

RESPUESTAS DE LOS PANELISTAS AL CUESTIONARIO

PANEL DE VALORADORES DE LA AEV Y EXPERTOS INDEPENDIENTES

En las repuestas han participado, en total, **18 panelistas**, entre los que se encuentran, además de 12 asociados de la AEV, los siguientes expertos independientes:

D. ANTONIO MORA

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

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. Asesor del Consejo de Comunicación de la AEV

DÑA. LEYRE LÓPEZ

Economista. Área Research de la Asociación Hipotecaria Española

D. SANTIAGO CARBÓ

Catedrático de Análisis Económico de la Universitat de València y Director de Estudios Financieros de FUNCAS

D. VÍCTOR PÉREZ

Consejero Delegado de ASG Homes

1. PREDICCIÓN DE PRECIOS RESIDENCIALES

Según el modelo predictivo utilizado por la autora, los precios de las viviendas nuevas crecerían en tasas cercanas al 4% interanual durante el 4T-22 y el primer trimestre de 2023, para luego estabilizarse con tasas de crecimiento cercanas al 0-1%, mientras que en las viviendas de segunda mano crecerían de forma más rápida, alcanzando tasas interanuales del 9% a mediados de 2023, para después continuar creciendo en ratios más moderadas (en torno al 5% hacia el final del año).
[Página 6 del Informe]

¿Está de acuerdo con la predicción de precios para la vivienda nueva?

Un 58% de los panelistas internos, así como la totalidad de los externos, coinciden con la predicción de precios para la vivienda nueva arrojada por el modelo empleado por la autora, estimando que su crecimiento a finales del año 2022 registrará tasas del entorno del 3,5 o 4% interanual, mientras que dicho crecimiento tenderá a estancarse (en tasas cercanas a 0-1%), o, al menos, a disminuir (mencionándose ratios del 2-3% por parte de algún panelista) a mediados del año 2023. En algún caso, se comenta que es relevante tener en cuenta el efecto de la inflación en dicho incremento, que implicaría que, en términos reales, el precio de la vivienda se estaría incluso abaratando.

Entre los panelistas que no coinciden con esta predicción (42% de los internos) se dibujan varios posibles escenarios. Por un lado, se considera que la escasa actividad promotora seguirá haciendo que sea producto muy escaso en el mercado, lo que, junto con el traslado —al menos parcial— del incremento de los costes de construcción y energéticos y la escasez de mano de obra, hará que se mantengan crecimientos cercanos al 5% durante el año 2023. Otro panelista entiende que la estabilización de precios ya se apreciará en el 1T de 2023 de forma generalizada, aunque con excepciones puntuales en localizaciones o tipologías con una demanda activa y solvente, y que en 2024 empezaría una progresiva revalorización, que podría volver a situar las tasas de crecimiento en torno a un 2-3%. Finalmente, otro considera que la tendencia al alza de los tipos de interés podría provocar una ralentización de los precios mayor de la prevista por la autora.

¿Y para la usada?

Una amplia mayoría de los panelistas internos (hasta un 92%) y un 33% de los externos se muestra, en cambio, en desacuerdo con la predicción de precios de vivienda usada citada en el informe, coincidiendo todas estas opiniones en que las tasas de crecimiento de los mismos serán, en cualquier caso, mucho más moderadas que las esperadas por el modelo. De hecho, son varios los panelistas que estiman que los precios de la vivienda usada se moverán en tasas similares a las esperadas para la obra nueva, mencionando un estancamiento —e incluso posibles descensos— a lo largo de 2023, con excepción de aquellos segmentos localizados de mercado en los que exista insuficiente oferta para dar cobertura a la demanda latente. Entre aquellos panelistas que se muestran de acuerdo con la predicción se menciona, en el mismo sentido, que las tasas de crecimiento para el año 2023 serían, igualmente, más moderadas que las estimadas por el modelo, que iría perdiendo precisión en tanto más lejana es la predicción.

2. IMPACTO DE LA INFLACIÓN Y LOS TIPOS EN EL MERCADO

Según señala la autora, 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. La autora considera que estas cuestiones están teniendo un impacto importante sobre el sector de la construcción y de la vivienda. *[Página 2 del Informe]*

¿Coincide con la apreciación de la autora? En tal caso, ¿cree que las consecuencias potenciales de ambos shocks sobre su equilibrio pueden ser permanentes?

