

El mercado inmobiliario en España: el comienzo de una lenta recuperación

*Santiago Carbó Valverde** y *Francisco Rodríguez Fernández***

La mayoría de los indicadores sugieren que el mercado inmobiliario español se está estabilizando desde finales de 2014. Después de seis años de ajuste, la caída desde máximos del precio de la vivienda se estima alrededor del 30%-40% dependiendo de las fuentes empleadas. La recuperación es todavía incipiente, pero la mejora de las transacciones y el crecimiento de los contratos hipotecarios parece refrendar que ya se ha iniciado. En cualquier caso, aunque es posible esperar que el precio de la vivienda se incremente de 2015 en adelante, su aumento será moderado, dado que las condiciones de demanda y oferta se ven afectadas por los niveles de desempleo y la deuda de los hogares. Por otro lado, sería conveniente una mejora de las estadísticas de los precios de la vivienda —al menos comparadas con las de otros países— para un seguimiento adecuado de las tendencias en un mercado tan relevante.

El precio de la vivienda alcanzó su máximo en el tercer trimestre de 2008, cuando el índice del Ministerio de Fomento (con base 100 en 2005) fue 124,6, y ha caído de forma sostenida hasta 87,3 en el tercer trimestre de 2014, creciendo en el cuarto hasta 87,6. El número total de hipotecas cayó desde 326.978 en 2013 hasta 314.018 en 2014. No obstante, el volumen total prestado se incrementó desde 37.400 millones a 41.200 millones en el mismo periodo. En consecuencia, el importe medio de las hipotecas se ha incrementado desde 114.637 euros en 2013 a 131.127 euros en 2014. En cualquier caso, el esfuerzo para comprar una vivienda es todavía desigual

territorialmente. El número de salarios necesarios para pagar una vivienda era de 6,1 en España a comienzos de 2015 y varía regionalmente desde 4,1 en Castilla-La Mancha hasta 8,8 en las Islas Baleares.

La medición del precio de la vivienda en España

Aunque la crisis financiera ha respondido a una variedad de factores, las burbujas inmobiliarias fueron una característica común en algunos de los países que más la sufrieron. España es uno de los principales ejemplos. La caída del precio de la

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

vivienda tuvo un impacto negativo significativo tanto en el sector bancario como en la economía en su conjunto. Esto ha dado pie a varios análisis y opiniones que sugieren, entre otras cuestiones, que la economía española debería ser más diversificada y depender en menor medida del sector de la construcción. Todo ello sumado a las repetidas críticas al conjunto de incentivos legales para la promoción inmobiliaria y a la necesidad de regulaciones más proactivas y preventivas que eviten una especulación excesiva.

En cualquier caso, al margen de las correcciones necesarias, el sector inmobiliario y de la construcción es de indudable relevancia para el crecimiento económico de España. Ahora que la economía se está recuperando, el papel de la construcción será tarde o temprano significativo. Un ejemplo reciente han sido los datos de afiliación a la Seguridad Social en febrero de 2015. De los 96.909 nuevos afiliados —el mejor resultado de creación de empleo en el mes de febrero desde 2007— la construcción contribuyó más que ningún otro sector de la economía con 26.068.

A pesar de la importancia de la construcción, los estándares de la calidad informativa de los indicadores del precio de la vivienda no son comparables con los utilizados en otros países como Estados Unidos. El índice *Standard and Poor's Case-Shiller* en Estados Unidos, o el *HM Land Registry* en el Reino Unido, se basan en series de ventas. Ponen el foco en transacciones específicas. Otros indicadores, como el *Census Bureau Constant Quality House Price Index* en los Estados Unidos, tienen en cuenta una aproximación “hedónica”, al considerar las diferencias en la calidad de los inmuebles vendidos.

En España, el índice de precios oficial publicado por el Ministerio de Fomento se basa en el valor de tasación calculado para propósitos de petición de hipotecas. Esto excluye adquisiciones hechas en efectivo u otras formas diferentes de acceso más allá de las hipotecas. Además, hacer tasaciones lleva algún tiempo y esto causa un retardo, por lo que aquellas no suelen reflejar la evolución actual del mercado.

Las compañías de tasación como Tinsa o la Sociedad de Tasación también publican sus índices, pero obviamente están basados en tasaciones y, por tanto, tienen los mismos problemas informativos.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha comenzado recientemente a publicar un índice de precios basado en transacciones registradas en escritura pública. El índice utiliza una corrección hedónica, lo que representa una mejora. No obstante, hay un número de razones —entre las que destacan las fiscales— para creer que las transacciones en registros públicos no reflejan los verdaderos precios acordados por las partes en una compraventa.

