

Mercado de la vivienda en España: ¿se ha completado el ajuste?

José García Montalvo*

Existen señales, como la evolución reciente de los índices de precios de la vivienda, las operaciones cerradas y las tendencias en el mercado de la vivienda en España, que invitan a un prudente optimismo sobre la recuperación del sector. Los precios de la vivienda continúan sobrevalorados, pero mantienen una línea descendente.

El ajuste del mercado de la vivienda tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en España ha supuesto un reto sustancial para la economía. Hasta el momento, dicho ajuste se ha producido en gran medida vía cantidades y no vía precios. No obstante, la evolución reciente de los índices de precios de la vivienda, si bien no constituyen un aproximador exacto, permite colegir que los precios se han ajustado y siguen describiendo una senda descendente. Además, las operaciones cerradas en el mercado inmobiliario han aumentado tras los recientes cambios regulatorios en el sector financiero, a lo que se añaden algunas tendencias clave, como la irrupción de los bancos como uno de los principales actores del sector inmobiliario, el incremento de las compras al contado y el creciente papel jugado por los inversores y fondos de inversión extranjeros. Las últimas transacciones por parte de los bancos y el denominado “banco malo” (Sareb) también son un dato alentador. Pese a todos estos desarrollos, el stock de viviendas nuevas por vender continúa prácticamente inalterado y los bancos siguen acumulando inmuebles adjudicados en sus balances. Las ratios muestran que, si bien el mercado de la vivienda en España continúa estando sobrevalorado, el proceso de ajuste sigue su curso.

Introducción

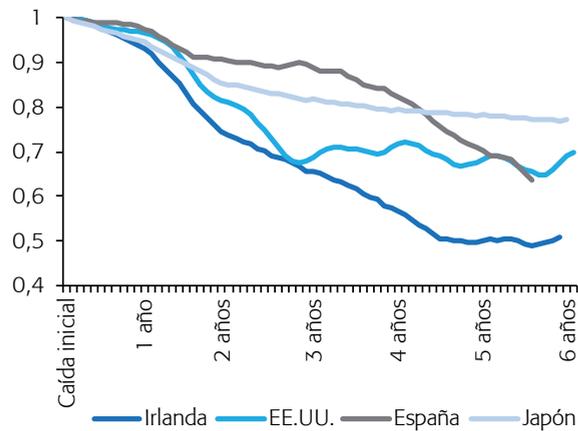
El mercado de la vivienda en España constituye el típico ejemplo de una enorme burbuja inmobiliaria que se pinchó tras el estallido de la crisis financiera en 2008. Las características específicas del mercado inmobiliario español han hecho que la evolución de los principales indicadores del sector de la vivienda difiera bastante de la de otros

países donde también se produjo una burbuja similar. Mientras que en algunos países, como Estados Unidos, el sector inmobiliario parece haber comenzado a recuperarse, en otros países como España persisten las dudas sobre el grado de recuperación. En este contexto, el presente artículo examina si el ajuste del mercado inmobiliario español se ha completado o no. Para analizar esta cuestión, se describe la situación actual del

* Catedrático de Economía, Universitat Pompeu Fabra y Fellow de ICREA-Academia.

Grafico 1

Evolución de los precios de la vivienda en varios países tras el pinchazo de una burbuja



Fuentes: US: índice compuesto Case-Shiller de 20 ciudades. España: INE. Irlanda: National Residential Property Price index. Japón: Nationwide residential urban land price (Japan Real Estate Institute); y cálculos propios.

mercado de la vivienda en España y sus perspectivas futuras.

La principal característica del mercado español es su ineficiente proceso de ajuste. A diferencia de los mercados eficientes, en España el ajuste se produce normalmente vía cantidades y no vía precios. Un ejemplo extremo de esto lo encontramos en el mercado laboral, donde pese al alarmante crecimiento del número de desempleados, el salario real ha seguido aumentando hasta hace muy poco. El mercado inmobiliario español es otro

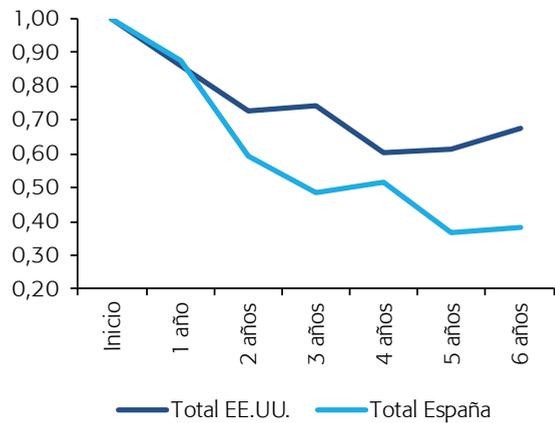
La principal característica del mercado español es su ineficiente proceso de ajuste. A diferencia de los mercados eficientes, en España el ajuste se produce normalmente vía cantidades y no vía precios.

¹ La caída inicial tiene lugar en periodos diferentes en cada país. En Japón, sucede en enero de 1991; en Estados Unidos, en julio de 2006; en Irlanda, en diciembre de 2006; y en España, en septiembre de 2007.

² El mensaje del cuadro es idéntico si trabajamos con precios deflactados de la vivienda. Existe una gran divergencia durante muchos años entre la rapidez del ajuste de los precios de la vivienda en España y en otros países donde también se produjo una gran burbuja inmobiliaria.

