

# Ajuste compensado de la construcción

Manuel Balmaseda

Dolores García Martos\*

## 1. Introducción

La actividad económica en España se aceleró en 2006, continuando una fase expansiva que dura ya más de una década y que ha estado impulsada por la conjunción de dos factores: la integración en Europa y la inmigración. Ambos han tenido un impacto especialmente dinamizador sobre la actividad, particularmente de la demanda, en el corto plazo, aunque también constituyen choques estructurales que incidirán sobre la evolución en el medio y largo plazo. La integración en Europa supuso, en primer lugar, un incremento de los flujos, tanto comerciales como de inversión, y, en segundo lugar, la participación en la Unión Económica y Monetaria (UEM). El proceso de convergencia nominal de la economía española asociado a la creación de la UEM ha tenido como consecuencia una reducción de los tipos de interés nominales y de su volatilidad hasta niveles mínimos históricos. Ello se ha traducido en una disminución de los tipos de interés reales, que se mantienen en niveles históricamente bajos, lo que ha impulsado la demanda durante estos años. La inmigración, por su parte, ha tenido incidencia en el corto plazo especialmente sobre el mercado laboral. Los inmigrantes han supuesto más de una cuarta parte del empleo generado en España desde 2000, según la Encuesta de Población Activa del Instituto Nacional de Estadística (INE), lo que también se ha manifestado adicionalmente en el dinamismo de la demanda agregada, especialmente en vivienda y consumo privado.

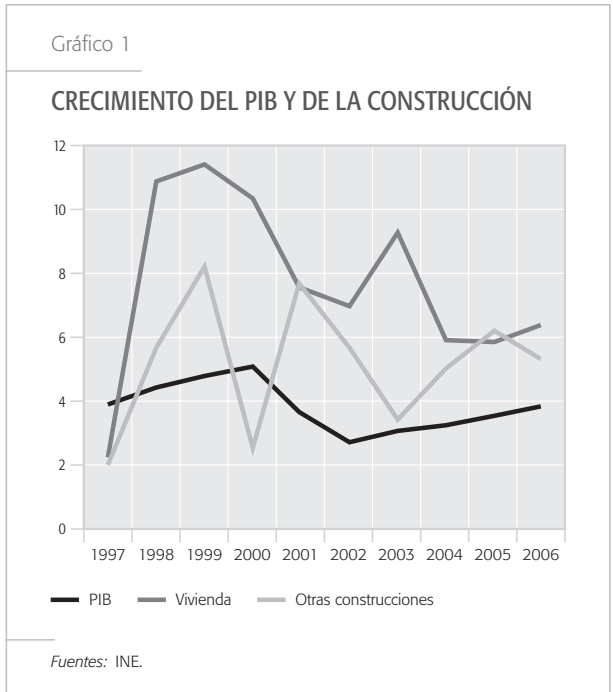
Estos impulsos han permitido que la economía española haya crecido de forma sistemática a tasas elevadas y por encima del ritmo de expansión de los principales países

\* CEMEX.

Europeos. Así, el PIB de España creció en la última década a un ritmo promedio del 3,8 por 100, muy por encima del 2,1 por 100 de crecimiento promedio de la UE-15 o del 2,3 por 100 de la UE-25 e incluso superior al 3,2 por 100 de Estados Unidos. El fuerte dinamismo de esta década se ha estado sustentado en la expansión de la demanda nacional. El consumo ha crecido a un ritmo promedio del 4,0 por 100, mientras que la inversión en construcción, el componente más dinámico, lo ha hecho a un ritmo promedio del 6,3 por 100. Este dinamismo de la actividad constructora se ha asociado al vigor de la demanda residencial, pero, como se puede observar en el gráfico 1, tanto ésta como la construcción no-residencial se han expandido a un ritmo superior al del PIB desde 1998 (crecimientos promedios del 7,7 y 5,2 por 100, respectivamente, de la construcción residencial y no-residencial). Ello se ha traducido en una ganancia de peso de la construcción en el PIB, lo que hace a la economía española más vulnerable a un eventual freno de esta actividad constructora.

