

Condiciones de oferta y demanda del mercado inmobiliario español e implicaciones para la SAREB

María Arrazola, José de Hevia, Desiderio Romero-Jordán*
José Félix Sanz-Sanz**

Las actuales perspectivas macroeconómicas así como los factores demográficos que afectan al mercado inmobiliario español sugieren que no es probable una recuperación del mismo en el corto plazo salvo que las actuales expectativas mejoraran de forma notable. El plan de la SAREB para la venta de los activos recibidos contempla un periodo amplio de quince años, lo cual parece adaptarse a este escenario.

Han sido múltiples los factores, tanto de demanda como de oferta, que han alimentado la burbuja inmobiliaria en España en el período 1997-2008 y su "pinchazo" coincidiendo con la crisis financiera global. Este artículo examina los determinantes por el lado de la oferta y de la demanda en el mercado inmobiliario español tales como, entre otros, el crecimiento poblacional, la renta de los hogares, el desempleo, los costes de producción, los tipos de interés reales y los precios de la vivienda. Muchos de los factores que conjuntamente produjeron el boom inmobiliario entre 1997 y 2008 estarían ahora prolongando la crisis en el sector. El impacto negativo del débil crecimiento de la población y del elevado desempleo supera el efecto positivo sobre la demanda de precios de la vivienda más bajos. Este es el complejo escenario al que probablemente se enfrente la SAREB en el cumplimiento de su mandato para la venta de los activos transferidos desde el sistema financiero.

La burbuja inmobiliaria que se vivió en España entre 1997 y 2008 no hubiera sido posible sin la financiación prácticamente ilimitada que el sector inmobiliario recibió del sistema bancario español. Tampoco la crisis bancaria que sufre España actualmente se puede explicar sin el pinchazo de la burbuja inmobiliaria y sin tener en cuenta la excesiva e injustificada exposición al riesgo inmobiliario que el sector financiero español acumuló durante años. Tras el pinchazo, el enorme peso que los créditos al sector inmobiliario y a la adquisición de vivienda

tenían en los balances bancarios, fue el que acabó condicionando la viabilidad de una parte sustancial del sistema bancario español. La crisis bancaria sufrida en España ha sido de tal magnitud que obligó al Gobierno español a solicitar al Eurogrupo en 2012 una ayuda de hasta 100.000 millones de euros con objeto de sanear bancos y cajas de ahorros con dificultades. Esa ayuda se plasmó en el MoU (*Memorandum of Understanding*) correspondiente. Precisamente en el contexto del MoU se establece la constitución de la SAREB (Sociedad

* Universidad Rey Juan Carlos.

** Universidad Complutense de Madrid.

de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria), más conocida como “banco malo”, que se ha hecho cargo de los activos inmobiliarios de alto riesgo que poseían las entidades bancarias recapitalizadas y nacionalizadas. La SAREB va a gestionar activos por valor de alrededor de unos 55.000 millones de euros de los que, aproximadamente, dos tercios son préstamos y créditos vinculados al sector inmobiliario, mientras que el tercio restante son activos inmobiliarios. La SAREB gestionará la venta de unas 89.000 viviendas provenientes de entidades financieras nacionalizadas.

La SAREB pretende ser una herramienta fundamental del proceso de saneamiento del sector financiero español, pero también pretende que sus accionistas puedan obtener rentabilidad en el proceso de liquidación de los activos. El éxito en la gestión de la SAREB va a depender de muchos factores, pero sin duda, va a depender de las condiciones que existan en el mercado inmobiliario en el que va a operar. Precisamente, el objetivo de este artículo es analizar cuáles pueden ser esas condiciones, empleando para ello los resulta-