Todos los índices oficiales presentan, por lo tanto, desventajas en la medida en que no reflejan los precios actuales de las transacciones. En ausencia de otros indicadores oficiales, existe alguna información complementaria interesante en páginas web de compraventa como Idealista.com o Fotocasa. Sus índices se basan en los precios anunciados por los vendedores. Aquí el problema es el opuesto al de las escrituras públicas: los precios suelen incorporar un descuento cuando la transacción se completa y, por tanto, el valor anunciado suele ser mayor que el final.

El ajuste de los precios de la vivienda en una crisis bancaria suele llevar más tiempo en España que en otros países. Hasta 2011 no tuvo lugar una caída significativa del precio de la vivienda —un 12,7% anual— mientras que en otros países de la UE que habían experimentado burbujas inmobiliarias se observaron caídas de precios en torno al 40% desde 2008 hasta 2010.

Tomando otras referencias históricas —como la de la crisis española de la década de 1970— el ajuste del precio de la vivienda en una crisis bancaria suele llevar más tiempo en España que en otros países. Como muestra el cuadro 1, hasta 2011 no tuvo lugar una caída significativa del pre-

cio de la vivienda, cuando la reducción anual fue del 12,7%. No obstante, en otros países de la Unión Europea que han experimentado también

burujas inmobiliarias significativas, se observaron caídas significativas del precio de la vivienda en torno al 40% desde 2008 hasta 2010 (cuadro 1).

Cuadro 1

Variación interanual del precio de la vivienda

(en porcentaje)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*
Eurozona	-1,1	-1,1	1,1	-0,2	-2,1	-1,8	0,5
Unión Europea	-2,5	-1,8	1,1	-0,7	-1,4	-0,4	2,3
Bélgica	3,3	-0,9	4,6	3,5	1,1	1,1	-0,8
Bulgaria	11,7	-25,7	-5,0	-5,8	-1,3	-1,2	1,8
República Checa	:	-6,7	-0,1	-0,9	-0,7	0,2	2,9
Dinamarca	-11,0	-4,8	2,5	-5,6	1,3	3,6	3,3
Alemania	0,3	2,9	-0,5	4,2	5,0	1,5	:
Estonia	-19,6	-33,6	12,9	11,8	5,8	15,6	13,2
Irlanda	-12,4	-18,6	-10,5	-16,7	-4,5	6,4	15,0
Grecia	7,4	-0,9	-3,6	:	:	:	:
España	-5,2	-4,4	-1,4	-12,7	-12,8	-6,3	0,3
Francia	-3,4	-3,3	7,0	3,7	-2,0	-1,6	-1,2
Croacia	1,9	-4,3	-8,9	-1,6	-4,4	-14,4	2,6
Italia	:	:	:	0,3	-5,2	-5,3	-3,8
Chipre	-0,9	-6,2	-5,1	-8,3	6,4	-8,5	-1,7
Letonia	-17,8	-29,3	-2,4	3,6	7,4	8,2	11,7
Lituania	-2,5	-31,1	1,4	5,6	-1,2	3,0	10,1
Luxemburgo	2,3	-0,4	5,4	5,4	3,8	4,2	4,9
Hungría	-1,7	-7,9	-0,5	-2,9	-5,2	-0,6	3,8
Malta	9,3	-7,7	-0,5	1,5	6,1	-2,5	3,9
Holanda	-0,6	-4,8	-0,9	-3,4	-7,0	-4,4	1,2
Austria	:	:	:	6,4	6,5	3,3	0,7
Portugal	:	2,3	-0,9	-7,5	-4,0	0,6	4,9
Rumania	:	:	-13,4	-17,1	-1,3	0,2	-2,3
Eslovenia	-0,2	-8,1	-0,2	1,4	-8,8	-4,4	-5,4
Eslovaquia	1,0	-11,2	-1,8	-2,3	-2,9	2,2	1,2
Finlandia	-3,2	7,7	4,4	1,9	3,1	0,5	-0,3
Suecia	-3,8	11,4	6,1	-1,3	3,8	7,0	10,3
Reino Unido	-8,7	0,3	3,9	-0,5	2,3	5,4	11,7
Islandia	-1,9	-8,5	-1,5	7,2	4,7	7,8	7,6
Noruega	-6,9	11,6	6,6	8,0	7,4	0,5	3,4

