OBSERVATORIO DE LA VALORACIÓN

XVII EDICIÓN. DICIEMBRE 2023
INFORME SOBRE EL MERCADO DE LA VIVIENDA. ESPAÑA.
2º semestre 2022
'Shocks simultáneos y mercado de la vivienda en España'
Paloma Taltavull - Universidad de Alicante

Contenido:

· Informe sobre el mercado de la vivienda 1
· Cuadro de mando del mercado de la vivienda 20

RESUMEN EJECUTIVO

1. Durante 2022 continúa el proceso de recuperación estable en casi todos los indicadores relacionados con el mercado de la vivienda, mostrando una actividad consolidada en los niveles pre-pandémicos.

2. Tanto los indicadores agregados de demanda como los de oferta muestran señales positivas, pero se vuelven a identificar distorsiones en la oferta, concretamente en la edificación, con una reducida reacción de las viviendas iniciadas ante el impulso de la demanda.

3. Las transacciones de viviendas de segunda mano han dado, nuevamente, niveles de máximos históricos, mostrando una fortaleza de la demanda de mercado, impulsada por una vuelta de los niveles de movilidad de población, un aumento del empleo y un crecimiento en los créditos hipotecarios concedidos a los hogares para la compra de viviendas.

4. La industria de la construcción no responde a los fuertes impulsos de la demanda, mostrándose en un casi estabilizado volumen de materiales de construcción consumidos y una falta de crédito a la construcción que estaría limitando la iniciación de nuevos proyectos. El fallo de mercado que se identifica se concretaría con la existencia de barreras a la construcción nueva, principalmente de carácter financiero, pero posiblemente también desde el ámbito propio de la estructura del sector.

5. Se espera que el aumento de los tipos de interés que penalice el flujo crediticio, aunque los datos actuales todavía no identifican este efecto.

6. La inflación puede generar aumentos mayores de los precios de las viviendas, aunque su impacto inmediato se identifica en el aumento de los alquileres.

Paloma Taltavull
Doctora en Ciencias Económicas

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ANÁLISIS DE VALOR

Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante
Instituto de Economía Internacional

SHOCKS SIMULTÁNEOS Y MERCADO DE LA VIVIENDA

Lo que denominábamos sombras en el anterior informe se han convertido, a lo largo del año, en dos nuevos *shocks* simultáneos que están afectando a las economías del mundo. Por un lado, la guerra de Ucrania, no resuelta aún, ha venido a acrecentar las distorsiones de la cadena de suministros que aparece con la pandemia y que estaban por resolver. Además, dada la especialización productiva de los países en conflicto, en energía (gas de Rusia) y en cereales (Ucrania), la guerra ha acelerado la escasez en ambos sectores, potenciando el aumento de los precios energéticos y de alimentos. Aunque los precios ya estaban creciendo desde 2021 como consecuencia de la distorsión en las cadenas de aprovisionamiento a nivel mundial, y lo hacían en los componentes tecnológicos, la incertidumbre sobre el futuro de la guerra, junto a la escasez en los dos sectores mencionados, han tenido el efecto de acelerar fuertemente la inflación hasta niveles que no se recordaban desde los años setenta, y lo han hecho con mucha rapidez. Esto configura una realidad económica nueva a la que los sectores económicos están poco acostumbrados: un entorno con inflación elevada, con dos dígitos, que está siendo contenida con medidas económicas de distinta naturaleza, incluida la elevación de los tipos de interés. Inflación, incertidumbre y tipos de interés al alza definen un entorno económico muy diferente del que existía tan solo un año atrás. Además, la rapidez en el cambio de la situación también plantea la duda de si esta nueva realidad tiene recorrido o, por el contrario, podrá revertir en un plazo de tiempo relativamente corto. Ambas cuestiones son relevantes y están teniendo un impacto importante sobre el sector de la construcción y de la vivienda, aunque la duración de esos efectos está en duda. Si se tiene en cuenta que los impactos de cualquier cambio económico sobre el sector de la vivienda suelen tener carácter de largo plazo, las consecuencias potenciales de ambos *shocks* sobre su equilibrio pueden ser permanentes, lo que implica la necesidad de monitorizar los efectos para aplicar las medidas correctoras de forma precisa.

Las variables macroeconómicas de mitad del año 2022 empiezan a acusar los efectos de los *shocks* mencionados, aunque sólo en algunos de los indicadores interiores. Hay una evolución similar en los agregados de la economía española con los de otras economías, pero una disparidad en la señal de mercado que es crucial: los precios de las viviendas españoles crecen de forma muy suave cuando los de la mayoría de los países desarrollados lo hacen a cotas elevadas, alcanzando tasas de revalorización equivalentes a las de los años previos a la crisis financiera. Este informe explica cuáles son los impulsores de los precios en España, y apunta brevemente algunas diferencias con otras economías, llegando a una conclusión varias veces repetida desde estas líneas: la distorsión irresoluta del mercado de viviendas español se focaliza en el sector de oferta.

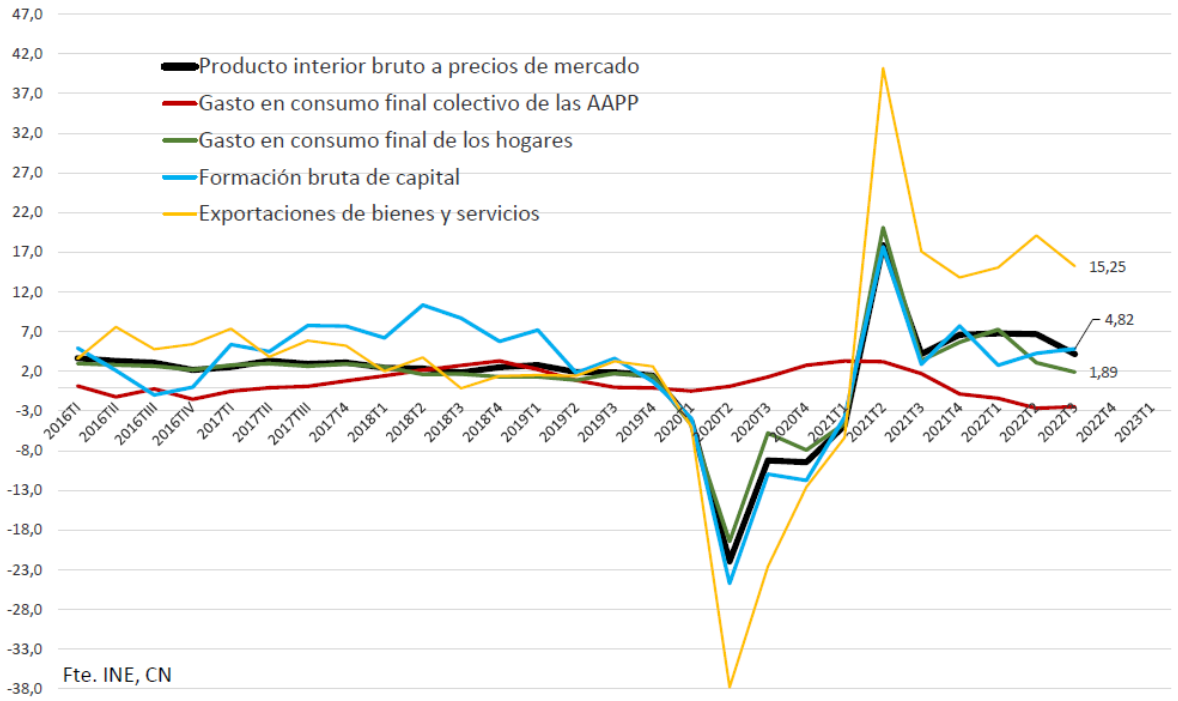
Hay que recordar que el sector de la construcción fue el más penalizado por la crisis financiera, hace ya 15 años, y no se ha llegado a recuperar, especialmente en cuanto al tejido productivo. Los efectos acumulados de dos nuevos *shocks* pueden ser determinantes para que un sector motor como éste siga en un estado casi de letargo por más años. La economía española no se puede permitir la pérdida del efecto impulsor de la construcción, dejando que desaparezcan su *know-how* técnico (que ha demostrado ser de los mejores del mundo) o renunciando a la flexibilidad que ha dotado al mercado de la vivienda durante décadas, prácticamente borrando del panorama español la que es una de las mayores preocupaciones de los gobiernos de países socios: el problema de falta de accesibilidad residencial.

La evolución general de la economía

El año 2022 ha mantenido tasas de crecimiento económico razonablemente elevadas, de alrededor de 6,5%-7% desde mitad de 2021, que puede considerarse un ritmo importante si se compara con el experimentado antes de la pandemia, y que ha permitido recuperar con rapidez los niveles previos de producción en algunos sectores de actividad. Las distorsiones en las cadenas de aprovisionamiento mundiales (y la devaluación del euro), han supuesto un fuel para las exportaciones, cuyo crecimiento interanual sostenido ha alcanzado una media del 15% en el último trimestre, cifra equivalente a las tasas que se experimentaron en España una

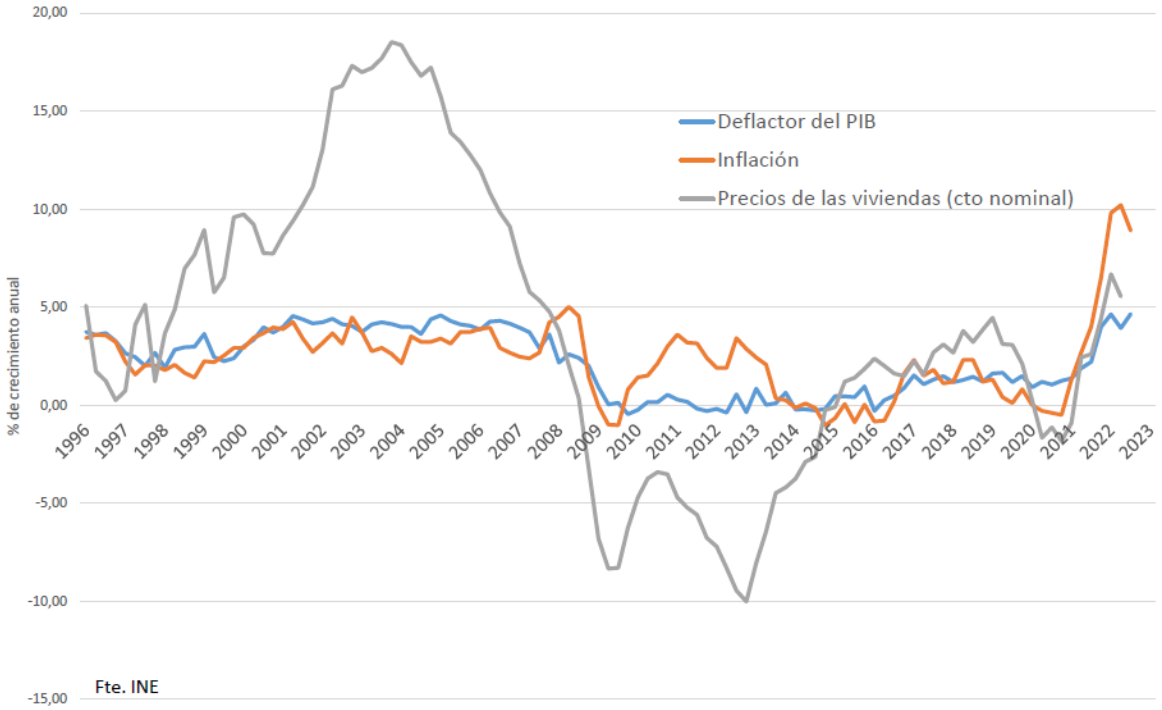
década atrás, en los años posteriores a la crisis financiera. El sector exterior, por tanto, empuja una vez más las constantes económicas (gráfico 1).

Gráfico 1. Crecimiento económico en España. Situación post-COVID19 (en % de variación anual del PIB real y sus componentes)



Tres componentes crecen con mayor lentitud que el PIB: la inversión y el consumo de los hogares —ambos tras liderar económicamente la salida de la pandemia— y el consumo público, que se va retirando tras cumplir su papel contra-cíclico en 2020 y 2021. El debilitamiento del consumo de los hogares (que crecen solo un 1,89% en el tercer trimestre de 2022 en términos reales) se deja notar desde entrado el año, y es el resultado directo de los efectos del aumento de los precios al consumo que penalizan la capacidad de compra de los españoles.

