

# El sector inmobiliario español: ¿recuperación o estabilización?

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

**Tras una crisis de las dimensiones de la que se ha vivido en España y sus consecuencias sobre el empleo, parece natural que sectores como el inmobiliario se encuentren algo estigmatizados socialmente por su participación en los desequilibrios acumulados. De forma similar, cuando estos sectores van completando una corrección, cualquier repunte es examinado con especial atención y, tal y como está sucediendo en los últimos meses, se comienza a hablar incluso de “recuperación inmobiliaria significativa”. Sin embargo, como se muestra en este artículo, los datos sugieren que parece más preciso hablar de estabilización. A comienzos de 2015 hubo un repunte de los precios de la vivienda pero su consistencia es dudosa y, de hecho, diversas fuentes apuntan a nuevas caídas durante julio y agosto. Del mismo modo, aunque el número de hipotecas aumenta, el flujo de crédito nuevo para vivienda es sustancialmente reducido comparado con los años anteriores a la crisis. Asimismo, las transacciones no son, en sí, directamente comparables con las que se producían en los años anteriores a la burbuja, entre otras cuestiones porque tan solo alrededor de un tercio de las ventas registradas de vivienda se están realizando mediante contratos hipotecarios. Aun así, resulta esperable que el sector de la construcción siga aumentando su contribución al PIB y al empleo en España en los próximos años.**

## La importancia del punto de partida

La participación del sector inmobiliario y su financiación en la crisis vivida por España en los últimos años se encuentra ya bien documentada. Su dimensión e implicaciones sociales han hecho que se genere una cierta estigmatización de aque-

llo que tiene que ver con la construcción y que se haya acudido con frecuencia a la apelación tradicional –muy comentada ya antes de la crisis– de que España precisaba de una mayor diversificación productiva por la elevada participación en el PIB de los servicios y de las propias actividades de naturaleza inmobiliaria.

\* Bangor Business School y Funcas.

\*\* Universidad de Granada y Funcas.

En los últimos meses, algunos datos han sugerido que había un cierto renacer del negocio inmobiliario, con una participación destacada en la generación de empleo. Asimismo, son repetidas en la prensa las noticias sobre la creciente competencia entre los bancos en la concesión de hipotecas. Estas informaciones han generado en ocasiones opiniones que hablan del “renacer” del sector, sugiriendo incluso que se están repitiendo los errores del pasado que desembocaron en la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, como se muestra en este artículo, es muy difícil sostener que esos riesgos estén ahora presentes. De hecho, resulta incluso complicado hablar de recuperación inmobiliaria porque los datos sugieren que lo que se está produciendo es, en todo caso, una estabilización. A lo largo del artículo se mostrará, además, que ninguno de los datos que muestra una mejora en indicadores relacionados con la vivienda, la construcción o su financiación es comparable a los que se mantenían en los años anteriores a la crisis.

Por otro lado, aunque la diversificación productiva puede ser tan necesaria como saludable para la sostenibilidad del crecimiento, solo puede alcanzarse con persistencia en las reformas estructurales. Asimismo, esa diversificación no implica que la construcción no tenga que tener un papel más representativo en el conjunto de la economía, alejado del que se observó en los años de la burbuja inmobiliaria pero, sin duda, mayor que el de los últimos años.

---

*Más que de recuperación inmobiliaria, los datos sugieren que lo que se está produciendo es, en todo caso, una estabilización, de modo que es muy difícil sostener que los riesgos que en el pasado desembocaron en una burbuja inmobiliaria estén ahora presentes.*

---

Estas apreciaciones son, además, reconocibles en algunos de los informes recientes de organismos oficiales nacionales e internacionales. El Fondo Monetario Internacional (FMI), en

su Informe sobre España n.15/232 (FMI, 2015) señalaba que “hay signos de que el sector inmobiliario podría haber experimentado un punto de inflexión. Tras un largo período a la baja, los precios de la vivienda han comenzado a aumentar de forma moderada en la segunda mitad de 2014 –aunque de forma desigual territorialmente– y la inversión y el empleo en la construcción ha comenzado a recuperarse”.

