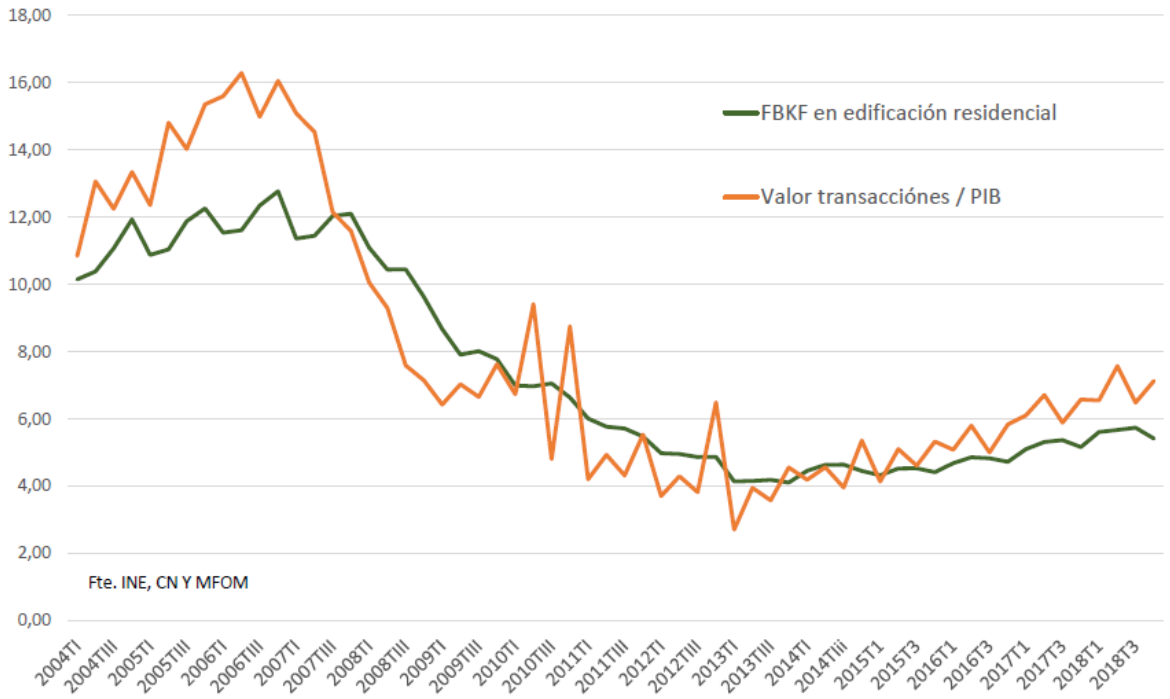
Los vaivenes en la inversión en edificación reflejan, en nuestra opinión, la existencia de limitaciones desde la oferta ya comentadas en anteriores informes, como la falta de inputs (empresas y empleados) para llevar a cabo un proceso sostenido de actividad. La recuperación lenta de la producción constructora es una característica de los periodos de recuperación tras una crisis grave en este sector, y retrasa la acción de sus efectos de arrastre sobre la economía.

Gráfico 3. Contribución de la formación bruta de capital al crecimiento económico (% de crecimiento anual en términos reales)



Por otro lado, la fuerte actividad del mercado inmobiliario contrasta con las cifras de oferta, y hacen de este período un ejemplo característico de las disparidades que pueden experimentar las dos caras de este mercado. Por ejemplo, la idea de que se está produciendo un boom inmobiliario procede de la observación de un número de transacciones elevado y de unas tasas de crecimiento intensas, pero no sería compatible con las cifras netas de producción en construcción. La percepción de aquella es, en todo caso, correcta, y se refleja en el peso creciente del valor total de las transacciones de viviendas que supera ya el 6% del PIB (**gráfico 4**), cifra equivalente a la de 2008.

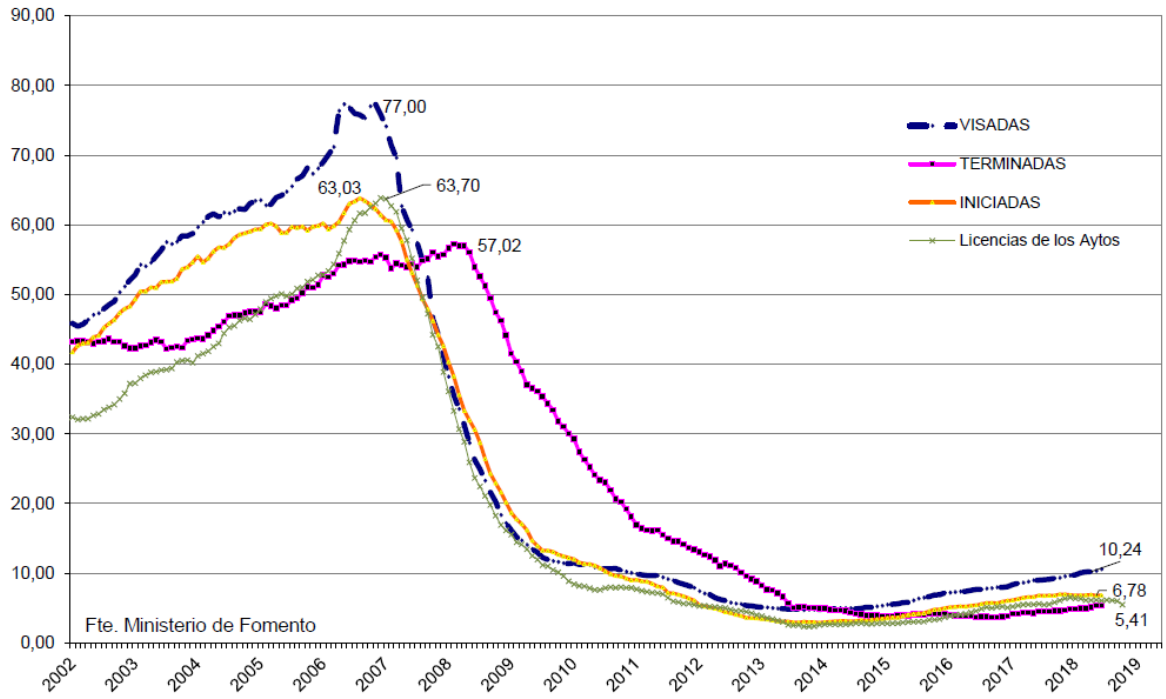
Gráfico 4. Aportación del sector de la vivienda al PIB. Inversión (en % s/ PIB)



El sector de la vivienda

Sin embargo, los indicadores específicos de edificación residencial (**gráfico 5**) no respaldan esta idea, de manera que el ciclo edificador sigue en expansión en forma de una tendencia casi plana desde 2014, y con una media de viviendas iniciadas de alrededor de 6.500 mensuales que se han estancado durante el 2018 (hasta el 3er trimestre). Con estas cifras tan reducidas, la única explicación del fuerte aumento del VAB arriba mencionado se entendería como una aportación combinada de las actividades en vivienda con la inversión en ingeniería civil.

Gráfico 5. evolución del ciclo de edificación en España (En miles de viviendas iniciadas por mes. Medias móviles anuales)

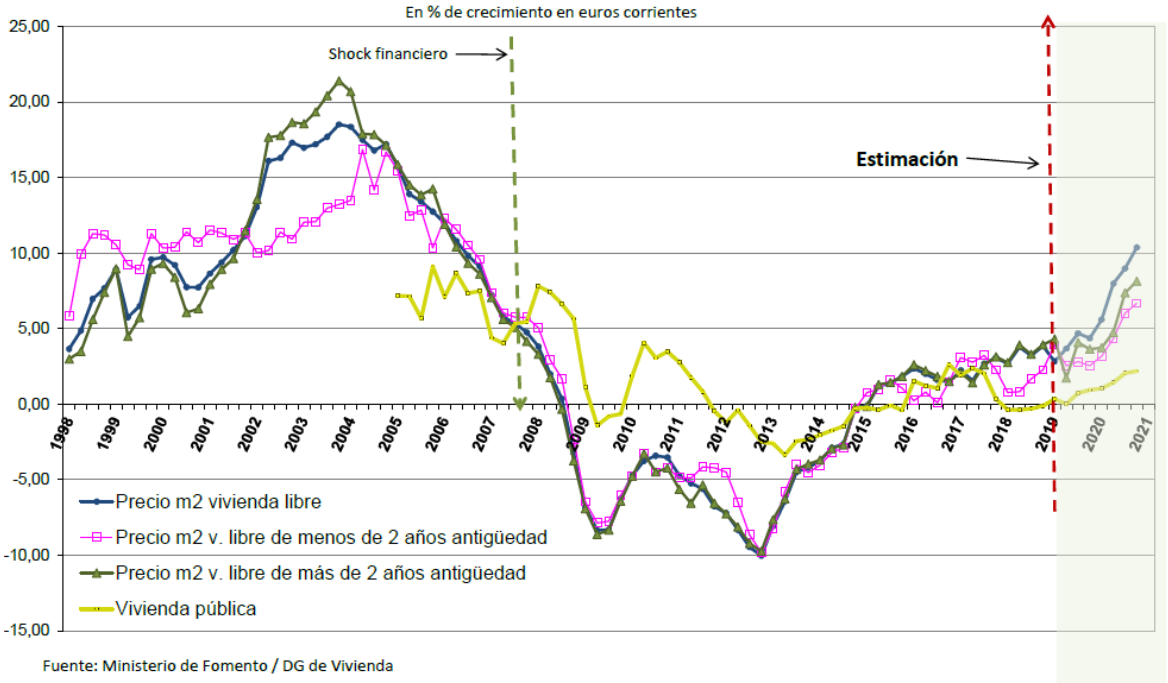


Al hilo de la interpretación en anteriores informes, consideramos que el diagnóstico no ha cambiado: "*El que no acabe de acelerar la edificación residencial iniciándose un mayor número de unidades puede explicarse por dos grupos de razones: la escasa estructura productiva existente tras la debacle de la crisis económica, con dificultades para encontrar mano de obra especializada y estructuras organizadas de promoción con capacidad de construcción, y, en segundo lugar, una insuficiente capacidad de compra de los hogares que, además, tienen que competir por las viviendas existentes con aquellos recién llegados que migran por trabajo*"[1]. Durante 2018, el influjo de mejores condiciones del año anterior ha podido contribuir un poco a la mejora de las cifras de producción, y potencialmente asentar una senda de expansión lenta pero sistemática.

La respuesta a estas condiciones se encuentra en la reacción de los precios residenciales. Durante 2018, los precios han mantenido una evolución dispar, de manera que las viviendas de segunda mano han mantenido un crecimiento estabilizado del 4%, los de las viviendas públicas se han congelado (creciendo al 0%), y las unidades nuevas han recuperado su dinámica de precios creciendo a lo largo del año hasta el 3% en el 4º trimestre (**gráfico 6a**). Parece que la tendencia de precios apunta a la recuperación completa de sus ritmos de crecimiento. La estimación realizada indica que durante 2019 se mantendrán creciendo (todos los precios) sobre el 4% nominal, pero prevén un crecimiento mayor a partir de 2020, superando así el proceso largo de debilidad.

[1] Ver el informe correspondiente al año 2018, 2º trimestre

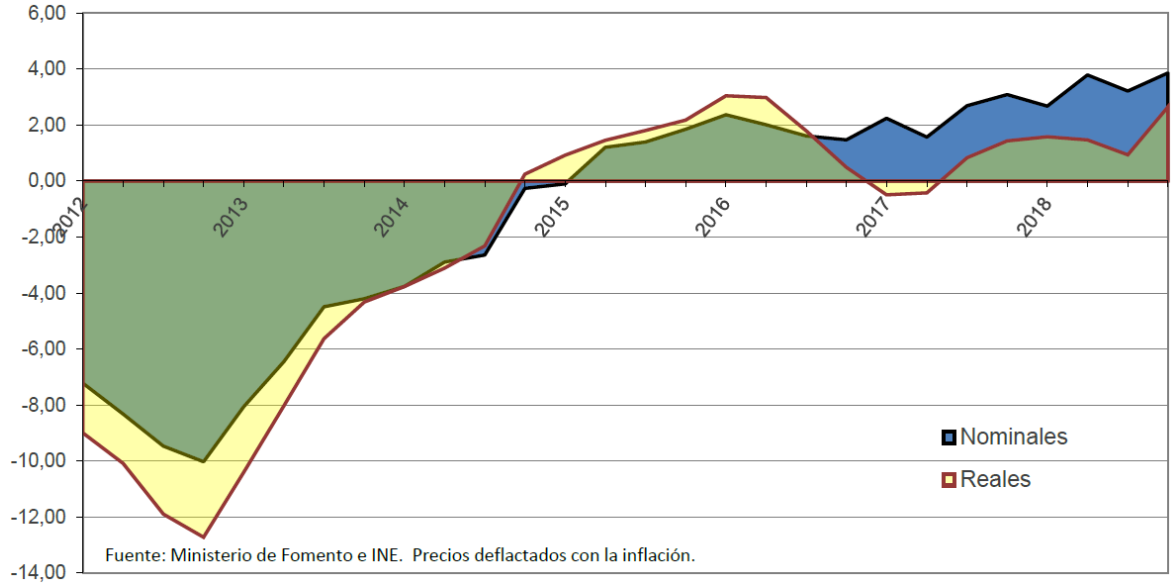
Gráfico 6.a.