Gráfico 2. Inflación, precios residenciales y deflactor del PIB (% anuales de variación)

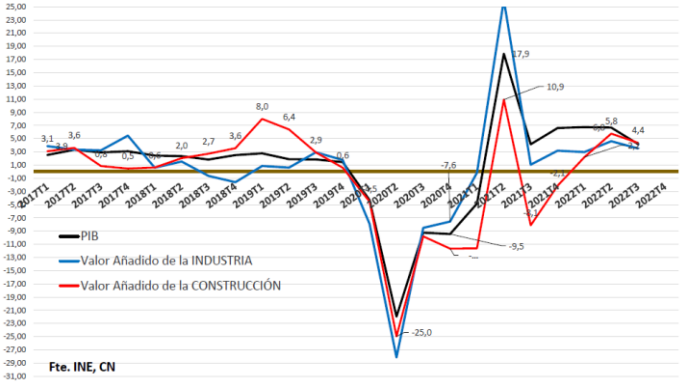


El gráfico 2 muestra esta coincidencia, así como la idea de que el aumento drástico de los precios es consecuencia de la distorsión post-pandémica, acelerada por los hechos más recientes mencionados. Véase en esta evolución una parte negativa, que es la rápida aceleración de los precios al consumo hasta el 10%, coincidente con el aumento en el deflactor del PIB (y seguida por los precios de las viviendas), ambos responsables de haber aumentado el gasto corriente de los hogares (y los de inversión) en una cantidad importante por la misma cantidad de bienes y servicios (empezando por la factura energética); también hay que identificar la parte positiva, que es que el repunte inflacionario parece haber sido controlado en el otoño y revierte ya en la última parte del año[1].

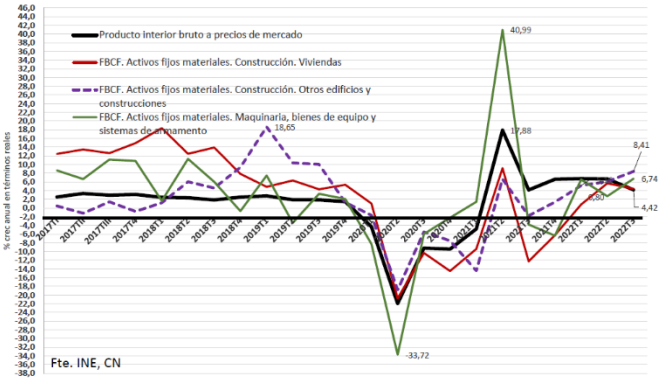
En cuanto al sector de la construcción y la vivienda, la Contabilidad Nacional muestra un crecimiento positivo desde principios de año que llega a alcanzar el del PIB en su conjunto en el segundo trimestre (5,7%, gráfico 3.a), empezando a recuperar el valor perdido durante la pandemia de forma tardía, casi tres años después. Esta recuperación parece común a todos los subsectores de construcción, según la información de la Contabilidad Nacional sobre inversión, que muestra cómo la formación bruta de capital fijo residencial aumenta[2] desde el primer trimestre hasta alcanzar un ritmo del 4,4% en el tercero de 2022 (Gráfico 3, panel b); la inversión en otras actividades de construcción también crece, y con mayor intensidad (8,4%).

Gráfico 3

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



Panel B. Contribución de la formación bruta de capital a la estabilización. Situación post COVID (% de crecimiento anual en términos reales)



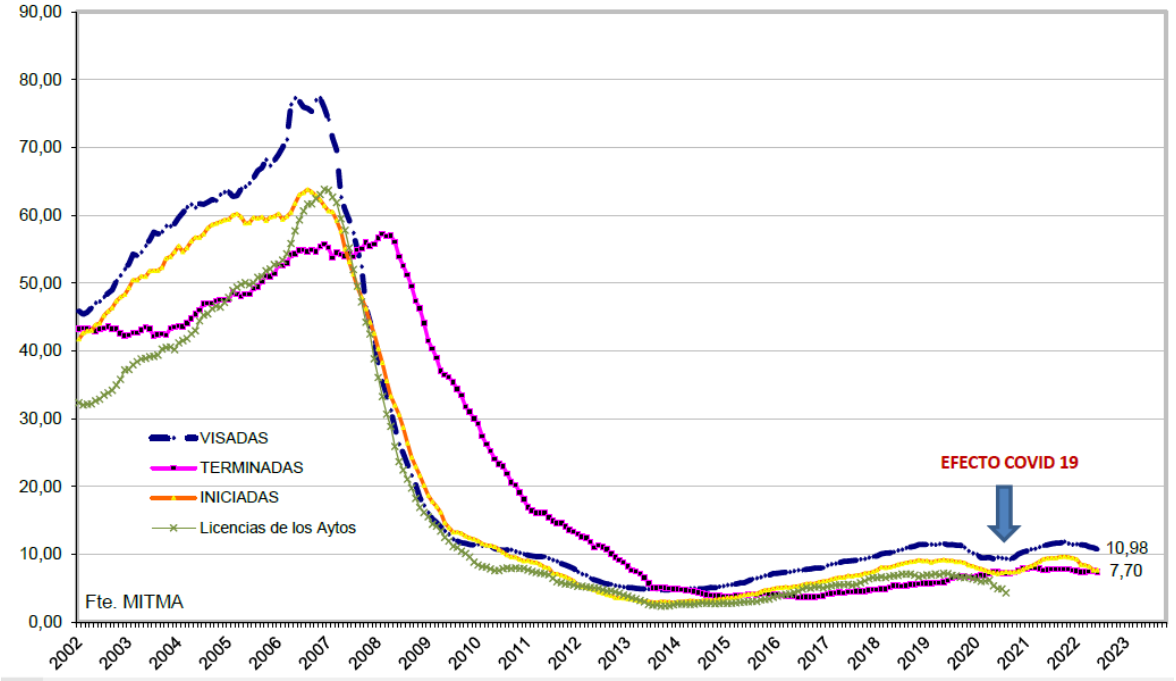
El sector de la vivienda

La caída en la actividad por la pandemia y su recuperación quedan claramente reflejadas en la evolución de las viviendas en edificación (gráfico 4, panel A). Como se observa, el número de viviendas iniciadas tarda en volver a su nivel pre-pandémico un año y medio, y continúa con una débil evolución que se refleja en niveles de edificación iniciada que revierten hasta las 7.700 viviendas mensuales iniciadas en toda la geografía española (en media, en el mes de junio de 2022), cifra que está solo un poco por encima del mínimo histórico registrado en España (en 2013). No hay, además, indicadores que muestren que la edificación puede aumentar en el corto plazo, ya que las unidades visadas siguen el mismo patrón temporal.

[1] Recuérdese que esta fue la predicción del Banco Central, que la inflación revertiría a finales de 2022.

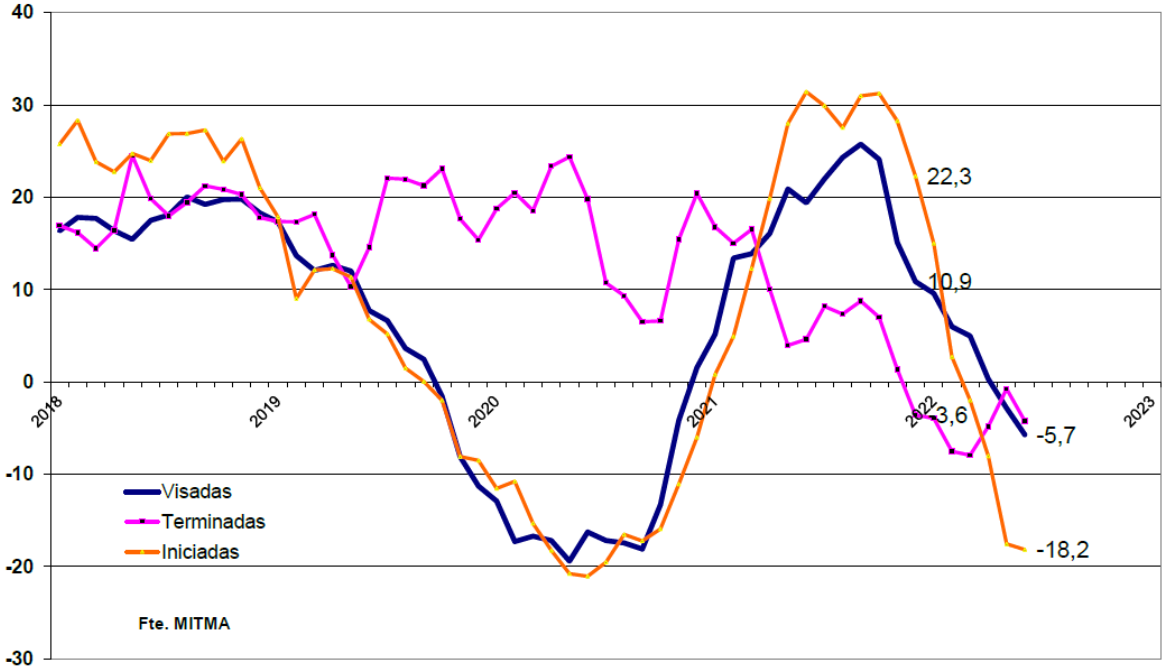
[2] Después de haber estado reduciéndose desde el primer momento de la pandemia en 2020, salvo un pico de rebote en 2021 que no se consolidó.

Gráfico 4
Panel A. Evolución del ciclo de edificación en España (en miles de viviendas por mes. Medias móviles anuales)



Analizando los ritmos de variación (gráfico 4, panel B), se observa una caída en los ritmos de actividad en edificación residencial durante la primera mitad del año 2022, confirmando que, de nuevo, se reduce la actividad constructora efectiva en edificación. De nuevo se encuentra una inconsistencia de la información que aportan los proyectos iniciados a través de los permisos y las cifras de la Contabilidad Nacional, que mostraban una aceleración de la inversión en edificación sostenida de varios trimestres.

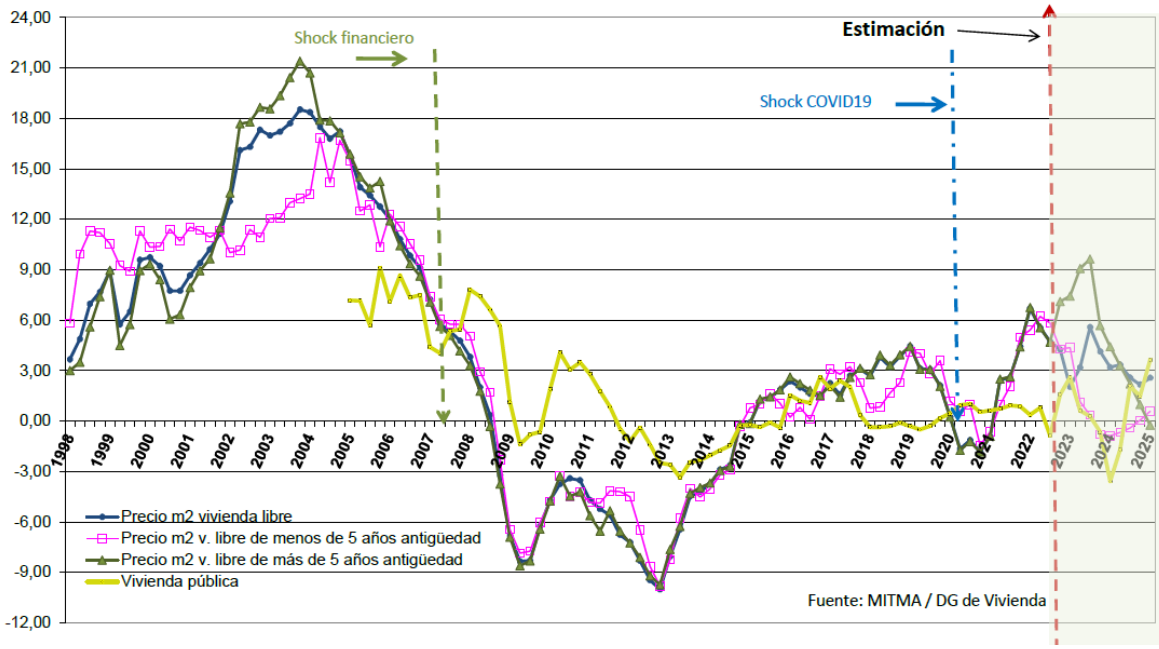
Panel B. Crecimiento anual por tipo de viviendas %



Los precios residenciales han seguido una dinámica creciente con tasas positivas durante el primer y segundo trimestre de 2022 que han alcanzado el 6% (gráfico 5), como se predijo desde estas líneas[3]. El repunte de los precios medios por m² se ha ido acelerando hasta el 4,7% en el tercer trimestre, salvo en las viviendas nuevas, que han mantenido una cifra cercana al 6% de revalorización.

