

## RESPUESTAS DE LOS PANELISTAS AL CUESTIONARIO

### PANEL DE VALORADORES DE LA AEV Y EXPERTOS INDEPENDIENTES

En las repuestas han participado, en total, **21 panelistas**, entre los que se encuentran, además de 14 asociados de la AEV, los siguientes expertos independientes:

**D. SANTIAGO CARBÓ**

*Catedrático de Economía y Finanzas de la Bangor Business School (UK) y Director de Estudios Financieros de FUNCAS*

**D. VÍCTOR PÉREZ**

*Managing Director en ActivumSG Iberia Advisors (ASG)*

**D. JULIO RODRÍGUEZ**

*Economista. Miembro del Consejo Superior de Estadística y antiguo Presidente del Banco Hipotecario de España y de la Caja General de Ahorros de Granada*

**D. JOSÉ MANUEL GÓMEZ DE MIGUEL**

*Economista. Titulado jubilado del Servicio de Estudios del Banco de España*

**D. CARLOS IRISARRI**

*Dr. Arquitecto. Responsable del Área de Valoraciones de SEGIPSA. Profesor de la Universidad Europea*

**D. ANTONIO MORA**

*Economista. Profesor Titular de Economía Aplicada de la Universidad de Alcalá de Henares*

**DÑA. LEYRE LÓPEZ**

*Economista. Área Research de la Asociación Hipotecaria Española*

## 1. DEMANDA

En el informe se afirma que, pese a que la remuneración real del trabajo en España continúa perdiendo capacidad de compra y que la expansión de los flujos financieros sigue siendo débil, durante el 2018 se ha podido producir una mejoría de las condiciones de acceso a la vivienda, evidenciada en los datos de volumen de transacciones. Dicha mejoría tendría su origen en una mayor fluidez del crédito y una estabilización del empleo, con una creación más estable de empleos en el grupo de 25 a 29 años, factor que constituye una buena base para la creación de hogares.

**¿Está de acuerdo con la afirmación de que el acceso a la vivienda ha mejorado a lo largo de este año?**

A esta pregunta contestan afirmativamente el 71% de los panelistas de la AEV y un 86% de los externos, aunque todos ellos indican que se trata de una mejora moderada y, en general, poco significativa. Como motivo principal de dicha mejora se cita en varias ocasiones la mayor fluidez del crédito y la mejora de las condiciones de financiación que, en palabras de uno de los panelistas, tendrían su origen en la necesidad de las entidades de crédito de recuperar en lo posible sus márgenes, ante los excedentes de liquidez existentes en el sistema financiero y las penalizaciones impuestas a los depósitos de las entidades en el BCE.

No obstante, todos los panelistas ponen de manifiesto matices, indicando que, aunque se trata de una afirmación aceptable a nivel general en el contexto español, no lo es tanto en determinados mercados locales, donde los precios siguen creciendo a mayor velocidad que los salarios, lo que conlleva que no existan mejoras relevantes en las tasas de esfuerzo (de hecho, la estimada por el Banco de España apenas si ha mejorado un punto, del 31% al 32,3% en el año).

Asimismo, se advierte de que el aumento de ocupación experimentado por la población más joven no necesariamente ha de materializarse en una demanda efectiva que sea capaz de adquirir una vivienda, puesto que el empleo en estos tramos de edad es todavía precario. En efecto, se sugiere que una buena parte del incremento que ha experimentado el mercado residencial en el número de compraventas podría deberse a una intensificación de las operaciones por parte del colectivo de las viviendas de reposición (y, también, a operaciones de inversores institucionales), que generalmente cuenta con un perfil financiero más solvente para poder acceder a la financiación que el colectivo joven que busca su primera vivienda.

El resto de panelistas, contrarios a esta afirmación de una mejora en la accesibilidad, argumentan aspectos como el mencionado empeoramiento de la tasa de esfuerzo o el endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación, que se ha reflejado en un aumento del número de rechazos de solicitudes, lo que contrarrestaría las mejoras experimentadas por los tipos de interés y resto de condiciones de los préstamos. Asimismo, se indica que, aunque en términos absolutos podría hablarse de mejora, ésta es aún muy contenida y, además, no involucraría a la población más joven, por lo que no podría afirmarse que se ha producido hasta que no se compruebe que se sostiene en el tiempo.