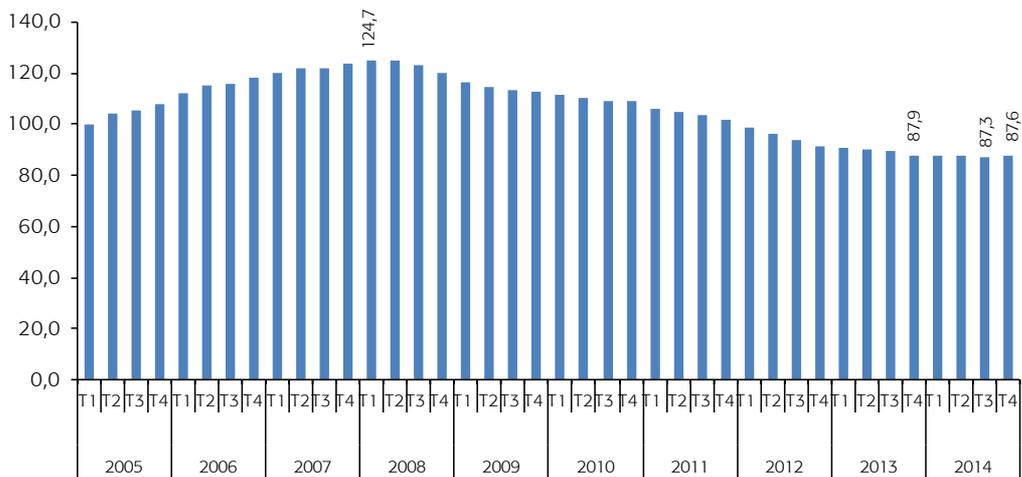
Nota: * Tercer trimestre.

Fuente: Eurostat.

Gráfico 1

Índice de precios de la vivienda en España (2005-2014)

(Base 100 T1-2005)



Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

Si tomamos el índice del Ministerio de Fomento, como muestra el gráfico 1 (2005T1=100), el precio de la vivienda alcanza su máximo en el primer trimestre de 2008, cuando se encontraba en 124,7 y cae sostenidamente a 87,3 en el tercer trimestre de 2014, creciendo en el cuarto trimestre de 2014 hasta 87,6. Si el punto de inflexión se confirma, habrán sido necesarios seis años para que el mercado se ajuste en España. Según los últimos datos publicados por el INE, la caída anual de los precios en 2014 habría alcanzado el 1,8%.

¿Se está recuperando realmente el mercado?

Los últimos datos de diferentes fuentes públicas y privadas sugieren que el ajuste en el precio de la vivienda se completó hacia finales de 2014. Al menos en lo que a los precios medios concierne. No obstante, hay divergencias significativas en la estimación de la caída desde máximos. El gráfico 2 muestra la reducción acumulada de los precios. Los datos oficiales (Ministerio de Fomento e INE) sugieren que el máximo se alcanzó en el tercer trimestre de 2008 y aquellos de fuentes privadas pueden variar ligeramente, pero son gene-

ralmente comparables. La caída total varía desde el 44,7% estimado por Fotocasa al 31,3% de Sociedad de Tasación.

Independientemente de la fuente, los datos son compatibles con las expectativas generadas por la mayor parte de los analistas de que era precisa una corrección en torno al 35-40% para empezar la recuperación en el mercado inmobiliario. En este sentido, el *Global Housing and Mortgage Outlook – 2015* publicado por Fitch Ratings¹ el 14 de enero de 2015 señala que “el crecimiento eco-

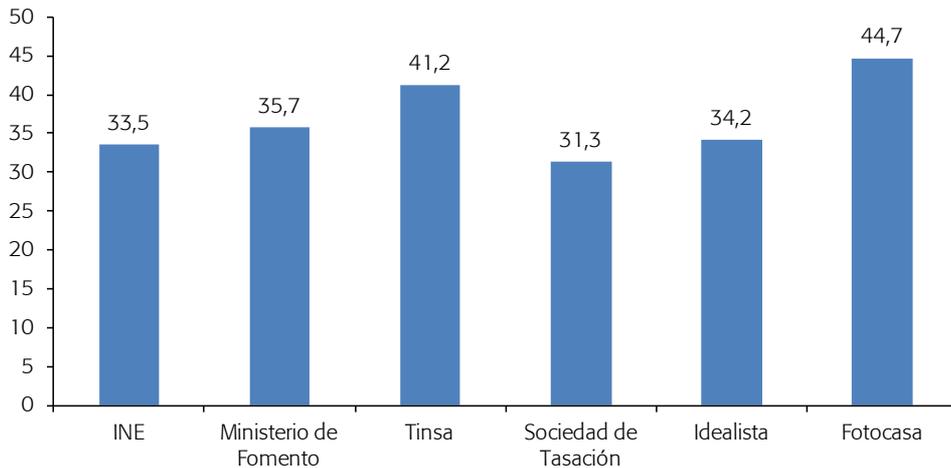
Los últimos datos de diferentes fuentes públicas y privadas sugieren que el ajuste en el precio de la vivienda se completó hacia finales de 2014. Se espera, por tanto, que los precios se estabilicen en 2015 después de cerca de siete años de caída de los precios nominales hasta un 40%.