Esta estimación se realiza teniendo en cuenta un escenario optimista con tipos de interés reducidos. El aviso de que se mantendrán hasta final de 2019 respalda la confianza en que las cifras dadas para 2019 se puedan cumplir. No obstante, un aumento de los tipos de interés en 2020 tendrá efectos distintos: por un lado, encarecerán la financiación, pudiendo retraer la demanda de hipotecas y, con ella, la demanda finalista de viviendas. Desde el punto de vista agregado, mayores tipos de interés revisarán las cuotas de amortización de los hogares con hipotecas a tipo variable, aumentando sus obligaciones de pago y pudiendo afectar al consumo en su conjunto, lo que también tendrá un efecto sobre la demanda residencial. Por otro lado, mayores tipos atraerían la inversión hacia activos financieros y podrían derivarla desde la inversión inmobiliaria hacia otros mercados, reduciendo, también, los flujos de capitales hacia este sector. El crecimiento de los tipos tendrá, sin duda, un impacto sobre los precios, pero es incierta, a fecha de hoy, su relevancia.

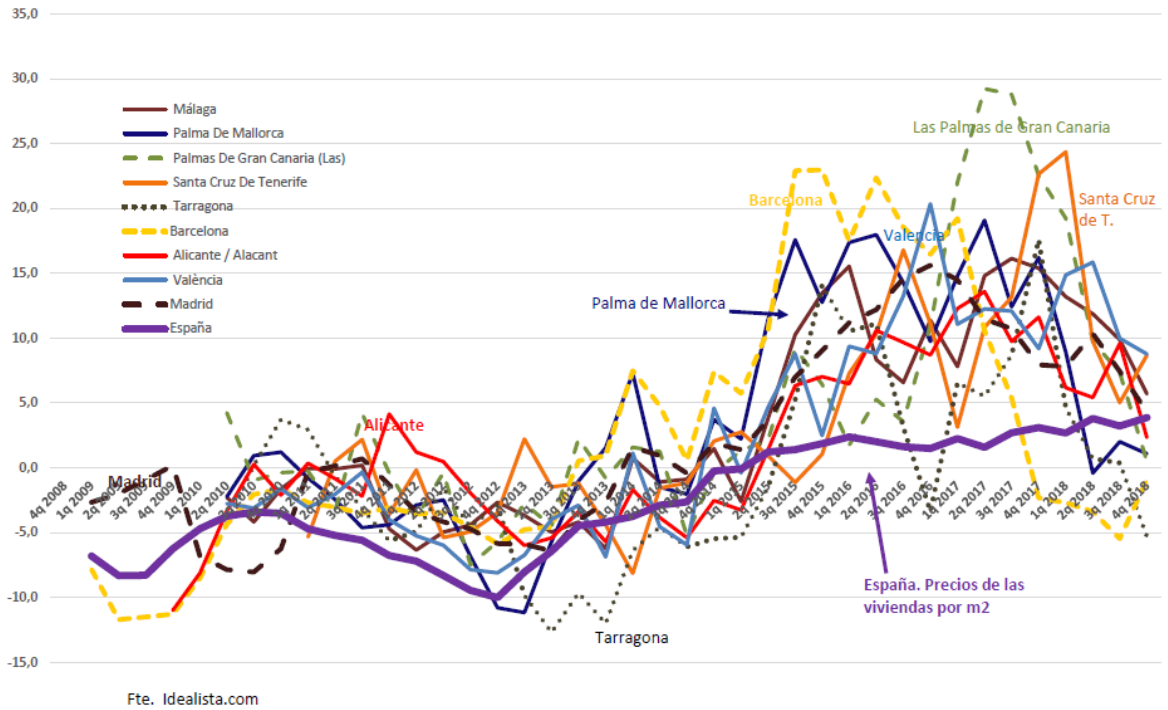
Desde la óptica de la inversión, la predicción de los valores nominales y reales (**gráfico 6b**) reflejan un crecimiento real por encima del 2% (desde casi el 4% nominal), lo que implica un claro incentivo a la inversión.

Gráfico 6.b. Precios residenciales en España. Reales (en % de crecimiento en euros constantes)



Si el análisis se guía por las fórmulas de tenencia (propiedad frente a alquiler), los datos parecen identificar un cambio en las tendencias de años anteriores en favor de la propiedad. En 2018 es el primer año desde la recuperación en que se observa cómo los precios de alquiler retroceden (desde mediados del año) cuando los de viviendas avanzan. Este fenómeno podría reflejar una mejor situación de la demanda para la compra de viviendas (derivada, posiblemente, del aumento de la flexibilidad en la concesión de créditos o la mejor posición de los hogares para comprar) y muestra con claridad una caída en la tensión de los mercados de alquiler. De hecho, la menor aceleración del alquiler de manera generalizada en la mayor parte de las capitales se interpreta en este sentido. El **gráfico 7** es muy claro contando lo que ha ocurrido en estos años pasados: el bucle alcista que se identifica a partir de 2015 muestra rápidos crecimientos de los alquileres que son el reflejo de la sobre-tensión de demanda, e indica que los hogares entran en alquiler a medida que se recupera la economía en esas ciudades, que son las de mayor generación de empleo. Así, en algunas de ellas los alquileres han crecido durante 2-3 años a tasas cercanas a un 20%.

Gráfico 7[2]. Alquileres por m² en las capitales españolas (% de crecimiento del valor en €/m² corrientes)



El fenómeno parece común en todas las ciudades con tensión, aunque hay algunas excepciones, que muestran pautas propias. Por ejemplo, Barcelona es una de las primeras ciudades que ve crecer fuertemente sus alquileres, aunque a partir de mitad de 2017 éstos se resienten y experimentan caídas (crecimiento negativo). En Madrid crecen hasta la misma fecha, y también experimentan una reducción en su ritmo de expansión, pero sin llegar a ser negativos. Valencia, Alicante y Málaga siguen una pauta similar. Las capitales canarias, sin embargo, parecen mostrar un ciclo desfasado, que llega a alcanzar entre un 25-28% de crecimiento en los alquileres ya avanzado el año 2017, con un patrón temporal similar al de Palma de Mallorca (que presenta un doble ciclo de revalorización de sus alquileres). Las diferencias entre la evolución de los alquileres y los precios de propiedad desde 2015 es una imagen de las tensiones extraordinarias a las que se han visto sometidas algunas capitales españolas, de manera súbita, con la recuperación económica.

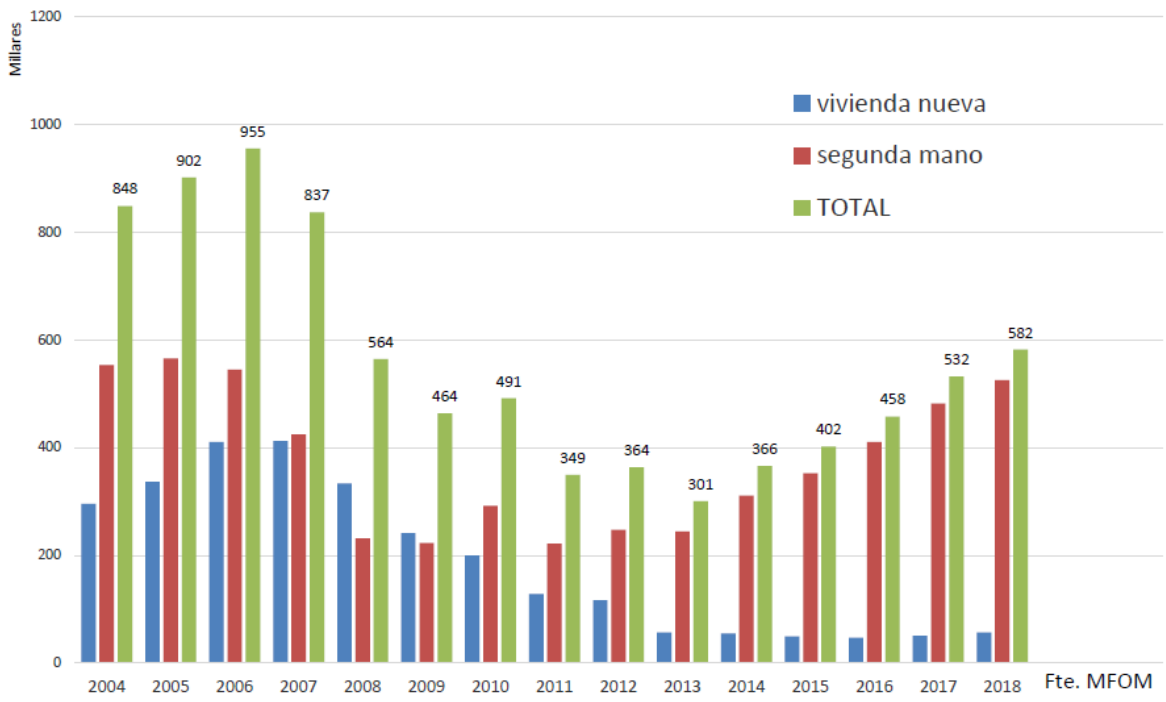
Principal driver: el mercado residencial

Durante 2018, las transacciones residenciales han seguido creciendo mostrando un enorme dinamismo del mercado. Las compraventas de viviendas usadas han llegado hasta cifras casi similares a las del pico

[2] La selección de provincias no es arbitraria, ha dependido de su mayor intensidad en el crecimiento de los alquileres.

máximo del ciclo anterior (2005-2006, **gráfico 8**, barra roja), mostrando una intensidad consistente con las cifras de valor añadido de servicios inmobiliarios que registra la Contabilidad Nacional. La diferencia fundamental con los totales en el pasado se centra en las transacciones de viviendas nuevas, con cifras muy bajas fundamentalmente porque, al no haber habido volúmenes mayores de edificación, no existen en oferta.

Gráfico 8. Transacciones de vivienda por tipología (en miles de transacciones por año)



Desde los principios teóricos, sorprende un mercado residencial donde hay un elevado número de transacciones, pero donde sus precios crecen de forma suave. Esta coincidencia induce a pensar que una parte relevante de las compraventas son, aún, oportunidades de compra a precios competitivos, y esa es una de las principales razones de que aquellas sean elevadas. Creemos, además, que la mejoría de las condiciones de la demanda (en empleo y financiación que luego se ve) han alimentado la dinámica de las transacciones.

Este hecho se observa a través del perfil del comprador en cada mercado. Inicialmente, la mayoría de los compradores son españoles residentes, lo que identifica la evolución de los precios con las características de los demandantes y su capacidad de acceso, incluyendo el ahorro acumulado por los hogares residentes en cada región. El **gráfico 9** refleja el predominio (a nivel nacional) del grupo de compradores domésticos. Sin embargo, también muestra un peso marginal relevante de las compras de extranjeros residentes y no residentes[3]. Aunque esta cifra a nivel nacional oscila alrededor del 16% del total de transacciones desde 2012 (lo que supuso 89,3 mil transacciones de los residentes más 2,6 mil de los no residentes en 2018), más de la mitad de ella se encuentra fuertemente concentrada en cuatro provincias: Alicante, las dos de Canarias, Baleares y Málaga, que, además, concentran alrededor del 21% del total de transacciones españolas en media de los últimos años, solo unos cuatro puntos menos que los mercados de Madrid y Barcelona juntos. Alicante vende a extranjeros residentes el 25% del total nacional de ese grupo (**gráfico 9, panel B**) y esas transacciones suponen el 50% de su mercado, siendo la única provincia donde las características de la demanda extranjera estarían afectando al equilibrio y a los precios.

[3] Recordemos que se convierten automáticamente en residentes los extranjeros que adquieren una vivienda en el territorio nacional cuyo valor se encuentra por encima de los 500 mil euros.