## 2. TRANSACCIONES Y PRECIOS

Durante 2018, las compraventas de viviendas usadas han llegado hasta cifras casi similares a las del pico máximo del ciclo anterior y, sin embargo, los precios medios nacionales han crecido de forma suave. El informe aventura que ello podría deberse a que una parte relevante de las compraventas son, aún, oportunidades de compra a precios competitivos, siendo esta una de las principales razones de que las transacciones sean tan elevadas, junto con la mejoría de las condiciones de empleo y financiación. Por otro lado, en el informe se estima que durante 2019 los precios crecerán en torno al 4% nominal, y que el crecimiento será mayor a partir de 2020.

**¿Está de acuerdo con la explicación del informe acerca de la evolución de los precios en 2018? ¿Considera correcta la estimación de cara a 2019 y 2020?**

Un 71% de los panelistas coincide con la explicación dada por el informe sobre la evolución de precios experimentada en 2018. Se matiza, no obstante, que buena parte de esta oferta a precios competitivos es localizada (especialmente en municipios de poca actividad inmobiliaria, puesto que existe poca oferta de este tipo en municipios activos) y en forma de paquetes de activos bancarios que salen a la venta a la vez, lo que distorsiona temporalmente los precios, originando volatilidad en los mismos. Algún panelista expone, además, ciertas reservas a esta explicación, pues indica que las áreas en las que se concentra más del 50% de las transacciones son las principales capitales económicas y en áreas muy concretas de costa turística, lugares en los que las oportunidades “competitivas” son escasas o nulas, mientras que en el resto de mercados la oferta sigue siendo muy elevada para la demanda.

También se destaca que buena parte de este volumen de transacciones tiene su origen en la actividad de fondos inmobiliarios, servicers y SOCIMIS, así como a la compra con finalidad de inversión llevada a cabo por extranjeros que ven atractivo el mercado de la vivienda nacional. Finalmente, se comenta que otra de las razones que sustentan el alto volumen de transacciones es la utilización, de nuevo, de la vivienda como mercado-refugio tras una recuperación de la confianza en su estabilidad, que a su vez viene propiciada por la atractiva rentabilidad que está ofreciendo el alquiler en grandes ciudades. Por otro lado, los contrarios a esta explicación indican, entre otros argumentos, que los volúmenes de venta de segunda mano tienen que ver con la escasa oferta de obra nueva en la mayoría de los mercados residenciales.

El 75% de los panelistas coinciden con la estimación de crecimiento de los precios en torno al 4% nominal en 2019. En cambio, el 70% se muestran contrarios a la idea de que la subida de precios se haga más intensa en 2020. Entre los motivos de desacuerdo se indica que para 2020 se podría haber alcanzado la fase final del ciclo de crecimiento, pudiendo detenerse la creación de empleo; se comenta, además, que los fondos de inversión podrían volcar en el mercado grandes paquetes de viviendas a precios bajos, reduciendo los índices medios de precios. En general, se estima que para 2020 el crecimiento de los precios rondará una cifra similar a la esperada en 2019 y, en opinión de algunos panelistas, incluso inferior.

### 3. ALQUILER

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. Sin embargo, la menor intensidad en el crecimiento de los alquileres durante 2018 pone de manifiesto una posible caída de la demanda de alquiler, que tendría su origen en tres factores:

- El agotamiento de la capacidad de crecer de los precios, al haber llegado la demanda de alquiler al límite en su capacidad de pago;
- El menor crecimiento económico del último año, con efectos muy evidentes en las capitales asociadas al turismo; y
- El transvase de parte de estos demandantes al mercado de propiedad.

**¿Cree que los tres factores que se mencionan en el informe son causa de la caída de la demanda del alquiler? ¿Considera que existe algún otro?**

El 90% de los panelistas se muestra de acuerdo con que los tres factores indicados son origen de una caída de la demanda de alquiler, explicándose el primero de ellos (agotamiento de la capacidad de crecer de los precios) por la falta de crecimiento de los salarios reales, lo que impide a la población acceder a alquileres más altos. Se explica que el colectivo que opta por la vivienda en alquiler lo hace, en su gran mayoría, por una imposibilidad de acceso a financiación o por dificultades en la generación de ahorro para la compra, lo que establece unos techos de pago en las rentas fijadas. Asimismo, se comenta que el mercado del alquiler se ha visto frenado en zonas sustentadas por una fuerte actividad turística, en las que el buen ritmo económico es esencial.