Asimismo, respecto a la vertiente financiera, el FMI sugiere que el aumento reciente de los flujos de financiación no guarda relación con las prácticas anteriores a la crisis al señalar que “el crédito nuevo comienza a fluir, en particular el crédito a empresas no relacionadas con la construcción o el negocio inmobiliario y que muestran, además, una acreditada solvencia. El crédito a hogares también comienza a crecer. Se trata de un proceso de mejora crediticia impulsado por la demanda”.

Por otro lado, el Banco de España, en su *Boletín Económico* de julio/agosto comparte la recuperación observada en el sector, pero enfría en cierto modo las expectativas al indicar que “los datos más recientes de los indicadores contemporáneos referidos a la actividad de la construcción sugieren el mantenimiento del dinamismo del sector, que, no obstante, podría estar experimentando una ligera desaceleración. Así, entre los relativos al mercado de trabajo, el crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social del sector se moderó en junio hasta el 5,3%, mientras que, entre los referidos a los consumos intermedios, el avance del consumo aparente de cemento se moderó hasta el 8,2% en términos de la serie ajustada de estacionalidad. No obstante, la aceleración de los visados de obra nueva, tanto residencial como no residencial, en abril, avala la continuación de la trayectoria de recuperación de la actividad constructora”. Por lo tanto, se sugiere un escenario de mejora pero moderada y algo discontinua.

Los datos de Contabilidad del segundo trimestre, refrendados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) a finales de agosto (cuadro 1) sugieren que la variación trimestral de las actividades de construcción fue del 1,6% en el primer

Cuadro 1

**Producto Interior Bruto a precios de mercado**

(Tasas de variación intertrimestrales e interanuales, 2014-2015)

*Tasas de variación intertrimestrales*

	2014				2015	
	Tr. I	Tr. II	Tr. III	Tr. IV	Tr. I	Tr. II
Producto interior bruto a precios de mercado	0,3	0,5	0,5	0,7	0,9	1,0
Gasto en consumo final de los hogares	0,6	1,0	0,8	0,9	0,7	1,0
Gasto en consumo final de los institucionales sin fines de lucro al servicio de los hogares	0,1	0,3	0,2	1,1	0,1	0,2
Gasto en consumo final de las AA.PP.	1,0	-0,4	-0,1	-1,0	1,7	0,4
Formación bruta de capital fijo	0,4	2,0	1,1	1,4	1,4	2,0
Activos fijos materiales	0,3	2,2	1,2	1,6	1,6	2,2
- Construcción	-0,9	1,3	0,5	1,4	1,6	1,4
- Bienes de equipo y activos cultivados	2,3	3,6	2,2	1,9	1,6	3,2
Productos de la propiedad intelectual	1,0	1,1	0,7	0,2	0,2	0,9
Exportaciones de bienes y servicios	0,1	0,7	3,9	0,0	0,4	1,6
Importaciones de bienes y servicios	1,1	2,1	5,0	-0,6	0,4	2,3

*Tasas de variación interanuales*

	2014				2015	
	Tr. I	Tr. II	Tr. III	Tr. IV	Tr. I	Tr. II
Producto interior bruto a precios de mercado	0,6	1,2	1,6	2,0	2,7	3,1
Gasto en consumo final de los hogares	1,3	2,3	2,8	3,4	3,5	3,5
Gasto en consumo final de los institucionales sin fines de lucro al servicio de los hogares	0,7	0,7	0,8	1,8	1,8	1,6
Gasto en consumo final de las AA.PP.	0,3	0,3	0,3	-0,5	0,2	1,0
Formación bruta de capital fijo	0,8	3,9	3,9	5,1	6,1	6,1
Activos fijos materiales	0,7	4,3	3,9	5,5	6,8	6,8
- Construcción	-7,4	-0,7	0,1	2,4	5,0	5,1
- Bienes de equipo y activos cultivados	15,8	12,9	10,2	10,3	9,6	9,2
Productos de la propiedad intelectual	1,8	1,7	3,4	3,1	2,2	2,0
Exportaciones de bienes y servicios	6,4	1,0	4,5	4,7	5,0	6,0
Importaciones de bienes y servicios	9,4	4,9	8,6	7,7	7,0	7,2