Gráfico 9.a. Transacciones de viviendas en España por nacionalidad y residencia (en miles de transacciones)

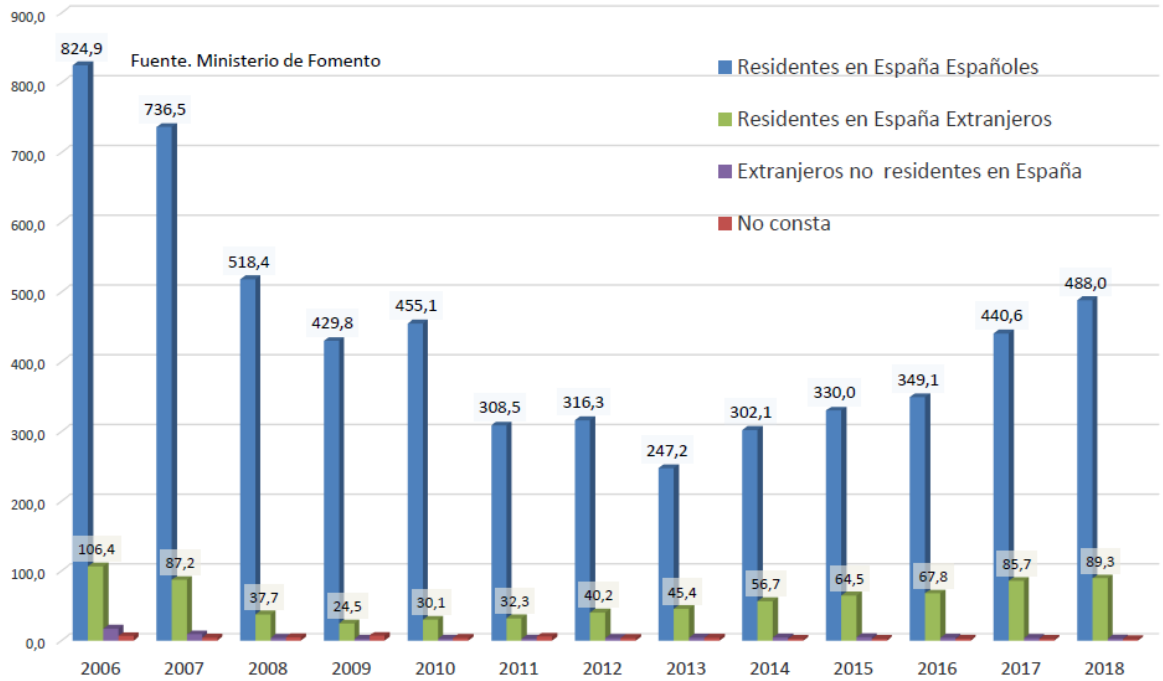
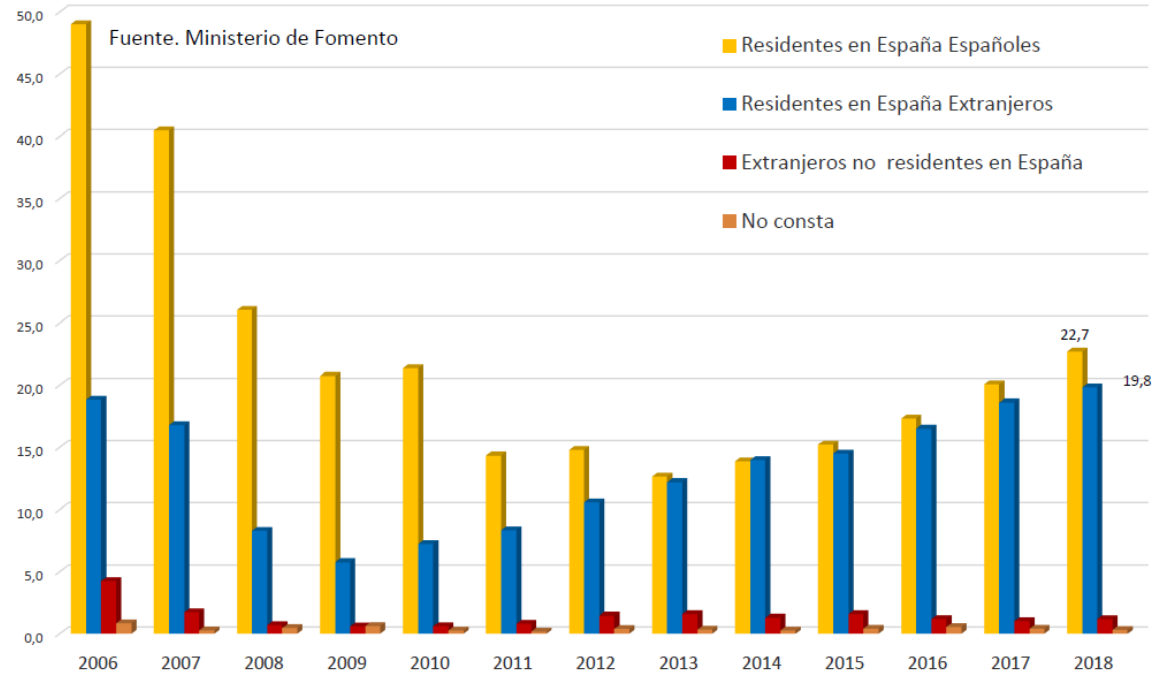


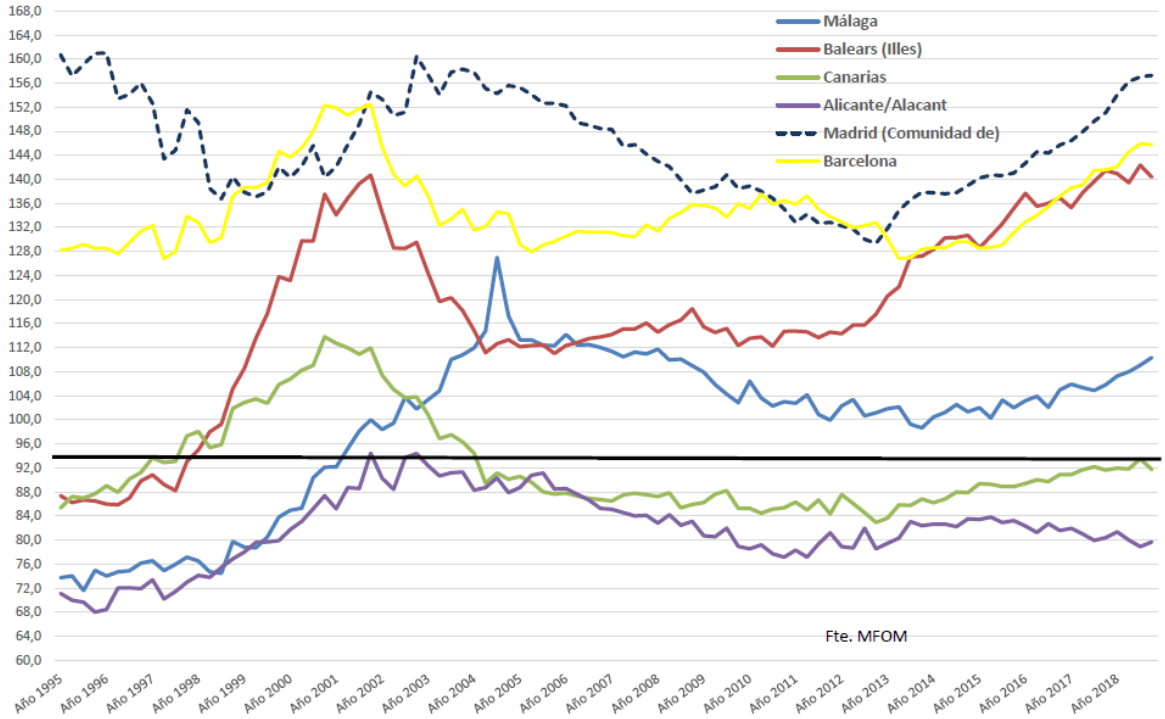
Gráfico 9.b. Transacciones de viviendas por nacionalidad y residencia en Alicante (en miles de transacciones)



La presencia creciente de estos compradores desde 2013 se asocia con la depreciación de los valores residenciales que se puede ver en el **gráfico 10**. Comparando con la media nacional, los precios relativos de las regiones que concentran la mayor parte de las transacciones se han reducido durante el período de post-crisis, generando un mercado con oportunidades que aún persiste. Provincias como Baleares, Madrid y Barcelona (entre otras) han alcanzado la posición de sus valores relativos previos a la crisis. Otras (Málaga en el gráfico) lo han visto descender, aunque el aumento de sus precios por encima de la media llegó

recientemente (desde 2017), mientras otras provincias, como Alicante, muestran una evolución divergente, es decir, con la dinámica de sus precios alejada de la media. Este período ha mostrado la situación de oportunidad arriba mencionada que ha empujado un volumen de transacciones inimaginable en período de fuerte crisis, pero también una mayor apertura del mercado residencial a la compra de foráneos que ha tenido su máximo exponente en las áreas con mayor perfil turístico.

Gráfico 10. Evolución de los precios relativos en las provincias de mayor volumen de transacciones por parte de extranjeros (en % con respecto al precio medio español)



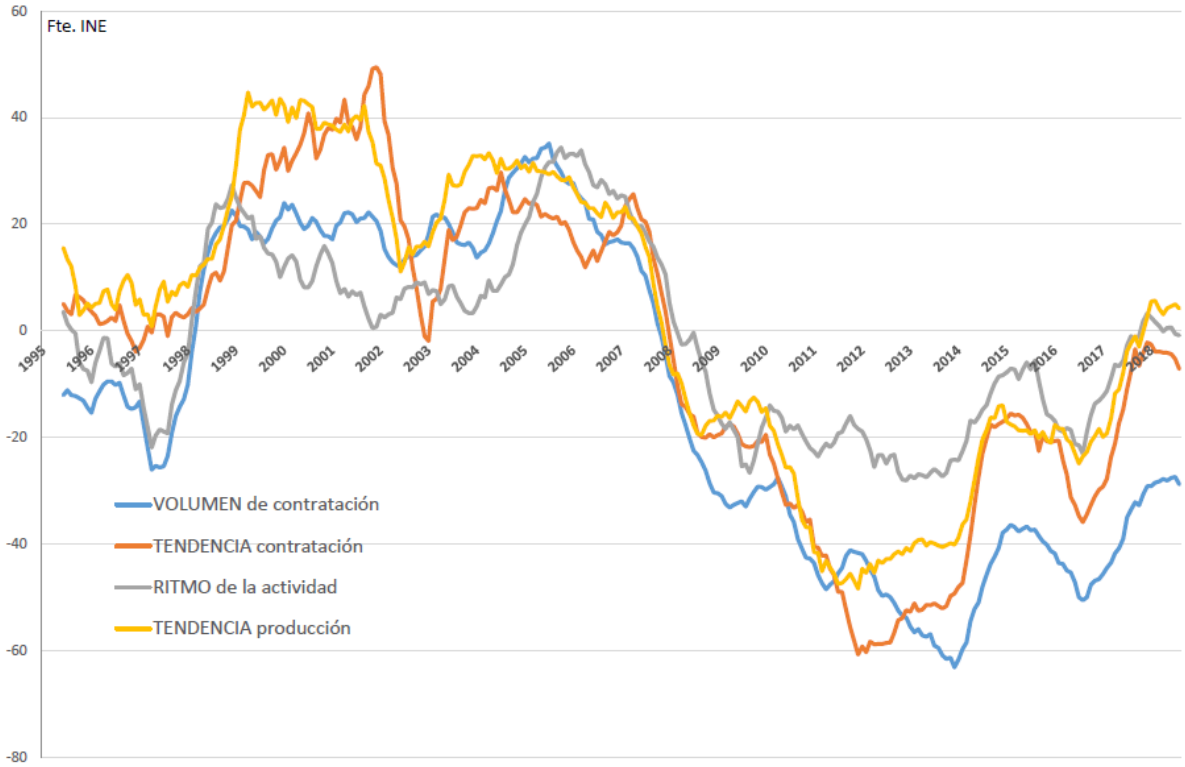
Como resumen de este apartado se puede decir que el mercado de la vivienda en España durante el año 2018 refleja una mejoría con respecto a los años previos. Las transacciones en el mercado son intensas reflejando las condiciones económicas y la vuelta (y aceleración) de demandantes del exterior; sin embargo, tal volumen no tiene efectos sustanciales (aún) sobre los niveles de edificación, que parecen acelerar algo con respecto a la tendencia de los años anteriores, pero no lo suficiente. Las claves para entender esta aparente contradicción se encuentran en los determinantes de acceso de la demanda doméstica (españoles residentes) y en la capacidad de reacción de la oferta, que se explican a continuación.

EVOLUCIÓN DE LA OFERTA EN DETALLE

La reacción de la oferta es positiva desde 2017. Los indicadores de inputs de la construcción reflejan un crecimiento nada desdeñable (del 17% en consumo de cemento y del 7%-10% en empleo) y equivalentes a los que existían antes de la crisis, pero desde niveles muy reducidos que muestran unos ritmos de actividad que ocupaban a 1,2 millones de personal a final de 2018 en toda España (nivel equivalente al de 2011) y consumían alrededor de 3 millones de toneladas de cemento en media por trimestre hasta mitad de 2018 (equivalente al consumo de 2012 y de 1967). Aunque el progreso se ha acelerado, los consumos de inputs muestran niveles de producción reducidos y consistentes con las cifras de viviendas iniciadas mostradas arriba.

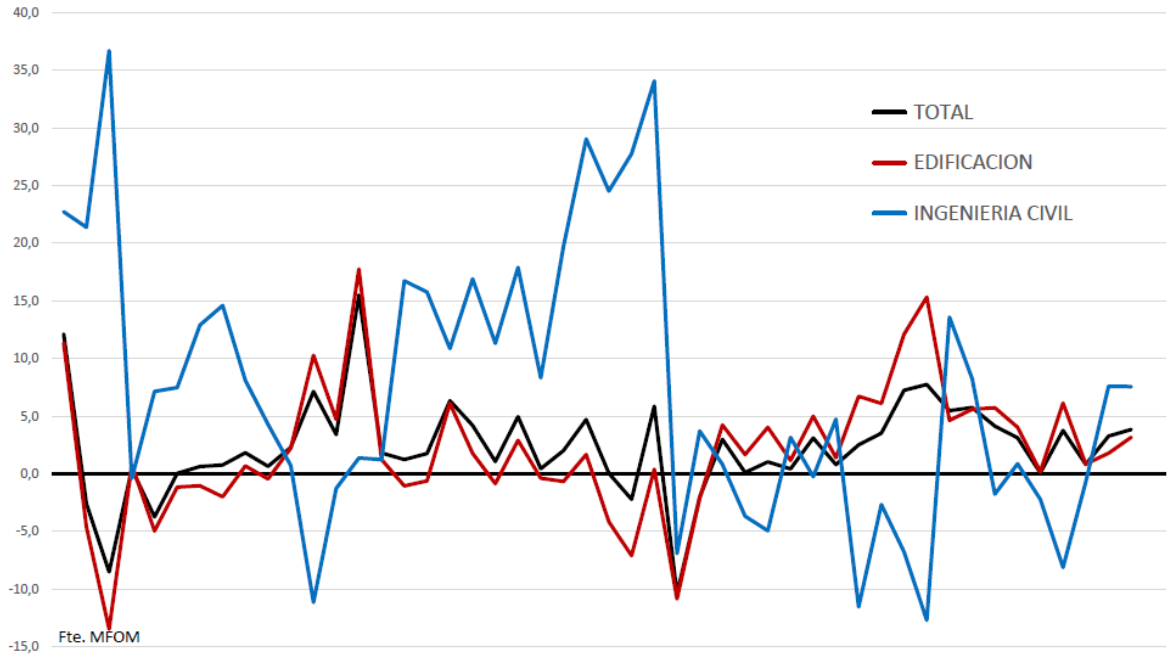
Esta percepción es respaldada por las opiniones de los empresarios (**gráfico 11**) con cierto optimismo en actividad y tendencia a la producción, pero con incertidumbre en términos de contrataciones.