El modelo predictivo (gráfico 5) muestra una mayor probabilidad de que los precios estabilicen su crecimiento alrededor del 4%, siguiendo un patrón estable. Para la media general, la estimación es que los precios terminen el año creciendo al 3%, para repuntar a la media mencionada durante 2023. Los precios de las viviendas nuevas se mantendrían sincronizados con la evolución media, aunque creciendo por encima y cercanos al 6%, si bien la predicción muestra una congelación de los niveles de precios para el próximo año. En el caso de las viviendas de segunda mano, el modelo estima un importante rebote de hasta el 9%, que seguirá durante todo el 2023 para después reducir sustancialmente este impulso.

Gráfico 5. Precios residenciales en España. Observados y predicción (en % de crecimiento en euros corrientes)

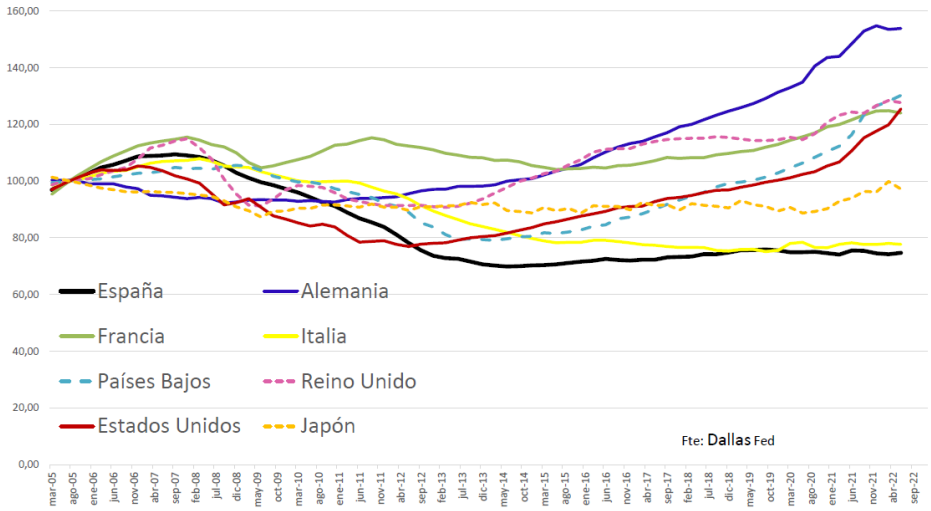


La senda de evolución de los precios en el siguiente año parece clara, aunque las nuevas condiciones de inflación e incertidumbre pueden estar afectando a la capacidad predictiva de la modelización en forma de una menor precisión de las predicciones a partir de esos 5 desfases en adelante, aunque el cálculo tomando los precios en nivel parece refrendar la evolución suave, como se muestra en los tres primeros cuadrantes del gráfico 7.

En ningún caso, con las condiciones actuales, los modelos muestran una fuerte aceleración de los precios residenciales en España como ocurre en otros países desarrollados. Como se observa en el gráfico 6, países de nuestro entorno, además de Estados Unidos, están experimentando una fuerte aceleración en la revalorización residencial que ha llegado a los niveles de 2007, muy por encima del crecimiento nominal español. La recuperación de los valores residenciales ha alcanzado ya de pleno al mercado alemán tras dos décadas de precios casi congelados, pero también al francés, holandés, inglés y al americano.

[3] La predicción del primer trimestre es casi exacta. Si bien la predicción en la evolución de precios medio y de viviendas nuevas ha sido muy precisa, la de los precios de las viviendas existentes ha estado por debajo de la evolución real, ya que nuestra predicción fue de algo más del 3% cuando los precios residenciales de las viviendas de segunda mano crecieron al 5,5%.

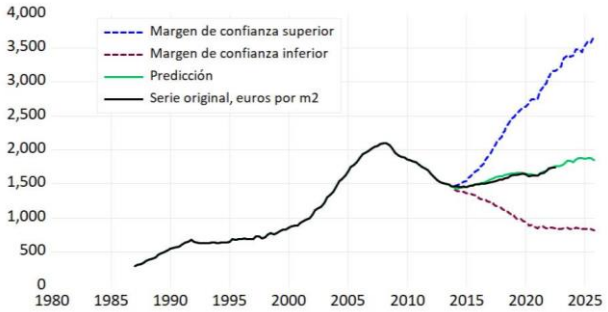
Gráfico 6. Precios de las viviendas. Países seleccionados (2005 = Base 100)



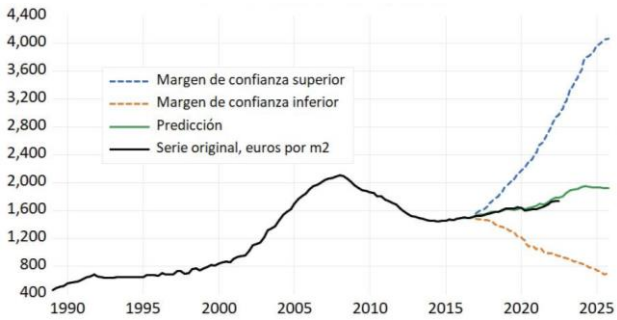
El principal argumento que justifica este crecimiento es la fortaleza de la demanda derivada de la recuperación económica y, en el último año, del aumento de las tasas de inflación que afecta a los valores de los activos fijos. Aunque se explicita solo en algunos países (Reino Unido u Holanda), otra razón detrás de esta aceleración es la restricción de oferta. Lo llamativo de esta situación es que el mercado español está recibiendo similares influencias (demanda creciente, aumento de precios al consumo...) incluida la fuerte restricción de oferta que se experimenta desde la crisis financiera y, sin embargo, los precios crecen a tasas sustancialmente menores. Esta situación, compartida con Italia, parece ser el reflejo de unas nuevas condiciones, que se han convertido en persistentes y que es necesario investigar, posiblemente relacionadas con la capacidad de compra de los hogares que entran al mercado por primera vez, en los mercados más tensionados, y con la restricción de oferta, aunque es necesario profundizar más en el análisis.

Gráfico 7. Precios residenciales. Predicción y distinción entre nominales y reales en España.

Precios residenciales. Media nacional

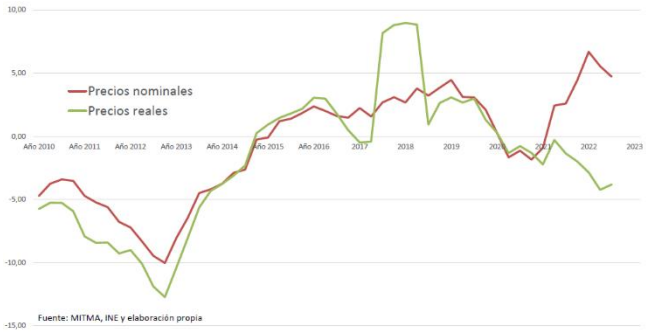


Precios residenciales. Viviendas usadas



Precios residenciales. Viviendas nuevas

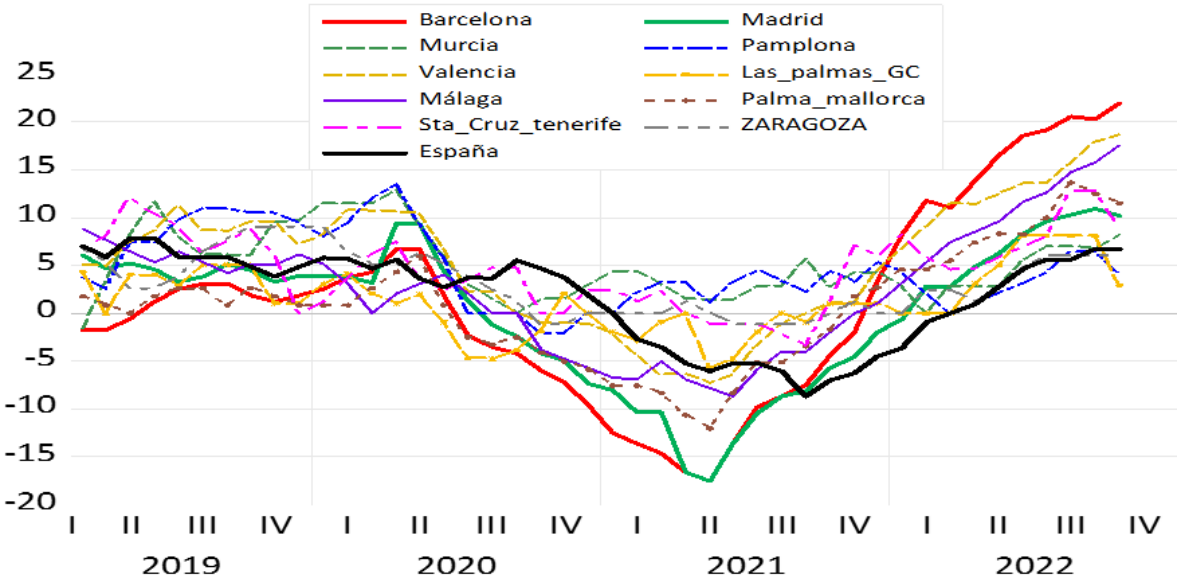
Precios de las viviendas en España. Nominales y reales (en % de variación anual)



El crecimiento nominal de los precios se convierte en negativo cuando se tiene en cuenta la inflación. Como se ve en la figura del cuarto cuadrante del gráfico 7, los precios reales decrecen a lo largo de todo 2021 y 2022, mostrando un desincentivo a la inversión residencial relevante (para iniciar nuevos proyectos desde la oferta), aunque también puede afectar al mecanismo de expectativas de crecimiento de precios en el futuro. Si la inflación persiste, los precios de las viviendas crecerán como resultado del adelanto en la decisión de compra de los hogares para protegerse de mayores subidas futuras, adelantando así el aumento futuro de precios. Los precios también crecerán como efecto indirecto del aumento de los alquileres; éstos últimos reciben de primera mano los impulsos de los precios al consumo, como costes (de uso) que son, y los transmiten a los precios casi de inmediato cuando la propiedad es valorada (lo que ocurre al ponerlo en oferta en el mercado).

Los precios de alquiler en España[4] crecen aceleradamente desde principios de 2022 y han alcanzado ritmos de expansión que han superado los niveles pre-pandémicos. La aceleración de las rentas es muy heterogénea, como muestra la media nacional, aunque las ciudades representadas en el gráfico 8 son de las que experimentan el mayor ritmo de revalorización de alquileres. Es notable el nivel al que han llegado (en media) las ciudades de Barcelona, Valencia y Málaga, seguidas de Madrid (en ese orden), cuyos alquileres mensuales están aumentando a un ritmo superior al 15% en el segundo trimestre de 2022, con Barcelona por encima del 20% y Valencia y Málaga con crecimientos alrededor del 17% anual. La recuperación de la actividad post-pandémica y el aumento de actividad económica, combinados con una oferta no muy elevada, serían los responsables de esta aceleración, además del efecto precio mencionado, replicando el mecanismo existente antes de 2020: los alquileres crecen en las capitales con mayor generación de empleo y receptoras la población.

Gráfico 8[5]. Alquiler por m² en ciudades españolas seleccionadas (% de crecimiento anual. Medias por ciudad)



La diferencia en los niveles de aceleración de 2022 con respecto a los de dos años atrás (que fueron menores al 15%) puede ser debida al diferencial de inflación, que se transmite de inmediato a los precios de alquiler.