nómico, los bajos tipos de interés, y la mejora de las condiciones de acceso están entre los factores que sugieren una recuperación del mercado hipotecario y del de la vivienda en algunas economías periféricas de la zona euro. En España, por ejemplo, se espera que los precios de la vivienda

Gráfico 2

Caída desde el máximo en el precio de la vivienda

(en porcentaje del precio máximo alcanzado)



Fuentes: Calculado a partir de Ministerio de Fomento, INE, Sociedad de Tasación, Tinsa, Idealista.com y Fotocasa.

se establecen en 2015 después de cerca de siete años de caída de los precios nominales hasta un 40%. Esperamos que la tasa de morosidad en el crédito para vivienda se establezca tanto en España como en Portugal en 2015 y caiga en 2016”.

Si bien la recuperación económica favorece la estabilización del mercado inmobiliario, la agencia de *rating* Fitch también sugiere que hay algunos riesgos persistentes en la eurozona: “con un mer-

Fitch señala que todavía persisten algunos riesgos de recaída en el mercado de la vivienda en España, riesgos asociados a la debilidad del mercado de trabajo y al alto nivel de endeudamiento de los hogares.

cado de trabajo aún débil en muchos países y con expectativas de crecimiento económico modestas en otros, existen también razones para creer que el precio de la vivienda podría registrar aún caídas. El desempleo presenta un riesgo para la recuperación del mercado hipotecario en España y Portugal. Asimismo, también hay que tener en cuenta el riesgo de deflación. España y Holanda son los

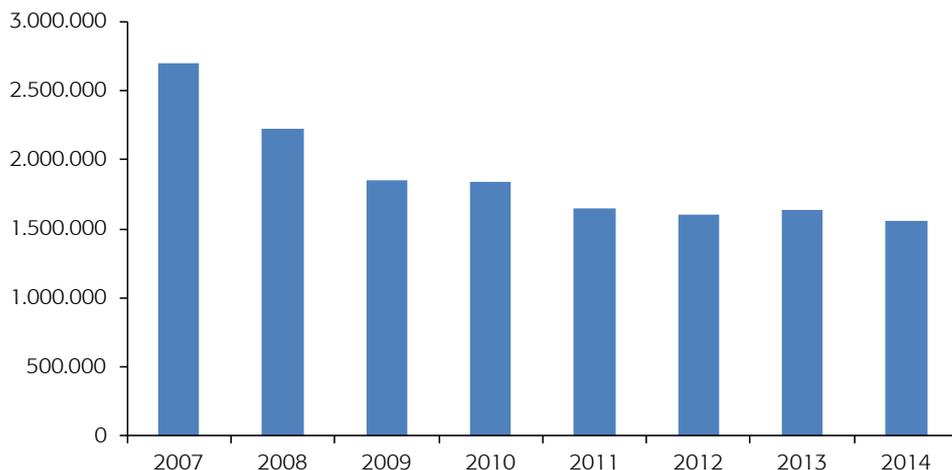
mercados más expuestos debido al alto endeudamiento de los hogares en el primero, y a la carga de intereses en la mayor parte de los contratos hipotecarios en el segundo”.

Si se observan las transacciones de compraventa y los contratos hipotecarios, la recuperación del mercado inmobiliario parece confirmarse, aunque todavía es una recuperación débil e incipiente.

En todo caso, en España, si se observan las transacciones de compraventa y los contratos hipotecarios, la recuperación parece confirmarse, aun siendo débil e incipiente. En particular, los datos provisionales del INE sugieren que las transferencias de derechos de propiedad (como aproximación de las transacciones inmobiliarias) se incrementaron desde 1.602.633 en 2012 hasta 1.636.496 en 2013, aunque cayeron hasta 1.561.287 en 2014 (gráfico 3). Esto no significa necesariamente que la demanda disminuyera en 2014, ya que el mayor incremento en 2013 pudo estar motivado por el final de un tratamiento fiscal más favorable en la adquisición de vivienda.