Gráfico 11. Opiniones empresariales en el sector de la construcción. Encuesta (en medias móviles anuales centradas)



La incertidumbre mencionada refleja las expectativas asociadas a la producción y al momento del ciclo. Si se observa la producción en construcción según la Encuesta de Coyuntura, los niveles de actividad han caído a lo largo de 2018, con un pico en el primer semestre (el único aumento de producción edificatoria remarcable desde el de 2016, ver **gráfico 12**) y una desaceleración durante el segundo. Esto ocurre a la par que las obras de ingeniería civil repuntan desde mitad de 2018 tras la caída experimentada en 2016. Los niveles de producción, por tanto, se desaceleran a finales de 2018 aunque el aumento de la inversión pública compensaría la reducción en edificación, minorando esa caída. Esta evolución se asemeja a la registrada por la inversión en construcción en la Contabilidad Nacional (ver **gráfico 3**).

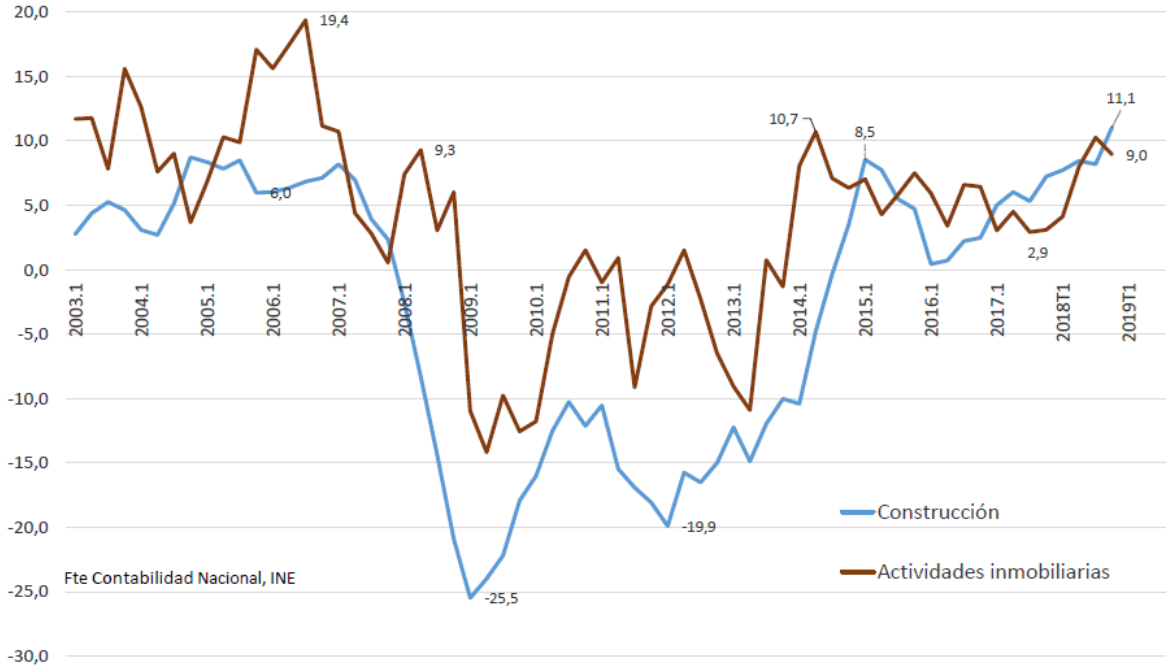
Gráfico 12. Producción en construcción (encuesta coyuntural) (en % de variación interanual)



La desaceleración también coincide con la información financiera, que muestra una progresiva reducción de los saldos vivos de créditos a la construcción hasta 2018 (septiembre), con solo un componente que no se reduce, el de preparación de obras, cuyo saldo se mantiene desde 2017 reflejando cómo nuevos créditos nutren el saldo vivo. La financiación a obras públicas y edificios (los mayores componentes de la financiación a la construcción) caen a ritmos superiores al 20% hasta 2018, lo que respalda la idea de que la inversión pública es la que alimenta el repunte de la obra civil, más que los créditos.

Sin embargo, estos datos negativos no respaldarían el cómputo del empleo en construcción, que muestra crecimientos sostenidos a ritmos del 10% durante 2018 (**gráfico 13**) en el número de ocupados de los dos subsectores, de construcción y actividades inmobiliarias. El segundo respalda la evidencia mostrada por las transacciones en el mercado, mientras que el primero muestra una disparidad entre la ocupación (creciendo al 10%) y la producción (creciendo al 3%), aunque es posible que esté reflejando las complejas relaciones entre las fases de edificación y las necesidades de trabajo que tiene este sector, de las que conocemos poco.

Gráfico 13. Empleo en construcción en España (en % de variación anual)



Como resumen desde la oferta, casi todos los indicadores del sector muestran una recuperación, incluidos algunos de las opiniones empresariales, aunque con incertidumbres sobre la evolución futura. El consumo de cemento y el empleo se recuperan sobre niveles de actividad reducidos y parece que la tendencia es robusta y será sostenida, y sus cifras son parcialmente consistentes con las de producción sectorial, que crecen, aunque han reducido su ritmo. El aspecto negativo es el de la financiación, con una reducción sistemática de los saldos vivos (todavía) que muestran una falta de recursos financieros para llevar a cabo las actividades en este sector. Dado que la financiación es fundamental para llevar a cabo la actividad, este déficit puede estar contribuyendo (junto con la menor disponibilidad de empresas y unidades productivas destruidas durante la crisis) a la menor capacidad de reacción de la oferta.

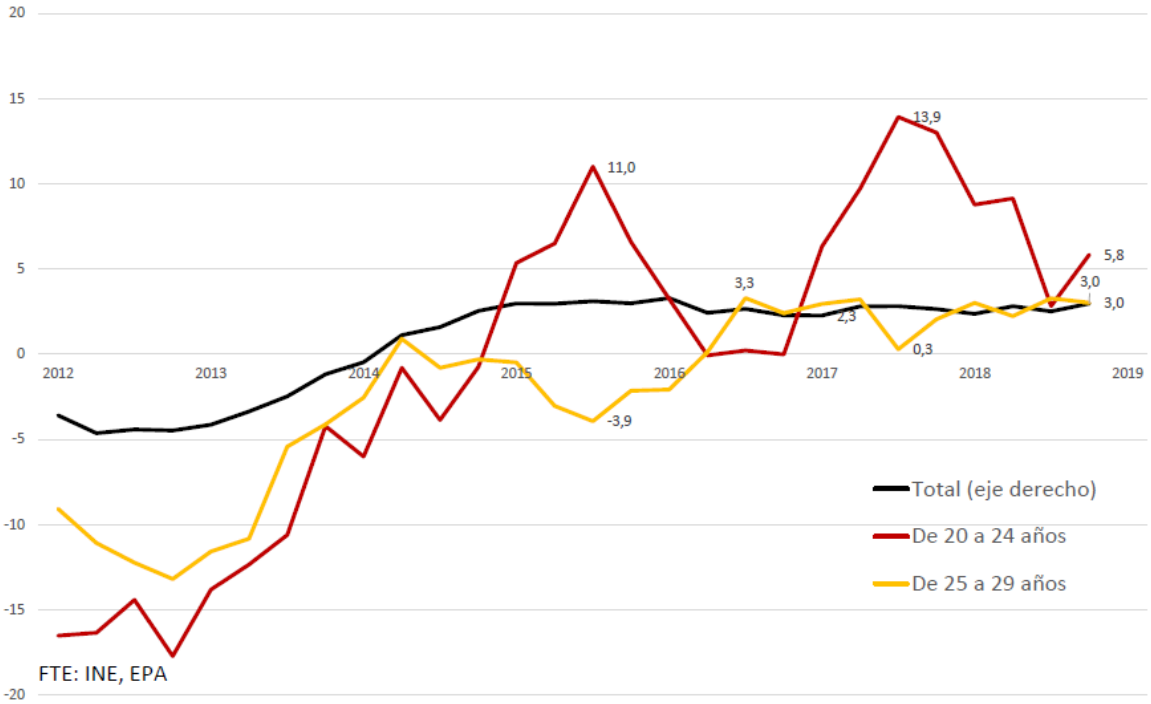
Es recomendable evaluar fórmulas de financiación alternativas que puedan mejorar los flujos de inversión que la construcción necesita realizar, bien sea dentro del propio sistema financiero, bien directamente en los mercados de capitales.

.

SITUACIÓN DE LA DEMANDA

En el anterior informe se evaluó la situación de crecimiento sostenido de la demanda residencial, tanto en su aspecto demográfico como en cuanto a la movilidad de la población. Esta situación no ha cambiado, y los indicadores siguen reflejando la existencia de una bolsa de demanda residencial que se acumula en los mercados y que presiona los precios. La capacidad de pago que tenga esta demanda y su fórmula de tenencia, según sea el acceso en propiedad o en alquiler, determina la severidad del efecto sobre los precios. La ralentización en el crecimiento económico durante 2018 reflejada en la evolución del PIB ha tenido efecto sobre la demanda y justificaría la estabilización en el ritmo de crecimiento de los precios arriba explicada a pesar del fuerte aumento de las transacciones. Uno de estos efectos es el impacto diferencial sobre el empleo en las cohortes de edad que forman hogares (y que necesitan una vivienda). El mercado de trabajo español ha penalizado tradicionalmente el empleo de los más jóvenes con fórmulas que son volátiles e inestables. Sin embargo, desde 2018 parece que la situación mejora, con una creación más estable de empleos en el grupo de 25 a 29 años (**gráfico 14**), y con mucha volatilidad para los más jóvenes que, afortunadamente, no muestra tasas negativas con la ralentización de la economía en su conjunto. El empleo se sigue creando para ellos, lo que es una buena base para la creación más estable de hogares.

Gráfico 14. Evolución de la ocupación en España. Detalle por grupos de edad (en % anual de variación del número de ocupados)



La remuneración real del trabajo en España continúa su pérdida de capacidad de compra al crecer a ritmos negativos desde finales de 2016 (**gráfico 15, panel A**), lo que implica que los ingresos de los trabajadores pueden afrontar peor los precios crecientes de vivienda, como ya se remarcaba en anteriores informes. Además, la debilidad en la expansión de los flujos financieros, a pesar de que han experimentado ritmos de crecimiento del 11% de media en 2018 (en cuanto al número de operaciones) es insuficiente (ver el **gráfico 15, panel B**). Este flujo reducido establece un canal de acceso a la propiedad residencial muy estrecho, de manera que la población joven que necesita una vivienda tiene dificultades para acceder a través de la compra por insuficiente financiación.

Los hogares con ingresos medios podrían comprar una vivienda según nuestros cálculos, ya que la ratio de accesibilidad (que mide la capacidad de pago de la cuota hipotecaria dado un nivel de ingreso) se encuentra cercano al 30% en media nacional. La falta de acceso en propiedad es debida, fundamentalmente, a la reducida oferta de fondos hipotecarios, según respaldan las estadísticas disponibles. De hecho, si se establecen comparaciones, el número de créditos hipotecarios para la compra de viviendas que se concedió en 2018 es equivalente al que se concedía en 1992, año de fuerte crisis en el sector residencial.

No obstante a todo ello, durante 2018 ha podido producirse una mejoría de las condiciones de acceso (a medida que el crédito fluye y el empleo se asienta) que se refleja en los datos vistos de transacciones, aunque una buena parte de los demandantes naturales de viviendas todavía afrontan una sola alternativa, que es el alquiler.