La totalidad de los panelistas internos y una amplia mayoría (83%) de los externos se muestra de acuerdo con la apreciación de la autora, entendiendo que inflación, incertidumbre y tipos de interés están teniendo un impacto importante sobre el sector de la construcción (elevación de precios) y de la vivienda (elevación del precio de las hipotecas). Sin embargo, muchos de ellos estiman que dicho impacto no tendrá consecuencias permanentes, o que puedan ser relevantes en el largo plazo, dadas las expectativas de moderación de la inflación (y, con ello, de la subida de los tipos) y la incertidumbre a lo largo de 2023 y 2024. En particular, un panelista menciona que estos factores negativos pueden verse compensados por otros más favorables, también derivados del contexto “post-COVID”. El ahorro acumulado por las familias es superior a otros ciclos históricos, y la previsión de que los tipos de interés sigan subiendo, junto con la irrupción de hipotecas mixtas con condiciones más ventajosas, pueden favorecer la toma de decisiones de adquisición en busca de casas más grandes y con espacios abiertos, para satisfacer las nuevas preferencias de los hogares. Por otra parte, el retorno de la demanda extranjera en determinados mercados turísticos o de centros de las grandes ciudades también puede ser un factor compensatorio. Y, finalmente, la escasez de mano de obra podría verse corregida con políticas de contratación de mano de obra extranjera que ayuden a mantener la actividad en zonas en las que sigue habiendo escasez de vivienda nueva.

Entre los panelistas externos existe una mayor tendencia a considerar que estos efectos negativos puedan tener una mayor permanencia, afectando a medio y largo plazo a la construcción de viviendas, y conformando una realidad en la que habrán cambiado de forma estable algunas variables, como por ejemplo los tipos de interés, que no volverían a situarse en niveles tan reducidos como los que se han venido dando en los últimos años.

Por otro lado, uno de los panelistas externos se mostraba en desacuerdo con la premisa de la pregunta, considerando que, si bien variables como la inflación o los tipos de interés tienen impacto en el sector inmobiliario, por el momento no parece que estén teniendo un impacto negativo sobre el mercado, en parte porque la transmisión de la subida de tipos monetarios ha sido todavía muy parcial.

3. EFECTO DE LA INFLACIÓN EN LOS PRECIOS RESIDENCIALES

Considera la autora que, 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, y también como efecto indirecto del aumento de los alquileres, que reciben de primera mano los impulsos de los precios al consumo como costes de uso que son, transmitiéndolos a los precios casi de inmediato cuando la propiedad es valorada para su puesta en oferta en el mercado. *[Página 8 del Informe]*

¿Está de acuerdo con esta predicción de la autora?

Un 42% de los panelistas externos, y hasta un 67% de los internos, coinciden con esta predicción, estimando que la inflación y otros factores (que ya están afectando a las rentas de alquiler) pueden influir en el coste y terminación de la vivienda nueva, y provocar anticipos en las decisiones de compra ante las expectativas de aumento en los precios. Algún panelista señala que, no obstante, parte del incremento del precio también está motivado por la limitación en la oferta.

En cambio, los panelistas contrarios a esta expectativa indican que la subida de cuotas hipotecarias derivada de la elevación de los tipos de interés moderará la subida de los precios de venta; en otras palabras, la merma en la accesibilidad de la demanda (cuyos factores sustentantes siguen siendo el empleo, su aumento y su estabilidad) compensaría el efecto anticipación mencionado en el informe. Se indica también, a favor de esta teoría, que, si bien las rentas están efectivamente vinculadas por contrato a la inflación, la capacidad de trasladar este aumento será menor en el entorno económico actual, especialmente en el ámbito residencial, debido a la reducción de las posibilidades de pago de los inquilinos, así como a las políticas proteccionistas impulsadas por la Administración para su control. Se considera también, en algún caso, que la inflación no sería un factor acelerante de las compras, sino que contribuiría a su retraso.

4. SITUACIÓN DE ESPAÑA FRENTE A OTROS PAÍSES

Según el informe, existe 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 españolas 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. La autora postula que esta situación, compartida con Italia, parece ser el reflejo de unas nuevas condiciones, que se han convertido en persistentes, 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 [Página 7 del Informe]

¿Cree, al igual que defiende la autora, que la distorsión irresoluta del mercado de viviendas español se focaliza en el sector de oferta y en la debilidad de la demanda de primer acceso?