## 2. La construcción en Europa

Como se puede ver en el gráfico 2, en 2005 la construcción en España suponía el 15,3 por 100 del PIB, 7,3 por 100 correspondiente a la inversión residencial y 8 por 100 a la obra no-residencial y civil. Este peso es muy superior al de los principales países desarrollados, que oscilaba en torno al 9 por 100 (Alemania, 9,3 por 100, Francia, 8,9 por 100, Italia, 9,4 por 100, Reino Unido, 8,2 por 100, o EE.UU., 9,6 por 100). Como se mencionó anteriormente, la experiencia de España, como la de Irlanda o Grecia, es fruto del impulso que ha supuesto la integración en Europa, tanto por el esfuerzo inversor en infraestructuras como por los incentivos que ha supuesto para la inversión resi-



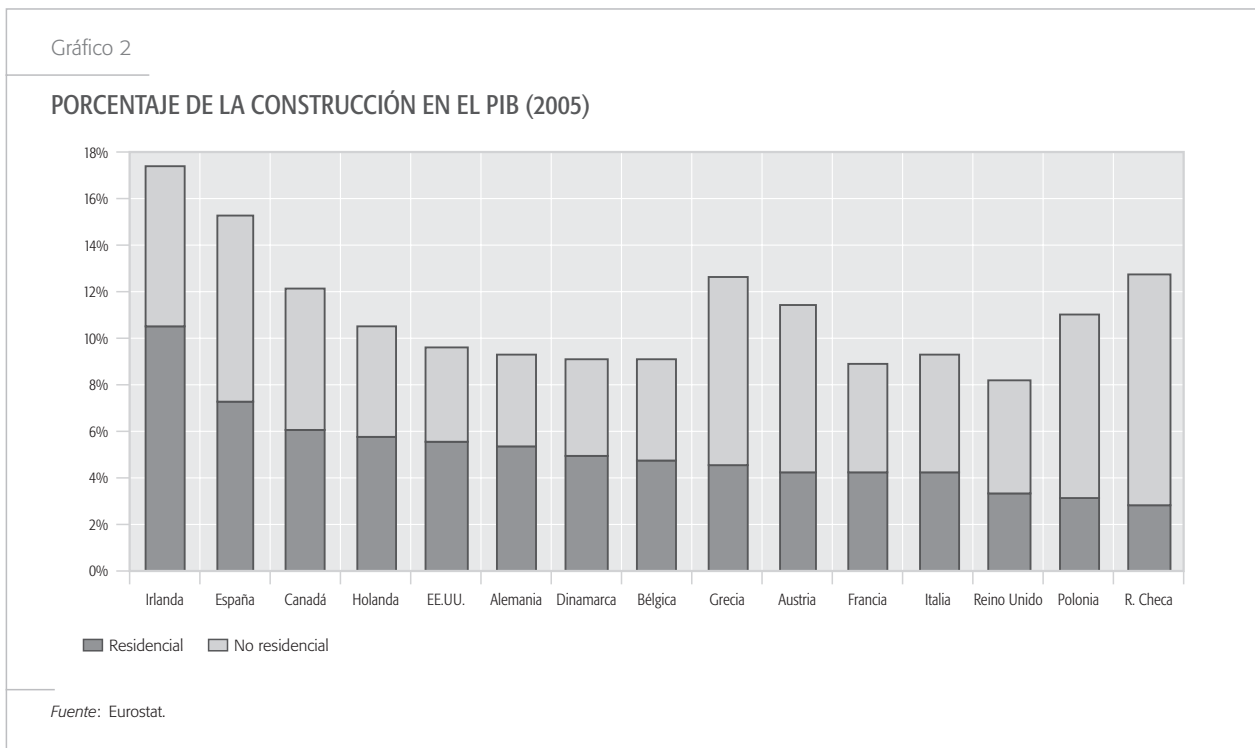
dencial. En los “nuevos” países de la UE, los del Este de Europa, se observa recientemente un creciente peso de la construcción no-residencial (Polonia, 8 por 100, República Checa, 10 por 100), que probablemente se incrementará en el futuro ante el necesario esfuerzo inversor que se financiará, al menos parcialmente, con los fondos de la UE.

Podría pensarse que, en la medida en que la economía española se desarrolle, el peso de la construcción en el PIB iría perdiendo peso hasta situarse en el de los países europeos. Si este ajuste se produjera de forma brusca tendría un impacto muy elevado sobre el conjunto de la economía española. Sin embargo, el período de convergencia puede ser largo, ya que las estructuras productivas de cada economía y su especialización dentro del área monetaria común son muy diferentes. En cualquier caso, la sostenibilidad de la expansión de la economía española pasa por el crecimiento sostenido de la construcción, o, por lo menos, por un ajuste paulatino y pausado de su ritmo de expansión.

En suma, el modelo de crecimiento de la economía española en los últimos años se ha sustentado en el comportamiento expansivo registrado por la construcción, en general, y del segmento de la vivienda, en particular, y su mantenimiento también depende de los fundamentos que subyacen de este dinamismo.