Gráfico 2

Evolución de compraventas de viviendas desde el inicio de la crisis



Fuentes: NAR, Census Bureau, Ministerio de Fomento y cálculos propios.

ejemplo de este tipo de ajuste. El gráfico 1 muestra el ajuste de los precios de la vivienda desde el inicio de la crisis en cuatro países representativos: España, Japón, Estados Unidos e Irlanda¹. En el gráfico se observa que la caída acumulada por los precios de la vivienda tras tres años de crisis en el sector fue de alrededor del 30% en Irlanda y en Estados Unidos. En España, dicha cifra se sitúa en torno al 10%². Incluso en Japón, donde el pinchazo de la burbuja inmobiliaria comenzó en 1991, el ajuste de precios se produjo inicialmente con mayor rapidez que en España, si bien se desaceleró al iniciarse el segundo año de crisis, y ha continuado hasta el día de hoy.

Como es obvio, la falta de ajuste de los precios de la vivienda con la rapidez adecuada conduce a un desplome de las ventas. El gráfico 2 revela que, transcurridos tres años desde la crisis, las ventas de viviendas en Estados Unidos mostraban una caída de un 25%, mientras que en España el des-

censo era de un 50%. Este hecho se ha traducido en un fuerte desplome de la construcción residencial nueva, cuya caída desde el máximo, en el caso de España, es del 92%.

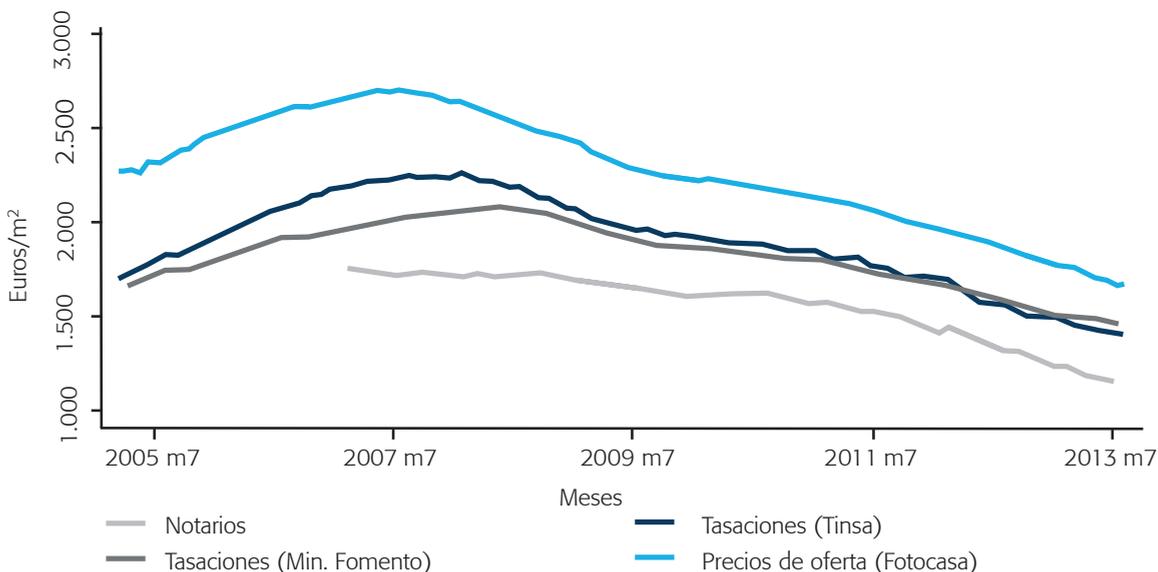
Evolución reciente

En todo caso, el análisis de la evolución de los precios de la vivienda en España se ve complicado por la existencia de una multiplicidad de indicadores, ninguno de los cuales se basa, estrictamente hablando, en precios de mercado. Es posible realizar alguna inferencia sobre el proceso de ajuste del mercado residencial español comparando la evolución de los diferentes indicadores de precios. El gráfico 3 muestra el nivel de cuatro índices: el precio de oferta de las viviendas construidas el-

borado por Fotocasa; el precio oficial de la vivienda según datos del Ministerio de Fomento (anteriormente, Ministerio de Vivienda), que se basa en la agregación de precios de tasación suministrados por numerosas sociedades tasadoras; los precios de la vivienda aportados por el Consejo General del Notariado de España³; y el índice del mercado inmobiliario español (IMIE), calculado por Tinsa, una de las principales tasadoras de España⁴. Es razonable esperar que los precios de oferta sean superiores a los precios de tasación y a los precios de los notarios. La diferencia entre los precios de tasación y los precios de los notarios se explica por la inercia del sesgo a "sobretasar" los inmuebles durante la burbuja, así como por la presencia de pagos de efectivo no declarados en muchas operaciones de adquisición de vivienda. Montalvo y Raya (2012)⁵ estiman que la divergencia entre el precio declarado y el efectivamente pagado

Gráfico 3

Evolución de varios indicadores alternativos de los precios de la vivienda en España



Fuentes: Centro de Información Estadística del Notariado, Ministerio de Fomento, Tinsa, Fotocasa y cálculos propios.

³ Existe otro índice de precios oficial elaborado por el Instituto Nacional de Estadística pero, al tratarse de un índice, no permite calcular los niveles originales. En principio, el índice de los notarios debería exhibir un nivel similar, puesto que la mayoría de las ventas son primero escrituradas ante notario y, posteriormente, se inscriben en el Registro de la Propiedad.

⁴ Téngase en cuenta que la metodología utilizada para construir estos indicadores es diversa y su cobertura geográfica podría no coincidir exactamente.

⁵ "What is the right price of Spanish residential real state?" 1 (3), en *Spanish Economic and Financial Outlook*, septiembre de 2012, 22-29.

Cuadro 1

Variación de los precios de la vivienda desde el pico

	Pico	Última observación	Cambio desde pico
Ministerio-Precios tasación	mar-08	jun-13	-29,5%
INE-Precios registrales	sep-07	mar-13	-36,2%
Fotocasa-Precios de oferta (Vivienda usada)	jun-07	jun-13	-33,6%
Colegio del Notariado	jul-07	jun-13	-34,9%
Soctas	dic-07	jun-13	-27,6%
Viviendas nuevas			
IMIE-Precios tasación	dic-07	jul-13	-37,6%

Fuente: Varias fuentes, como se indica en el cuadro, y cálculos propios.

se sitúa, de media, en el 8%. Como argumentamos en las siguientes páginas, el aumento de la proporción de compradores que no recurren a financiación ajena se ha traducido en la pérdida de relevancia de los índices basados en las tasaciones.