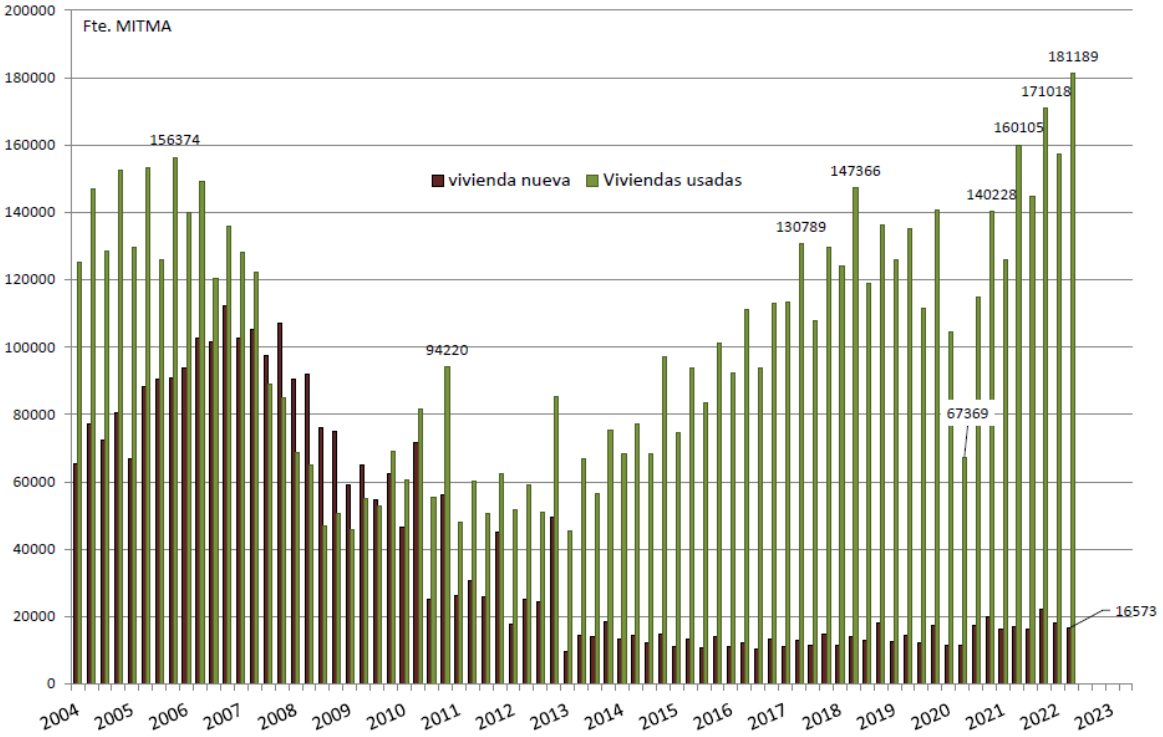
[4] Recuérdese que la fuente desde la que se toman los alquileres es la plataforma del Idealista, que publica precios de oferta. Estos precios son los fijados por los propietarios que alquilan, por lo que incorporan las expectativas que estos agentes tienen y no son, necesariamente, iguales a los precios de cierre, especialmente en períodos convulsos como el que aquí se analiza.

[5] La selección de ciudades no es arbitraria, ha dependido de su mayor intensidad en el crecimiento de los alquileres durante los años 2018 y 2019 para evaluar su comportamiento.

Las transacciones de viviendas

La respuesta de la demanda del mercado ante estos *shocks* simultáneos ha sido la aceleración de la compra de viviendas. Desde los últimos trimestres de 2021 y durante 2022, el número de transacciones de viviendas de segunda mano ha alcanzado su máximo histórico (de nuevo, gráfico 9) con algo más de 181.000 transacciones de estas viviendas en el segundo trimestre de 2022, y la absorción de prácticamente el 100% de viviendas nuevas. Esta reacción parece un reflejo del motivo precaución antes explicado, que adelanta la decisión de compras futuras (evitando los mayores precios) y de racionalidad inversora, dado que el coste de uso de la propiedad es ahora menor que el del alquiler (con precios al consumo crecientes). No obstante, como se ve después, la fortaleza de la demanda no ha desaparecido y sigue ejerciendo su influencia en las transacciones.

Gráfico 9. Transacciones totales de viviendas en España (en número de transacciones por trimestre)

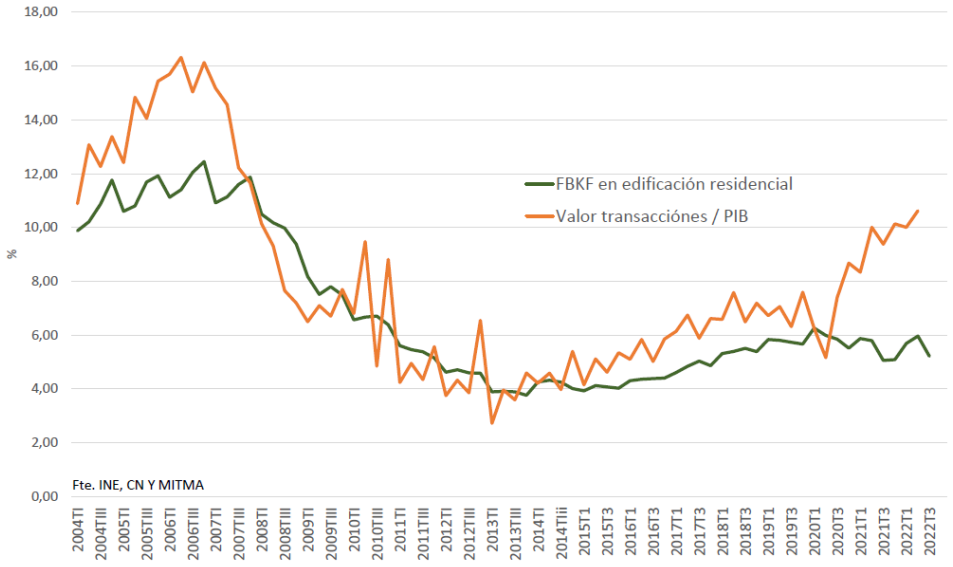


Desde 2022, el importe de estas transacciones se acelera en cuanto a su importancia sobre el PIB generado en el conjunto de la economía. En el segundo trimestre, su valor total supuso un 10,6% del PIB, mientras que la cifra registrada de formación bruta de capital en vivienda lo fue del 6% en el mismo período (gráfico 10, panel 1). Esta diferencia de 4 puntos porcentuales no es pequeña, es equivalente a la que se encontraba en el pico de expansión (2006, tercer trimestre) e indica una diferencia máxima de valores entre inversión y transacciones.

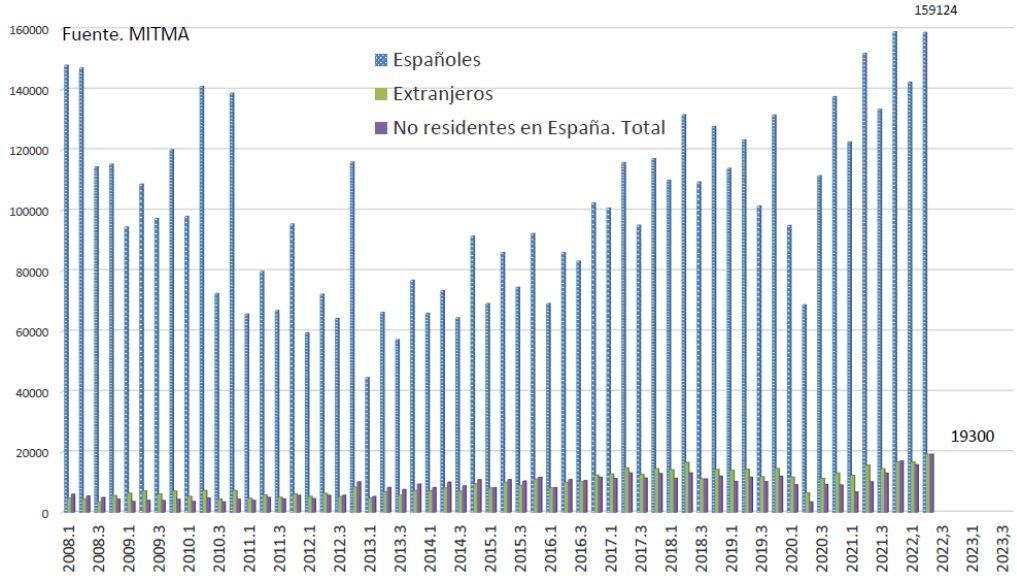
Por su parte, el español residente continúa siendo masivamente el perfil del comprador (gráfico 10, panel 2). Sin embargo, desde mediados del año anterior, el peso de la compra de no residentes aumenta hacia los niveles medios pre-pandémicos del 7% (un 6,8% del total en el segundo trimestre de 2022), mostrando la vuelta de compradores del exterior que se siguen concentrando en algunas regiones (Málaga, Alicante, Baleares...). La demanda efectiva en propiedad, por tanto, parece haber recuperado su tono de 2019, alcanzando máximos históricos, y no parece estar siendo afectada negativamente por la situación de incertidumbre generada por la guerra. Más al contrario, la situación de seguridad del mercado residencial nacional (tanto jurídica como socioeconómica) puede estar detrás del aumento del número de transacciones de no residentes.

Así pues, 2022 ha consolidado la recuperación del sector desde el lado de la demanda, con un fuerte repunte en las transacciones y un aumento de los precios que puede considerarse moderado si se tiene en cuenta la inflación. Esta moderación puede ser un fuel adicional que acentúa las transacciones, y es un elemento diferencial del comportamiento del mercado residencial español con respecto a los del resto de los socios desarrollados.

Gráfico 10
Panel A. Aportación del sector de la vivienda al PIB. Inversión (en % de crecimiento anual)



Panel B. Transacciones por demandante (número de transacciones por trimestre según la residencia del comprador)



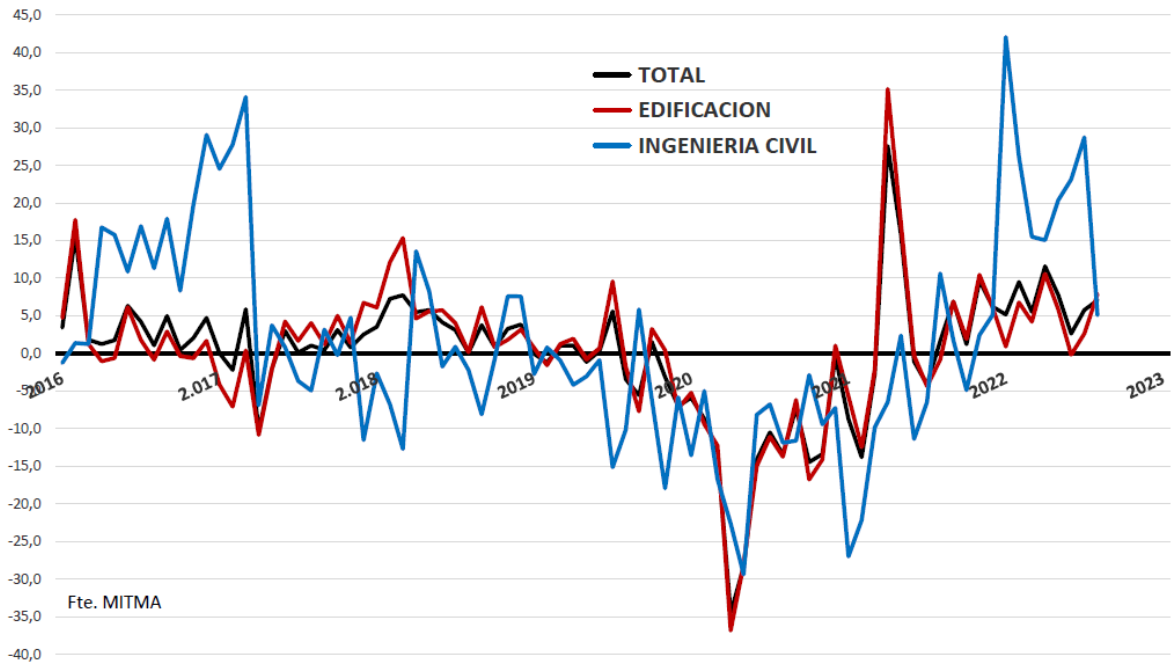
El elevado número de transacciones realizadas por residentes es una muestra de la necesidad residencial de la economía, aunque no está claro si la cifra alcanzada es la suficiente para resolver los problemas de necesidad de viviendas. Las tensiones en los mercados de alquiler parecen responder a esta duda indicando que estos mercados no pueden atender suficientemente las necesidades de la demanda, percepción que no es nada nueva desde estas líneas.