Fuente: INE y elaboración propia.

trimestre de 2015 y del 1,4 en el segundo, contrastando con el -0,9% y el 1,3% registrados en los mismos trimestres de 2014. En términos interanuales, la inversión en activos de la construcción pasó del 5% al 5,1% entre el primer y segundo trimestre de 2015, muy por encima de las variaciones analizadas del PIB para esos dos períodos, del 2,7% y el 3,1%, respectivamente. A ello, según el INE, contribuyó tanto "el comportamiento tanto de

la inversión en vivienda como de la inversión en otras construcciones".

En cuanto al empleo, su evolución ha sido favorable en los últimos trimestres. La Encuesta de Población Activa (EPA) del segundo trimestre de 2015 mostró un incremento intertrimestral de la ocupación del 0,7%, en términos de la serie desestacionalizada (0,6% en el primer trimestre). En tasa inte-

## Cuadro 2

## Evolución del empleo: variación interanual

	2014				2015	
	Tr. I	Tr. II	Tr. III	Tr. IV	Tr. I	Tr. II
Ocupados	-0.4	1.0	1.7	2.4	2.8	2.9
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	8.7	-1.4	-2.8	-4.1	5.5	0.4
Industria	-2.8	-0.4	2.1	2.9	3.4	3.7
- Industria manufacturera	-2.8	-0.3	2.1	2.9	3.4	3.7
Construcción	-9.2	-4.0	0.0	3.3	9.1	9.2
Servicios	0.2	1.8	1.9	2.6	2.7	2.4
- Comercio, transporte y hostelería	0.0	1.8	1.9	2.3	3.2	2.9
- Información y comunicaciones	-3.0	-0.6	1.6	2.0	2.1	3.2
- Actividades financieras y de seguros	-2.6	-2.8	-2.8	-2.4	-1.9	-0.5
- Actividades inmobiliarias	5.7	6.6	2.8	1.7	2.2	1.8
- Actividades profesionales	-1.6	3.5	2.8	5.9	6.2	4.0
- Administración pública, sanidad y educación	1.4	1.6	2.0	1.8	1.2	1.3
- Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	1.7	1.4	2.2	3.5	1.7	2.3

Fuente: INE y elaboración propia.

ranual, fue del 3%. La creación de empleo según la EPA fue particularmente intensa en la construcción (11,6%), donde ha mostrado un aumento del 16% desde el mínimo alcanzado a principios de 2014.

A escala agregada, los datos de Contabilidad Nacional ofrecen una estimación similar de la variación anual del empleo en el segundo trimestre de 2015, situándola en el 9,2% (9,1% en el primero) (cuadro 2). En todo caso, se trata de un incremento que surge de un punto de partida muy bajo en la ocupación de este sector. Tan solo un año antes, la variación anual mostraba una caída del 9,2% en el primer trimestre y del 4% en el segundo.