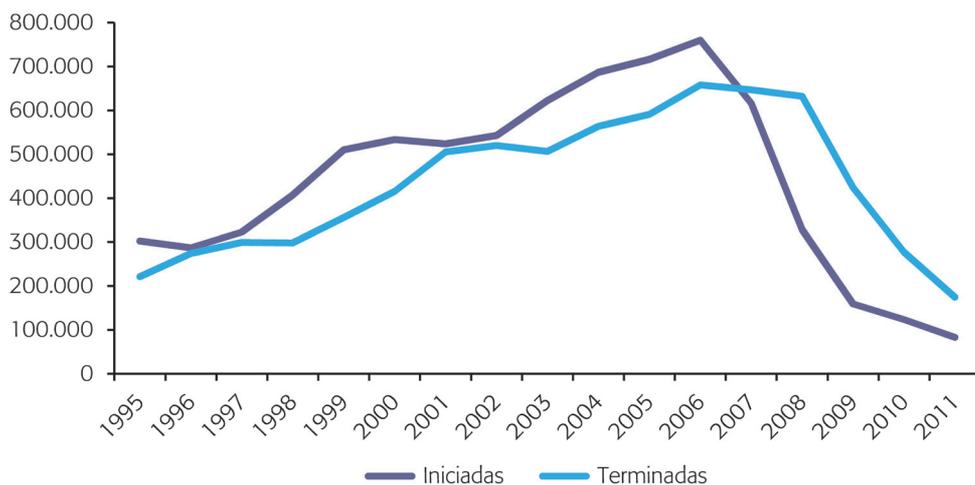
dos que hemos obtenido recientemente en una investigación sobre los determinantes de la oferta y la demanda en el sector inmobiliario español¹.

Mercado de la vivienda en España 1995-2012

Entre principios de los años setenta y la actualidad, el mercado de vivienda español ha sufrido tres *booms* inmobiliarios. El primero de ellos se inició a principios de los setenta y finalizó en 1973 coincidiendo con la primera crisis del petróleo. El segundo tuvo lugar entre mediados de los ochenta y principios de los noventa. El último *boom*, más intenso que los dos anteriores, se inició en 1997 y finalizó en 2008, coincidiendo con el inicio de la crisis financiera internacional. A este respecto, el gráfico 1 resulta muy esclarecedor, en él se recoge la evolución anual del número de viviendas iniciadas y terminadas en España entre 1995 y 2011. Se aprecia como entre los años 1997 y 2008 el número medio de viviendas iniciadas por año superó las 550.000 viviendas –con su pico

Gráfico 1

Evolución de las viviendas iniciadas y terminadas



Nota: Valores anuales agregados de datos mensuales.

Fuente: Ministerio de Fomento.

¹ Arrazola, M, J. de Hevia, D. Romero y J.F. Sanz (2013): *Determinants of the Spanish housing market over three decades and three booms. Long-run supply and demand elasticities*, mimeo.

máximo en 2006 en donde se alcanzó una cifra próxima a las 760.000—, pauta que con más de un año de retraso se repite en las viviendas terminadas. Como muestra de la intensidad de este *boom* inmobiliario baste decir que durante ese período, aproximadamente el 40% de todas las viviendas construidas en la Unión Europea (UE) estaban localizadas en España y que, tras el mismo, el *stock* de vivienda en España había aumentado en un 50%.

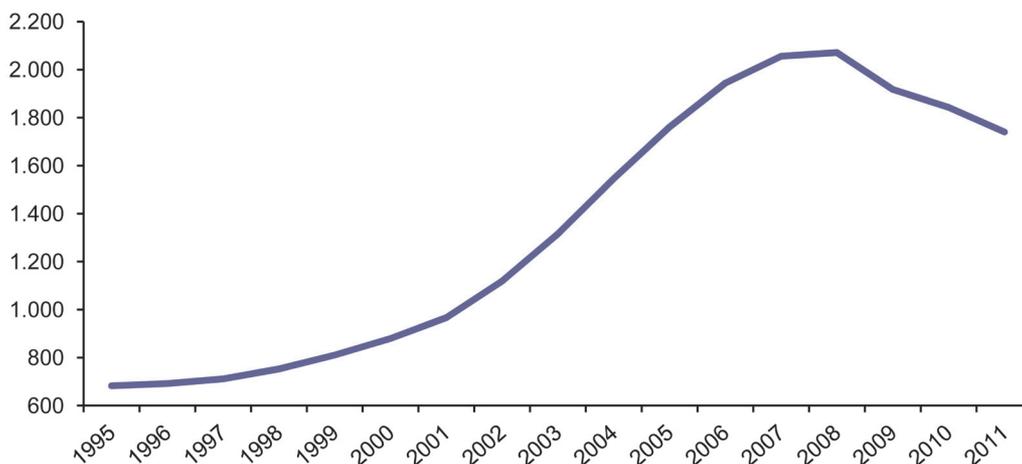
Como muestra de la intensidad del boom inmobiliario baste decir que durante el período 1997-2008, aproximadamente el 40% de todas las viviendas construidas en la Unión Europea (UE) estaban localizadas en España y que, tras el mismo, el stock de vivienda en España había aumentado en un 50%.