EVOLUCIÓN DE LA OFERTA EN DETALLE

La evolución de las viviendas iniciadas vista no se refleja en las estadísticas de construcción publicadas. Según la encuesta de Coyuntura, la construcción experimenta aumentos en su producción superiores al 10% liderados, fundamentalmente, por la inversión en infraestructuras que, literalmente, 'salta' duplicando sus cifras previas (gráfico 11). Este salto se produce al principio de 2022 y se ve replicado en el volumen de contratación de mano de obra en construcción (panel B del gráfico 11), que crece un 13,3% en el primer trimestre, para mantener ritmos estables de creación de empleo del 2% en el resto del año observado. La construcción de viviendas se mantiene también creciendo a un ritmo del 7% de media, lo que parece inconsistente con la estadística de edificación mencionada, salvo que recoja la obra realizada para terminar las viviendas. Sin embargo, estas cifras de producción se alinean con los datos de la CN vistos al inicio de este informe.

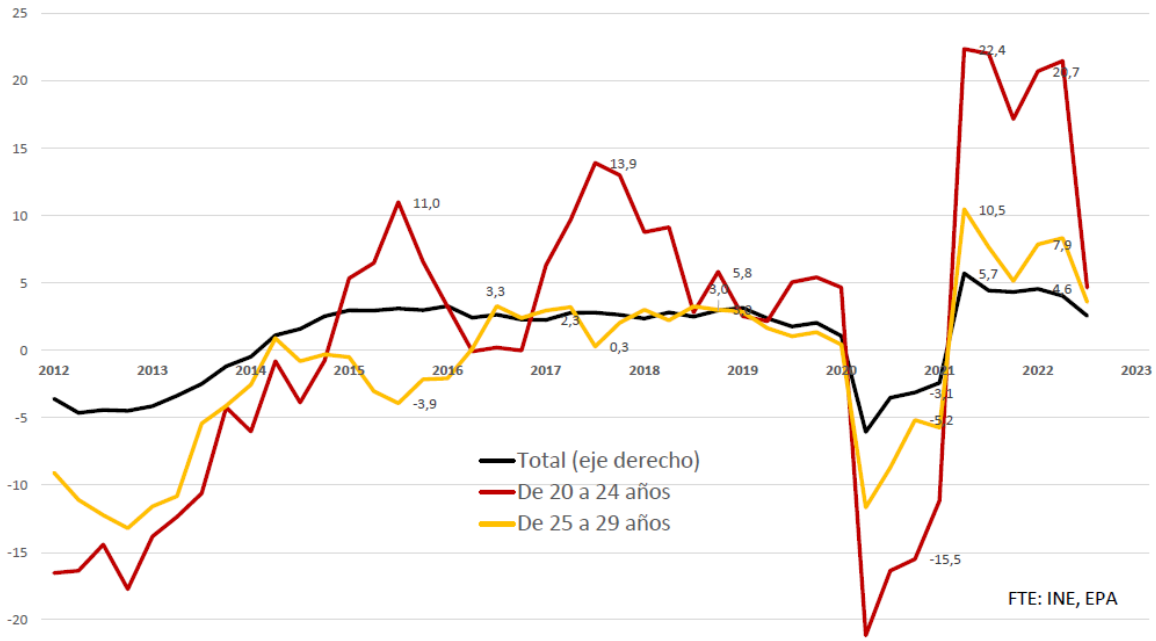
Por su parte, la creación de empleo en el ámbito de los servicios inmobiliarios[6] solo reacciona al alza desde principios del año hasta un 7% anual durante el tercer trimestre de 2022, coincidiendo con el aumento de las transacciones.

Gráfico 11.
Panel A. Producción en Construcción, Encuesta Coyuntural y Empleo (en % de variación interanual)



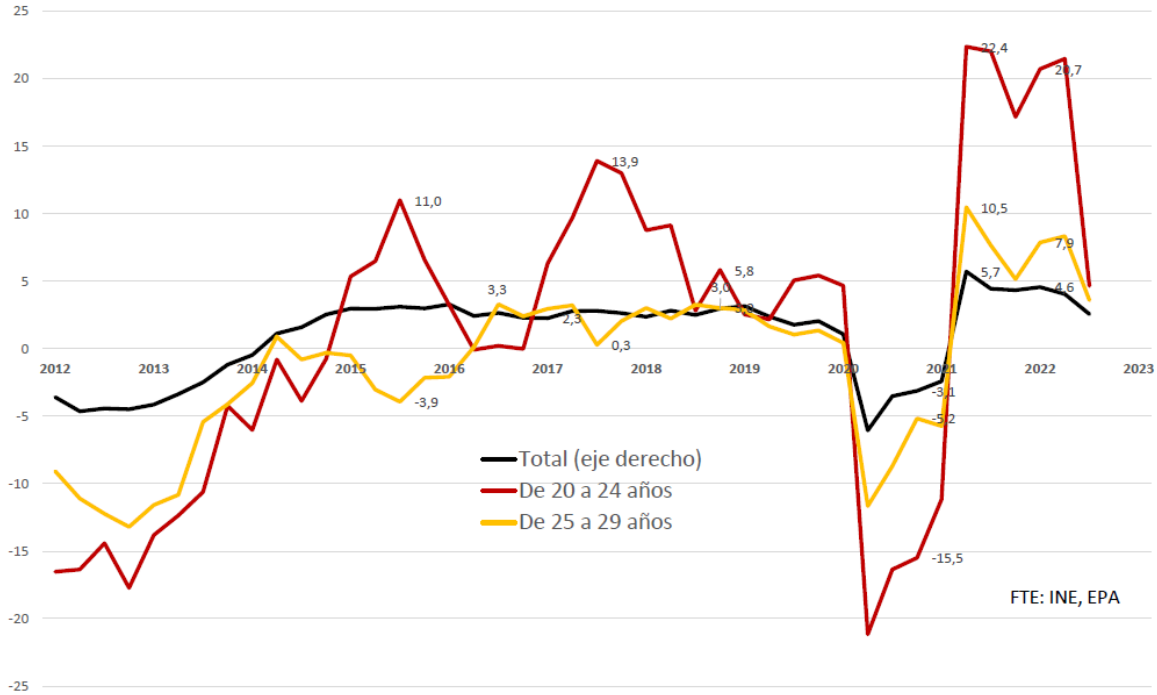
[6] Recuérdese que esta partida incluye las actividades asociadas a la intermediación y promoción de los mercados inmobiliario, aunque también, en el caso del Valor Añadido, computa el 'alquiler imputado' de los propietarios a sí mismos, por lo que un aumento de la tasa de propiedad se asociaría con un mayor valor añadido en este componente de servicios. El cómputo de los ocupados en el sector sería diferente ya que las cifras de la EPA cuentan aquellos trabajadores que se autoasignan al sector, aunque no se detalla con precisión.

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



Las expectativas empresariales, como indicador adelantado, respaldan también esta interpretación, y aportan información sobre el futuro que puede clarificar la aparente inconsistencia de datos, indicando que la edificación residencial vuelve hacia una senda de contratación débil durante la segunda parte del año y centrando las mejores perspectivas en la construcción de obra civil (gráfico 12). No es una buena noticia el hecho de que la contratación residencial experimente una ralentización, ya que redunda en la idea de inestabilidad, que en nada favorece la consolidación de esta industria, fuertemente penalizada durante más de una década. Las opiniones empresariales muestran con una gran claridad el subsector que peor ha evolucionado tras la pandemia: la construcción no residencial.

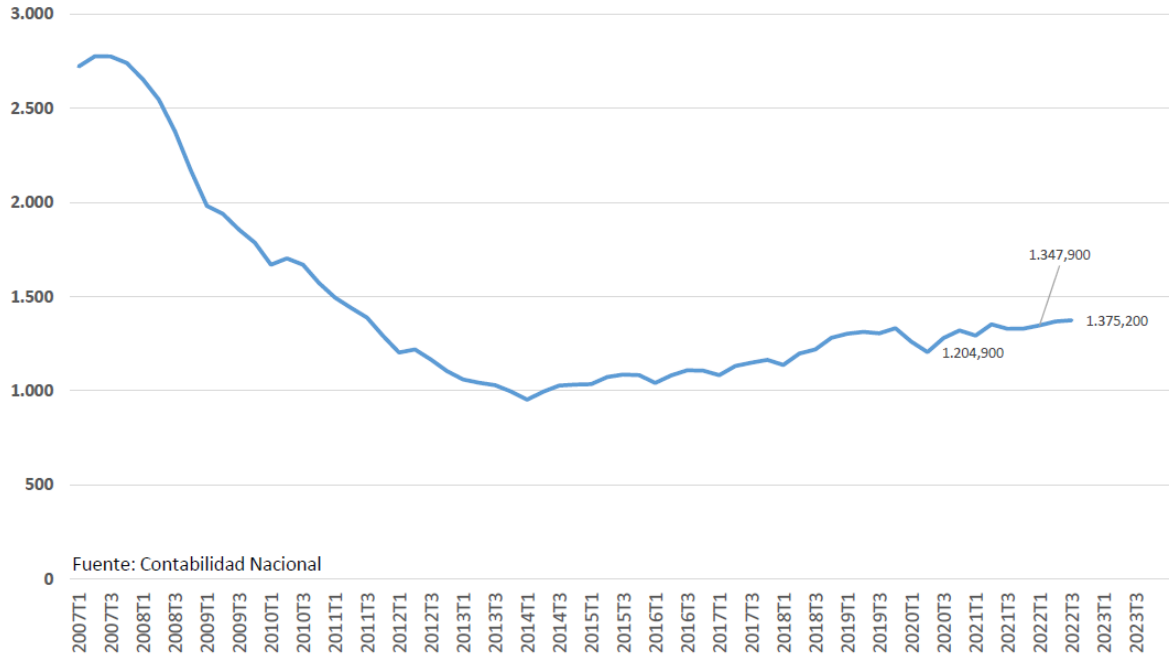
Gráfico 12. Opiniones empresariales en construcción: expectativas y cartera de pedidos (índice en medias móviles semestrales)



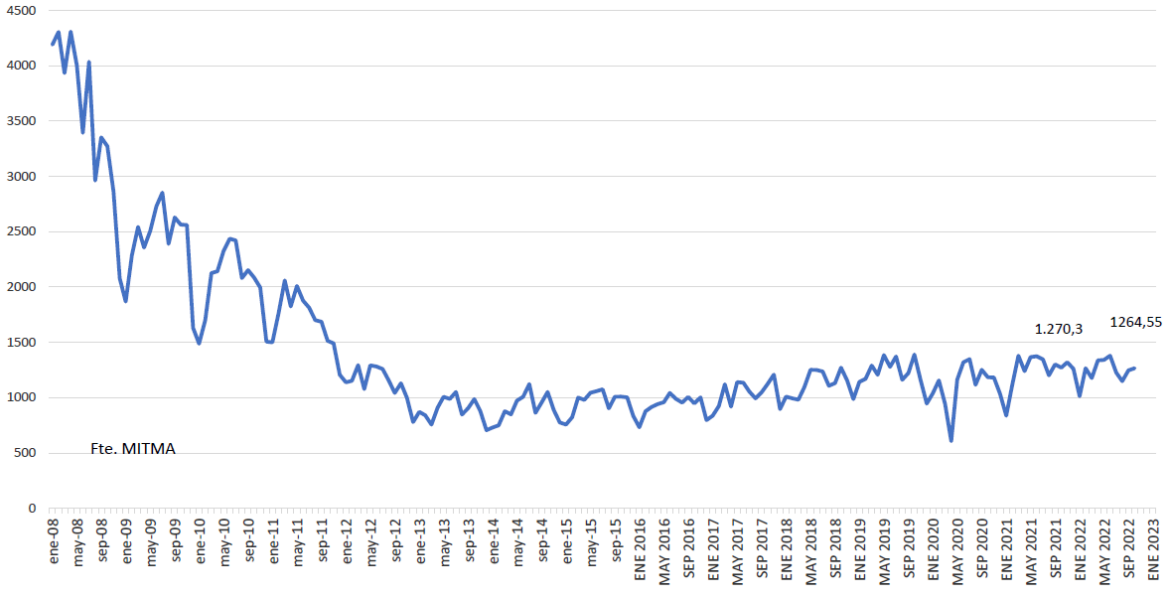
Esto significa que el crecimiento económico se está produciendo sin invertir en edificaciones industriales o de servicios que aporten espacios especializados, lo que puede generar una caída en la calidad de los servicios en la sociedad (y la sobresaturación del uso del espacio existente para su producción). En cualquier caso, la estadística muestra una segmentación poco natural de la actividad constructora, que no es consustancial con una evolución equilibrada de acuerdo con las necesidades de la sociedad.