Gráfico 15.a. Ingresos salariales por trabajador y precios de las viviendas (media trimestral, % de crecimiento)

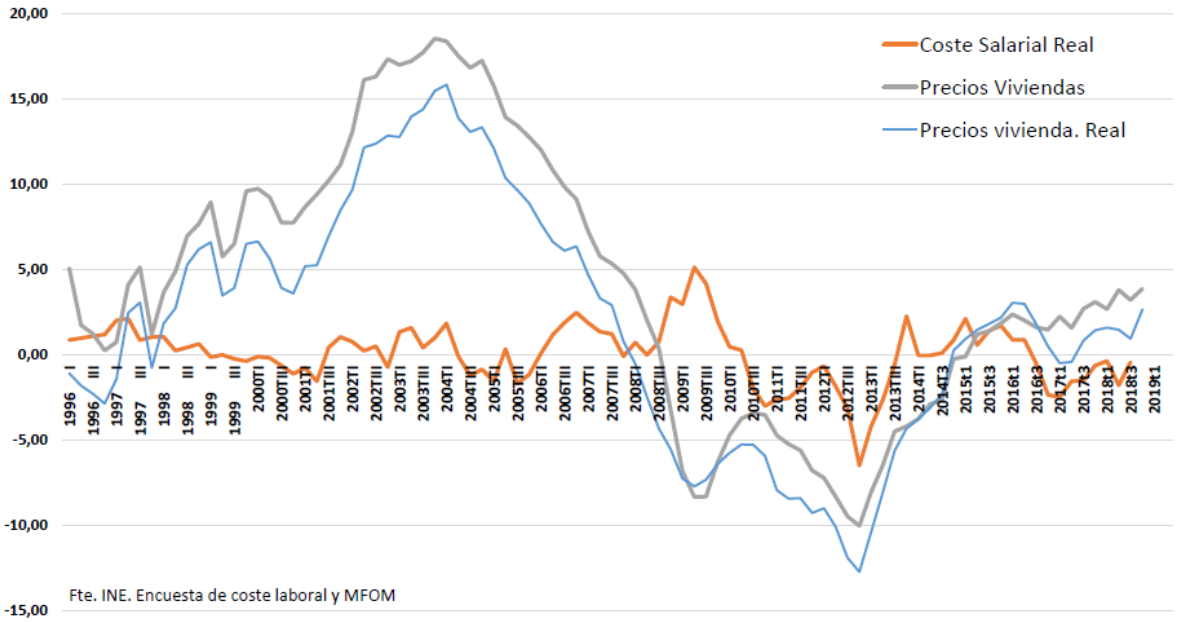
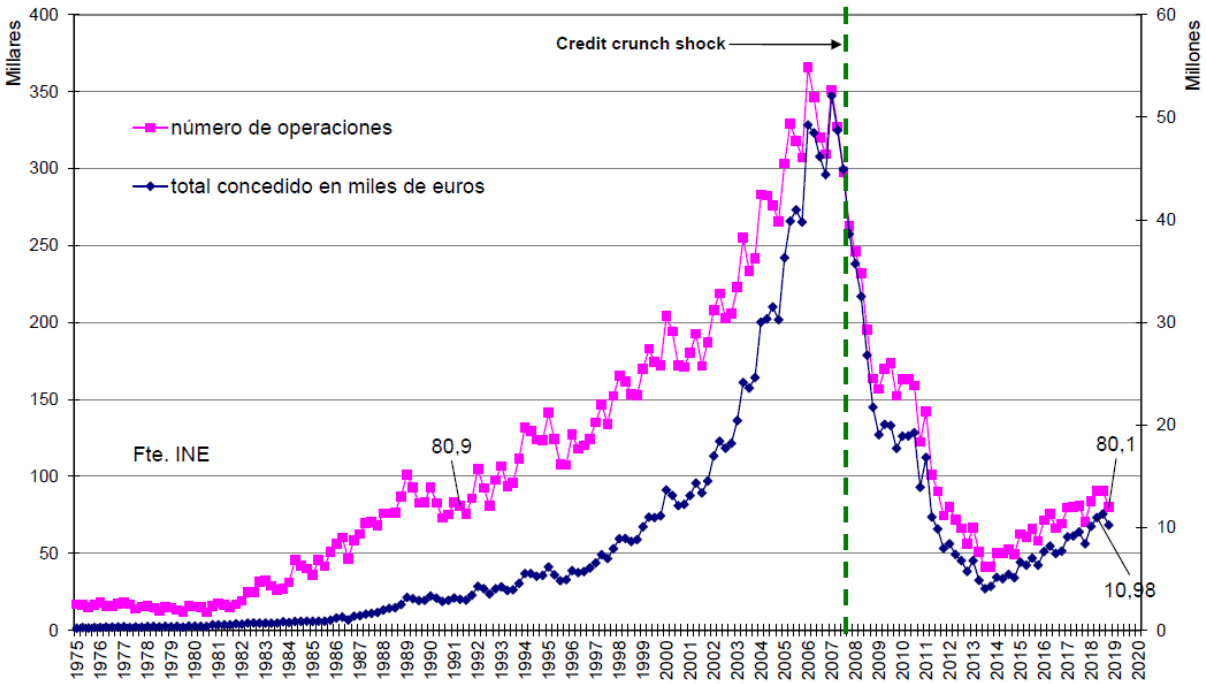
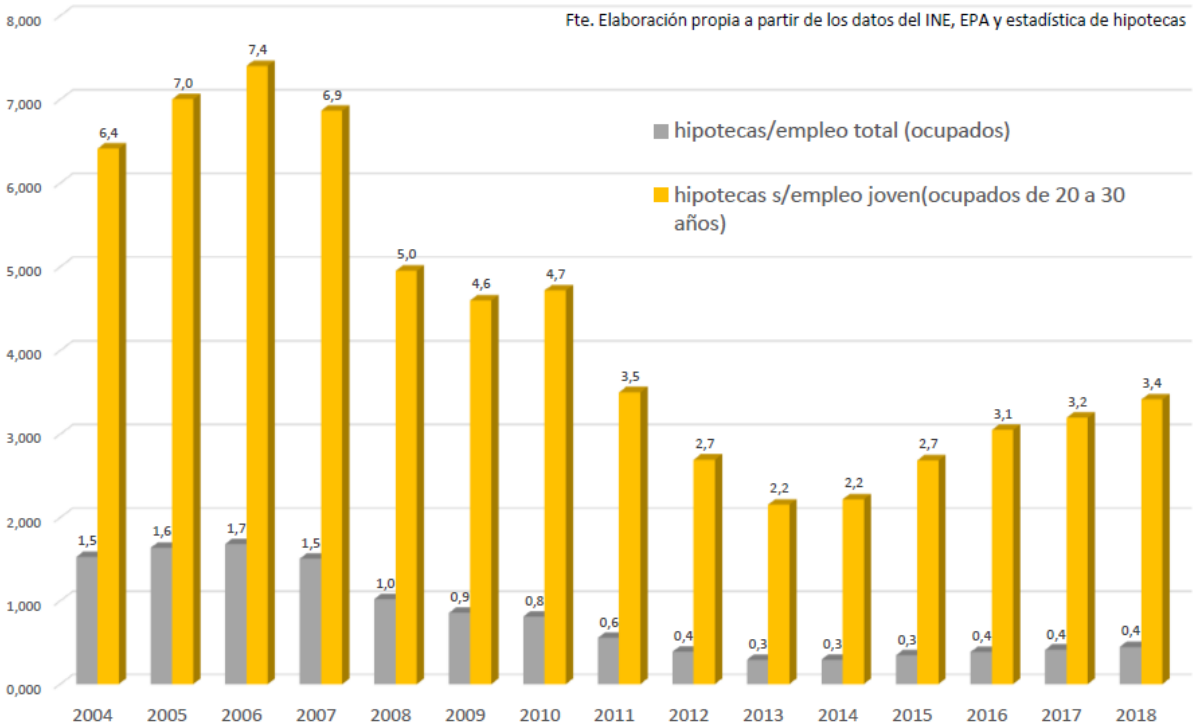


Gráfico 15.b. Hipotecas urbanas concedidas en España. Número e importe



Parece, por tanto, que los mercados actuales de viviendas experimentan una segmentación entre aquellos demandantes con particularidades que le permiten acceder a la propiedad, y los que no. En ellos, la demanda compite por las unidades existentes (en su mayoría de segunda mano) y el acceso en propiedad se resuelve dependiendo de la capacidad de obtener un crédito, o bien si se dispone de ahorro suficiente para la compra directa. Una parte relevante de los compradores no españoles pueden comprar en efectivo (las estadísticas muestran que hay alrededor de un 40% de las transacciones que no se asocian a un crédito hipotecario), lo que les permite competir por la vivienda en mejores condiciones. Durante los últimos años, el sistema financiero parece recuperar su sensibilidad ante la demanda de los nuevos hogares (**gráfico 16**) incrementando los flujos asociados al nuevo empleo joven, lo que respaldaría la idea de que una parte del aumento de las transacciones tienen como objeto el uso de la vivienda como hogar permanente, y obtienen un crédito para ello.

Gráfico 16. Ratios comparativas (en %)



Los hogares sin acceso a hipoteca o ahorro no pueden comprar y, por tanto, acuden al mercado de alquiler como (única) fórmula de acceso residencial. La menor intensidad en el crecimiento de los alquileres que se veía en el gráfico 7 durante 2018, pone de manifiesto una reducción en las tensiones que responden a una posible caída de la demanda de alquiler debida, según nuestra opinión, a tres factores: el primero es el agotamiento de la capacidad de crecer de los precios (con la demanda de alquiler al límite en su capacidad de pago); el segundo sería los efectos del menor crecimiento económico del último año (con efectos muy evidentes en las capitales asociadas al turismo: Canarias, Mallorca, Málaga, pero también en Madrid), y el tercero, al transvase de parte de estos demandantes al mercado de propiedad por la vía de salida de las transacciones. Si ocurre esto último, se verá crecer los precios de propiedad con mayor intensidad en los próximos períodos, como arrojan las estimaciones en este trabajo.

CONCLUSIÓN

La evolución de la economía española durante el año 2018 muestra un debilitamiento en los ritmos de crecimiento económico que es el resultado de una ralentización en la producción del sector industrial arrastrada por un cambio de tendencia en el comercio internacional. Como ocurrió durante principios de la década de 2000, en una reacción aparentemente contra-cíclica el sector de la construcción ha mantenido tasas de expansión fuertes, tanto desde el VA del propio sector como en el de los servicios inmobiliarios, mientras la industria se debilita. El protagonista de esta fortaleza es la inversión residencial, y otras construcciones a lo largo de 2018.

Destaca la fortaleza de las transacciones de viviendas durante 2018, que alcanza, en valor, una proporción equivalente al 7% del PIB del año. Los indicadores que explican este dinamismo del mercado inmobiliario no arrojan duda alguna del buen momento: con transacciones de viviendas (solo en el caso de las de segunda mano) que han alcanzado los niveles previos a la crisis, empleo en servicios inmobiliarios creciendo a tasas por encima de la media y precios reales creciendo, aunque sin tanto impulso.

Esta evolución es reflejo del proceso de recuperación de la economía y de la acumulación de la demanda de hogares que requiere una vivienda, así como del hecho de que aparentemente el mercado está empezando a reducir las barreras que se impusieron al mercado residencial tras la crisis económica. Estas barreras se alzaron como consecuencia del hundimiento de la edificación hasta mínimos históricos tras el impacto de la crisis financiera, y la consecuente destrucción del aparato productivo, que tuvo como consecuencia la pérdida de la flexibilidad que tradicionalmente tuvo la construcción residencial para reaccionar con rapidez al aumento de demanda de viviendas. Esa flexibilidad, que fue envidia de algunos países europeos, parece no existir ya a la vista de los datos: a pesar de la acumulación de demanda y de la extraordinaria tensión que ésta ha ejercido sobre los precios de alquiler en los lugares de mayor creación de empleo, las presiones no han conseguido empujar a la edificación de forma adecuada, como ocurrió en el pasado.

Y no lo ha hecho como consecuencia de las barreras mencionadas. La primera ha sido la falta de financiación (tras la demonización del sector que vio cerrarse los flujos financieros a cualquier actividad relacionada, tanto de oferta como de demanda, desde el mismo inicio de la crisis); la segunda ha sido el proceso de devaluación interna que ha reducido los niveles de ingresos de los trabajadores, minorando su capacidad de pago; la tercera fue la caída enorme del empleo, que redujo drásticamente la demanda, así como aumentó las dificultades de pago de los hogares, generando una creciente aversión al endeudamiento; por último, la reducción al mínimo del tamaño del sector de oferta, que hace que no pueda reaccionar lo suficiente cuando se requiere el aumento de unidades. De las cuatro barreras, afortunadamente la primera y tercera han mejorado, y el lento aumento de los precios está permitiendo el acceso en propiedad a hogares con salarios no demasiado elevados. El aparente transvase de la demanda desde el alquiler a la propiedad que parece inducirse del análisis estadístico en 2018 es una muestra de ello, con los mercados de alquiler perdiendo tensión, aunque manteniendo, aún, importantes problemas de acceso para los hogares con menor renta que deberán ser resueltos.

Sin embargo, todavía se necesita una mayor creación de empleo, con salarios razonables, y la recuperación de la estructura productiva de construcción, dos barreras que insertan rigidez a los mercados y alargan la solución de los problemas relacionados con la vivienda.

La debilidad de la industria no es una buena noticia, ya que se necesitan los empleos que pueden estar siendo afectados en ese sector. Por su parte, el hecho de que sea la construcción uno de los sectores que más crecen en el último año compensando la caída industrial, puede traer de vuelta el fantasma de 'la economía del ladrillo', una definición miope que generó posiciones que censuraban como mala la producción y capacidad de arrastre de la actividad constructora. No obstante, de momento, parece que las expectativas son de crecimiento: la opinión de los empresarios de la construcción sobre el futuro va en la dirección

optimista, se estiman crecimientos en los precios a partir de 2020, y las transacciones han alcanzado los máximos anteriores a la crisis de viviendas de segunda mano, aunque la caída en el consumo de bienes duraderos de los hogares en 2018 inserta una marca de incertidumbre en las predicciones para el próximo año.

Por último, dos reflexiones. Por un lado, los tipos de interés no han repuntado durante 2019 como se esperaba, y tanto el BCE como la Reserva Federal parece que garantizan que no lo harán durante todo el año. Esto ha sido un balón de oxígeno para los hogares que tienen hipotecas y para la inversión en construcción. Su aumento a partir de 2020 debería llegar con un sector de la construcción más asentado en el proceso expansivo y robusto a estos cambios, aunque cualquier aumento en los costes financieros podría hacer retrasar el crecimiento.