Aunque pueda parecer algo sorprendente, todo ese *boom* del sector de la construcción de viviendas tuvo lugar en un contexto de fuerte incremento de los precios. El gráfico 2 ilustra como entre 1997 y 2008 el precio medio del metro cuadrado de las viviendas libres pasó de unos 711 euros a unos 2.070 euros, es decir los precios casi se multiplicaron por tres.

Ese vertiginoso crecimiento de producción y precios en el sector inmobiliario español entre 1997 y el 2008 fue resultado de una fuerte presión simultánea de múltiples factores. Por el lado de la demanda, uno de esos factores que generó presión sobre el mercado de la vivienda fue el aumento de la población debido principalmente a la inmigración. Entre el año 1997 y el 2008 la población aumentó en España en unos seis millones de habitantes. Otros factores que alimentaron la demanda de vivienda durante esos años fueron, por un lado, la mejora del nivel de renta de los hogares españoles que, por ejemplo, en términos de Renta Nacional Bruta per cápita (medida en términos de paridad del poder de compra y en dólares corrientes) se multiplicó por dos entre 1997 y el 2008; y por otro, la mejora del mercado laboral y la consiguiente reducción de la tasa de desempleo, que pasó, del 22% en el año 1996 a alrededor del 8% en el año 2007. Tampoco puede olvidarse la histórica reducción de los costes de financiación para la adquisición de viviendas que se produjo, en un primer momento por los intentos de alcanzar los criterios de convergencia exigidos por Maastricht, y, posteriormente por la incorporación de España a la zona del euro. Así, si consideramos los tipos de interés nominales medios de los créditos hipotecarios para la adquisición de viviendas, en 1996 estaban alrededor

Gráfico 2

Evolución del precio del metro cuadrado de la vivienda libre



Nota: Valores anuales medios de datos trimestrales.

Fuente: Ministerio de Fomento.