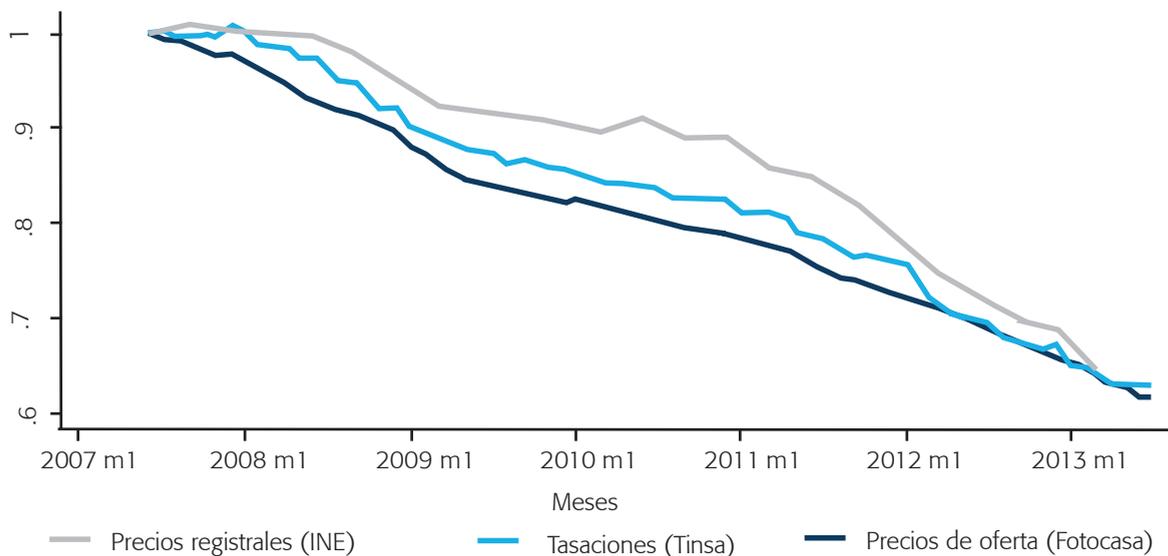
Existen algunos otros índices de precios. El cuadro 1 recoge todos los indicadores relevantes de los precios de la vivienda. Además de los anterior-

mente descritos, está el precio elaborado por la Sociedad de Tasación (Soctas) referente a la obra nueva residencial, y el índice del Instituto Nacional de Estadística (INE), que utiliza como fuente los datos del Registro de la Propiedad.

El cuadro 1 indica que la variación de los precios desde el máximo es aproximadamente del 35%, y dicha cifra es muy parecida en todos los indicadores a excepción del Soctas, probable-

Gráfico 4

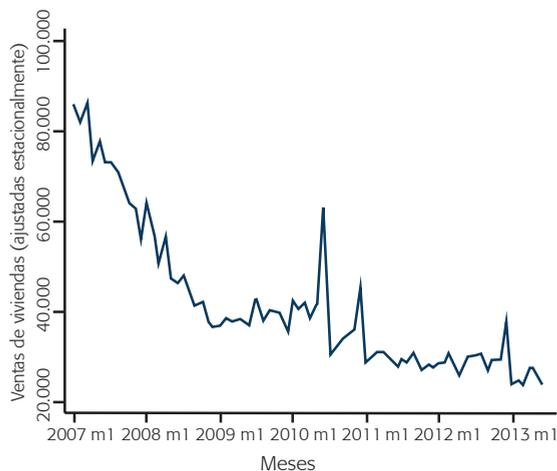
Evolución de los precios desde el inicio de la crisis inmobiliaria



Fuentes: Banco de España, Tinsa y cálculos propios.

Gráfico 5

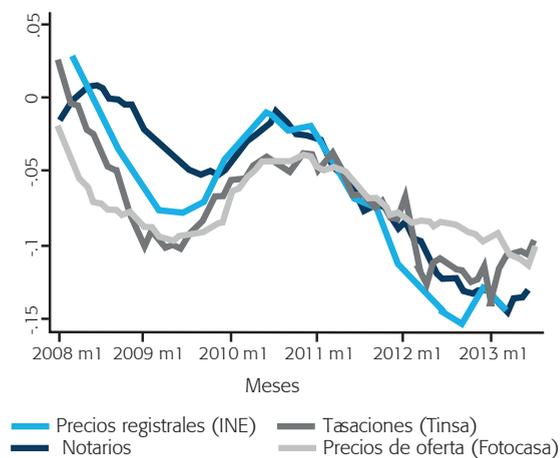
Compraventas de viviendas ajustadas por estacionalidad



Fuentes: Centro de Información Estadística del Notariado.

Gráfico 6

Variación de los precios según indicadores alternativos



Fuentes: INE, Tinsa, Consejo General del Notariado, Fotocasa y cálculos propios.

La variación de los precios de la vivienda desde el máximo es aproximadamente del 35%, y dicha cifra es muy parecida con independencia del indicador de precios utilizado.

mente porque este último se circunscribe solo a la vivienda nueva. El *timing* de la variación en los precios es tan interesante como la magnitud de la caída acumulada. El gráfico 4 muestra que los precios de la vivienda fueron convergiendo en los diferentes indicadores durante los primeros años tras el comienzo de la crisis. Así, los precios de oferta descendieron inicialmente con más rapidez que los precios de tasación, y estos con más rapidez que los precios del INE. Los precios de tasación se han ajustado a la baja con gran rapidez a partir de 2012, básicamente por el impacto de los decretos conocidos como Guindos I y II (reforma financiera impulsada por el Gobierno), que elevaban las provisiones sobre los préstamos al sector inmobiliario y sobre los activos adjudicados que figuraban en los balances de los bancos. No obstante, en

los últimos meses, los precios de tasación y los precios de oferta han moderado su ritmo de descenso, en tanto que el ajuste a la baja de los precios del INE se ha acelerado.