## Precios de la vivienda: errática y desigual evolución

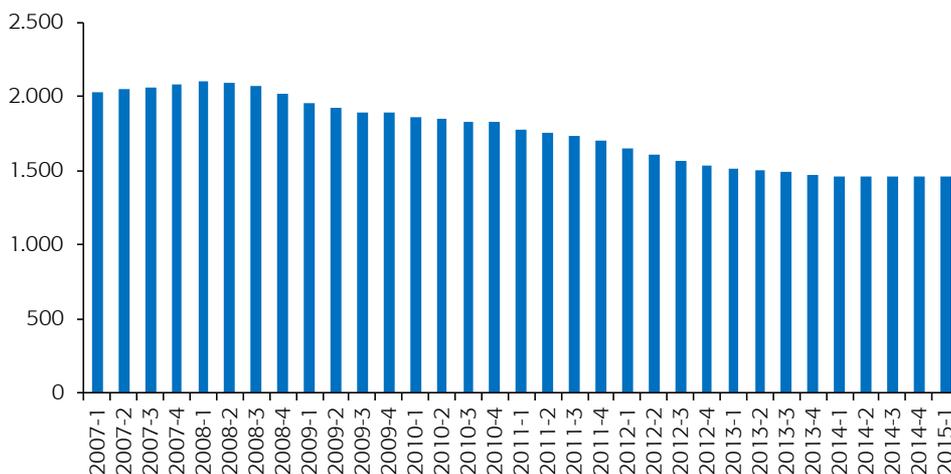
Si hay un indicador al que se presta especialmente atención en relación a la evolución de las actividades inmobiliarias es el precio de la vivienda. Las estadísticas en España son variadas y todas presentan algunas limitaciones, ya sea por

recoger una parte específica de las transacciones o por basarse exclusivamente en registros de la propiedad o en tasaciones. Sea como fuere, hay tres grandes grupos de estadísticas de precios. Entre los basados en tasaciones destacan los precios "oficiales" ofrecidos por el Ministerio de Fomento, así como los privados de agencias de valoración como Tinsa o la Sociedad de Tasación. En un segundo grupo se enmarcan los índices basados en precios de compraventa, como los que elabora el INE o entidades privadas como Tecnocasa. También pueden integrarse en este grupo los indicadores obtenidos a partir de contratos como los firmados en registros de la propiedad. Estos últimos tienen como novedad, desde hace algunos años, contar con correcciones por la calidad de la vivienda, ya que utilizan la metodología de Case-Shiller para construirlo. Específicamente, el índice se calcula mediante el método de las ventas repetidas, que se basa en el uso de datos de viviendas que han sido vendidas al menos dos veces para calcular el aumento de valor, manteniendo constantes las características. El problema, en cualquier caso, es que los precios registrados oficiales no tienen que ser necesariamente los acordados privadamente. En tercer lugar, se encuentran los índices basados en precios de oferta, particular-

Gráfico 1

**Precio del metro cuadrado de vivienda libre en España**

(Euros)



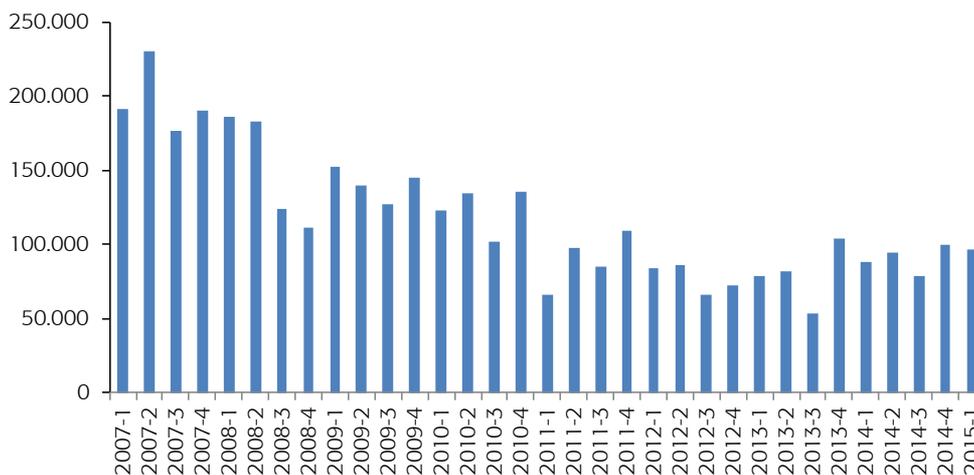
Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

mente los que se generan en portales web en los que se publicitan ofertas particulares como los de Idealista o Fotocasa.