### 3. Cambio estructural en la demanda de viviendas

El actual ciclo expansivo de la construcción de viviendas se viene registrando desde hace más de diez años. En efecto, en 1994, tras varios años de retrocesos, la inversión residencial comienza un proceso de expansión que se prolonga



hasta el día de hoy. En concreto, en este período se ha experimentado un crecimiento medio acumulado del 8 por 100, tasa superior incluso a la registrada en el anterior *boom* de la vivienda de la segunda mitad de la década de los ochenta del pasado siglo, que se cifró en un 6,7 por 100. La pregunta es si el actual dinamismo de la construcción se puede mantener en el tiempo y con que intensidad. Esta es la misma pregunta que nos venimos planteando desde hace varios años, sin que la realidad muestre hasta el momento un claro agotamiento de este proceso expansivo.

Se estima que los niveles máximos de construcción residencial ya se han alcanzado y que este proceso, que ya está empezando a dar algunas muestras de moderación, se intensificará en breve. No obstante, existe un alto grado de incertidumbre, que se deriva de las dudas existentes sobre la intensidad con la que afectarán el agotamiento que están empezando a manifestar los factores, tanto de carácter económico como demográfico que hasta ahora han impulsado la construcción residencial. Y, entre ellos, hay que resaltar el papel jugado por la inmigración, cuya evolución futura es quizás la más incierta.

En el actual ciclo expansivo, a los clásicos factores determinantes de la demanda de vivienda (tanto la relativa a la primera y a la segunda, como la de carácter especulativo) como la renta disponible, y por ende el empleo, los salarios, los beneficios fiscales u otros elementos, el crecimiento demográfico (natalidad, *baby boom*, etc.) o los precios de la vivienda, se han sumado un nuevo conjunto de factores que son los que principalmente explican su intensidad y durabilidad. Estos nuevos factores han dado lugar a importantes cambios estructurales en la demanda de la vivienda, cuya previsión futura es difícil de cuantificar.

En relación con los factores de carácter económico, hay que mencionar el proceso de convergencia con Maastricht y la incorporación de España a la UEM, ya mencionado, que han propiciado una clara estabilidad financiera y cambiaria. De hecho, los tipos de interés hipotecarios reales han pasado de situarse en el 11 por 100, a principios de 1994, a estar por debajo del 2 por 100 en 2006. A ello se han unido unas condiciones financieras más flexibles, desarrolladas por el sistema bancario, con la finalidad de atraer a los posibles demandantes de viviendas. Entre ellas destacan el alargamiento de los plazos hipotecarios (hasta más de 40 años) y la ampliación de la oferta de productos financieros hipotecarios (prestamos del 100 por 100 del valor de la vivienda, con plazos de carencia, etcétera).

La estabilidad cambiaria, por su parte, junto con una situación de crecimiento económico y de estabilidad política ha propiciado la entrada de capital extranjero, princi-

palmente europeo, destinado a la compra de viviendas, básicamente en zonas costeras, que ha potenciado el desarrollo de toda la costa mediterránea y de las islas Baleares y Canarias. Otros factores, como la mejora de las comunicaciones entre capitales europeas con nuestro país o el abaratamiento de los medios de transporte internacionales, han favorecido igualmente la demanda exterior de vivienda. Según el Banco de España, la inversión extranjera en inmuebles registró un crecimiento medio del 15 por 100 entre 1994-2006, y todo ello a pesar de que en los últimos años se han registrado retrocesos.

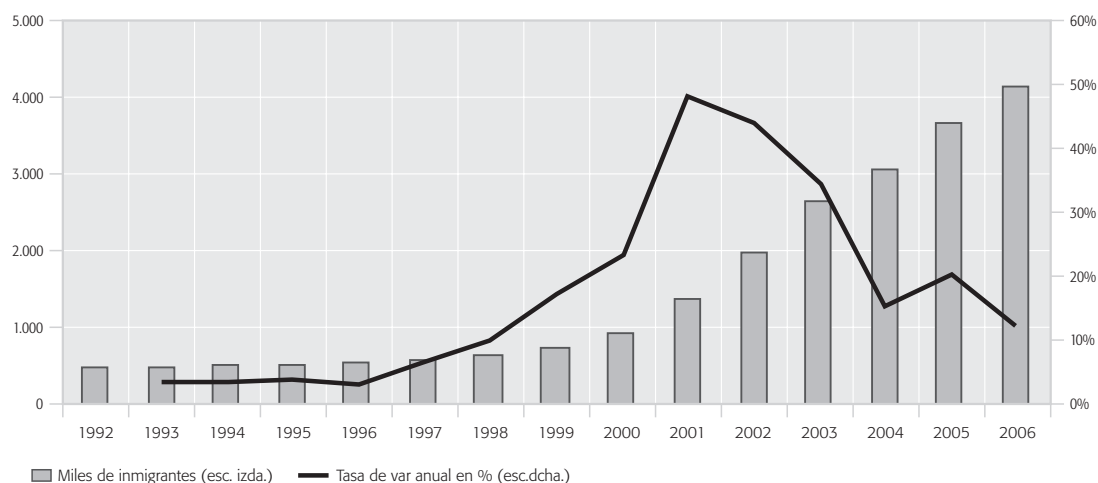
Pero no solamente se han producido importantes cambios en los factores que impulsan la demanda de viviendas desde la vertiente económica, sino que los determinantes demográficos también han registrado relevantes modificaciones. Así, el elevado aumento de hogares de la última década no se podría explicar con factores clásicos de crecimiento de la población; así, el número de matrimonios se ha mantenido prácticamente estable en este período en torno a los 200 mil al año. Además, al margen del efecto que el *baby boom* de los años sesenta y setenta del siglo pasado haya tenido en la formación de hogares, existen nuevos elementos que han dado lugar a un cambio estructural en la generación de los mismos, entre ellos el aumento de los hogares monoparentales, por el crecimiento del número de divorcios y/o separaciones, que se han duplicado en los últimos diez años.