La evolución de las compraventas de viviendas muestra un patrón descendente con esporádicos repuntes, explicados por los frecuentes cambios en las condiciones fiscales aplicables a la compra de vivienda desde el inicio de la crisis. En el gráfico 5 se observa la evolución de las ventas ajustadas por estacionalidad tomando como fuente los datos del Consejo General del Notariado⁶. Pese a su carácter ajustado por la estacionalidad, los datos dejan entrever tres claros picos. El primero se produce en junio de 2010 antes de la subida del Impuesto sobre el Valor Añadido y del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales. Este último afectaba únicamente a algunas regiones (entre las más significativas, Cataluña, Andalucía y Extremadura). En diciembre de 2010 se aprecia otro pico ligado al aprovechamiento del último periodo de desgravación general de los intereses y el capital en los préstamos destinados a adquisición de vivienda.

⁶ La información de los Registros de la Propiedad ofrecida por el Ministerio de Fomento no es apropiada para analizar esta cuestión, ya que el proceso de registro puede tardar hasta tres meses, lo que distorsiona el patrón temporal de las ventas reales.

A partir de esa fecha, se suprime la desgravación por compra de vivienda para los contribuyentes con bases imponibles superiores a 24.107 euros. En enero de 2012, el nuevo gobierno investido tras las elecciones volvería a introducir la deducción general por compra de vivienda, que sería finalmente eliminada en diciembre de 2012. Ello se corresponde con el último pico del gráfico 5. Durante 2010, hubo una estabilización de las ventas y una desaceleración del ajuste de los precios (gráfico 6), atribuible básicamente a las expectativas de eliminación de los incentivos fiscales generales a la vivienda.

Situación actual

La situación actual se caracteriza por varios elementos distintivos. En primer lugar, el sector bancario se ha convertido en un actor fundamental del mercado de la vivienda y, por extensión, del mercado inmobiliario. Durante el primer semestre de 2013, los cinco mayores bancos de capital privado (La Caixa, BBVA, Santander, Sabadell y Popular) más el banco malo, el Sareb, vendieron cerca de 35.000 inmuebles, de los cuales el 5% correspondió al Sareb. Los inmuebles vendidos suponen el 25,5% de todas las transacciones realizadas sobre inmuebles en fincas urbanas (viviendas y otras propiedades vinculadas a ellas) durante el primer semestre declaradas por el Consejo General del Notariado. Esta proporción debería verse como una mera aproximación ya que, en sus datos publicados, los bancos no separan algunos inmuebles urbanos (viviendas, apartamentos, garajes y trasteros) del suelo y los inmuebles comerciales. Si tenemos en cuenta el número total de transacciones referidas a inmuebles urbanos, la proporción es del 20,2%. Es interesante observar cómo, pese a disponer solo de datos parciales, podemos concluir que los bancos están generando beneficios en estas ventas, ya que los precios a los que están cerrando las operaciones están, de media, por encima de su valor neto contable. La razón es que la obligación impuesta en 2012 por los decretos Guindos I y II de provisionar

los créditos dudosos y los inmuebles adjudicados redujo en gran medida su valor neto contable. La tendencia general a vender sus inmuebles aprovechándose de esta situación conducirá al final de estos beneficios.

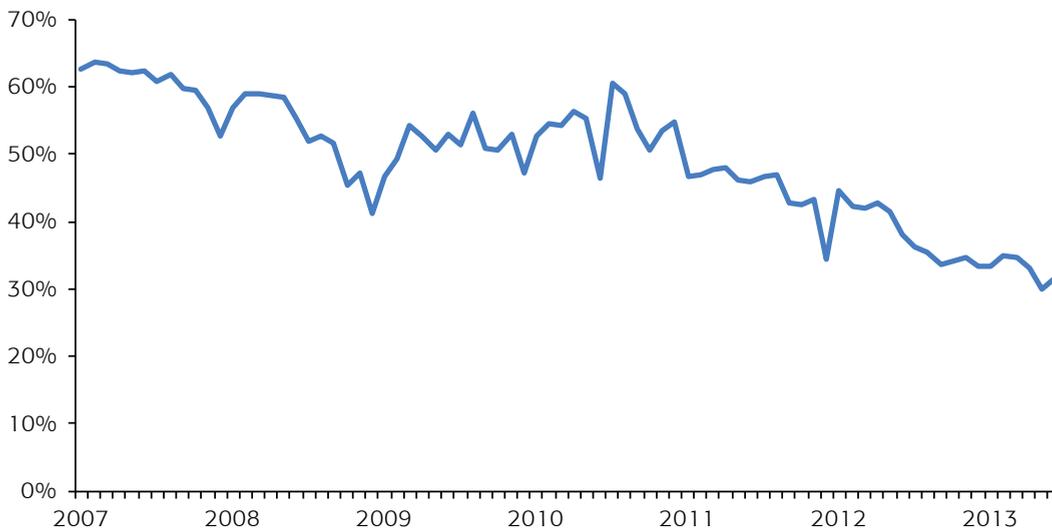
En segundo lugar, la proporción de compradores de vivienda que pagan al contado ha aumentado drásticamente⁷. Varias causas explican este fenómeno. Primero, la brusca reducción del precio de los inmuebles ha permitido a los compradores con ciertos ahorros costear el precio sin necesidad de solicitar una hipoteca. Segundo, los bancos han ajustado sus criterios de riesgo y han decidido reducir su exposición al sector inmobiliario. Ello ha provocado que resulte más difícil conseguir una hipoteca, y, cuando se consigue, el diferencial respecto al interés de referencia (euríbor) se ha multiplicado por entre 4 y 6 veces durante el último año y medio. Por último, el retorno de las opciones de inversión alternativas, y en particular de los depósitos, ha descendido de forma bastante significativa. A partir de los datos de Tecnocasa, un intermediario del mercado residencial, estimamos que durante el primer trimestre de 2013 la proporción de viviendas adquiridas sin financiación ajena fue de alrededor del 55%, y alcanzó el 60% en Barcelona. El Consejo General del Notariado estima que cerca del 70% de todas las transacciones se concluyeron sin mediar hipoteca (véase gráfico 7). Esta cifra se ha calculado dividiendo el número de nuevas hipotecas concedidas para compra de vivienda entre las ventas de viviendas en fincas urbanas. Banco de Sabadell sitúa el porcentaje de los inmuebles vendidos por su entidad sin hipoteca durante el primer semestre de 2013 en el 70%.