En el gráfico 1, como primera referencia, se muestra la evolución del metro cuadrado de

vivienda libre en España, según los datos del Ministerio de Fomento. El último dato disponible, del primer trimestre de 2015, sitúa el precio en 1.457 euros en el primer trimestre de 2015, lo que supone un descenso del 0,1% comparado con el primer trimestre de 2014. La caída acumu-

Gráfico 2

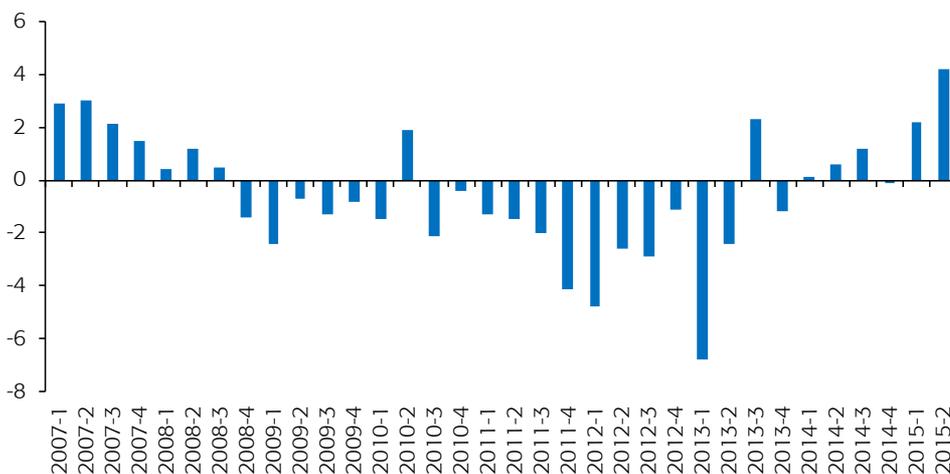
**Número de tasaciones de vivienda en España**

Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

Gráfico 3

**Variación trimestral del índice de precios de la vivienda nueva**

(Porcentaje)



Fuente: INE y elaboración propia.

lada desde el primer trimestre de 2008 –donde estos datos fijan el pico de la subida de precios– es del 30,1%. Esta primera referencia sugiere que la mayor parte del ajuste puede haberse realizado, pero no hay evidencia de un repunte en los precios ni significativo ni sostenido.

Los datos del Ministerio de Fomento están basados en tasaciones. Su evolución en los últimos dos años ha dependido en alguna medida de los rumores sobre el tratamiento fiscal de la vivienda, de renegociaciones hipotecarias y otros aspectos legales, que también se discuten en este número de *Cuadernos de Información Económica*. Como se observa en el gráfico 2, el número de tasaciones ha aumentado en los últimos trimestres situándose de forma más o menos regular en 100.000 valoraciones por trimestre. Sin embargo, durante 2007 y 2008, años en los que se estaba aún alcanzado el máximo en precios, las transacciones eran prácticamente el doble, en el entorno de las 200.000 por trimestre.

Si en lugar de las tasaciones se presta atención a las compraventas, como en el índice de precios del INE –cuyas variaciones trimestrales se mues-

tran en el gráfico 3– se observa una variación irregular recientemente. Así, en el primer trimestre de 2015 se produjo un aumento del 2,2%, pero en el último trimestre de 2014 se observó una caída del 0,1%. Y, el último dato disponible, del segundo trimestre de 2015, muestra un aumento trimestral del 4,2%, el mayor en ocho años.