Sin duda, la inmigración ha constituido uno de los más importantes, si no el principal, factor explicativo del actual ciclo expansivo de la construcción de viviendas. Tanto si se utilizan los datos del Padrón Municipal como otras fuentes estadísticas (Encuesta de Población Activa, etc.), se observa que la economía española viene experimentando un importante movimiento migratorio que ha sorprendido por su intensidad a todos los analistas y que es muy superior al vivido por otras economías de la UE.

Según los datos del Padrón Municipal, en los primeros años de la década de los noventa, el número de inmigrantes que residían en España era relativamente moderado. En 1994, estos se cifraban en torno a 500 mil, que representaban el 1,4 por 100 de la población residente. El flujo de inmigración se ha ido intensificando desde entonces hasta alcanzar los 4,1 millones de personas en 2006 (a 1 de enero), que representan el 9,3 por 100 de la población residente actual (véase gráfico 3). Es decir, en el transcurso de doce años, la población inmigrante ha registrado un aumento del 664 por 100. Fenómeno este claramente impredecible, que ha afectado considerablemente a la estructura productiva española (se estima que la población inmigrante ha contribuido en el 50 por 100 al crecimiento español de los últimos cinco años).

Gráfico 3

## INMIGRACIÓN



Fuente: INE.

La combinación de los factores mencionados ha hecho que el número de hogares haya pasado de 12,4 millones en 1996 a 16 millones en 2006. Es decir, en el transcurso de diez años, estos han registrado un crecimiento medio anual del 2,5 por 100. Es más, en los últimos años se viene produciendo un aumento de 500.000 hogares por año, frente a los 200.000 que se constituían a mediados de los noventa, lo que se traduce en un incremento sustancial de la demanda de vivienda.