La tendencia hacia operaciones pagadas íntegramente al contado está asociada con la vuelta de los inversores al mercado. Según datos de Tecnocasa, estimamos que el 21% de los compradores durante el primer trimestre de 2013 fueron inversores, y las viviendas adquiridas tuvieron en su mayoría un valor inferior a los 100.000 euros. Conviene señalar que la recuperación del mercado

⁷ Esta tendencia convierte en menos relevantes los índices de precios basados en las tasaciones, al hacer redundante en muchas operaciones la necesidad de tasar la vivienda.

Gráfico 7

Proporción de ventas de viviendas financiadas con una hipoteca



Fuente: Consejo General del Notariado.

estadounidense también comenzó con una proliferación de operaciones por parte de inversores que se dedicaban a comprar propiedades baratas (entre 70.000 y 100.000 dólares) para convertirlas en alquileres. Este proceso fue acompañado de un incremento considerable del porcentaje de ventas al contado. Por ejemplo, durante el primer trimestre de 2013, el 65% de las viviendas en Miami se vendieron en operaciones al contado, frente al 16% en 2007. La proporción nacional de viviendas pagadas íntegramente al contado en Estados Unidos ha experimentado un fuerte salto en los últimos años, si bien existen discrepancias sobre su nivel exacto: la Asociación Estadounidense de Agentes Inmobiliarios (NAR) cifra dicha proporción en el 31%, mientras que según Goldman Sachs habría alcanzado el 57%, y Realty Trac la sitúa en un 40%. La NAR también estima que el 70% de todos los inversores en Miami no precisaron de hipoteca.

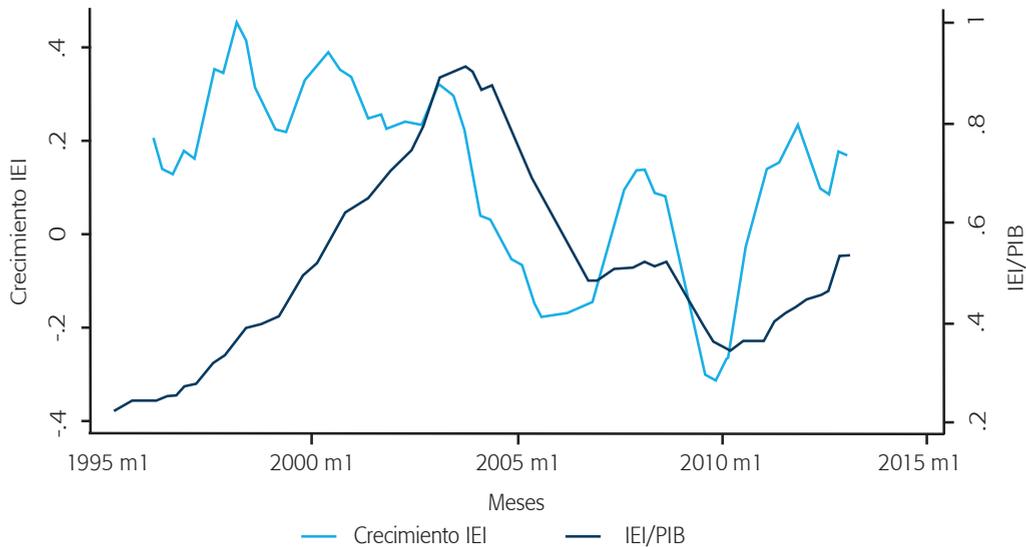
En tercer lugar, los compradores extranjeros están retornando al mercado inmobiliario español. El gráfico 8 muestra que la inversión extranjera en el mercado inmobiliario español crece a un ritmo del 16%. En el pasado, el comportamiento de los

inversores extranjeros tendió a anticiparse a los cambios en la evolución del sector. La inversión extranjera cayó a comienzos de 2005 en previsión del pinchazo de la burbuja. No obstante, si bien ha crecido desde el mínimo alcanzado en 2010, la ratio de inversión extranjera en inmuebles sobre PIB aún dista mucho de los niveles previos al estallido de la burbuja. Otra prueba de la creciente importancia de los extranjeros en el mercado inmobiliario español consiste en la proporción de extranjeros que adquieren inmuebles según datos del Registro de la Propiedad. Durante el primer trimestre de 2013, los inversores foráneos se apuntaron el 17,5% de las compraventas, mientras que en 2012, dicha cuota era de cerca del 12% y un año antes rondaba el 10%. De esos extranjeros, el 91,4% tenían su residencia en España.