*Los datos del Ministerio de Fomento indican que la mayor parte del ajuste de precios puede haberse realizado, con una caída acumulada del 30,1% desde el pico alcanzado en el primer trimestre de 2008, pero no hay evidencia de un repunte ni significativo ni sostenido.*

Sin embargo, indicadores más recientes no avalan la continuidad, sino más bien un crecimiento a saltos, irregular. Corroboran que lo que está ocurriendo recientemente con los precios es una estabilización más que una franca recuperación. No sin ciertas discrepancias. Así, por ejemplo, el Colegio de Registradores de la Propiedad ha señalado que el precio de la vivienda aumentó un

5,1% interanual en el segundo trimestre de 2015 (fue del 2,65% en el primer trimestre), en línea con el INE. Sin embargo, según el portal de compraventa Idealista, el precio de la vivienda usada en España registró una caída del 0,6% durante el mes de agosto, situándose en 1.577 euros el metro cuadrado. En este punto hay que recordar también que existen numerosos mercados territoriales, con una evolución dispar. Así, tomando los propios datos de Idealista para agosto, las mayores subidas durante el mes se produjeron en La Rioja (0,7%), Castilla-La Mancha (0,2%), Madrid (0,2%) y Navarra (0,1%). En Andalucía y Castilla y León no hubo variación, y en las otras once comunidades los precios cayeron, destacando Aragón (-1,4%), Murcia (-1,2%) y Cantabria (-0,6%).

La tasadora Tinsa sugiere que la caída de los precios en agosto fue aún mayor, del 0,9% interanual e indica que el ajuste desde el primer trimestre de 2008 –donde fija el máximo– ha sido del 41,8%. Tinsa también distingue por áreas geográficas señalando que el precio cayó un promedio del 1,3% en la costa mediterránea, si bien el mayor descenso se registró en las áreas metropolitanas (-4%). Si bien las grandes ciudades constituyen una excepción, la caída en áreas urbanas

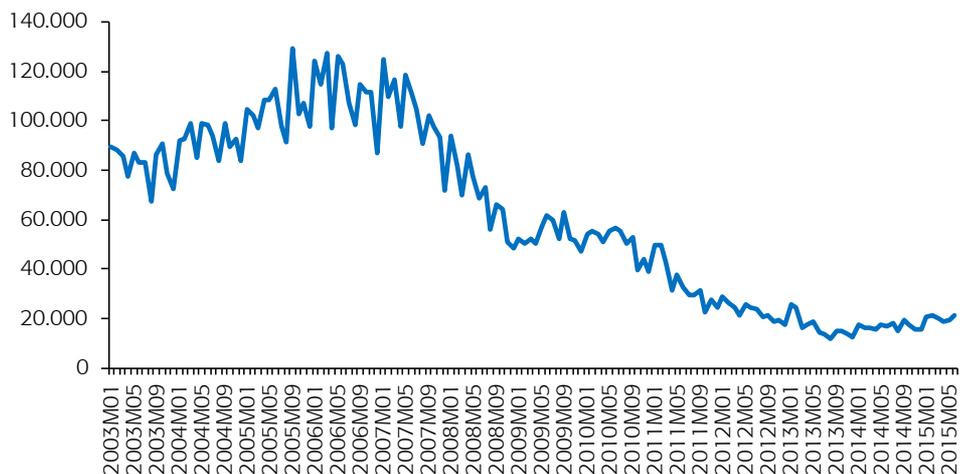
sugiere que el ajuste continúa en buena parte del país, aunque pueda estar agotando su recorrido.

## Las transacciones y su financiación

Otra comparación interesante entre el entorno precrisis y el actual en el mercado inmobiliario se refiere a las transacciones y su financiación. La vertiente crediticia ha sido identificada también como una parte importante del mecanismo de generación de la burbuja de activos previa a la crisis. En este sentido, las noticias recientes sobre la observación de un repunte en el negocio hipotecario han provocado en ocasiones una cierta sobre-reacción respecto a su potencial efecto negativo, temiendo un crecimiento excesivo de la demanda hipotecaria a expensas del riesgo. Sin embargo, las cifras tampoco ofrecen evidencia que justifique estos temores. En el gráfico 4 se muestra la evolución del número de hipotecas constituidas sobre vivienda en España. En junio de 2015, la cifra fue 21.454, un 20,6% más que en junio de 2014. Aun cuando este incremento es significativo, de nuevo es el bajo punto de partida de las comparaciones el que parece indicar un crecimiento