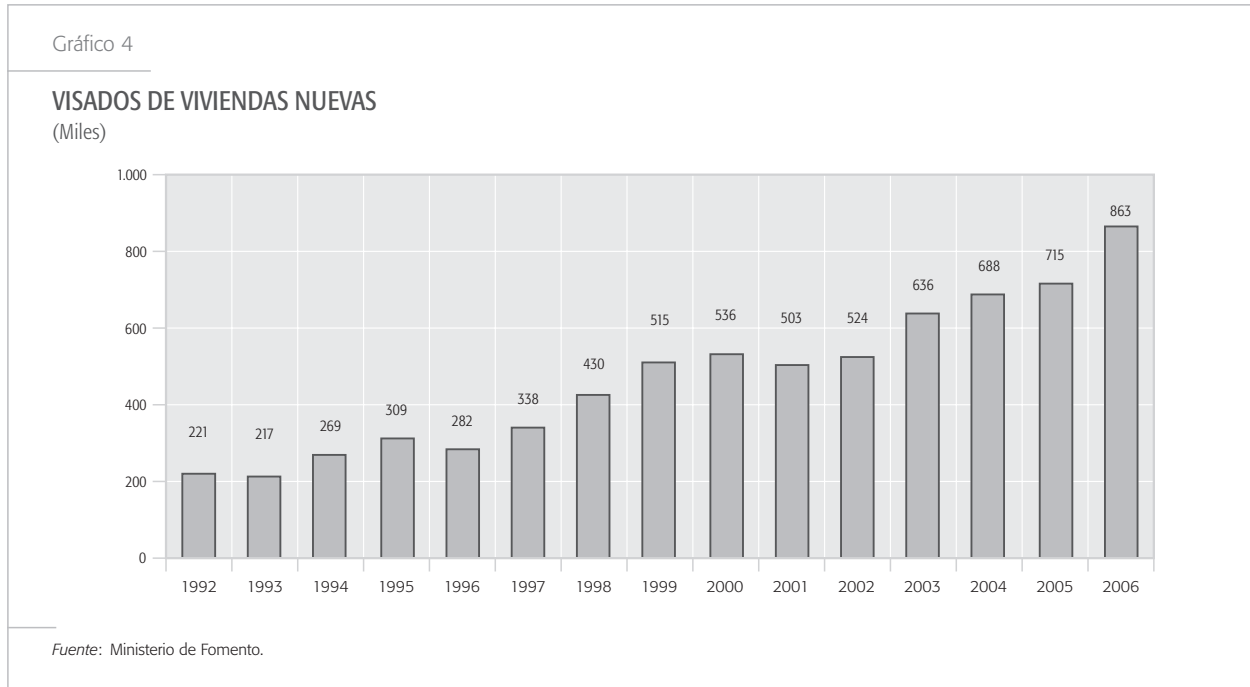
De cara al futuro, la previsión de formación de hogares, y por consiguiente de la demanda de vivienda, se complica por el grado de incertidumbre sobre la evolución demográfica futura, afectada principalmente por la dificultad de anticipar el flujo de inmigrantes. Esta incertidumbre se manifiesta claramente cuando uno observa las previsiones de población española a 2050 elaboradas por la ONU en 2005 y el INE en 2006. Estas previsiones difieren en más de 10 millones de personas. Mientras que las previsiones del INE anticipan un crecimiento de la población española hasta más de 53 millones en 2050, la ONU estima que la población española en 2050 será inferior a la actual.

#### 4. Moderación de la construcción de viviendas...

Ahora bien, los factores citados, que han explicado el positivo comportamiento de la vivienda en los últimos años,

están empezando a cambiar de tendencia. Así, la actividad económica comienza a desacelerarse, lo que se está traduciendo en una moderación del empleo, que se prolongará en el futuro próximo; los tipos de interés ya no sólo no están descendiendo sino que, por el contrario, están aumentando, quedándoles todavía cierto recorrido al alza. Por su parte, la inversión extranjera, como ya se ha comentado, viene registrando en los años recientes tasas de crecimiento negativas, siendo previsible que esta pauta continúe (si bien es difícil pronosticar su intensidad), lo que se podría explicar, en parte, por la pérdida de competitividad de España ante el elevado aumento de los precios inmobiliarios y la aparición de otros destinos diferentes a nuestro país como alternativa.

Por lo que respecta a la creación de hogares, en 2006 se observa ya una ligera atenuación, que se prolongará al futuro, como consecuencia de una minoración de las cohortes de población potenciales formadores de hogares, debido al agotamiento del efecto del *baby boom* y a un previsible menor flujo de inmigrantes. Según estimaciones del INE, en el mejor de los escenarios se podría esperar una entrada de inmigrantes en torno a las 300 mil personas en los próximos años, cifra que aun cuando fue estimada en 2005, resulta coherente con la moderación experimentada ya en 2006. En todo caso, el mayor grado de incertidumbre se centra en esta variable, ya que su comportamiento dependerá en gran medida de factores políticos que no se pueden prever, como la regularización de inmigrantes.



Por otro lado, el ritmo sostenible de formación de hogares se estima cercano a los 600.000 anuales para los próximos años, de los que unos 100.000 provendrían de la demanda de extranjeros y alrededor de 150.000 de inmigrantes. A pesar de este elevado número, se prevé una reducción muy significativa, del 33 por 100, de las más de 900.000 viviendas visadas en 2006 (gráfico 4).

## 5. ... y de los Precios

Consecuencia de la elevada demanda de viviendas, explicada por los factores expuestos, a la que se ha unido una gran liquidez en el mercado, por las favorables condiciones financieras globales, entre otros factores, se ha producido una importante espiral alcista de los precios de la vivienda. Y no ha sido hasta hace tres años en que este comportamiento se ha empezado a moderar

A este respecto, conviene señalar que para analizar los datos del período 1994-2006 existen dos fuentes de información. La primera es la estadística de precios de la vivienda elaborada por el Ministerio de Fomento hasta 2003 y la segunda por el Ministerio de la Vivienda desde dicha fecha y con datos hasta 1995. Si bien las dos fuentes muestran tasas de crecimiento muy similares en 2002-2003, se observan grandes discrepancias en el resto de los años. En todo caso, ambas indican que los precios de la vivienda han seguido una tendencia claramente aceleradora desde 1996 hasta 2003, año en el que aumentaron un 18,5 por 100,