El 83% de los panelistas, tanto internos como externos, coinciden con la autora en afirmar que una oferta insuficiente (especialmente en el segmento de precio “asequible”) y una demanda con poca capacidad de acceso son dos de los principales problemas que tiene nuestro mercado, indicándose que, de hecho, éste ha sido el motivo por el que la subida de tipos de interés ha cortado el ciclo alcista de precios en España en un punto anterior al de otras economías europeas. Entre los factores que explican esta debilidad de la demanda se mencionan, entre otros, la falta de reacción de los salarios a la inflación —con el consecuente desajuste respecto de la elevación de los precios— y el hecho de que la reducción del paro, por la exclusión de las estadísticas de los contratos fijos discontinuos, no se reduzca con un ritmo tan intenso como el que recogen las cifras oficiales. Se comenta en algún caso que la etapa alcista del mercado de vivienda ha tardado más en llegar a España posiblemente por haber sido en nuestro caso más acusadas y prolongadas en el tiempo las consecuencias del “pinchazo” de la burbuja de 2007-08, que ha desembocado en niveles salariales reducidos frente a los elevados niveles de los precios de la vivienda, alejando a los jóvenes del mercado de compraventa y obligándolos a acudir al alquiler privado, con la consecuente elevación de las rentas.

Por otra parte, entre los panelistas contrarios a esta consideración se niega, en algún caso, la premisa inicial de la que parte la misma, puesto que se estima que las tasas de crecimiento de los precios observadas en los últimos periodos (de hasta el 7,5%, según el INE) no pueden considerarse “suaves”, por más que ahora se estén desacelerando, y que una oferta anual de más de medio millón de viviendas usadas no puede, tampoco, considerarse “restricción”, considerando que la población española apenas crece.

5. FINANCIACIÓN A LA PROMOCIÓN

Los datos del informe reflejan una reducción sistemática de financiación a la promoción, y compara esta situación con la de otros países como Estados Unidos, en los que los flujos de financiación han vuelto de manera natural al mercado permitiendo que los mecanismos de oferta funcionen casi como en el pasado. Entiende la autora que 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. *[Página 14 del Informe]*

¿Está de acuerdo con que la falta de financiación sea la causa de la insuficiente reacción de la oferta? En caso contrario, ¿a qué la achaca?

Únicamente el 50% de los panelistas internos y el 33% de los externos consideran que la falta de financiación sea la causa principal de la incapacidad de reacción de la oferta. Entre ellos, se mencionan otras causas adicionales como la inexistencia de suelo urbanizable en las zonas en que se acumula la demanda.

El resto de panelistas, en cambio, consideran que, aunque existe una cierta barrera en el ámbito de la financiación a la promoción, no es ésta la principal causa de la falta de reacción de la oferta, sino que lo es la ya mencionada falta de suelo en las escasas zonas en las que se concentra la demanda de vivienda nueva, acompañada de la debilidad estructural del sector de la construcción (por la ausencia de suficiente mano de obra cualificada y el incremento de los costes de materiales, mano de obra y transporte). Entre estos panelistas, se menciona que, ciertamente, las entidades financieras están siendo más cautelosas, si bien siguen proporcionando financiación a partir de unos niveles de preventa adecuados de los proyectos. Se comenta también que el incremento de los costes de construcción ha abocado a algunos promotores a detener el inicio de nuevos proyectos, al no poder trasladar este incremento al comprador final y no poder asumirlo mediante un ajuste de su margen de beneficio. Asimismo, se menciona en varias ocasiones el hecho de que la financiación a la promoción se ha ido alejando de la bancaria tradicional, de manera que actualmente muchas sociedades promotoras se financian en el mercado de capitales, mediante la emisión de deuda o de acciones.

En particular, se postula en algún caso que, con una demografía parada, una experiencia como la de nuestra crisis inmobiliaria y unos requerimientos prudenciales más sensatos que en el pasado, la actitud de las entidades bancarias evitando un excesivo apalancamiento de las promotoras inmobiliarias no debe tratarse como fallo de mercado. El hecho de que estas promotoras lleven 10 años fabricando un máximo de 100.000 viviendas al año podría tener su causa en la demografía, como explicación adicional de la prudencia bancaria, y por la debilidad del sector inmobiliario, basado históricamente en la especulación y escasamente capitalizado, para adaptarse a unas necesidades diferentes a las de un mercado de compraventa de primera residencia.