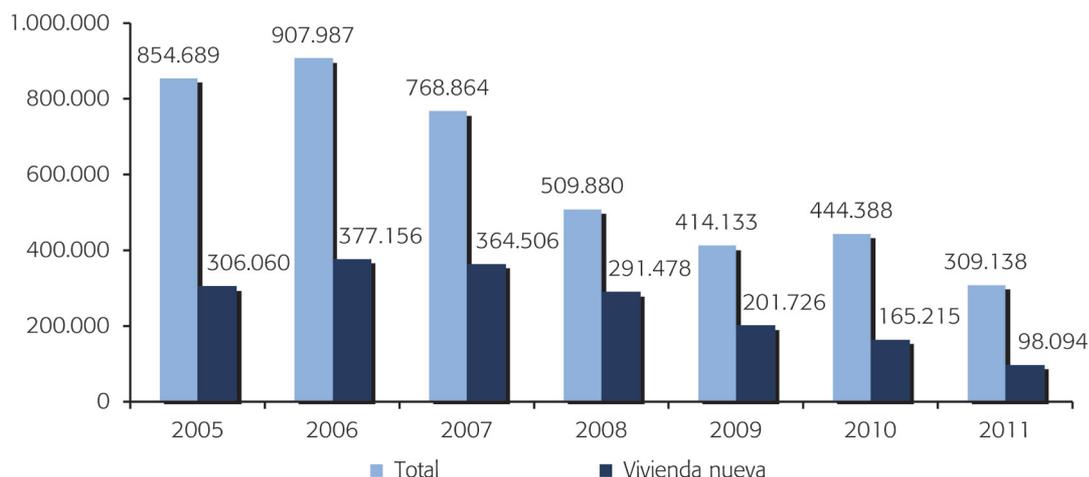
del 9%, bajaron al 6% en 1997 y se situaron por debajo del 5% a partir de 1998 y hasta 2007. En términos reales, en 1996 los tipos de interés superaban el 5%, pero entre 1999 y 2006 en pocas ocasiones superaron el 1%. A todos estos factores, hay que sumarles otros que también presionaron extraordinariamente sobre el mercado de la vivienda en España, como la inusual preferencia que tradicionalmente han tenido los españoles por poseer al menos una vivienda en propiedad², la existencia de unos incentivos fiscales muy favorables hacia la adquisición de vivienda y, por supuesto, la continua elevación del precio de la vivienda en términos reales lo que convertía a la adquisición de la misma en una inversión muy rentable. La conjunción de todos estos factores unida a las facilidades de endeudamiento para familias y empresas que se produjeron desde finales de los años 90, y que eran desconocidas hasta el momento en España, alimentaron el *boom* inmobiliario español. Se generó una gran burbuja inmobiliaria cuyo pinchazo ha tenido tan nefastas consecuencias sobre la economía española y su sistema financiero.

Sobre la magnitud del pinchazo inmobiliario los gráficos 1 y 2 son suficientemente ilustrativos. Así, por ejemplo, en términos de viviendas iniciadas entre el máximo que se alcanza en el año 2006 y el dato del año 2011 hay casi una caída del 90%. Y respecto a los precios, desde que se alcanzara el máximo nivel de precios de la vivienda libre en el año 2008 hasta 2012 los precios han bajado alrededor del 26%, lo que en términos reales supone una caída de algo más del 32%. En 2012 los precios del metro cuadrado de la vivienda libre habían retrocedido en términos nominales a niveles de los años 2004/05 y en términos reales a niveles de los años 2002/03.

La importante caída del nivel de precios de la vivienda no ha sido suficiente para estimular el mercado inmobiliario. Lo que ocurre es que los componentes que presionaban al alza el precio de la vivienda (población, renta, desempleo o facilidades de créditos), al margen de los precios, han dejado de hacerlo a partir de la crisis de 2008.

Gráfico 3

Transacciones de viviendas libres



Fuente: Ministerio de Fomento.

² En este sentido, los datos disponibles reflejan que el 83,2% de los hogares españoles tiene alguna vivienda en propiedad, cifra que es ligeramente superior a la existente en Irlanda (81,2%) y mucho mayor que la de otros países con mayor renta per cápita como Reino Unido (70,7%), Estados Unidos (68,7%), Alemania (41,0%) o Suiza (38,4%).

Sin embargo, la importante caída del nivel de precios de la vivienda no ha sido suficiente para estimular el mercado inmobiliario. Efectivamente, si nos fijamos en el gráfico 3 que recoge el número de transacciones inmobiliarias en el mercado de viviendas libres, se aprecia que el volumen total de transacciones en el período 2011/12 fue la tercera parte del volumen del período 2006/07. Igualmente, el gráfico 4, que presenta la evolución del *stock* acumulado de vivienda nueva sin vender, muestra como este creció enormemente a partir de 2007 y como se estabilizó a partir de 2009 en cifras próximas a las 700.000 viviendas. Lo que ocurre es que los componentes que presionaban al alza el precio de la vivienda (población, renta, desempleo o facilidades de créditos), al margen de los precios, han dejado de hacerlo a partir de la crisis de 2008. El crecimiento poblacional se ha ralentizado claramente a partir del 2008. Con anterioridad a ese año la población crecía a un ritmo alrededor del 1,6% anual. En el año 2011 el crecimiento fue de tan solo un 0,1%, y para 2012 de 0,16%. Igualmente la renta ha tenido una evolución bastante desfavorable en los últimos años en España. A modo ilustrativo, la Renta Nacional Bruta per cápita (medida en términos de paridad de poder de compra y en dólares corrientes) cayó entre 2008 y 2011 un 2,7%. Por supuesto, esa caída no es ajena a la nefasta evolución de las