Gráfico 3

Número de transmisiones de derechos de propiedad inmobiliaria



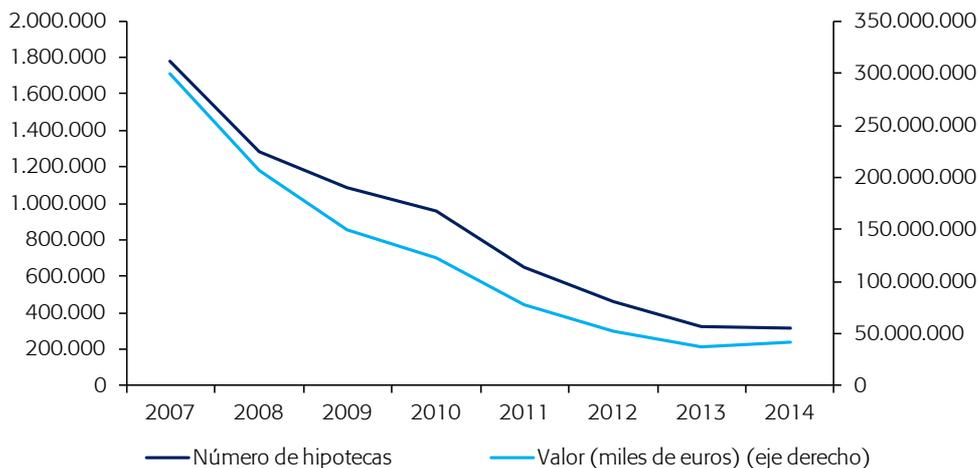
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y elaboración propia.

Si se toma el último dato mensual publicado por el INE, el número de transmisiones de derechos de la propiedad registrados en enero de 2015 fue de 140.904, esto es, un 4% más que en diciembre de 2013. Si se analizan exclusivamente las viviendas, las transferencias registradas se incrementaron alrededor del 9,6% en el mismo periodo.

En cuanto a las hipotecas, el número total cayó desde 326.978 en 2013 hasta 314.018 en 2014. No obstante, el volumen total prestado se incrementó desde 37.400 a 41.200 millones de euros en el mismo periodo. Así pues, el volumen medio de las hipotecas se ha incrementado desde 114.637 euros en 2013 hasta 131.127 euros en 2014.

Gráfico 4

Hipotecas constituidas: volumen y valor



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y elaboración propia.

Tomando los datos mensuales más recientes, el número total de hipotecas constituidas sobre las viviendas registradas en los Registros de la propiedad fue de 15.962 en diciembre de 2014, un 28,9% más que en diciembre de 2013.

Una estabilización desigual

Incluso si parece tener lugar una estabilización general del mercado inmobiliario, hay algunas diferencias significativas territorialmente. Los precios de la vivienda libre no se incrementaron hasta el cuarto trimestre de 2014 (0,5%), de acuerdo con el Ministerio de Fomento. El precio medio del mercado de vivienda libre en ese trimestre era 1.463,10 euros por metro cuadrado. No obstante, el Índice General de Precios reveló algunas diferencias entre las regiones. Los precios se incrementaron en siete comunidades autónomas en 2014: Cantabria (+3,6%), Islas Baleares (+2,3%), Islas Canarias (+0,5%), Comunidad Valenciana (+0,5%), Madrid (+0,4%) y Andalucía (+0,1%). No obstante, cayeron en Asturias (-5,2%), Castilla y León (-3,6%) y Castilla-La Mancha (-3,2%).

Los precios entre las provincias varían también en gran medida oscilando desde los 774,1 euros por metro cuadrado en Ciudad Real a los 2.701,7 euros en Guipúzcoa, a finales de 2014.

El ajuste es también heterogéneo en términos de esfuerzo necesario para adquirir una casa, medido como el número de salarios necesarios para pagar el precio completo. Utilizando los datos de salario bruto del INE y los precios medios de la vivienda libre del Ministerio de Fomento, el número medio de salarios para comprar una vivienda de 90 metros cuadrados en España era 6,1 en 2014, aunque oscila regionalmente desde 4,1 en Castilla La-Mancha a 8,8 en las Islas Baleares.