Una última indicación es el interés de los fondos de inversión extranjeros, sobre todo durante los últimos meses, en la compra de inmuebles en España. Durante el primer semestre de 2013, las ventas de inmuebles no residenciales alcanzaron casi los 900 millones de euros (DTZ Consulting), aunque el primer trimestre no fue especialmente positivo. En contraposición con la situación de

Gráfico 8

Inversión extranjera en el mercado inmobiliario de España



Fuentes: Banco de España. IEI: Inversión extranjera en el sector inmobiliario.

2012⁸, cuando muchas grandes operaciones tuvieron como protagonistas a compradores españoles como Amancio Ortega⁹, los fondos internacionales están apostando por los inmuebles españoles. El cuadro 2 reúne algunas de las operaciones más relevantes y un puñado de operaciones pendientes de cierre durante 2013. También muestra que la actividad de los inversores internacionales se ha acelerado durante julio y agosto. El consenso entre los gestores de los fondos inmobiliarios internacionales era que, como condición previa para su entrada en el mercado inmobiliario español, requerían algunas operaciones de cierta envergadura, en concreto, a cargo del Sareb. Las recientes operaciones BULL y Bermudas del Sareb han ayudado a mejorar la confianza hacia la inversión en el mercado inmobiliario español (véase cuadro 2).

Hay que reconocer que algunas de estas operaciones no fueron transacciones sencillas en las

El consenso entre los gestores de los fondos inmobiliarios internacionales era que, como condición previa para su entrada en el mercado inmobiliario español, requerían algunas operaciones de cierta envergadura, en concreto, a cargo del Sareb. Las recientes operaciones BULL y Bermudas del Sareb han ayudado a mejorar la confianza hacia la inversión en el mercado inmobiliario español.

que se intercambiaba una carteras de inmuebles por efectivo. Por ejemplo, al vender una filial inmobiliaria de un banco nacionalizado, la operación no conlleva la transferencia de ningún inmueble, sino el derecho a gestionar los contratos del Sareb y recibir (una parte de) los honorarios y comisiones por la venta de las propiedades. El proyecto BULL tampoco es una operación sencilla. Según los tér-

⁸ La inversión en inmuebles por parte de los inversores internacionales es muy dependiente de las condiciones macroeconómicas en España. La mayoría de la inversión (42%) en 2012 tuvo lugar durante el cuarto trimestre, tras los comentarios de Mario Draghi sobre su compromiso de hacer todo lo que fuera necesario para mantener la unidad de la zona del euro. En 2012, los inversores extranjeros representaron el 46% de la inversión total.

⁹ Presidente fundador del grupo de moda Inditex. A principios de 2013 ocupaba el tercer lugar del ranking de Forbes de las personas más ricas del mundo, con un patrimonio neto valorado en 57.000 millones de USD.

Cuadro 2

Operaciones relevantes seleccionadas durante 2013

Mes	Activo	Vendedor	Precio (millones)	Inversor
Febrero	Fontanella 6-8 (Barcelona)	Generalitat Catalunya	25	Avignon Capital
Abril	Castellana 18 (Madrid)	Deutsche Bank	42	Ram Bhavnani
Abril	Edificio Apot	Ayuntamiento de Madrid	42,5	Rilafe
Mayo	Ronda Sant Pere 5	Casacuberta Inmuebles	19	Deka inmobilien
Junio	Antigua sede de Altae	Bankia	9	Norman Foster
Junio	Hotel Vela (Starwood)	FCC,Comsa-Ente, OHL y BCN Godia	200	Fondo Catarí Diar
Junio	Edificios públicos (13)	Generalitat Catalunya	172	AXA Real Estate
Junio	Caspe 6 (Barcelona)	Longshore (Drago Capital)		Inversor internacional
Julio	VPO Madrid (IVIMA): 1860 viviendas en alquiler controlado	Comunidad de Madrid	128,5	Blackstone y gestión de Magic Real Estate
Julio	@Mar Building	AXA Real Estate	17	Autonomy
Julio	Los Alcores, Mirador de Cuenca y Almazora	Morgan Stanely y Grupo Lar	30	Incus Capital Advisors
Julio	Serrano 60	La Caixa	42,5	Meyer Bergman
Julio	Edificio Corte Inglés (Plaza Catalunya)	El Corte Inglés	100	IVA Capital Partners
Julio	1.000 viviendas	BBVA	Aprox. 100	Grupo Baupost
Agosto	Operación BULL	Sareb	100	HIG Capital y gestión de Monthisa
Agosto	Operación Bermudas	Sareb	245	Burlington Loan Management Limited
Agosto	VPO Madrid (IVIMA): 2932 viviendas	Comunidad de Madrid	201,2	Goldman Sachs & Azora
Agosto	Parque Principado	SONAE y CBRE Global Investors	145	Intu Properties
Agosto	CXI Inmobiliaria	Catalunya Banc	40	Kennedy Wilson y Värde Partners
Agosto	953 propiedades inmobiliarias en un vehículo	Banco Sabadell		
Septiembre	Bankia Habitat	Bankia	40-90 ¹	Cerberus Capital Management
Septiembre	Servihabitat Gestión In (51%)	La Caixa	127-189 ²	Texas Pacific Group
Septiembre	Serrano 83	Dafor	14,6	Crescendo

Nota: Los precios de las transacciones se basan en la información pública disponible.

¹ Dependiendo del grado de desarrollo del plan del negocio.

² Valor final dependerá del volumen de activos de CaixaBank que serán gestionados por Servihabitat durante los próximos cinco años.