El ritmo de aumento del empleo en construcción visto se materializa en una curva ascendente suave del número de personas contratadas (gráfico 13, panel A), siguiendo un perfil que es algo más dinámico que el del consumo de cemento (panel B).

Gráfico 13
Panel A. Empleo en construcción (miles de personas)



Panel B. Consumo aparente de cemento en España (en miles de TM por mes)



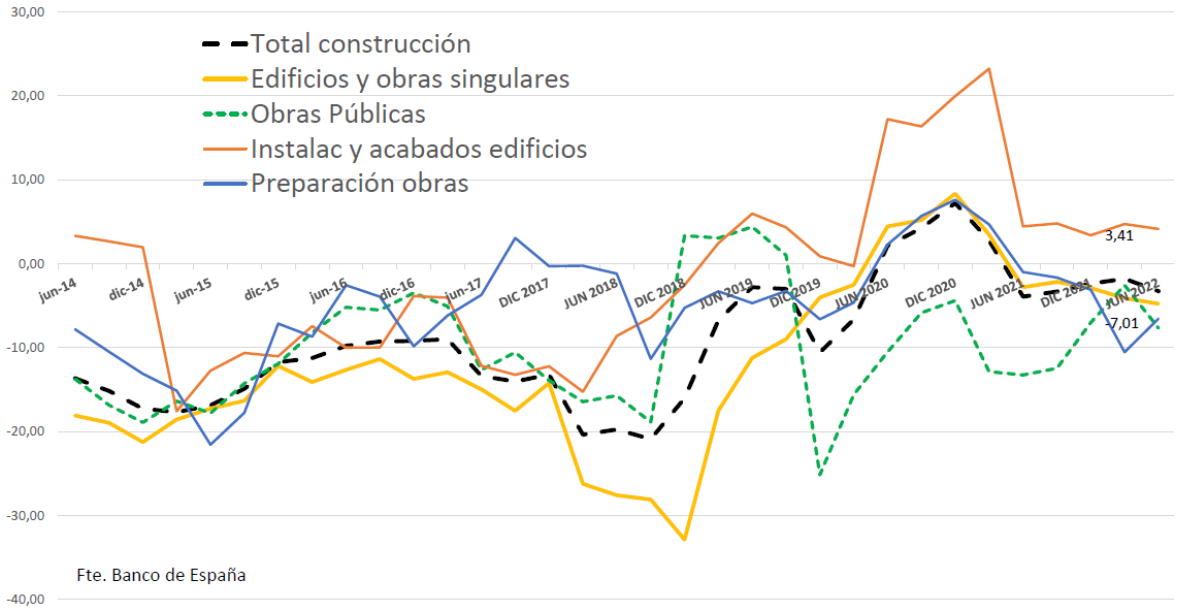
Básicamente, el consumo de cemento en España sigue rondando los 1,265 millones de toneladas por mes, muy lejano de la media histórica de 3 millones, y la misma cantidad anual (salvo fluctuaciones) que se

consume desde 2018. Estas cifras siguen sin indicar un crecimiento sustancial de la actividad, respaldando los datos de viviendas iniciadas, y desde luego no reflejan el crecimiento en las obras de infraestructura que muestran las estadísticas. Este nivel de consumo de cemento parece que se ha convertido en el indicador más claro de referencia de los ritmos de construcción en España.

La financiación a las actividades constructoras es el último input de la construcción que se analiza. Tras el aumento en el crédito a la edificación e instalación de edificios en el año de la pandemia (que alcanzó un 23,2% en el primer trimestre de 2021), los flujos financieros pasaron a experimentar caídas sistemáticas hasta mediados de 2022 (gráfico 14), salvo en el caso de instalaciones y acabado de edificios, cuya financiación se ha mantenido creciendo a un ritmo estable del 4%. El resultado final ha sido que, durante los tres trimestres iniciales de 2022, la financiación global a la construcción en España cayó un 3,26% con respecto a la concedida en junio de 2021, continuando así el ajuste a la baja tras el respaldo otorgado al sector durante la pandemia.

En el caso de la preparación de obras, la reducción del 6% continuada en los fondos financieros es importante, y puede estar ejerciendo de barrera para que los constructores comiencen nuevos proyectos. Es llamativa la caída sistemática y continua de la financiación a obras de infraestructura (línea verde de puntos), sobre todo después de ver la información sobre producción en ese subsector de la encuesta de opiniones empresariales y los datos de la Contabilidad Nacional en cuanto a inversión en obras no residenciales (con crecimientos desde final del año pasado). Este ajuste de los flujos de financiación al sector viene de los períodos de la crisis financiera (hace ya 13 años), en un proceso de reducción sistemática de la exposición del sistema financiero al sector de la construcción.

Gráfico 14. Total crédito concedido a la construcción y sus actividades (% anual de crecimiento en términos nominales)



Si se tiene en cuenta que el sector depende de la financiación para desarrollar sus ritmos normales de actividad (en todas las economías, es una característica), esta reducción sistemática de financiación puede estar ejerciendo de potente limitador de las iniciativas empresariales que aparecen en el mercado al hilo de los incentivos de demanda. En otros países que experimentaron una situación similar de crisis inmobiliaria extrema, como Estados Unidos, los flujos de financiación han vuelto de manera natural al mercado permitiendo que los mecanismos de oferta funcionen casi como en el pasado. La experiencia en esa economía es que el acceso a la vivienda de los hogares volvió a niveles previos, principalmente porque la escasez financiera desapareció (entre otras razones), y se ha producido un nuevo *boom* en el mercado. Esto no está ocurriendo en España, y el alejamiento de la financiación a la oferta puede haber creado una barrera que estaría provocando el fallo de mercado que se identifica en el análisis de los indicadores.

Con el aumento de los tipos de interés, esta situación puede cambiar. Desde inicios de año, los tipos aumentan como resultado de la aplicación de medidas para controlar la inflación, en España con subidas de 2.2 puntos porcentuales, menores que en otras áreas del mundo (en el Reino Unido han aumentado casi 3.5 puntos y en Estados Unidos han crecido casi 4.2 puntos[7]). La elevación de los tipos de interés recupera la rentabilidad financiera de las instituciones prestamistas, pero también tiene un fuerte efecto sobre la demanda de créditos, ya que el encarecimiento de los fondos ajenos es un sobrecoste de cualquier actividad. Aunque los trabajos académicos existentes muestran una baja sensibilidad de la edificación ante cambios en los tipos de interés, se asume que, en situación de escasez de fondos, esta subida sí tenga el efecto de reducir la demanda de créditos para la construcción. El impacto final dependerá del nivel que alcancen los tipos de interés aplicados a los créditos a la construcción, de cuánto tiempo los tipos permanezcan elevados y, por tanto, del éxito de la política monetaria para controlar la inflación.

Hay que pensar que, sin la financiación, la construcción no puede ejercer su efecto de arrastre sobre la economía, además de limitar el flujo de oferta necesario para la cobertura de las necesidades sociales y económicas. La realidad económica se encuentra, por tanto, en un círculo vicioso anclado a la evolución de la inflación (de ahí su relevancia) del que la mejor salida sería el control del aumento de precios lo antes posible.

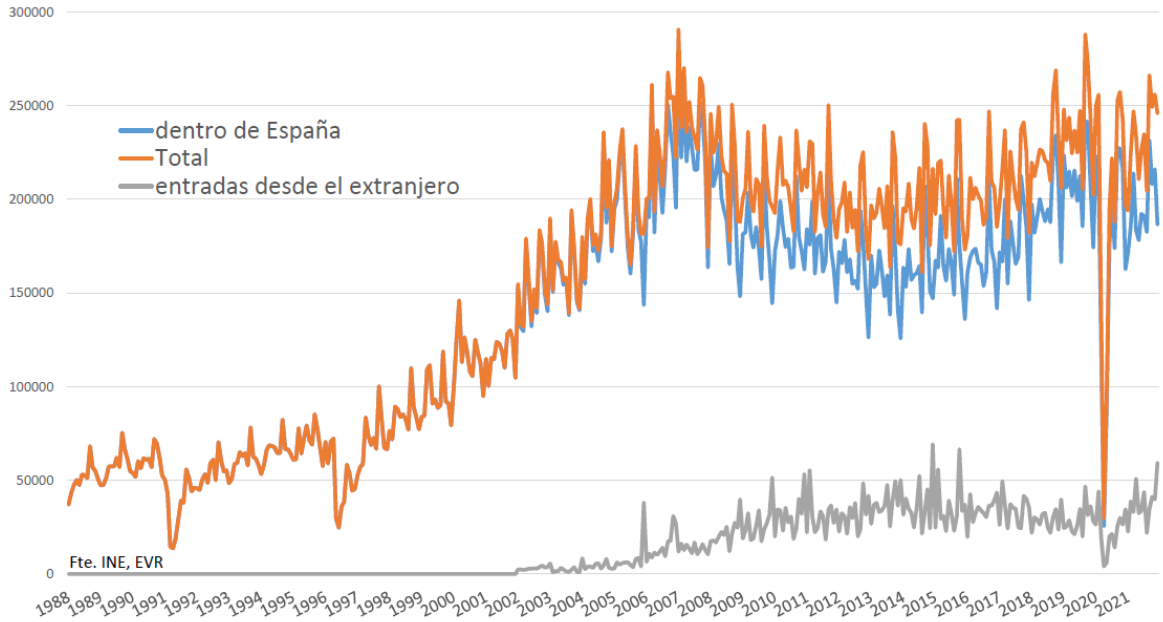
Como resumen, desde el punto de vista de la oferta, los indicadores reflejan una continuidad de los procesos una vez salvado el *shock* pandémico: el empleo y la producción se recuperan, aunque aparentemente con mayor lentitud de la que inducen las tasas de crecimiento, y se reflejan en expectativas moderadas de futura actividad y en un número de proyectos iniciados casi congelado. La evolución puede cambiar si se despejan las dudas fundamentales sobre una mayor estabilidad económica mundial (con el fin de la inestabilidad geopolítica) y con el control de la inflación.

[7] Tipo de interés interbancario a tres meses. Fuente, Banco de España.

SITUACIÓN DE LA DEMANDA

Los indicadores de demanda muestran gran fortaleza. Por un lado, los niveles de movilidad residencial prácticamente se han recuperado tras la pandemia, sin pérdidas remarcables. El indicador que se utiliza en este caso es la estadística de variaciones residenciales (gráfico 15) y, como puede verse, los niveles de movilidad tras la pandemia han vuelto con rapidez al patrón previo. Esto significa que la población se mueve entre ciudades al mismo ritmo que antes de 2020, y aquellas con mayores niveles de inmigración han vuelto a ver en sus mercados la tensión de demanda existente tres años atrás. La recuperación también se produce en la inmigración internacional que ha alcanzado, a finales de 2021, el máximo nivel de la serie histórica.