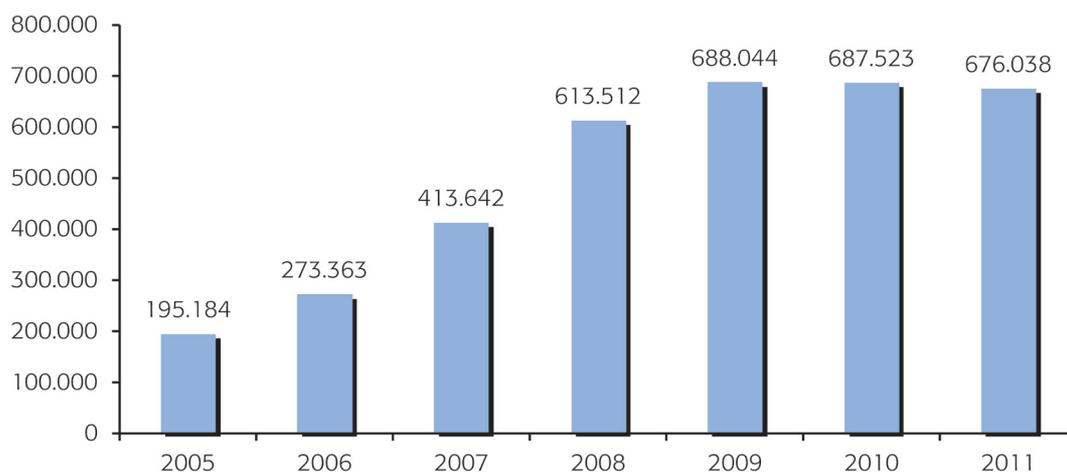
tasas de desempleo, que han crecido hasta llegar a niveles del 26% en el año 2012. Igualmente, la crisis financiera internacional y la crisis bancaria española han hecho desaparecer por completo las enormes facilidades que disponían empresas y familias para endeudarse antes de 2008. Parece que todos los factores que se conjugaron para alimentar el *boom* inmobiliario entre 1997 y 2008, se conjugan ahora para que la crisis en el mercado de la vivienda se prolongue varios años más.

Elasticidades de la demanda y oferta en el mercado de la vivienda español

En este contexto cabe preguntarse cuál es la sensibilidad del mercado de la vivienda en España ante los diferentes determinantes de la demanda y la oferta y, hasta qué punto los hechos estilizados descritos en el apartado anterior son coherentes con esas sensibilidades. Con este objetivo, y como se mencionó anteriormente, hemos llevado a cabo una investigación que analizaba por separado los determinantes de la demanda y la oferta de vivienda en España. Para ello se ha estimado un modelo empleando datos del valor en términos reales del *stock* bruto de vivienda en España, de los precios reales de la vivienda y de un conjunto de variables que, junto a los precios, pueden

Gráfico 4

Stock acumulado de vivienda nueva sin vender



Fuente: Ministerio de Fomento.

determinar la demanda (población, tipos reales de interés, una medida de renta permanente –PIB per cápita– y tasa de paro) y la oferta de vivienda (costes reales en el sector de la construcción y tipos reales de interés).

Un primer resultado interesante, aunque por otro lado previsible, es que cuando se produce un desajuste en el mercado de la vivienda, el proceso de ajuste temporal es mucho más lento en el *stock* de vivienda que en los precios. A este respecto, cuando medimos el retardo medio que transcurre desde que se produce un *shock* en el *stock* y precios de equilibrio hasta su transmisión completa al *stock* y precios observados, el período de ajuste del *stock* está alrededor de los trece años mientras que para los precios está alrededor de los dos o tres años.