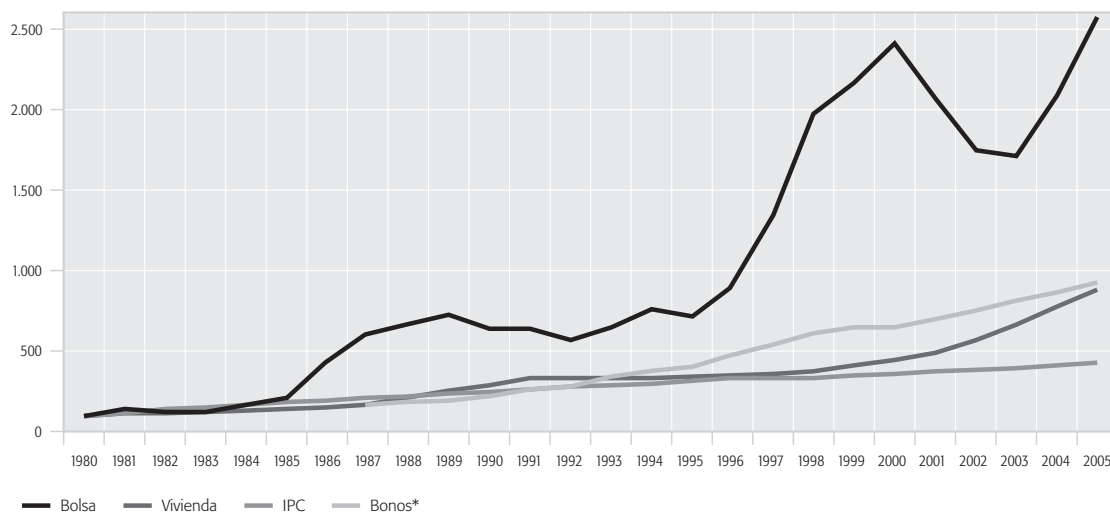
el máximo crecimiento de este período. Desde entonces, estos han ido moderándose suavemente hasta registrar tasas del 9 por 100 a finales de 2006 y 7 por 100 a principios de 2007. Es previsible que esta tendencia de desaceleración se prolongue en el futuro próximo hasta que los aumentos de precios de la vivienda se sitúen en el entorno de la inflación, es decir, en tasas cercanas al 2-3 por 100.

Llegados a este punto, conviene hacer notar que, a tenor de la evolución registrada por los precios de la vivienda, en diferentes ámbitos de opinión se ha venido hablando desde hace varios años de la existencia de una más que probable burbuja inmobiliaria, en la que el valor de la vivienda es muy inferior al que reflejan sus precios. Es decir, se ha venido apostando por una clara sobrevaloración de la vivienda, con lo que muchos analistas han venido apuntando a un más que probable riesgo de crisis del mercado residencial. Incluso aceptando dicha sobrevaloración, lo que ya no parece tan seguro es que dicha burbuja inmobiliaria exista y que, por tanto, estalle. De hecho, la moderación registrada en los precios en los últimos años, abandonando niveles de crecimiento de dos dígitos, lleva a concluir que el proceso de ajuste del mercado inmobiliario se está produciendo de forma paulatina y sin grandes problemas. Y este es el proceso más que probable que debemos esperar para los próximos años.

De forma más estructural, una vivienda, además de un bien de consumo, es también un bien de inversión, por lo que cabría esperar que tuviera una rentabilidad real positiva a medio-largo plazo. Es decir, esperaríamos que los au-

Gráfico 5

## ESPAÑA, EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS 1980 = 100



Fuente: Banco de España, INE y Ministerio de Fomento.

\* Datos disponibles desde 1987, por lo que en ese año se iguala el índice de rendimiento de k al precio de la vivienda.

mentos de precios inmobiliarios fueran superiores a los del IPC. Asimismo, la inversión residencial debería constituir una inversión relativamente segura, con un menor riesgo que la inversión en renta variable. De hecho, como se puede observar en el gráfico 5, la inversión residencial muestra una rentabilidad a largo plazo similar a la de los bonos, otro activo de bajo riesgo. Ello implicaría que la vivienda no está tan claramente sobrevalorada como podría parecer.