Gráfico 15. Movilidad entre mercados de viviendas



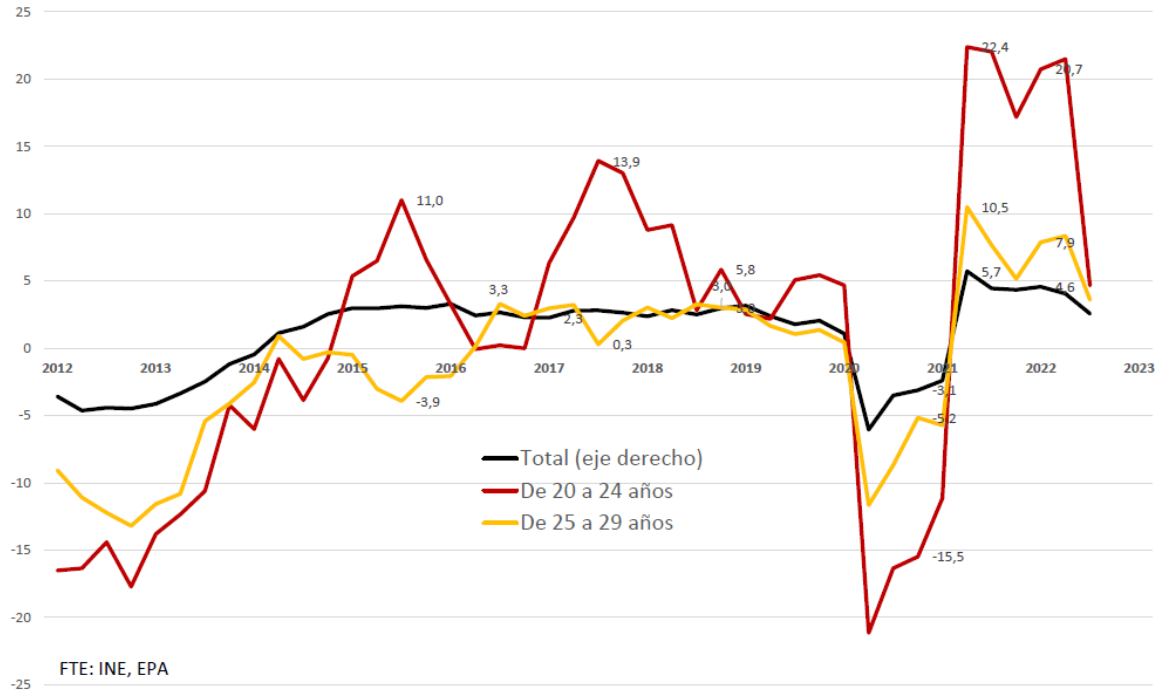
Esta movilidad es el reflejo del proceso de creación de empleo. El gráfico 16 (panel A) muestra el aumento sostenido de empleo con ritmos del 5% durante todo 2021 y del 3% durante los primeros trimestres de 2022. La contratación de trabajadores más jóvenes ha experimentado un repunte máximo, creciendo a ritmos del 20% a lo largo de año y medio, de forma que el total de efectivos entre 20 y 24 años en el mercado de trabajo español puede haberse duplicado; los trabajadores entre 25 y 29 años han aumentado entre el 10,5% y el 8%, por encima de la media nacional. El mayor número de hogares nuevos con empleo, que es lo que esta estadística mide, es una buena noticia para el mercado de la vivienda y resulta en un crecimiento de la demanda efectiva de viviendas que explicaría parte de las transacciones.

Por otro lado, la capacidad de pago de estos nuevos contratados dependerá de los salarios y su evolución. Las fuentes estadísticas nos muestran una perspectiva nada optimista de los ingresos salariales en términos reales (gráfico 16, panel B), especialmente desde el momento en que la inflación empezó a subir. La inflación ha reducido su capacidad de pago de forma acelerada a lo largo de 2022, pero también la revalorización de los precios residenciales reales, de manera que, haciendo referencia a la situación de acceso a la propiedad, es posible que la capacidad de pago no haya variado. No sería así si la estimación se hace sobre los pagos mensuales de una hipoteca, que están creciendo como resultado del repunte de los tipos de interés[8].

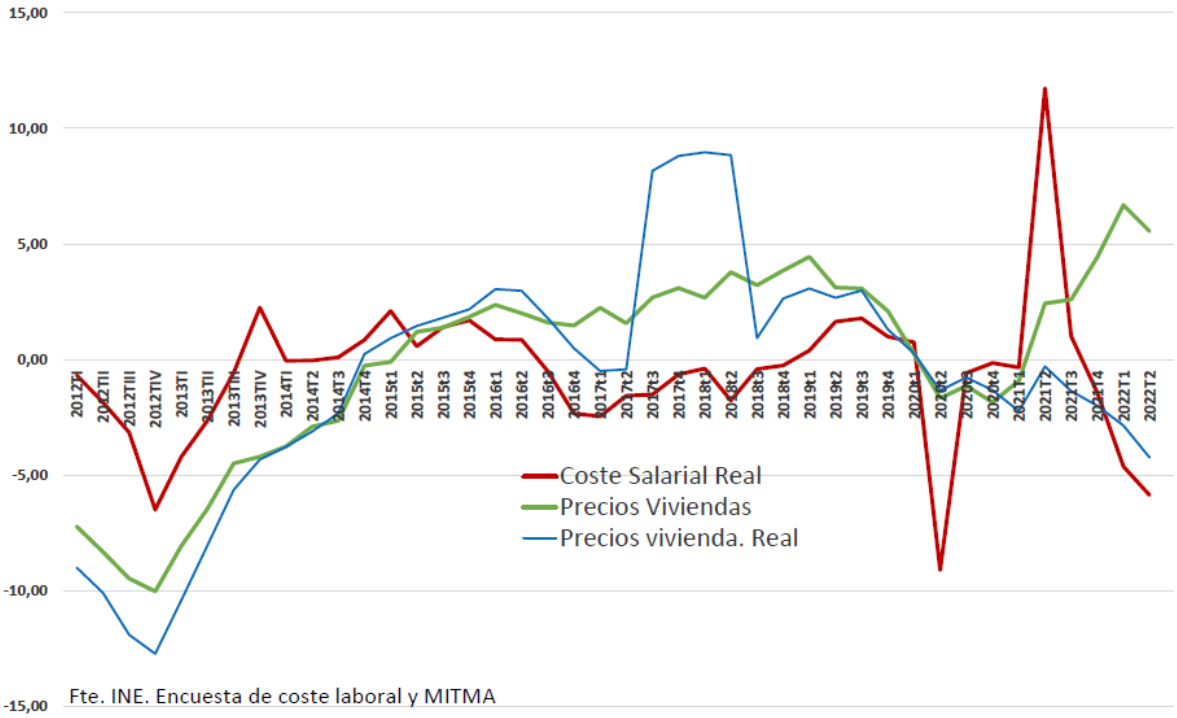
[8] Es aún pronto para ver este efecto en las tasas de accesibilidad, cuestión que se deja para el siguiente informe.

Gráfico 16

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



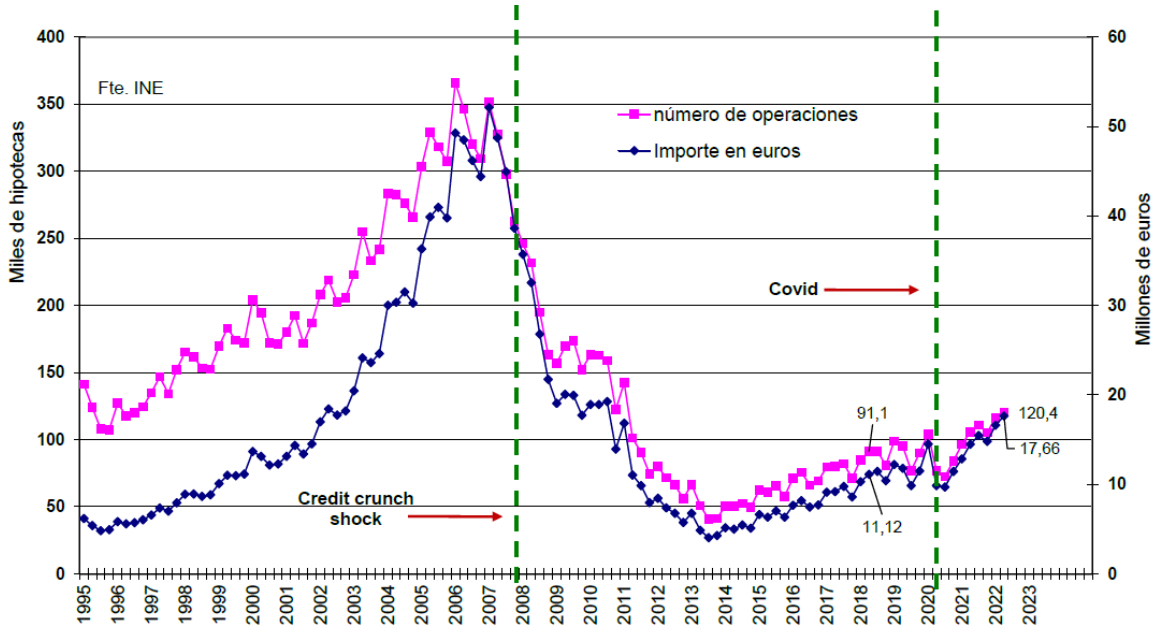
Panel B. Salario por trabajador y precios de las viviendas (media trimestral, % de crecimiento)



Por otro lado, la concesión hipotecaria a los hogares ha mantenido el ritmo post-pandémico por encima del nivel de 100.000 créditos para la compra de viviendas trimestrales, y presenta una tendencia creciente que es también una excelente señal (gráfico 17), con un total, en el segundo trimestre de 2022, de 120.400 nuevas operaciones concedidas y un ritmo de alrededor de 37.000 operaciones al mes. Aunque este nivel se encuentra lejos de lo que se consideraría la media de equilibrio (aproximadamente, 150.000 operaciones por

trimestre), la evolución al alza es positiva, e indica que el sistema financiero está empezando a aumentar su compromiso, aunque básicamente con la demanda residencial.

Gráfico 17. Hipotecas urbanas concedidas en España. Número e importe



Este hecho se justificaría por una mejor acreditación de los hogares (con *ratings* más favorables), y porque los créditos muestren menor riesgo de impago, al ajustar mejor la capacidad de pago en el largo plazo con tipos de interés fijos. Además, en un entorno de tipos de interés al alza, esta tendencia a la concesión de créditos a largo plazo a tipos fijos resguarda la capacidad de pago de los hogares y reduce el riesgo que toman las instituciones financieras.

Como conclusión, se puede observar que durante 2022 parece haberse asentado la recuperación de la demanda residencial, con un aumento sostenido del empleo y de la financiación, aunque con una capacidad de compra que se reduce como resultado básicamente de la inflación, con efectos inciertos sobre la accesibilidad a la vivienda. Esta demanda se ha visto reflejada en las transacciones de viviendas (que han marcado un máximo histórico en viviendas de segunda mano), aunque no en nueva construcción.

La falta de reacción de la oferta ante situaciones en que la demanda crece con fuerza es una cuestión recurrente en el mercado residencial español y va más allá de la mera coyuntura, siendo un ejemplo evidente de fallo de mercado. Desde la recuperación, los incentivos (precio) del mercado no han tenido respuesta desde la oferta como la tuvieron en el pasado. Esta situación mantenida durante casi una década se encuentra en la base de los problemas de vivienda que existen en la actualidad en España, y que afectan, especialmente, a los nuevos hogares. Parece que la evolución económica puede estar resolviendo parte de los problemas de acceso de los jóvenes mediante la mayor creación de empleo, pero se siguen enfrentando a un problema de escasez residencial que dificulta un correcto funcionamiento del mercado.

CONCLUSIÓN

En este informe se ha evaluado la evolución del mercado residencial en España durante un período en el que han coincidido dos *shocks* simultáneos: la guerra de Ucrania, que ha aumentado la incertidumbre en los mercados afectando a la inversión, y el proceso inflacionista, que está minando la capacidad de compra de hogares y empresas, y provocando la elevación de los tipos de interés. Como ésta última es muy reciente, los tipos tímidamente han aumentado alrededor de dos puntos porcentuales en el ámbito de la UEM. Los efectos que éstos pueden llegar a tener sobre los créditos, el mercado hipotecario y la capacidad de pago de las familias, no son aún identificados en las estadísticas; sin embargo, si se ven ya los de la inflación creciente.