Cuando se produce un desajuste en el mercado de la vivienda, el proceso de ajuste temporal es mucho más lento en el stock de vivienda que en los precios. El período de ajuste del stock está alrededor de los trece años mientras que para los precios está alrededor de los dos o tres años.

Respecto a la sensibilidad de la oferta y la demanda ante sus componentes, el cuadro 1 presenta un resumen de los resultados obtenidos. Se han llevado a cabo dos tipos de estimaciones según se fije (columnas II) o no (columnas I) la velocidad de ajuste hacia el equilibrio en el *stock* de vivienda. En cualquier caso, conviene señalar que el marco conceptual en el que se ha realizado el estudio parece funcionar mejor desde el punto de vista econométrico para la demanda que para la oferta.

Los resultados muestran que la demanda es en el largo plazo mucho menos sensible a los precios que la oferta. Como se puede ver en el cuadro 1, las elasticidades precio estimadas para la demanda han sido -0,156 y -0,165, según se imponga o no la velocidad de ajuste. Sin duda, este resultado es el que explica que aunque

durante el *boom* inmobiliario los precios se elevaron mucho, la demanda de vivienda no cayera, y que ahora que han disminuido notablemente los precios (por encima del 30% en términos reales entre 2008 y 2012) eso no sea un estímulo suficiente para la demanda. Por otra parte, las estimaciones de la elasticidad precio de la oferta son bastante diferentes según se imponga o no la velocidad de ajuste, 1.309 y 0.433, respectivamente. En cualquier caso, la oferta muestra mucha más sensibilidad que la demanda ante los precios. Lo cual también es plenamente coherente con lo que ocurrió con la construcción de vivienda durante el *boom* inmobiliario y el posterior desplome.

Por el lado de la demanda, y a diferencia de lo que ocurre con los precios, los resultados obtenidos muestran la existencia de una notable sensibilidad respecto a la evolución de otros factores. Así, las variaciones en el tamaño de la población parecen ejercer una importante presión sobre la demanda, siendo las elasticidades estimadas (ver cuadro 1) próximas a la unidad. Estos valores, sugieren que el incremento de la población pudo ser un factor clave en el *boom* inmobiliario 1997-2008 y que igualmente su estancamiento está incidiendo negativamente sobre la demanda actual de vivienda.

Igualmente la renta y la evolución de las tasas de paro parecen incidir de manera importante sobre la demanda de vivienda. Como se puede ver en el cuadro 1, las estimaciones de la elasticidad renta de largo plazo de la demanda están alrededor de 0,50 y la semielasticidad de la demanda a la tasa de desempleo está alrededor de -2, lo que muestra que renta y, especialmente, desempleo constituyen potentes palancas que incrementan o reducen la demanda de vivienda. De nuevo estos resultados, son coherentes con lo ocurrido entre 1997 y 2012. Explican cómo la fuerte caída del desempleo y la elevación de la renta estimularon el *boom* inmobiliario, y cómo la caída de la renta y, en especial, la espectacular subida del desempleo, han hundido la demanda de vivienda a pesar de la reducción de precios que se está produciendo.

En cuanto a los efectos de las condiciones financieras sobre el mercado de la vivienda, los

Cuadro 1

Valor del stock bruto de vivienda: estimación de elasticidades de largo plazo

	Demanda		Oferta	
	(I)	(II)	(I)	(II)
Precios reales de la vivienda	-0,165 (0,054)	-0,156 (0,076)	0,433 (0,048)	1,309 (0,591)
Población	0,941 (0,170)	0,965 (0,225)	-	-
Tipos de interés reales (*)	-0,358 (0,167)	-0,356 (0,160)	-1,167 (0,369)	-5,732(*) (3,190)
Costes reales de la construcción	-	-	-0,690 (0,075)	-0,327(*) (0,398)
Tasa de paro (*)	-2,116 (0,307)	-1,987 (0,875)	-	-
PIB per cápita	0,513 (0,031)	0,504 (0,066)	-	-

Notas: Errores estándar entre paréntesis

(*) Semielasticidades.