6. SITUACIÓN ESTRUCTURAL DE LA OFERTA

Los datos del informe revelan 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. La autora comenta que 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. Considera que esta situación, mantenida durante casi una década, se encuentra en la base de los problemas de escasez residencial que existen en la actualidad en España, y que afectan, especialmente, a los nuevos hogares. *[Página 18 del Informe]*

¿Está de acuerdo con este diagnóstico?

El 92% de los panelistas internos y el 50% de los externos coinciden con la autora en que las escasas cifras de actividad constructora de los últimos años constituyen el origen de los problemas de escasez residencial que existen actualmente en España y que afectan, especialmente, a los nuevos hogares. En algún caso se puntualiza, no obstante, que analizar la coyuntura es relevante para entender la situación, pues hasta el periodo post-confinamiento no se había registrado una señal de incremento de demanda tan clara, coincidiendo con un momento en el que la oferta ha encontrado dificultades para reaccionar (problemas en las cadenas de suministros, espiral inflacionista en el coste de los materiales de construcción, renegociación de presupuestos...). Se insiste, asimismo, en los factores que estarían detrás de estas escasas cifras de edificación: escasez de suelo urbanizable, dificultades/retrasos para la obtención de las licencias de edificación y, en ocasiones, cierta inseguridad jurídica frente a decisiones de las administraciones competentes.

Entre los panelistas que se muestran en desacuerdo, se menciona, por un lado, que el principal problema de escasez residencial radica, no tanto en los pequeños volúmenes de edificación, cuanto en la escasez de oferta de suelos finalistas en mercados atractivos para el desarrollo residencial, que sería la causa subyacente del primer factor. Se hace alusión a que los procesos urbanísticos son largos y muy costosos en España, por lo que no es posible desarrollar suelo en el momento en que la demanda lo necesita. Por otro lado, se argumenta de nuevo en el sentido de que el sector inmobiliario actual estaría demostrando poca capacidad para adaptarse a unas necesidades diferentes a las de un mercado de compraventa de primera residencia.

7. DEMANDA Y VOLUMEN DE TRANSACCIONES

Desde 2022, el importe de las transacciones se ha acelerado 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. Esta diferencia de 4 puntos porcentuales 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. *[Página 9 del Informe y Gráfico 10, panel A]*

¿Cómo interpreta que exista un desacoplamiento similar al de 2006 entre la evolución de la inversión en vivienda (FBKF) y el valor relativo de las transacciones sobre el PIB? ¿Cree que esto es indicativo de algún tipo de sobrecalentamiento, aunque sea de una naturaleza distinta al del ciclo anterior?

El 58% de los panelistas internos y el 60% de los externos descartan la idea de que exista ningún tipo de “sobrecalentamiento” en el mercado que pudiera estar siendo revelado por el desacoplamiento entre ambos indicadores. Se argumenta que, al contrario de lo sucedido en 2008, la escasa iniciación de vivienda y la rápida recuperación de la demanda han favorecido la reducción del stock de viviendas nuevas sin vender en los últimos años, persistiendo únicamente la sobreoferta en áreas muy localizadas. Por otra parte, los precios todavía se soportan por tasas de esfuerzo por debajo de las medias históricas y un mayor equilibrio entre oferta y demanda, salvo en algunas localizaciones. Actualmente, a diferencia de lo sucedido en 2007, el sector promotor está más saneado económicamente y muy profesionalizado, lo que también conduciría a una evolución hacia la construcción industrializada, reduciendo plazos de ejecución. Entre estos panelistas, se sugiere que el desacoplamiento actual entre ambos indicadores tiene su origen en el hecho de que las proporciones entre vivienda nueva y usada en el volumen total de transacciones han variado respecto a los años precrisis: ahora, el 90% de las transacciones corresponden a vivienda usada y, de éstas, muchas no se computan como parte de la Formación Bruta de Capital Fijo, dando lugar a la brecha detectada.