Gráfico 4

### Número de hipotecas sobre vivienda en España

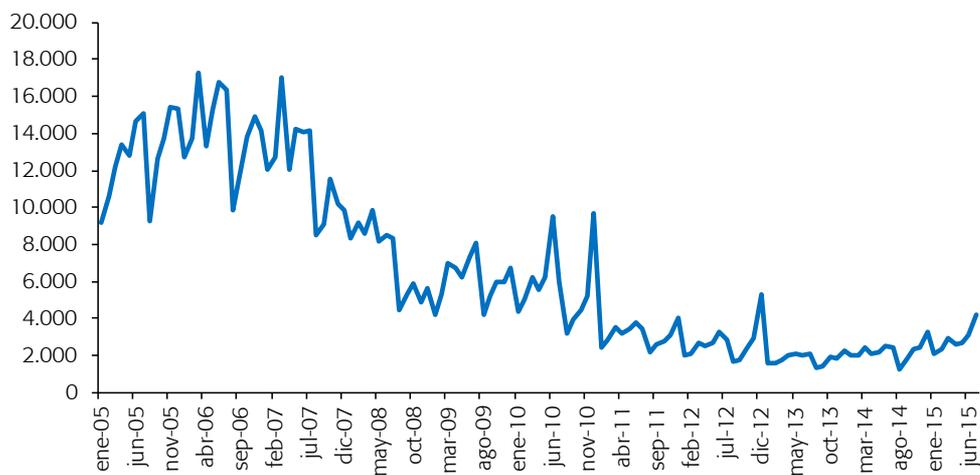


Fuente: INE y elaboración propia.

Gráfico 5

**Crédito nuevo a vivienda en España**

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

mayor. De hecho, si se observa el gráfico 4, se puede comprobar que en 2005 y 2006, las hipotecas contratadas se situaron holgadamente por encima de las 100.000 mensuales.

Los datos de flujo de nuevo crédito a vivienda ofrecidos por el Banco de España ilustran una tendencia similar (gráfico 5). Si se compara el dato de julio de 2015 (4.227 millones de euros) con el de julio de 2014 (2.467 millones de euros) se ha producido un incremento del 71,3% en la nueva

vivienda oscilaba entre los 13.000 y los 17.000 millones de euros.

Las transacciones de venta de vivienda también muestran más estabilización que crecimiento sostenido (gráfico 6). Según el INE, en julio de 2015 se realizaron 67.041 transacciones de compraventa, lo que supone un 10,2% de incremento respecto a julio de 2014. Sin embargo, son cifras que están aún lejos de las 121.687 operaciones que se realizaron en enero de 2007, con el mercado aún en plena efervescencia.

*El número de hipotecas sobre vivienda, el crecimiento del nuevo crédito o las transacciones de venta muestran crecimientos que se explican no tanto por sus valores absolutos sino por las bajas cifras de partida, muy lejos del volumen de operaciones que se realizaron cuando el mercado estaba en plena efervescencia.*

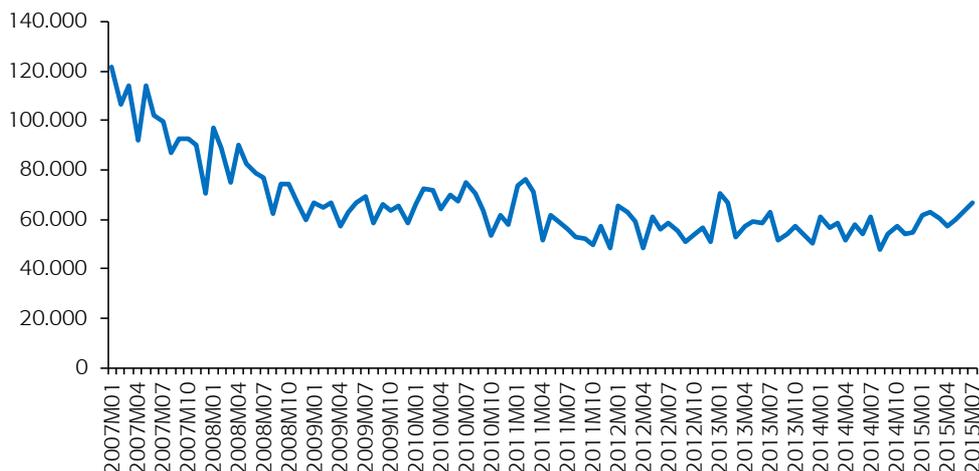
*El mercado inmobiliario ha entrado en una fase de estabilización y apunta hacia una contribución mayor de la construcción al crecimiento económico, más moderada que en los años anteriores a la crisis pero más acorde con su participación natural en la estructura productiva de España.*