## 6. También la inversión pública

Pero no solamente el segmento de la construcción de viviendas ha tenido un comportamiento muy positivo desde mediados de la pasada década, sino que el resto de la construcción, que engloba tanto la edificación no residencial como la obra civil, también ha exhibido una pauta muy expansiva durante este período, creciendo el 5,2 por 100 en promedio, casi un punto y medio más que el conjunto de la economía. En el pasado, el INE publicaba datos desagregados de la formación bruta de capital fijo en edificación residencial, no residencial y en obra civil. El último cambio metodológico realizado por el INE en la Contabilidad Nacional Trimestral, base 2000, ha agrupado bajo el concepto "Resto de construcción" los segmentos de edificación no residencial y obra civil, lo que ha supuesto una pérdida de información ya que actualmente no

disponemos de un indicador "oficial" de la inversión en obra pública. Por tanto, es necesario recurrir a otras fuentes de información para obtener una visión de la evolución de la obra pública, que, por otra parte, es el que mayor peso tiene en este grupo.

Tanto a partir de los datos de SEOPAN, relativos a producción interna en obra civil, como las cifras de inversión publicadas por el INE en la Contabilidad Nacional Trimestral, base 1995, se observa que la obra civil se vio afectada por el proceso de reducción del déficit público de cara a cumplir con los criterios de Maastricht, lo que se tradujo en caídas de cierta intensidad en 1996 y 1997, principalmente en el primer año, que fueron sólo parcialmente compensadas por la construcción en edificación no residencial. Es a partir de 1998 cuando la obra civil comienza a registrar ritmos muy positivos de crecimiento, que se prolongan en la actualidad. En concreto, según los datos de SEOPAN, en el período 1998-2006 la producción de construcción en obra civil ha crecido a una media anual del 8 por 100 (4,6 por 100 si se incluyen 1996 y 1997).

El interés por parte de los sucesivos gobiernos de este período por aumentar nuestro nivel de infraestructuras queda patente en los dos planes de infraestructuras desarrollados en estos años. Ambos planes tienen por objetivo elevar el nivel de infraestructuras de España y acercarnos a los estándares europeos, así como facilitar el



crecimiento de las distintas regiones y aumentar la convergencia real con Europa. En primer lugar, se elaboró el Plan de Infraestructuras 2000-2005 que suponía una inversión de 114 millones de euros. Por tipo de inversión, el transporte por ferrocarril era el segmento con un mayor destino de los fondos (36 por 100), seguido por el de carretera (17 por 100) y el plan hidrológico (16 por 100). Posteriormente, en 2004, tras el cambio de gobierno se desarrolló un nuevo plan de infraestructuras, denominado Plan Estratégico de Infraestructuras de Transporte (PEIT) 2005-2020. Este nuevo plan contempla una inversión de 249 millones de euros y da prioridad al transporte de ferrocarril, como en el plan anterior, con un 43 por 100 de los fondos. La segunda prioridad es el transporte por carretera, que adquiere mayor relevancia (25 por 100) y, en tercer lugar, el transporte urbano (13 por 100). Este plan, en realidad, contempla parte de los proyectos ya incorporados al anterior plan de infraestructuras.

En términos anuales, el primer plan suponía un gasto de 12 millones de euros (en euros constantes de 2004) mientras que el segundo supone una inversión de 15,5 millones de euros (también de 2004), con un aumento del 30 por 100.

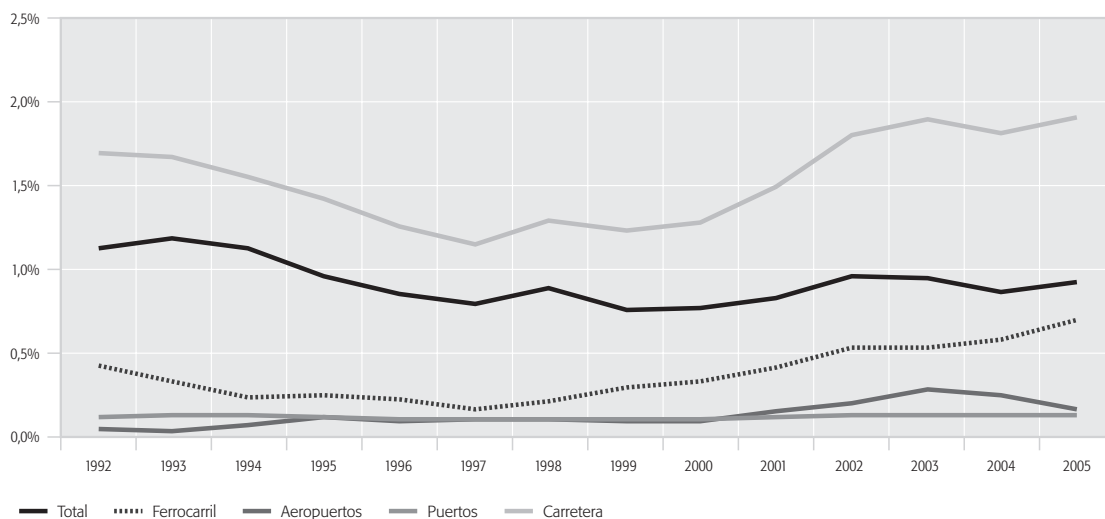
Como se observa en el gráfico 6, el esfuerzo inversor realizado por el sector público se ha reflejado en una tendencia creciente registrada por la ratio de inversión