Entre los contrarios a este análisis, se indica que la información con que se cuenta sobre alquileres se reduce a la oferta, lo que dificulta el conocimiento del mercado, y que las dificultades de capacidad de pago se dan en zonas muy concretas donde los alquileres son muy altos, existiendo aún en muchos lugares una diferencia estimable entre precios de venta y de renta, y áreas que siguen ofreciendo suficiente rentabilidad sin necesidad de subir más los precios. Se rechaza, asimismo, el segundo argumento indicando que no es el turismo el que ha propiciado el auge del alquiler, por lo que el fenómeno que se está produciendo es sencillamente un acompasamiento del mercado a la ralentización del crecimiento económico. Se aventura que, de mantenerse el ciclo económico, sería posible que parte de los alquilados se fueran incorporando a la propiedad paulatinamente, a medida que su situación laboral y económica se fuera consolidando.

Aparte de los factores mencionados en el informe, los panelistas aportan algunos otros, tales como la disminución de tasa de temporalidad en el empleo (que pudo contribuir a que los trabajadores se planteen pasar del alquiler a la compra), el desplazamiento de la demanda de alquiler hacia las periferias, la reducción drástica de la oferta pública de alquiler residencial o un posible incremento sufrido por la oferta al poner los fondos de inversión sus activos en alquiler.

#### 4. TIPOS DE INTERÉS

El informe explica que un aumento de los tipos de interés en 2020 tendría efectos negativos para el sector inmobiliario, en los siguientes términos:

- Un encarecimiento de la financiación que podría retraer la demanda de hipotecas y, con ella, la demanda finalista de viviendas.
- Una revisión al alza de las cuotas hipotecarias de los hogares con hipotecas a tipo variable, pudiendo afectar al consumo en su conjunto, lo que también tendría un efecto sobre la demanda residencial.
- Atracción de la inversión hacia activos financieros, alejándola del inmobiliario hacia otros mercados y reduciendo los flujos de capitales hacia este sector.

**¿Está de acuerdo con estas hipótesis? ¿Qué otros efectos, positivos o negativos, cree que el aumento de los tipos podría tener para el mercado inmobiliario?**

Un 64% de los expertos consultados avalan estos tres posibles efectos negativos de una subida de los tipos de interés. En relación con el primero de ellos, se matiza que el impacto sobre la demanda de viviendas podría no ser tan importante, habida cuenta de que existe un gran diferencial entre el número de compraventas y el número de hipotecas de viviendas en 2018, es decir, un gran número de viviendas que se compran sin financiación y a las que no afectaría de forma directa una subida de tipos de interés. Además, algún panelista considera que el tercero de los efectos será el menos incidente, dado que en las transacciones que se lleven a pago con finalidad de inversión la proporción de crédito hipotecario sobre el total del valor del activo es insignificante.

Por su parte, otro panelista advierte, no obstante, que tampoco una situación prolongada de tipos de interés muy reducidos es beneficiosa, pues impulsa la creación de burbujas de los precios de los activos en los mercados bursátiles e inmobiliario, situándolos en niveles inalcanzables para los salarios de la población más joven.

Entre los contrarios a lo expuesto en el informe, se argumenta que las expectativas de crecimiento de los créditos son tan bajas que no afectarían sensiblemente a las decisiones de comprar vivienda, y también que en muchas comunidades autónomas aún queda algo de margen para que las economías familiares puedan asumir mayor nivel de endeudamiento sin sobrepasar los límites generalmente aceptados. En relación con el tercer factor se matiza, asimismo, que la inversión en el sector inmobiliario no se centra exclusivamente en el apartado residencial, aunque sea el mayoritario, por lo que los inversores podrían tener dificultades para encontrar rendimientos alternativos similares a los del mercado inmobiliario en mercados con el mismo nivel de riesgo. Además, se indica que, desde 2016, más de la mitad de las hipotecas constituidas se han formalizado a tipo de interés fijo, con lo que la incidencia de las revisiones al alza sería menos significativa de lo que hubiese sido en periodos inmediatamente anteriores.