Operación	Vendedor	Descripción	Comprador potencial
Operación HARVEST	Sareb	22 parcelas (suelo), 5700 ha	
Operación RUNNER	Sareb	35% Parque Corredor (Torrejón de Ardoz)	
Operación BLUE	Sareb	Paquete de resorts	
Operación TEIDE	Sareb	Edificios terminados y en construcción	
Operación CORONA	Sareb	Espacio de oficinas alquilado en Madrid	
Edificios públicos	Gobierno España	1.500 edificios públicos	

Fuente: Elaboración propia.

minos del acuerdo alcanzado, el fondo de capital riesgo estadounidense HIG (51%) y el Sareb (49%) participarán en un Fondo de Activos Bancarios (FAB). El modelo es *vendor financed*, lo que significa que el Sareb financiará parte del precio pagado por Bayside Capital, una filial de HIG Capital. Banco de Sabadell ha vendido un vehículo de titulización que cuenta como subyacente con 953 viviendas de la antigua caja de ahorros CAM. Solvia, la inmobiliaria de Banco de Sabadell, seguirá encargándose de encontrar compradores para ellas, y percibirá a cambio comisiones de mantenimiento y sobre las ventas.

Aunque muchos expertos han pronosticado que la participación del Sareb en el mercado inmobiliario

ejercerá una fortísima presión a la baja sobre los precios de la vivienda, es improbable que esto suceda. Contrariamente a lo que solemos escuchar, el Sareb es, mayormente, un tenedor de créditos inmobiliarios. Con unos activos totales de 50.700 millones de euros, sus inmuebles en cartera (suelos y edificios en construcción y terminados) suponen únicamente 11.300 millones de euros. Y el número de unidades terminadas a la venta asciende a algo más del 10% del *stock* total de viviendas nuevas por vender¹⁰. La gran aceleración en el ajuste de los precios de la vivienda se produjo tras los decretos sobre provisiones Guindos I y II, que eliminaron parcialmente los incentivos de los bancos para seguir valorando a precios de tasación inflados los activos inmobiliarios adjudicados.

Cuadro 3

Ejecuciones hipotecarias de los principales bancos privados españoles

	Fin dic. 2012		Fin jun. 2013		jun-13	Dic. 2012-Jun. 2013	jun-13
	NAV	Cobertura	NAV	Cobertura	GAV 2013	Aumento NAV	Cobertura
De promotoras y constructoras							
Santander	2.906	3.650	3.125	3.917	7.042	7,54%	55,62%
Popular	3.772	3.613	4.158	3.845	8.003	10,23%	48,04%
BBVA	4.001	4.893	3.876	4.987	8.863	-3,12%	56,27%
Sabadell	4.037	3.217	4.473	4.110	8.583	10,80%	47,89%
Grupo "La Caixa"	5.417	5.531	6.071	6.708	12.779	12,07%	52,49%
De hogares							
Santander	707	454	728	446	1.174	2,97%	37,99%
Popular	665	351	732	379	1.111	10,08%	34,11%
BBVA	1.492	1.020	1.766	1.142	2.908	18,36%	39,27%
Sabadell	2.397	1.197	2.073	1.014	3.087	-13,52%	32,85%
Grupo "La Caixa"	1.458	946	1.599	1.240	2.839	9,67%	43,68%
Total							
Santander	4.323	4.913	4.562	5.213	9.775	5,53%	53,33%
Popular	5.402	5.191	5.998	5.508	11.506	11,03%	47,87%
BBVA	5.873	6.103	6.081	6.489	12.570	3,54%	51,62%
Sabadell	6.712	4.735	6.643	5.463	12.106	-1,03%	45,13%
Grupo "La Caixa"	7.174	6.720	8.065	8.329	16.394	12,42%	50,81%
TOTAL	29.484	27.662	31.528	31.002	62.530	6,93%	49,58%

Nota: NAV significa Valor Neto Contable. El Valor Bruto Contable se representa con las siglas GAV. La rúbrica total incluye además otros deudores e instrumentos de capital y de financiación de empresas con inmuebles ejecutados. Fuente: Información financiera publicada por los bancos (1er semestre) y cálculos propios.

¹⁰ Nótese que las unidades del Sareb incluyen viviendas de nueva construcción y usadas.

Pese a las tendencias anteriormente mencionadas en el mercado de la vivienda en España, persisten dos cuestiones importantes por abordar. La primera es la evolución del *stock* de viviendas nuevas por vender. Pese a la falta de estadísticas oficiales actualizadas, algunos cálculos aplicando la metodología más reciente adoptada por el Ministerio de Fomento cifran dicho volumen en 811.000 viviendas a finales del primer semestre de 2012¹¹. Este número ha oscilado en torno a las 800.000 unidades desde finales de 2010, lo que significa que el mercado sigue siendo incapaz de absorber las construcciones nuevas, aun cuando la actividad constructora se ha ralentizado notablemente respecto al periodo anterior. La segunda cuestión atañe a la cantidad total de activos adjudicados contabilizados en los balances de los grandes bancos que no transfirieron la mayoría de sus carteras inmobiliarias al Sareb. Ya hemos mencionado que los grandes bancos españoles están vendiendo sus activos adjudicados a un ritmo mucho mayor que en el pasado. Con todo, están acumulando activos inmobiliarios, lo que significa que nuevos inmuebles están entrando en sus balances más