en infraestructuras como porcentaje del PIB. Dicha ratio se situaba en el 1,9 por 100 en 2005 frente al 1,1 por 100 registrado en 1997, siendo en 2002 cuando realmente se observa un salto significativo, lo cual es muy relevante sobre todo teniendo en cuenta el notable comportamiento expansivo que ha venido exhibiendo el PIB en estos últimos años. Atendiendo al tipo de transporte, las inversiones realizadas en carreteras son las que mayor peso tienen en relación con el PIB, le siguen las destinadas a ferrocarriles, aeropuertos y finalmente a puertos. Las inversiones de infraestructuras ferroviarias son las que más se han intensificado desde 1997.

No obstante, a pesar de los esfuerzos realizados y el claro aumento de nuestro *stock* de infraestructuras, todavía queda un amplio trecho para situarnos en los niveles europeos. Los estudios realizados muestran que España aun se encuentra en los vagones de cola en lo relativo a capital público productivo. Así, en 2002, el capital público, del que el 63 por 100 son infraestructuras de transporte e hidráulicas, se situaba en *per cápita* un 34 por 100 por debajo de la media europea, tan sólo por delante de Portugal y Grecia. Según otro estudio, realizado por FUNCAS, si bien entre 1997 y 2005 nos hemos acercado al nivel de infraestructuras de transporte de Alemania o Francia, todavía estamos en torno al 50 y 44 por 100, respectivamente, del nivel alcanzado por estos países. En relación a la media de la Unión Económica y Monetaria (UEM) España

Gráfico 6

### INVERSIONES EN INFRAESTRUCTURAS/PIB (Porcentaje)



Fuente: SEOPAN.

se sitúa en el 55 por 100, y en el 51 por 100 respecto de la media de la UE-15. En definitiva, a España todavía le queda un amplio recorrido respecto de la construcción de obra pública. Ello es especialmente relevante si, tal y como estima el Fondo Monetario Internacional, el capital público es altamente productivo, con una elasticidad al *output* estimada del 0,39, y además supone una externalidad positiva para el resto de la economía.

## 7. A modo de conclusión

Todo apunta a que la construcción continuará teniendo un buen ritmo de actividad a corto plazo, con una desaceleración del sector residencial que no se verá compensada por la obra pública. En conjunto, en 2007 la inversión en construcción debería continuar creciendo a tasas superiores a las del PIB, aunque con un perfil de desaceleración a medida que avanza el año.

La sostenibilidad de la expansión de la economía española pasa por el mantenimiento del dinamismo de la construcción, dado su elevado peso tanto en el PIB como en el empleo. Ello implicaría el ajuste ordenado de la inversión residencial y el impulso de la inversión en infraestructuras. Los niveles alcanzados, tanto de actividad como de precios, en el sector residencial se presentan a todas luces como extremos, lo que apuntaría a su paulatina des-

aceleración. Sin embargo, el ritmo de expansión de los últimos años está sustentado en el cambio estructural de la economía española fruto, del proceso de integración en Europa y del choque demográfico que ha supuesto la inmigración. Simultáneamente, la flexibilidad del sistema financiero ha impulsado la demanda favoreciendo el aumento de los precios. La combinación de los niveles excesivos alcanzados y los sólidos fundamentos apuntan hacia un ajuste ordenado de la inversión residencial. Además, el modelo económico turístico y de segunda residencia requiere de un elevado dinamismo de la construcción, en particular durante el período de asentamiento de este modelo. En este sentido, la construcción residencial es altamente productiva, en la misma medida que la planta o el equipo de una fábrica.

En lo que respecta a la obra pública, el déficit de la economía española sugiere la necesidad de hacer un esfuerzo adicional que permita avanzar en el proceso de convergencia con los países líderes de Europa. Los planes de infraestructuras existentes y la licitación reciente apuntan en la dirección adecuada, pero incluso con estos planes la convergencia con Europa aún se sitúa en un horizonte demasiado lejano (2020, según el Informe Económico del Presidente del Gobierno 2007).

En definitiva, la construcción es uno de los pilares del modelo económico español y continuará siéndolo en un futuro.