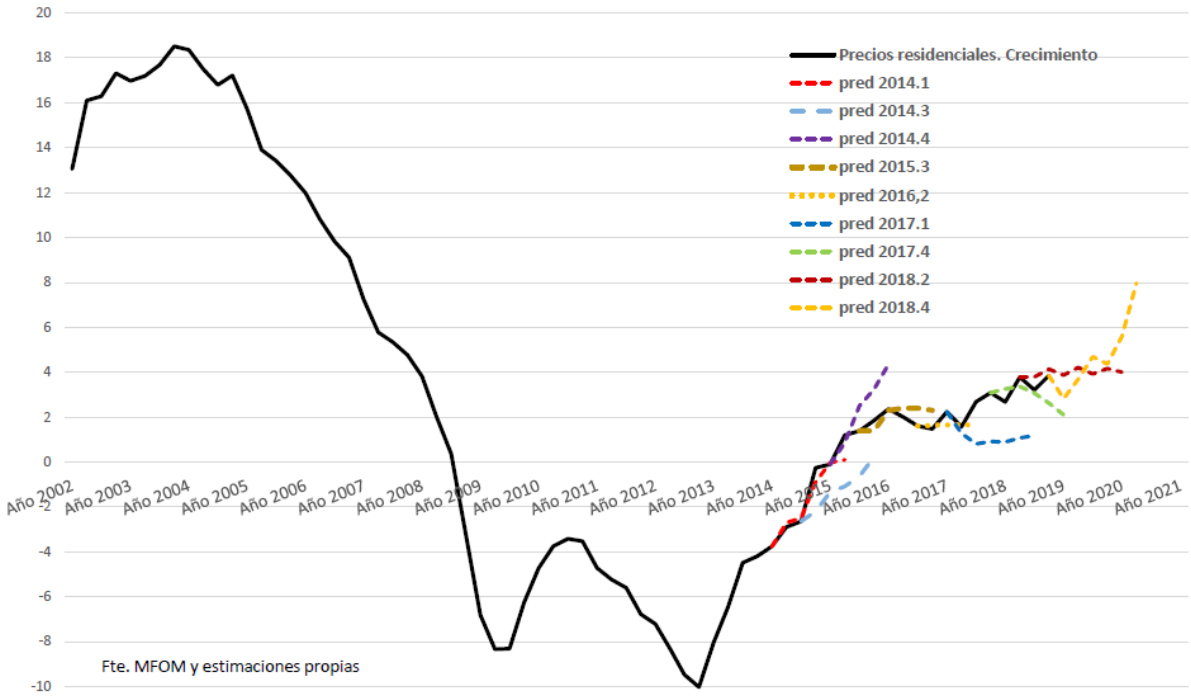
En segundo lugar, sería bueno no perder la oportunidad de apoyar a un sector de la construcción moderno y con formación. Incorporar segmentos educativos para la formación de la mano de obra técnica y básica es fundamental para el período que viene, donde la calidad de la construcción determinará su eficiencia energética y el cumplimiento de los objetivos de sostenibilidad. La previsión es que el parque de viviendas tendrá que someterse a un intenso proceso de rehabilitación energética en las próximas dos décadas, y la formación de su mano de obra garantiza la calidad en construcción e instalaciones, que son elementos clave para conseguir la reducción de emisiones requerida, con los menores costes posibles.

Introducción

Hace ya cinco años que se realiza un seguimiento de los precios de las viviendas y de la evolución del sector de la construcción y de la vivienda desde el observatorio de valoración de la AEV. Con el informe número 10, este observatorio ha analizado el proceso de crisis y la recuperación del mercado residencial, primero cada trimestre y luego cada semestre, con el fin de observar de cerca cómo se producía la reacción del sector de la construcción a la incipiente recuperación de la economía española tras casi una década de recesión y crisis, una de las más relevantes de nuestra historia reciente.

Cada informe ha seguido de forma sistemática un orden de análisis que facilita la comprensión y evaluación de los factores que dirigen la edificación. En una buena parte de los casos, se han utilizado variables nuevas o extraídas de grandes bases de datos para dar respuesta a las incógnitas a las que se enfrentaba la identificación de las principales causas impulsoras del mercado de viviendas en España. En todos los casos, el informe daba un paso adelante haciendo una estimación de los precios de las viviendas para el siguiente período. Como se ve a continuación (**gráfico 1**), las estimaciones de los precios que se han realizado fundamentadas en la lógica económica, han generado valores muy cercanos a los ritmos de crecimiento de los precios que luego se han materializado en los mercados. En el gráfico, la línea negra refleja el crecimiento nominal de los precios de las viviendas (medidos con la base del MFOM), mientras las líneas de colores y trazos representan las estimaciones realizadas en este observatorio. Como se observa, todos los informes aciertan (salvo el segundo) en el cálculo del crecimiento de los precios del siguiente trimestre, la mayoría de los informes aciertan en los dos y tres trimestres siguientes al último observado, y el primero de los informes lo hizo en todo un año y medio de predicción (línea punteada en rojo para la predicción desde 2014.1). En dos de ellos, la estimación a partir del segundo semestre se deriva hacia valores que luego no ocurrieron y son, precisamente, dos años de cambio de tendencia: en 2015 (en la estimación hasta el 2º trimestre, ya que a partir del 3er trimestre la estimación es muy precisa) y 2017 (en que parece consolidarse una expansión suave pero sistemática a partir del tercer trimestre contra la previsión de la estimación). Los cambios de tendencia son reflejo de variaciones en los mecanismos de mercado y, en estos casos, ocurrieron meses después de realizar la predicción.

Gráfico 1. Precios de vivienda en España y predicciones (en tasas anuales de variación)



Estos resultados respaldan la idea de que los precios de las viviendas responden al comportamiento de los factores que son analizados en los informes de la AEV, y amparan su metodología.

Las razones para el Observatorio

El observatorio trataba de ser un ámbito en el que se desvelasen y analizasen las razones de la negativa evolución de la construcción y, especialmente, de los precios de las viviendas como elemento esencial en los procesos de valoración, con el fin de reconocer el momento en que pudiesen volver a una situación de estabilidad. El mercado de la vivienda había experimentado el fuerte impacto de la crisis financiera que redujo su edificación al mínimo histórico en tan solo tres años y aceleró el proceso de ralentización de los precios desde 2008 hasta hacerse negativo en 2009 por primera vez en las últimas tres décadas.
Habían pasado ya siete años de fuerte inactividad en el mercado residencial y la profundización de la crisis económica en España se prolongaba debido a los dos sucesivos shocks que habían impactado en la economía: la crisis financiera de 2007 (primer shock, que dejó el sistema financiero sin liquidez), y la crisis de la deuda (segundo shock, que derivó en una política de austeridad que redujo la aportación económica al sistema procedente del sector público). En ese tiempo, los precios inmobiliarios siguieron reduciéndose a un ritmo del 6% en media anual. Esta caída sistemática sin aparente recuperación ponía en jaque la idea de que la construcción mejoraría pronto (tanto por el ritmo de crecimiento económico que se iba asentando desde 2014, como por el volumen de transacciones todavía existentes en el mercado), y extendía la percepción (alimentada también por el bajo nivel de viviendas iniciadas) de que existían algún tipo de restricciones inobservables que eran las causas que impedían una evolución más positiva de este sector, todo ello en un ambiente confuso en el que se combinaban la falta de comprensión de las dinámicas inmobiliarias, pocas estadísticas, problemas sociales relacionados con la accesibilidad residencial y los tópicos explicativos tradicionales de este mercado.

La situación general

Desde 2014, los informes evidencian cómo la economía española crece asociada a las exportaciones y a la inversión en el sector industrial. Aunque se detectan inicios de reactivación de la construcción, en esencia este sector no tiene una contribución sustancial al crecimiento económico durante este período como consecuencia de la reducción a mínimos de la actividad sectorial y de la falta de reacción de la oferta. En el caso del sector residencial, la construcción de viviendas desde 2009 cae al mínimo histórico y la mayor parte de la actividad se concentra en la finalización de obras previas hasta bien entrado 2018. Prácticamente, una década perdida para la construcción de viviendas que ha tenido, como resultado, una falta de oferta de viviendas nuevas que restringe el mercado cuando se generaliza la recuperación, especialmente, en las áreas donde se concentra el empleo.

Los sectores de edificación no residencial, sin embargo, sí experimentaron cierto crecimiento asociado a fuertes volúmenes de inversión internacional, aunque su peso no ha sido lo suficientemente relevante como para reactivar el sector en su conjunto. Por su parte, la obra pública, a pesar de algunos repuntes, se encuentra igualmente en mínimos. Esto ocurre a pesar de noticias y datos que hacen referencia a una recuperación sectorial, que reflejaban en realidad, los avances del sector desde niveles muy pequeños de producción.

La demanda de viviendas

La situación de la demanda es una de las cuestiones de mayor interés en este período por cuanto que reflejan las distorsiones que la economía española ha sufrido tras la crisis y que se han transmitido al mercado de viviendas en forma de ausencia de presión sobre los precios (justo al contrario que tan solo una década antes). Por un lado, el desempleo y el proceso de devaluación interna[4] redujeron los ingresos y, con

[4] Se conoce como 'devaluación interna' al proceso por el cual la economía rebaja los valores de sus factores productivos y sus rentas derivadas, como respuesta a la necesidad de un desajuste en el exterior, al no poder reducir el valor de su moneda. En este caso, la devaluación interna se centró en una caída drástica de los costes de producción,

ellos, la capacidad de acceso residencial de los hogares que necesitaban una vivienda. Adicionalmente, el mayor efecto de aquel sobre el grupo de los hogares jóvenes, la congelación de los ingresos salariales y el aún endeudamiento de las familias, planteaban un entorno muy difícil de acceso a la vivienda en propiedad, entorno que se reforzaba con la incertidumbre sobre la recuperación del empleo al igual que con la reducida financiación desde el sistema financiero que llegaba al mercado inmobiliario. Estos factores han constreñido (y siguen haciéndolo) la demanda estable de viviendas en propiedad y contribuyeron a la limitación en la recuperación de sus precios. Sin embargo, por otro lado, los menores precios residenciales, las bajas rentabilidades financieras en los activos normalmente utilizados para el ahorro y la desconfianza en los mecanismos financieros, han contribuido a convencer a un buen número de españoles residentes (y no españoles, aunque en un peso sustancialmente menor) a comprar viviendas. Así, en los momentos más duros de la crisis, las transacciones residenciales lideradas por aquellos, llegaron a alcanzar las 360 mil en media por año, cifra que es casi un 40% del máximo de transacciones (año 2006), muy elevada a todas luces para el nivel de crisis existente.

Sin duda, esta disparidad en el comportamiento refleja la distorsión comentada: la demanda de los hogares que necesitaban una vivienda ha tenido que orientarse hacia el alquiler por no poder hacerlo en propiedad, incluidos aquellos hogares que han perdido sus viviendas como resultado de la crisis, pero, paralelamente, se producía la absorción de las unidades existentes con menores precios por otro segmento de los hogares residentes. El mercado de renta, con una oferta pequeña, ha experimentado fuertes crecimientos de los alquileres como consecuencia de la concentración de la demanda del primer grupo, limitando y endureciendo, de nuevo, el acceso residencial. Este proceso ha afectado masivamente a aquellos hogares que han migrado para tener un empleo. Por otro lado, las transacciones de las viviendas de segunda mano (ya que no hay nuevas por la falta de construcción) arriba mencionadas a precios muy atractivos, ha mantenido el mercado inmobiliario activo, y ha podido reducir sustancialmente la oferta excedentaria existente.

A medida que la oferta se agotaba, los precios dejaron de caer y se empezaron a recuperar, lo que atrajo la inversión en nuevas unidades (muy tímidamente) y una progresiva mejoría en las expectativas y la renovada expansión en las transacciones, movilizando una parte importante del parque ya existente.

La situación actual

Se podría decir que, a lo largo de todo el período que el observatorio ha analizado, se han ido configurando tres tipos de limitaciones que afectan al mercado residencial español, que aún perduran y que actúan como elementos que restringen el correcto mecanismo de asignación. Como se ve adelante, dos de ellas proceden de la evolución económica misma, pero sus efectos sobre este sector son muy relevantes.

La primera es el desajuste de los salarios medios en relación con los precios de las viviendas, que se alejan de la proporción de equilibrio que deberían tener. Este hecho se ha producido por una congelación de los salarios, que no crecen o lo hacen muy poco (por debajo de la inflación) más que por el aumento de los precios residenciales, lo que implica que los hogares (especialmente los nuevos) pierden capacidad para pagar una vivienda en propiedad. La relación entre precios de las viviendas e ingresos medios en España ha empeorado desde el ciclo expansivo y se encuentra, aún en 2018, en niveles elevados, lo que refleja una barrera importante que dificulta la compra de viviendas por parte de los hogares de ingresos medios.

Este hecho fractura el reparto tradicional que ha existido entre los hogares por fórmula de tenencia (propiedad y alquiler) y hace que la mayor parte de los demandantes de viviendas se concentren en el alquiler, tensionando las rentas. En estos casos, se esperaría que hubiese grupos de inversión que comprasen viviendas y las movilizasen para el alquiler aumentando su oferta, pero no hay evidencia de que esto esté ocurriendo en los mercados españoles de forma generalizada, aunque sí en aquellos mercados más grandes.