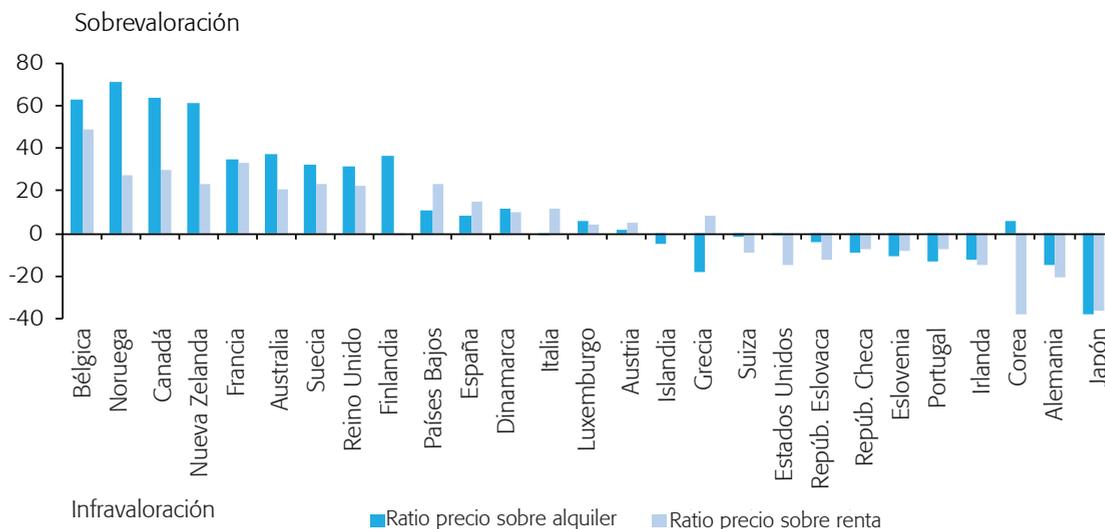
rápido de lo que son capaces de venderlos. Así, el cuadro 3 muestra que durante el primer semestre de 2013, los cinco mayores bancos acumularon cerca de 62.000 millones de euros (valor bruto contable) y sus posiciones inmobiliarias se incrementaron en un 6%. En torno a un 72% de dichos activos proceden de promotores y constructores, y un 57% corresponde a suelo. Las ejecuciones hipotecarias y daciones en pago de clientes minoristas son el 18% del total, aunque el repunte de la tasa de morosidad entre el segmento minorista podría traducirse en una aceleración de los activos adjudicados en el futuro. Su valor neto contable asciende a 31.000 millones de euros entre los cinco mayores bancos, y alcanza hasta los 39.000 millones de euros para el conjunto del sector.

Lo que deparará el futuro

Existe una percepción, generalmente aceptada, de que dos ratios son más idóneas que los precios para analizar la situación del mercado de la vivienda¹². La primera es la ratio de precio de la

Gráfico 9

Ratios de precio sobre alquiler y precio sobre renta familiar: comparativa internacional



Fuentes: OCDE.

¹¹ CatalunyaCaixa (2013), *Informe sobre el sector inmobiliario residencial en España*.

¹² Desafortunadamente, la Unión Europea decidió recientemente incluir solo el índice de los precios de la vivienda en el procedimiento de desequilibrio excesivo, en lugar de estos dos indicadores.

vivienda sobre alquileres, que básicamente calcula la rentabilidad del mercado del alquiler. Este indicador es relevante para los inversores (especialmente hoy, pues el futuro del mercado de la vivienda en España pasa por el mercado del alquiler) y para la demanda de servicios inmobiliarios (la decisión entre comprar o alquilar). El segundo parámetro es el precio sobre la renta familiar, que es el indicador más relevante para la demanda local. El gráfico 9 muestra la estimación de la OCDE de ambos indicadores respecto a su media a largo plazo en una amplia muestra de países. En Estados Unidos, los precios de la vivienda han tocado fondo *undershoot* y están subiendo. De hecho, el indicador compuesto según la metodología Case-Shiller usando una muestra de 20 ciudades ha aumentado a una tasa anual del 12,1% durante el ejercicio terminado en junio de 2013, si bien el ritmo de subida se está frenando. Los precios de la vivienda en Irlanda también parecen estar infravalorados y en fase de estabilización. España figura en el grupo de países con sobrevaloración, y donde los precios de la vivienda continúan tendiendo a la baja. Según el índice precio-renta disponible de la OCDE, la magnitud de la sobrevaloración sería del 15%, mientras que según la ratio precio-alquiler es del 8%¹³. Ahora bien, estos índices son sensibles al período utilizado para calcular la media a largo plazo y a la forma de definir las variables. Si utilizamos la renta familiar disponible como denominador de la segunda ratio, y lo comparamos con la media del período anterior a 2001, la sobrevaloración según el índice precio-alquiler seguiría siendo del 29%. Obsérvese que aunque los precios de la vivienda (numerador)

están disminuyendo, también lo está haciendo la renta disponible (denominador), lo que reduce la velocidad de ajuste de la ratio para una caída dada de los precios de la vivienda. Por su parte, la ratio precio de la vivienda-alquiler sigue estando muy lejos de su media a largo plazo, pues la rentabilidad del alquiler ronda el 4,53%, cuando la media a largo plazo es de alrededor del 6%. De todos modos, este segundo indicador es menos fiable en el caso de España, debido a que la encuesta sobre el mercado de alquiler de 2006, utilizada para fijar el alquiler de referencia, es cuestionable.

De forma adicional, los modelos VAR predicen una caída de los precios del 9% en 2013¹⁴, con una leve aceleración durante los dos trimestres finales. Por último, los precios de la vivienda usada son bastante sensibles a los cambios en el sentimiento del mercado. Cuando el mercado mejora y los precios se recuperan o frenan su ritmo de caída, la vivienda usada se encarece más rápido que la obra nueva. Lo contrario sucede cuando el mercado se deteriora. No hay ninguna señal en la evolución relativa de los precios de la vivienda usada frente a los de la obra nueva que nos lleve a esperar un cambio de tendencia, y todo apunta a nuevos descensos de los precios. En resumen, prevemos que los precios de los activos inmobiliarios y, en particular, del segmento residencial, continúen cayendo con rapidez durante algún tiempo. Quizá esto no sea una mala tendencia si sigue atrayendo inversores extranjeros, pues ayudará a mejorar el acceso a la vivienda para las familias españolas y estimulará el mercado del alquiler.

¹³ *The Economist* utiliza un período de referencia diferente y concluye que la sobrevaloración actual de los inmuebles residenciales en España es del 12,9% según la ratio precio sobre renta y del 11,1% según el índice precio sobre alquiler.

¹⁴ García-Montalvo (2013), *Predicción de los precios de los activos inmobiliarios en el segmento residencial*, mimeo.