Es también importante reseñar que a pesar de la recuperación económica, el nivel de desempleo es todavía muy alto y está teniendo un impacto persistente sobre las ejecuciones hipotecarias. Los datos del INE del cuarto trimestre de 2014 (cuadro 2) revelan algunas cuestiones de interés. Aunque las certificaciones por ejecución hipotecaria en regis-

tros de la propiedad alcanzaron las 30.677 en el cuarto trimestre de 2014, esto representa un descenso del 4,4% en su tasa anual.

La estabilización general del mercado hipotecario no debe ocultar la existencia de significativas diferencias territoriales en la evolución de los precios, así como el impacto que todavía tienen las ejecuciones hipotecarias, sobre todo de las hipotecas establecidas entre 2005 y 2008 cuando los precios alcanzaron sus cotas máximas.

Es importante observar que el 61,6% de las certificaciones por ejecución hipotecaria correspondieron a hipotecas establecidas entre 2005 y 2008, sugiriendo que los años en los que el precio subió hasta máximos supusieron un riesgo particularmente elevado en las compraventas de vivienda.

El impacto de las ejecuciones hipotecarias es, en cualquier caso, todavía muy importante. Algunas medidas aprobadas recientemente por el Gobierno en el Consejo de Ministros celebrado el 27 de febrero están orientadas, de algún modo, a aliviar estos problemas, en particular, el "Real Decreto Ley de mecanismo de segunda oportuni-

Cuadro 2

Ejecuciones hipotecarias en España

(cuarto trimestre de 2014)

	Ejecuciones hipotecarias en 2014 T4	Variación trimestral %	Variación anual %
Total fincas	30.677	32,0	-4,4
Fincas urbanas	29.354	32,6	-4,0
Viviendas	18.211	32,5	-1,0
Solares	1.285	24,4	-36,9
Otras urbanas	9.858	33,9	-2,7
Fincas rústicas	1.323	19,7	-12,8

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

dad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social". En él se establece un sistema específico para resolver las insolvencias de las per-

sonas individuales y se extienden y flexibilizan los acuerdos extrajudiciales de pago, incorporando la posibilidad de establecer acuerdos con acreedores de forma que reestructurar las deudas se convierta en un proceso más rápido y simple.

Se crea también un mecanismo de reestructuración judicial que permitirá a las personas liberarse de la deuda pendiente utilizando los activos que posean en el momento que se alcance el acuerdo, con la intervención de un juez. Además, los periodos de prescripción para las deudas personales se reducen de 15 a 5 años.

Otra medida de esta nueva legislación es la relacionada con el Código de Buenas Prácticas para deudores hipotecarios. En particular "se flexibilizan los criterios que dan acceso al Código, para lo cual se incrementa el límite anual de renta familiar hasta tres veces el IPREM (Indicador Público de Rentas Múltiples). Hasta ahora se calculaba por doce pagas y ahora se hará por catorce, por lo que aumenta de 19.170,39 euros a 22.365,42 euros en 2015. Se amplían también los supuestos de especial vulnerabilidad con el fin de incluir a los mayores de sesenta años".

Conclusiones

Los indicadores sugieren que el mercado inmobiliario está completando su ajuste hacia finales de 2014 y comienzos de 2015. No obstante, algunos

riesgos persisten, dado el alto nivel de desempleo y los asociados a la debilidad de algunas economías europeas.

La recuperación es, en todo caso, desigual. El número de transacciones todavía indica que el ajuste de precios continúa en algunos territorios.

Es posible esperar que los precios de la vivienda se incrementen durante 2015 y en los años venideros, pero el crecimiento será moderado por varias razones. La más obvia es que el nivel de desempleo priva a muchos españoles del acceso a la vivienda. Incluso si los extranjeros representan alrededor del 13% de las ventas, la mayor parte del mercado depende de las condiciones económicas de los residentes. Además, los hogares españoles todavía afrontan un esfuerzo de desapalancamiento sustancial por delante, lo que impone un límite sobre la nueva deuda que pueden asumir. Es también importante tener en mente que el *stock* de viviendas vacías se sitúa todavía alrededor de 1-1,4 millones dependiendo las diferentes estimaciones. En este cómputo, las nuevas viviendas sin vender son aún más de 500.000.

En cualquier caso, incluso si el mercado inmobiliario y la construcción son todavía importantes para el crecimiento económico español, debería conseguirse una evolución sostenible con la intención de evitar los problemas sufridos los últimos años.