Por otra parte, se sugiere que, para la comparativa, se emplee el valor añadido del sector, en lugar de la formación bruta de capital. Se considera que el aparente “sobrecalentamiento” que expresa la gráfica podría ser una manifestación de un exceso de actividad transaccional. Si se dividiera el valor añadido por el sector entre la suma de ese valor añadido y las transacciones (siendo este segundo componente la producción bruta del sector), se obtendría una ratio de creación de valor. Cuando aumenta el valor de las compraventas, disminuye la ratio de creación de valor, lo que indica que un exceso de intermediación puede dar una falsa sensación de actividad.

Entre los panelistas que observan un cierto sobrecalentamiento, se considera en algún caso que puede haberse formado una pequeña burbuja, con efectos financieros menos serios, revelada por la pérdida de peso de las hipotecas en las compraventas de los últimos meses, que abundaría en la idea de mayor cantidad de compras para invertir o especular.

8. SITUACIÓN DE LA DEMANDA EXTRANJERA

Desde mediados del año anterior, el peso de la compra de no residentes ha aumentado 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, etc.). 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. *[Página 9 del Informe]*

¿Considera, en línea con la autora, que es la situación de seguridad jurídica y socioeconómica del mercado residencial nacional la que está detrás del aumento del número de transacciones de no residentes? En caso contrario, ¿a qué la achaca?

El 58% de los panelistas internos y el 83% de los externos consideran que, en efecto, la seguridad jurídica y socioeconómica de nuestro país sería uno de los alicientes principales del incremento de transacciones por parte de no residentes. Se comenta que dicho aumento estaría, asimismo, relacionado con la localización (clima, playa, etc.), con el nivel de precios del mercado residencial en España (muy asequible y con elevadas prestaciones para determinados niveles de renta extranjeros) y con factores como el ahorro acumulado, el cambio de preferencias y dinámicas de la demanda tras los confinamientos y la introducción del teletrabajo y la incertidumbre con respecto a la inflación, que también se han dado en otros países de Europa (de donde proceden la mayoría de los compradores).

En cambio, otros panelistas entienden que las causas principales serían otras distintas o adicionales a la mera seguridad jurídica, mencionándose algunas como la elección de zonas con clima muy benigno, extraordinarias comunicaciones internacionales y entornos con buenas infraestructuras sanitarias y educativas, la evolución del mercado turístico y de residencias permanentes de extranjeros en edad de jubilación, la fase expansiva del ciclo económico (mantenida por el exceso de liquidez internacional) e, incluso, el posible impacto del desplazamiento de personas con alto nivel adquisitivo desde zonas cercanas al conflicto de Ucrania.

9. PRECIOS DE ALQUILER

Los precios de alquiler en España crecen aceleradamente desde principios de 2022, y han alcanzado ritmos de expansión que han superado los niveles pre-pandémicos. *[Página 8 del Informe]*

¿Coincide con la autora en que la diferencia en los niveles de aceleración de 2022 con respecto a los de dos años atrás (que fueron menores al 15%) es debida al diferencial de inflación? ¿O existen otras causas adicionales para este repunte de las tasas de crecimiento?

El 67% de los expertos internos coincide con la apreciación de la autora, si bien puntualizan que el hecho de que el crecimiento de los alquileres sea muy dispar en la geografía española pone de manifiesto la existencia de otros factores adicionales, entre otros, la restricción de la oferta de alquiler (especialmente en algunas localizaciones), la localización, el ahorro acumulado, el cambio de preferencias y dinámicas de la demanda tras los confinamientos y la introducción del teletrabajo, así como la incertidumbre con respecto a la inflación y el propio nivel de precios del mercado residencial en España, muy asequible y con elevadas prestaciones para determinados niveles de renta extranjeros. Señalan que, en los núcleos urbanos donde ya había tensionamiento, la demanda se suavizó durante la pandemia, pero ha retornado a niveles habituales por la vuelta a la oficina y por el retorno del turismo.

Por su parte, otro 33% de los expertos internos y el 67% de los externos no están de acuerdo con la afirmación de la autora, por entender que la inflación no es el único motivo del aumento de los precios del alquiler, sino que existirían otras causas, como la preferencia por la venta, la falta de producto adecuado en el mercado, la demanda de ciudadanos del exterior, las últimas restricciones legales aprobadas en algunos mercados o el incremento de pisos de uso turístico, que disminuyen el volumen de oferta a largo plazo.