Fuente: Elaboración propia.

tipos de interés reales se muestran también como un importante determinante de la demanda y de la oferta de vivienda, lo cual es plenamente coherente con lo que ocurrió durante el *boom* inmobiliario. Efectivamente, la bajada de tipos de interés reales que permitió la entrada en la zona del euro, unida a unas enormes posibilidades de endeudamiento para empresas y familias, alimentaron tanto la oferta como la demanda de viviendas. Cabe señalar, no obstante, que como en el caso de los precios, la demanda es mucho menos sensible a los tipos reales de interés que la oferta. Concretamente, las semielasticidades de demanda estimadas han sido -0,356 y -0,358 mientras que en el caso de la oferta los valores obtenidos han sido -5,732 y -1,167. En cualquier caso, y aunque en el período 2007-2012 los tipos de interés reales han estado en media por encima de los del período 1997-2006, 1,7% frente a 1,1%, por el lado financiero, no parecen ser tanto los tipos reales de interés los que se encuentran detrás de la escasa dinámica del mercado de la vivienda, como las restricciones al crédito a las que ha obligado la crisis bancaria española y que ha hecho que se eleven sustancialmente las exigencias para la concesión de créditos incluso con garantía hipotecaria.

Por último cabe señalar respecto a la oferta, que hemos encontrado evidencia de que se muestra sensible al incremento de los costes de producción. En concreto, cuando se impone en las estimaciones la velocidad de ajuste se estima una elasticidad de -0,69.

En el contexto actual, ¿Cabe ser optimista respecto a la evolución en el corto plazo del mercado inmobiliario en España? ¿Cabe esperar una pronta reactivación de las transacciones en el mercado inmobiliario español? La respuesta es que no. Efectivamente, los resultados de nuestro trabajo y las previsiones que sobre la evolución de los determinantes de oferta y demanda inmobiliaria se manejan, no permiten augurar una reactivación del mercado inmobiliario español en el corto plazo. En un contexto en el que se prevé que la población siga estancada, la tasa de paro continúe aumentando, el PIB y la renta disponible de los hogares sigan débiles, las rebajas del precio de la vivienda que se están produciendo y que se van a seguir produciendo no parecen ser suficiente estímulo como para que se produzca una reactivación significativa del mercado inmobiliario en el corto plazo.

En este contexto, como ya se comentó, la SAREB va a gestionar la venta de unas 89.000 viviendas. El descuento medio de estas viviendas (respecto al valor original de mercado) estará próximo al 55%. Aunque el tamaño de dicho descuento es realmente elevado, todo apunta a que la velocidad a la que SAREB va a poder ir colocando ese *stock* de vivienda va a ser limitada.

Las dificultades a las que se enfrentará SAREB serán sin duda importantes dada la débil situación de la demanda interna. Sin embargo, el ritmo de las ventas podría ser más intenso del esperado si las expectativas de largo plazo sobre España y la zona del euro evolucionan favorablemente en el corto y medio plazo. Este escenario podría

actuar como palanca para atraer la demanda de no residentes, incluyendo fondos de inversión de todo tipo, atraídos por el fuerte ajuste experimentado por los precios³. Téngase en cuenta que entre 2008 y 2011, los precios de la vivienda han caído, en media, en términos nominales un 19%. No obstante, el ajuste ha sido mucho mayor en algunas zonas como por ejemplo la costa Mediterránea donde la caída en precios ha superado en algunos municipios el 30%. De hecho, tal nivel de ajuste se está acercando a las estimaciones más pesimistas de sobrevaloración de la vivienda, efectuadas por instituciones como el Banco de España o el Fondo Monetario Internacional, cifradas en valores próximos al 30%.

³ Los datos revelan que, tras años de caídas, el número de viviendas compradas por no residentes en 2012 se encuentra muy cerca de la situación existente en 2007, previa al fin de la burbuja inmobiliaria.