---

incluidos salarios y otras rentas, respuesta de una menor actividad económica, para reducir el déficit público y privado acumulado.

La segunda consiste en el insuficiente flujo de créditos para el sector, que dificulta la construcción de unidades nuevas, pero también la entrada en propiedad. Aunque la demanda de créditos se ha resentido tras la crisis como resultado de una situación de desconfianza y una tendencia a la reducción del endeudamiento de los hogares, la aplicación de elevadas ratios de crédito/valor hace que una parte de los hogares con capacidad de pago no puedan adquirir una vivienda por la exigencia de una elevada cifra de ahorro previo. La restricción crediticia está actuando de elemento limitativo al acceso de aquella parte de los hogares que podrían pagar en condiciones normales, a la par que para la actividad de la construcción.

La tercera limitación se concentra en una estructura productiva del sector de la construcción muy mermada (y estigmatizada) tras la fuerte crisis, que no tiene ya la capacidad de respuesta que mostró en el anterior ciclo y no puede flexibilizar la oferta cuando el mercado lo requiere. Bien al contrario, la supervivencia de menos empresas (y su aversión al riesgo derivado de la experiencia previa) hace que éstas puedan tener cierto poder de mercado si construyesen, con una potencial capacidad de elevar costes.

Las tres limitaciones actúan de forma conjunta haciendo que las respuestas del mercado residencial sean lentas, como se observa en la dinámica de la construcción de viviendas. No obstante, tras el gran ciclo edificador anterior, el tamaño de mercado ha podido crecer de manera que las transacciones actuales se alimentan básicamente de viviendas existentes (como muestran las transacciones), aunque no se sabe si suficientemente. El mercado de alquiler es, aún, el segmento de tenencia residencial más desconocido y tensionado en España.

Es posible que la falta de dinamismo en la construcción pueda haber afectado las dinámicas de crecimiento en la economía española, limitando su capacidad productiva. También es posible que, de nuevo tras una década, la actividad constructora incipiente esté supliendo la debilidad de otros sectores (como el industrial) en momentos coyunturales. La capacidad de impulso de una economía que tiene el sector de la construcción es grande por lo que la recuperación de la producción en este sector parece configurarse como una de las claves para consolidar el crecimiento económico. De forma simultánea, una construcción más ágil de viviendas ayudaría al ciclo de construcción de vivienda pública, y serviría de ayuda al elevado número de hogares con problemas de accesibilidad residencial que han quedado tras la crisis.

Parece que se dan las condiciones para que estos procesos se produzcan en el futuro, y este observatorio estará atento para evaluar los cambios y sus efectos sobre el sector residencial español y la evolución de sus precios.

DEBATE: LAS HIPOTECAS VERDES. CONCEPTO, FINALIDAD E HISTORIA

El concepto acuñado de 'hipotecas verdes' ('*Green Mortgages'*) sugiere la idea de que estas figuras financieras se especializan como fórmula para la financiación de proyectos que incorporen eficiencia energética. La percepción es correcta, y la novedad en este concepto proviene de que se asocia la concesión de préstamos a las iniciativas de eficiencia como la herramienta para buscar soluciones a varios problemas simultáneamente relacionados con la energía y la vivienda, como son: la baja tasa de eficiencia energética de un parque mayoritariamente construido entre los sesenta y setenta (en toda Europa), la falta actual de financiación a las actividades de construcción, la necesidad de acelerar la transformación energéticas hacia esquemas de menores emisiones, la débil respuesta a las iniciativas de eficiencia energéticas impulsadas, el riesgo financiero percibido en la concesión de hipotecas a las viviendas y los problemas de accesibilidad a la vivienda. Por supuesto, los trabajos existentes no sostienen que las *Green Mortgages* pudieran resolver todos y cada uno de estos problemas, pero sí hay evidencia real sobre su contribución a mejorar algunos de ellos, una evidencia tan robusta que está haciendo reaccionar a gobiernos y empresas financieras potenciando el lanzamiento (y expansión) de estas 'nuevas' figuras.

El '*green mortgage'* no tiene una definición claramente definida (Edge Environment[5], 2019) y esto es el resultado de reconocer tantas vinculaciones a esta figura financiera. Se considera, de forma genérica, que una hipoteca verde es cualquier hipoteca que, de alguna forma, da reconocimiento al deudor por haber elegido una vivienda sostenible o haber contribuido a aumentar la sostenibilidad energética. Definida de esta manera, puede tomar distintas formas: (1) puede ser una figura financiadora de la propiedad que incorpora beneficios como descuentos en los tipos de interés, que tiene mayores ratios de crédito valor u otra ventaja financiera frente a los patrones normales. (2) También puede tomar la forma de crédito adicional que financie mejoras en eficiencia energética del edificio, o bien, por último, (3) podría ser una figura convencional pero que incorporase algún ahorro/devolución de sus cuotas si se producen mejoras o nuevas instalaciones que impliquen mayor sostenibilidad energética. Estas tres fórmulas son las que están siendo adaptadas, indistintamente, por las instituciones financieras.

El concepto

La idea que se encuentra detrás de la creación de estas figuras es que una vivienda más sostenible aumenta más rápidamente su valor, y lo hace por encima del coste derivado de la instalación o mejora energética. Este hecho supone un premium plasmado en mayores precios que tiene implicaciones importantes en la visión de los agentes del mercado, pero también desde las instituciones financieras. Existen, por tanto, ventajas para todos que están impulsando la creación de las hipotecas verdes.

La ventaja principal radica en capitalizar los beneficios que la sostenibilidad (o las viviendas sostenibles) tendrían sobre el hogar (y por extensión, sobre la sociedad). El primero sería la reducción de los costes de suministros que haría que un hogar pudiese liberar parte de sus ingresos para otros gastos en lugar de energía. Esta es una cuestión importante si se piensa en los hogares con problemas de pagos de vivienda, para los que tener una vivienda sostenible podría resolver cuestiones de pobreza energética y de falta de consumo. La reducción en los costes corrientes que una vivienda verde tendría (además de la reducción en los gastos de enfermedad derivados de las viviendas frías, también demostrados empíricamente), podría aumentar la capacidad de pago de la hipoteca de estos hogares (Lenders[6], 2017).

[5] Edge Environment (2019), An Idiot's Guide to Green Mortgages,disponible en https://edgeenvironment.com/idiots-guide-green-mortgages

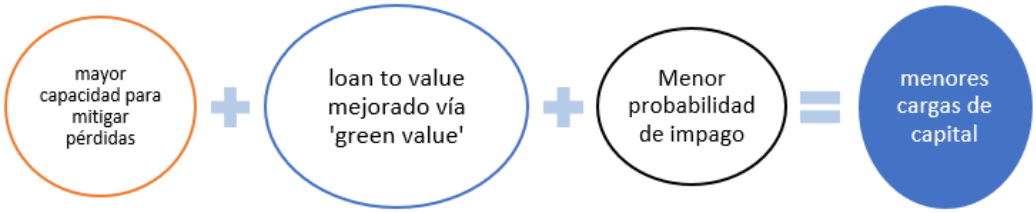
[6] Lenders. Improving energy costs in mortgages. Promoting energy efficiency in homes (2017) Online Household Fuel Bill Estimator: A free, working example, disponible en www.EPCmortgage.org.uk

En segundo lugar, los trabajos indican que las viviendas verdes muestran mayores valores de mercado y su revalorización es más rápida, lo que resulta un fuerte atractivo para la compra, además de incentivo a la construcción ya que el mercado podría tener 'garantizada' la venta frente a las unidades convencionales.
Estos conceptos implican que aumenta la accesibilidad económica de la población por el hecho de residir en una vivienda verde. Un aumento en la capacidad de pago implica, también, una reducción en los indicadores de riesgo del sistema financiero, y en este campo es donde se encuentra el mayor atractivo.

Efectos sobre el sistema financiero

El atractivo se centra en que las figuras de las hipotecas verdes muestran mejores parámetros que las convencionales en el propio mecanismo interno de decisión del sistema financiero y tienen mucho que ver con los niveles de riesgo que se asumen y con el control que requiere el colateral. En cuanto a los niveles de riesgo, en primer lugar, estas unidades incorporan un menor riesgo de impago derivado de su mayor revalorización, que implica que la evolución de la razón entre el crédito concedido y el valor actual (ratio crédito/valor) desciende más rápidamente y reduce el riesgo asociado al préstamo antes que en otras unidades. En segundo lugar, la evidencia en otros países (en investigaciones reputadas) confirman que las hipotecas verdes tienen una menor tasa de impago (¡un 32% menos!) que el resto, lo que implica que los bancos que las conceden asumen un riesgo de impago menor. En tercer lugar, las instituciones financieras podrían conseguir liquidez adicional asociada a esta fórmula de crédito, ya que existe una demanda creciente de bonos sostenibles (Green Bonds) a nivel global, lo que permitiría al sistema financiero que emitiese hipotecas verdes entrar en este segmento, y obtener así vías adicionales de financiación del mercado de capitales. En un entorno donde la liquidez puede volver a ser crucial, este es un buen segmento para especializarse. Es verdad que para emitir bonos verdes la institución financiera debería identificar con precisión las unidades sobre las que concede una hipoteca. Y este es el cuarto punto: es necesario que financiadores (y los mercados) puedan asociar un crédito verde a una vivienda verde para reconocer la menor tasa de riesgo existente y así asegurar que estos créditos tienen mayor garantía. Esta mayor seguridad requiere la identificación del nivel de calidad sostenible de la vivienda (quizás con las Certificaciones hoy día existentes u otro sistema) y controlar el proceso de construcción sostenible (en el caso de los créditos a promotor). Hay que darse cuenta que este hecho diferenciaría el mercado de hipotecas, y la mayor transparencia entre ambos grupos contribuiría a una mayor confianza en los mercados internacionales[7].

La concentración de la demanda en viviendas sostenibles crearía una mayor demanda crediticia, tanto de construcción como para la transacción de la propiedad ya construida, lo que reactivaría los flujos de financiación.Todas estas ventajas tendrían, como contrapartida, que el sistema financiero aplique mejores condiciones a las hipotecas verdes, a saber, menores tipos de interés y mayores ratios de crédito valor, que implican mayor cobertura de capital hipotecario (Lenders, 2017). De hecho, la reducción en el riesgo asociada a estas figuras debería reducir claramente las cargas de capital para la institución financiera[8], y ésta se debería trasladar al consumidor final. El EeMAP lo explica de la siguiente manera:



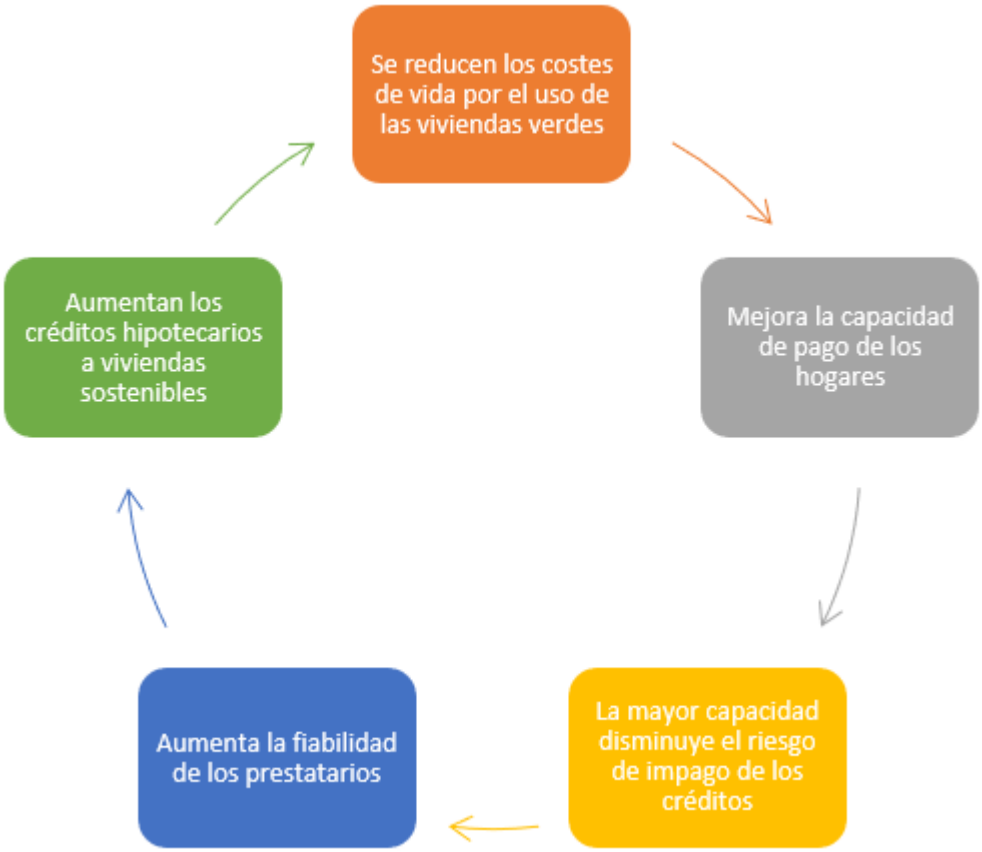
Fte. Eemap, op cit

[7] Estos objetivos están claramente identificados en un macroproyecto que se ha comenzado en Rumanía: "El programa de certificación de viviendas sostenibles ("Green Homes certified by RoGBC") diferenciará el Mercado permitiendo aportar indicadores de calidad, ahorro energético de largo plazo y de sostenibilidad en el mercado". Ver Romania Green Building Council Green Homes & Mortgages (2018). A toolkit for residential investors and developers, disponible en www.rogbc.org

[8] Stephen Richardson, y James Drinkwater (2017), creating an energy efficient mortgage for Europe (EeMAP). A Review of Building Performance Indicators that Impact Mortgage Credit Risk. WorldGBC Europe Regional Network

La convicción sobre estos hechos hace que, para el Romania Green Building Council (2018), una hipoteca verde es un producto hipotecario único para viviendas que se ofrece a través de la participación de bancos que reconocen la compra de viviendas con certificado de sostenibilidad público con descuento en los tipos de interés debido a la reducción en el riesgo de impago hipotecario y a los mayores valores asociados a estas viviendas.