En general, los indicadores muestran un proceso de recuperación en casi todos los indicadores, principalmente estable y sostenido, mostrando un ambiente en que la actividad alcanza los niveles pre-pandémicos. Tanto los indicadores agregados de demanda como los de la oferta muestran señales positivas, pero se vuelven a identificar distorsiones en algunos de ellos que reflejan desajustes de mercado. Principalmente, estas distorsiones se encuentran en la falta de reacción de la oferta: a pesar de los datos agregados de producción, las viviendas iniciadas no acaban de despegar (de hecho, decrecen durante 2022) en respuesta a la fuerte demanda que ha marcado un máximo (de nuevo) en las transacciones residenciales. Los indicadores de materiales de construcción (cemento) no ha crecido sustancialmente, el crédito a la actividad constructora sigue decreciendo y los indicadores de expectativas son los más volátiles. Todo ello induce a pensar que las barreras se concentran en el lado de la oferta, coartando mayores niveles de edificación para dar respuesta a la demanda. Estos niveles se encuentran, aún, en el mínimo al que se llegó en los años siguientes a la crisis financiera. El efecto que tuvo el período de austeridad fue el reducir la dimensión de la industria de la construcción a través de la destrucción del tejido empresarial, lo que supuso pérdida de capacidad productiva y de experiencia y conocimiento. Desde entonces, no ha habido incentivos a la recuperación del sector constructor, ni de formación, ni de refuerzo a la actividad y ni de financiación. Seguramente, se esperaría que fuese el mercado el que recuperase los niveles de producción, pero los indicios muestran que las señales no son suficientemente relevantes para que esto ocurra, a pesar de la fortaleza de las transacciones de viviendas.

Una economía con un sector constructor raído pierde gran parte de su capacidad motora, y la recuperación general es más difícil y lenta, además de los problemas de medio y largo plazo que se generan por la escasez de espacio inmobiliario para distintos usos. Desde el shock de 2007, nada se ha hecho para tratar de recuperar el componente de oferta de este sector, lo que constituye un gran error de previsión que no puede sino alargar las consecuencias de cualquier crisis posterior.

CUADRO DE MANDO DEL MERCADO DE LA VIVIENDA (Descargar aquí en formato PDF)

	Evolución temporal de las variables											
	Anual			Timestral								
	2019	2020	2021	III-20	IV-20	I-21	II-21	III-21	IV-21	I-22	II-22	III-22
I. Precios												
I.1.- Índice de Precios de la Vivienda (INE) (Tasas interanuales)												
Total nacional	5,1	2,1	3,7	1,7	1,5	0,9	3,3	4,2	6,4	8,5	8,0	...
Vivienda nueva	7,4	6,5	4,6	7,5	8,2	2,3	6,0	4,1	6,1	10,1	8,8	...
Vivienda de segunda mano	4,8	1,4	3,6	0,8	0,4	0,7	2,9	4,3	6,4	8,2	7,9	...
I.2.- Tasaciones (MITMA). Precio medio del m2 de la vivienda libre												
Total Nacional (euros/m2)	1.641	1.623	1.658	1.620	1.622	1.625	1.649	1.662	1.694	1.734	1.741	...
(Tasas interanuales)	3,2	-1,1	2,1	-1,1	-1,8	-0,9	2,4	2,6	4,4	6,7	5,5	...
Madrid y Barcelona (Tasas interanuales)	5,2	-1,2	2,2	-0,9	-3,1	-1,2	2,3	2,1	5,8	7,8	...	...
II. Oferta												
II.1.- Viviendas visadas en los últimos 12 meses (MITMA)												
Total nacional (Miles)	137,4	113,8	138,8	27,8	31,0	31,8	35,4	34,9	36,8	35,4	30,9	...
Total nacional (Tasas interanuales)	6,7	-17,2	22,0	-15,6	-2,5	3,3	45,8	25,6	18,6	11,6	-12,6	...
II.2.- Viviendas iniciadas en los últimos 12 meses (MITMA)												
Total nacional (Miles)	108,7	87,5	113,7	19,1	23,7	26,3	27,8	29,3	30,3	28,8	23,1	...
Total nacional (Tasas interanuales)	5,2	-19,5	29,9	-26,1	-7,1	4,0	42,8	53,6	27,9	9,5	-17,2	...
II.2B.- Licencias de Viv. concedidas por los Ayuntam. últ. 12 meses (MITMA)												
Total nacional (Miles)	84,4	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Total nacional (Tasas interanuales)	-1,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
II.3.- Viviendas terminadas en los últimos doce meses (MITMA)												
Total nacional (miles)	78,2	86,6	93,7	23,3	25,6	20,8	25,1	23,4	24,5	21,0	22,2	...
Total nacional (Tasas internanuales)	22,1	10,7	8,2	27,5	1,6	6,0	39,0	0,2	-4,6	1,2	-11,4	...
II. 4 .- Consumo de Cemento (Toneladas Miles, BE)	14.718	13.422	15.004	3.738	3.459	3.329	3.979	3.846	3.850	3.453	4.055	3.621
Total nacional (Tasas interanuales)	9,3	-8,8	11,8	-0,4	-1,0	6,2	28,8	2,9	11,3	3,7	1,9	-5,9

CUADRO DE MANDO DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

	Evolución temporal de las variables											
	Anual			Timestral								
	2019	2020	2021	III-20	IV-20	I-21	II-21	III-21	IV-21	I-22	II-22	III-22
III. Demanda												
III.1.- Transacciones de compraventa de viviendas ante Notario (MITMA)												
Total nacional (Miles)	570,0	487,4	674,2	132,1	160,3	141,9	178,0	161,3	193,1	175,4	197,8	...
Total nacional (Tasas interanuales)	-2,2	-14,5	38,3	6,8	1,2	22,3	125,5	22,1	20,5	23,6	11,1	...
Prov. Madrid y Barcelona (Tasas interanuales)	-5,4	-15,8	36,0	-2,9	0,5	26,3	109,2	24,9	12,7	17,0	1,3	
III.2.- Nº tasaciones dirigidas al mercado hipotecario (Fuente AEV)												
Viviendas (miles)	411,4	353,2	451,8	94,7	110,1	110,1	126,5	98,2	117,0	120,8	127,5	...
(Tasas interanuales)	-2,9	-14,1	27,9	10,8	-9,6	14,2	143,8	3,6	6,2	9,7	0,8	...
Total Inmuebles (miles)	599,9	498,0	656,6	130,6	149,7	156,6	181,7	140,8	177,4	182,8	191,4	...
(Tasas interanuales)	-7,7	-17,0	31,8	2,9	-15,4	13,5	128,1	7,8	18,5	16,7	5,3	...
Importe medio de las viviendas tasadas (miles)												
Viviendas en bloque	176,9	180,4	192,2	174,4	180,4	188,2	190,3	189,1	201,1	201,2	204,0	...
Viviendas unifamiliares	257,2	256,3	272,2	244,7	259,3	258,1	273,7	271,3	285,7	287,2	297,2	...
Superficies medias en m2 de las viviendas tasadas para MH												
Viviendas en bloque	107,1	107,7	108,6	107,1	107,5	109,1	108,7	107,6	109,0	105,9	105,9	...
Viviendas unifamiliares	202,1	197,6	194,8	200,0	195,2	193,8	195,2	193,7	196,7	193,2	194,7	...
III.3.- Población >=25 años (INE) (Variación internanual - miles)	296,0	126,0	24,0	176,0	126,0	59,0	15,0	4,0	24,0	59,0	123,0	203,0
Número de Hogares (INE) (millones)	18,75	18,82	19,0	18,80	18,82	18,86	18,90	18,92	18,99	19,04	19,08	19,13
Variación interanual (miles)	122,0	71,0	172,0	90	71	90	112	124	172	175	184	207
IV. Empleo y Salarios												
IV. 1.- Ocupados EPA (Variación interanual) (miles)	402,3	-622,6	840,6	569,7	167,4	-137,5	464,9	359,3	153,9	-100,2	383,3	77,7
Tasa paro juvenil (20-29 años)	23,8	28,2	21,7	29,5	28,2	28,6	26,6	23,8	21,7	21,5	18,1	21,3
IV. 2. - Construcción y Empleo												
Ocupados EPA en Construcción (miles)	1.283,9	1.280,2	1.285,9	1.249,3	1.280,2	1.261,8	1.324,8	1.293,6	1.285,9	1.316,3	1.338,2	1.328,8
Ocupados EPA en Construcción (Variación interanual)	0,3	-0,3	0,4	-1,6	-0,3	-1,3	13,3	3,5	0,4	4,3	1,0	2,7
Ocupados EPA en actividades inmobiliarias (Variación interanual)	-4,4	4,3	-0,3	2,3	4,3	8,3	-0,1	-2,3	-0,3	2,2	5,2	7,1
Empleo CN en Construcción (miles de personas)	1.331,9	1.320,7	1.347,3	1279,9	1320,7	1293,7	1352,8	1329	1330,1	1347,9	1368,4	1375,2
Empleo CN en Construcción (Variación interanual)	4,0	-0,8	0,7	-2,0	-0,8	2,6	12,3	3,8	0,7	4,2	1,2	3,5
Empleo CN en actividades inmobiliarias (miles)	212,7	232,7	220,8	247,2	232,7	231,5	213,9	236,3	227,5	228,5	223,5	252,8
Empleo CN en actividades inmobiliarias (Variación interanual)	-1,5	9,4	-2,2	7,3	9,4	5,2	-4,6	-4,4	-2,2	-1,3	4,5	7,0
IV. 3.- Salarios												
Coste salarial Total por trabajador (Encuesta coste laboral, euros/mes, media trimestral, INE)	1.955,2	1.903,6	2.022,6	1.859,1	2.061,3	1.907,8	2.064,4	1.952,4	2.165,8	2.006,6	2.153,9	...
Total nacional (Tasas interanuales)	1,9	-2,6	6,3	-0,9	-0,7	1,0	14,4	5,0	5,1	5,2	4,3	...

CUADRO DE MANDO DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

	Evolución temporal de las variables											
	Anual			Timestral								
	2019	2020	2021	III-20	IV-20	I-21	II-21	III-21	IV-21	I-22	II-22	III-22
V. Financiación y Accesibilidad												
V.1.- Saldos												
Crédito total al sector privado no financiero BE (Tasa interanual)	1,0	2,3	1,9	2,2	3,1	3,3	1,4	1,5	1,5	1,3	1,3	...
Crédito hipotecario total BE (tasa interanual)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Crédito a los hogares para adquisición de viviendas BE (Tasa interanual)	-1,2	-1,4	0,2	-1,6	-1,2	-0,8	0,1	0,7	0,8	0,7	1,0	0,9
Ratio de dudosidad (BE)	3,77	3,39	3,10	3,34	3,21	3,19	3,11	3,03	3,06	3,00	2,72	...
Crédito a las actividades inmobiliarias (Tasa interanual)	-10,6	-2,0	-3,9	-1,3	-7,0	-7,2	-4,5	-4,0	0,2	-5,9	-7,7	...
V. 2.- Flujos												
Préstamos hipotecarios nuevos sobre vivienda (INE)												
Tasa interanual	3,7	-6,5	23,9	-5,7	-6,6	-7,8	37,1	52,8	25,1	20,9	14,5	...
Número (miles cada trimestre)	361,3	337,8	418,3	72,6	84,2	96,1	105,1	111,0	105,4	116,1	120,4	...
Importe medio de las hipotecas (miles €)	125,8	134,3	137,6	133,6	135,9	132,7	137,8	139,4	140,6	143,0	146,4	...
Plazo medio de las nuevas hipotecas (años)	23,6	23,9	24,6	23,5	24,6	24,6	24,6	24,6	24,5	24,4	24,3	...
V.3.- Accesibililad												
LTV medio BE (%)	64,5	64,2	65,1	63,6	65,2	64,7	64,9	65,2	65,4	65,2	65,2	64,6
% prestamos con LTV >80% BE	12,1	9,1	8,9	9,2	9,4	8,9	8,8	9,1	8,9	8,5	9,1	8,9
Precio medio de la vivienda/sobre renta bruta disponible anual BE (años)	7,2	7,4	7,8	7,3	7,4	8,0	8,0	7,9	8,0	8,2	8,2	...
Esfuerzo teórico anual BE (%)	31,9	31,6	31,8	31,1	30,1	32,9	32,7	31,8	32,1	32,9	33,6	...

MITMA corresponde al Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana (anterior M. Fomento)