Por otro lado, varios panelistas niegan la posibilidad de grandes subidas de los tipos de interés para el año 2020, argumentando que los tipos siguen aún presionados a la baja por los programas de liquidez del BCE.

Además, se mencionan algunos efectos adicionales que podría conllevar una subida de tipos, entre los cuales se encuentran un enfriamiento del aumento de precio de la vivienda como consecuencia del descenso de la demanda, lo que disminuiría el riesgo de sufrir una nueva burbuja inmobiliaria, un aumento de los precios de los alquileres, por estar los contratos ligados a un IPC creciente, un aumento de la morosidad o una desincentivación del acceso a la vivienda en propiedad, generando tensiones en el mercado de alquiler.

## 5. DIEZ EDICIONES DEL OBSERVATORIO DE LA VALORACIÓN

En el capítulo especial de revisión de las 10 ediciones de Observatorios se mencionan tres tipos de limitaciones que afectan al mercado residencial español y que actúan como elementos que restringen el correcto mecanismo de asignación:

- 1) El desajuste de los salarios medios en relación con los precios de las viviendas.
- 2) El insuficiente flujo de créditos para el sector, que dificulta la construcción de unidades nuevas y la entrada en propiedad.
- 3) La estructura productiva del sector de la construcción muy mermada (y estigmatizada) tras la fuerte crisis, sin la capacidad de respuesta que mostró en el anterior ciclo, y que no puede flexibilizar la oferta cuando el mercado lo requiere.

**¿Está de acuerdo con que estas tres limitaciones siguen afectando al mercado residencial?**

El 90% de los expertos afirma estar de acuerdo con la primera de las afirmaciones. Se comenta que el desajuste entre salarios y precios es una de las causas que ha contribuido al aumento de la demanda (y, con ellos, de los precios) del alquiler. Además, y aunque se considera necesaria una subida de los salarios, se menciona también la importancia de seguir planteando la vivienda en alquiler y la vivienda protegida como alternativas reales que aligeraran la presión de los mercados de compraventa.

Hasta 7 panelistas rechazan el segundo de los factores mencionados (insuficiente flujo de créditos al sector de la construcción). Entre los argumentos utilizados, se explica que el sector promotor ha sufrido una transformación, de modo que esta actividad se lleva ahora a cabo por empresas de mayor dimensión con capacidad para financiarse directamente en el mercado mediante la emisión de bonos a un interés muy bajo. Además, se indica que, aunque, en general, las entidades financieras todavía se muestran muy reticentes con este tipo de crédito, el favorable tono que mantiene el mercado inmobiliario podría haber devuelto un relativo atractivo a este tipo de financiación, aunque el modelo sea sensiblemente más estricto que en la época del boom y requiera, además de un volumen importante de preventas, una aportación significativa de fondos propios.

Finalmente, en relación con el tercer punto existen también algunas opiniones discrepantes, a pesar de que se admite en algunos casos que el salto tecnológico de los últimos diez años ha sido lo suficientemente significativo como para que se requiera un reacondicionamiento de las estructuras y procedimientos de producción y que existe un problema asociado a la falta de personal cualificado. Se matiza, por parte de otros panelistas, que el sector ha experimentado un cambio considerable, tanto en la promoción como la construcción y comercialización, con empresas mayores, más tecnificadas, y muy profesionales, y que éstas son capaces de responder adecuadamente a las necesidades de la demanda, por lo que sería sencillamente la incertidumbre sobre la evolución del mercado la que estaría conteniendo la oferta. Se argumenta que el sector ha demostrado en el pasado su capacidad para adaptarse a crecimientos fuertes de la actividad edificadora en mano de obra, materiales y maquinaria, por lo que las mayores dificultades para generar unidades residen ahora en la disponibilidad de suelo, afectado por una gran cantidad de trabas burocráticas, y en los grandes plazos necesarios para obtener licencias de edificación, que retrasan la generación de oferta suficiente para atender a la demanda.