Si se combinan los efectos sobre los demandantes y sobre el sistema financiero, el resultado final es un círculo virtuoso como el siguiente:



Fte. La autora

No hay que insistir en que el aumento de la demanda de viviendas sostenibles es uno de los objetivos de la Unión Europea para reducir las emisiones dentro de los planes multianuales de sostenibilidad.

Impacto

Todos estos argumentos han desatado un creciente interés en las hipotecas verdes. En abril de 2018, el Barclays emitió su primera hipoteca verde; en noviembre de 2018 fue Freddie Mac quien hizo lo mismo (GreenCHOICE Mortgage) con el objetivo de tener una figura específica que ayudase a llevar a cabo las mejoras en las viviendas para aumentar su eficiencia energética, especialmente para hogares con menores niveles de renta[9]. Recientemente, un grupo de 37 bancos europeos han iniciado un proyecto piloto para desarrollar Green Mortgages y EON y BNP Paribas están desarrollando su proyecto piloto[10].

[9] Freddie Mac launches new, "green" mortgage | 2018-11-16 | Housing Wire, disponible en www.housingwire.com/articles/

[10] Lana Clements (2018), E.ON and BNP Paribas to develop 'green mortgages', octubre, disponible en https://www.mortgagesolutions.co.uk/author/lanaclements/

Hay proyectos de investigación de calado analizando este segmento impulsados por la EU (el más conocido es el proyecto EeMAP[11], que analiza las características de las viviendas sostenibles y las especificidades que debería tener la figura hipotecaria en su financiación).

Posiblemente, como consecuencia de este conocimiento acumulado y la rápida respuesta por parte de las instituciones, algunos países han lanzado proyectos a nivel nacional para impulsar la creación de hipotecas verdes. La república de Irlanda ha sido uno de ellos, con el proyecto Energy Efficient Mortgages: A greener future for Ireland[12], aunque es de destacar la iniciativa en Rumanía, con un plan integrado de incentivo al desarrollo de viviendas sostenibles y un despliegue de medidas financieras que las complementan. En concreto, en este último proyecto se regulan y crean certificados de *green homes* para permitir que el consorcio de bancos conceda *green mortgages* a los hogares que accedan a una de ellas, de manera que crean simultáneamente el sistema de certificación y control de eficiencia energética y lo asocian a la financiación específica.

Conclusión

Los incentivos mencionados podrían funcionar de forma diferente entre países. Dado que uno de los principios de la argumentación se basa en el ahorro energético de las familias, la forma de tarifación está fuertemente implicada en el desarrollo de este círculo virtuoso. Los sistemas de reconocimiento de las viviendas sostenibles también (los Certificados energéticos) y pueden jugar un papel fundamental en el desarrollo de estas figuras. La introducción de estas figuras en las distintas economías parece que va a ser rápida, aunque para ello, se necesitarán hacer ajuste y, sobre todo, modificar las perspectivas financieras y sociales hacia una mayor cooperación entre instituciones públicas y privadas, y una mayor responsabilidad social.

Referencias e información en Webs

- Freddie Mac launches new, “green” mortgage | 2018-11-16 | Housing Wire, disponible en www.housingwire.com/articles

- Lenders (2017). Improving energy costs in mortgages. Promoting energy efficiency in homes. Online Household Fuel Bill Estimator: A free, working example, disponible en www.EPCmortgage.org.uk

- Romania Green Building Council Green Homes & Mortgages (2018). A toolkit for residential investors and developers, disponible en www.rogbc.org

- Stephen Richardson, James Drinkwater (2017), Creating an energy efficient mortgage for Europe (EeMAP), A Review of Building Performance Indicators that Impact Mortgage Credit Risk, WorldGBC Europe Regional Network, disponible en www.eemap.energyefficientmortgages.eu

- Stephen Richardson, y James Drinkwater (2017), Creating an energy efficient mortgage for Europe (EeMAP). A Review of Building Performance Indicators that Impact Mortgage Credit Risk. WorldGBC Europe Regional Network

- https://www.igbc.ie/energy-ef_cientmortgages-a-greener-future-for-ireland/

- https://www.mortgagesolutions.co.uk/news/2018/10/17/duncombe-makes-good-broker-mortgage-protection-event-2018/

[11] Stephen Richardson, James Drinkwater (2017), Creating an energy efficient mortgage for Europe (EeMAP), A Review of Building Performance Indicators that Impact Mortgage Credit Risk, WorldGBC Europe Regional Network, disponible en www.eemap.energyefficientmortgages.eu

[12] https://www.igbc.ie/energy-ef_cientmortgages-a-greener-future-for-ireland/

CUADRO DE MANDO DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

	Evolución temporal de las variables								
	Anual			Trimestral					
	2016	2017	2018	III-17	IV-17	I-18	II-18	III-18	IV-18
I. Precios									
I.1.- Indice de Precios de la Vivienda (INE) (Tasas interanuales)									
Total nacional	4,7	6,2	6,7	6,7	7,2	6,2	6,8	7,2	6,6
Vivienda nueva	6,5	6,0	6,4	6,5	7,4	5,7	5,7	6,1	8,0
Vivienda de segunda mano	4,4	6,3	6,8	6,7	7,2	6,3	7,0	7,3	6,4
I.2.- Tasaciones (Mº Fomento). Precio medio del m2 de la vivienda libre									
Total Nacional (euros/m2)	1.503	1.539	1.591	1.540	1.559	1.567	1.588	1.590	1.619
(Tasas interanuales)	1,9	2,4	3,4	2,7	3,1	2,7	3,8	3,2	3,9
Madrid y Barcelona (Tasas interanuales)	5,4	6,0	7,6	6,9	6,7	6,7	8,8	7,4	7,5
II. Oferta									
II.1.- Viviendas visadas en los últimos 12 meses (Mº Fomento)									
Total nacional (Miles)	92,1	109,0	128,8	26,3	26,8	30,1	34,0	32,0	32,8
Total nacional (Tasas interanuales)	20,3	18,4	18,1	22,8	15,1	11,9	16,8	21,7	22,2
II.2.- Viviendas iniciadas en los últimos 12 meses (Mº Fomento)									
Total nacional (Miles)	64,8	81,3	...	20,0	19,9	21,6	...	...	...
Total nacional (Tasas interanuales)	28,1	25,5	...	38,6	13,4	10,7	...	...	...
II.2B.- Licencias de Viv. concedidas por los Ayuntam. últ. 12 meses (Mº Fomento)									
Total nacional (Miles)	58,5	65,4	...	16,1	18,0	22,5	21,2	13,0	...
Total nacional (Tasas interanuales)	59,8	11,7	...	28,5	-5,0	54,2	27,4	-18,8	...
II.3.- Viviendas terminadas en los últimos doce meses (Mº Fomento)									
Total nacional (miles)	41,5	53,8	...	13,5	14,1	12,8	18,0	16,8	17,0
Total nacional (Tasas internanuales)	-13,3	29,7	...	37,8	25,5	9,6	24,0	24,2	20,3
II. 4 .- Consumo de Cemento (TM, Mº Fomento)	11.157	12.394	...	3.097	3.228	2.960	3.587	...	...
Total nacional (Tasas interanuales)	-2,9	11,1	...	6,1	17,6	2,8	12,4	...	...
III. Demanda									
III.1.- Transacciones de compraventa de viviendas ante Notario (Mº Fomento)									
Total nacional (Miles)	458,0	532,0	...	119,0	145,0	135,4	161,4	131,8	153,2
Total nacional (Tasas interanuales)	13,9	16,3	...	14,4	14,2	8,6	12,1	10,8	5,6
Prov. Madrid y Barcelona (Tasas interanuales)	21,3	16,8	...	15,2	9,6	0,5	6,5	2,6	...
III.2.- Nº tasaciones dirigidas al mercado hipotecario (Fuente AEV)									
Viviendas (miles)	333,1	397,0	...	87,8	106,5	106,5	117,2	90,8	...
(Tasas interanuales)	11,4	19,2	...	19,4	23,4	8,4	11,9	3,4	...
Total Inmuebles (miles)	522,7	649,1	...	142,9	173,0	162,6	176,2	139,7	...
(tasas interanuales)	11,1	24,2	...	21,3	23,2	0,1	3,0	-2,2	...
Importe medio de las viviendas tasadas (miles)									
Viviendas en bloque	153,9	157,3	...	157,4	160,5	163,1	168,0	167,0	...
Viviendas unifamiliares	242,4	248,4	...	246,1	252,0	246,4	252,0	252,0	...
Superficies medias en m2 de las viviendas tasadas para MH									
Viviendas en bloque	106,9	105,5	...	104,9	106,3	105,0	105,0	106,0	...
Viviendas unifamiliares	199,7	210,1	...	202,8	202,6	235,8	197,0	196,0	...
III.3.- Población >=25 años (INE) (Variación internanual - miles)	94,0	98,0	227,0	94,0	98,0	128,0	150,0	184,0	227,0
Número de Hogares (INE) (millones)	18,49	18,53	18,63	18,52	18,53	18,55	18,56	18,59	18,63
Variación interanual (miles)	91	43	95,0	60	43	46	57	74	95
IV. Empleo y Salarios									
IV. 1.- Ocupados EPA (Variación interanual) (miles)	414	490	566,2	235,9	-50,8	-124,2	469,9	183,9	36,6
Tasa paro juvenil (20-29 años)	31,4	27,5	24,3	26,4	26,2	26,0	24,4	23,4	23,4
IV. 2. - Construcción y Empleo									
Ocupados EPA en Construcción (miles)	1.079,3	1.143,7	1.279,9	1.154,6	1.143,7	1.151,9	1.215,2	1.240,2	1.279,9
Ocupados EPA en Construcción (Variación interanual)	2,0	6,0	11,9	4,3	6,0	6,5	7,2	7,4	11,9
Empleo CN en Construcción (miles de personas)	1.069,5	1.157,6	1.285,5	1.137,6	1.157,6	1.144,5	1.209,7	1.230,7	1.285,5
Empleo CN en Construcción (Variación interanual)	2,6	7,2	11,1	5,3	7,2	7,7	8,5	8,2	11,1
Empleo CN en actividades inmobiliarias (miles)	187,5	210,9	229,8	222,9	210,9	226,5	239,3	245,7	229,8
Empleo CN en actividades inmobiliarias (Variación interanual)	6,4	3,1	9,0	2,9	3,1	4,1	8,0	10,3	9,0
IV. 3.- Salarios									
Coste salarial Total por trabajador (Encuesta coste laboral, euros/mes, media trimestral, INE)	1.897,5	1.900,1	...	1.809,1	2.020,1	1.844,2	1.951,8	1.842,6	...
Total nacional (Tasas interanuales)	-0,3	0,1	...	0,3	0,5	0,8	0,5	1,9	...
V. Financiación y Accesibilidad									
V.1.- Saldos									
Crédito total al sector privado no financiero BE (tasa interanual)	-1,0	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5	-0,1	1,0
Crédito hipotecario total BE (tasa interanual)	-3,8	...	...	...	...	...	...	...	...
Crédito a los hogares para adquisición de viviendas BE (Tasa interanual)	-3,3	-2,9	-1,9	-2,8	-2,8	-2,6	-2,1	-1,7	-1,4
Ratio de dudosidad	4,73	4,75	...	4,72	4,75	4,59	4,5	4,3	...
Crédito a las actividades inmobiliarias (tasa interanual)	-10,6	-8,9		-8,82	-8,95	-14,71	-13,3	-13,6	...
V. 2.- Flujos									
Préstamos hipotecarios nuevos sobre vivienda (INE)									
Tasa interanual	14,6	9,9	11,1	24,0	1,3	5,6	13,3	12,0	14,0
Número (miles cada trimestre)	282,7	310,6	345,2	80,8	70,3	84,1	90,5	90,5	80,1
Importe medio de las hipotecas (miles)	109,9	116,8	123,7	118,3	119,6	120,5	121,4	125,1	128,0
Plazo medio de las nuevas hipotecas (años)	23,1	23,4	23,6	23,4	23,5	23,7	23,3	23,3	24,1
V.3.- Accesibililad									
LTV medio BE (%)	63,9	65,1	65,7	64,9	65,6	65,5	64,9	65,9	66,5
% prestamos con LTV >80% BE	14,3	14,0	14,8	13,5	14,5	14,5	14,5	15,4	14,9
Precio medio de la vivienda/sobre renta bruta disponible anual BE (años)	6,7	7,0	7,4	7,0	7,2	7,2	7,3	7,4	7,4
Esfuerzo teórico anual BE (%)	30,3	31,1	32,3	31,0	31,0	31,4	32,3	32,8	32,3