financiación mensual de ese mes entre un año y otro pero, como en las comparaciones anteriores, se trata de cifras relativamente modestas. Así, durante 2005 y 2006 el crédito mensual a

En todo caso, la comparación entre contratos hipotecarios y viviendas vendidas, cuya ratio se muestra en el gráfico 7, ofrece una información

Gráfico 6

## Número de transacciones mensuales de venta de vivienda



Fuente: INE y elaboración propia.

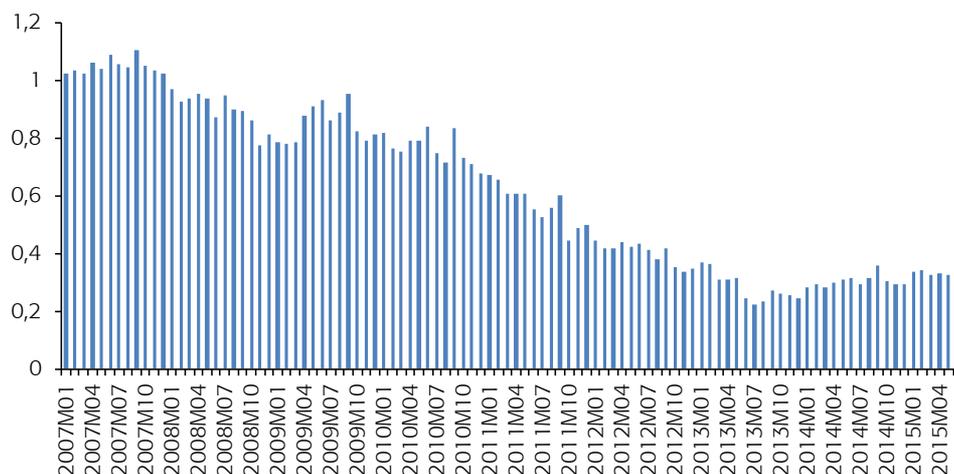
interesante sobre la naturaleza de estas transacciones. Así, en los años anteriores a la crisis, la ratio “viviendas hipotecadas/viviendas vendidas” se encontraba en el entorno de la unidad o incluso la superaba, lo que sugería que la actividad financiera hipotecaria transcendía en muchas ocasiones la propia financiación de la compra. Sin embargo, esta ratio ha caído considerablemente llegando a un mínimo de 0,22 en julio de 2013 y encontrándose en junio de 2015 (último dato disponi-

ble) en 0,34. Esto sugiere que buena parte de las transmisiones de viviendas de los últimos años se están realizando con compras en efectivo y, muy probablemente, un número importante de ellas no están siendo realizadas por hogares sino por inversores especializados.

Todos los datos analizados apuntan a que el mercado inmobiliario en España ha entrado en una fase de estabilización y apunta hacia una normaliza-

Gráfico 7

## Ratio “viviendas hipotecadas/viviendas vendidas”



Fuente: INE y elaboración propia.

ción que comprende una contribución mayor de la construcción, más moderada que en los años anteriores a la crisis pero más acorde con su participación natural en la estructura productiva de España. Este proceso será progresivo también, porque la financiación de la demanda se ve afectada por el proceso de despalancamiento de la economía y

por una tasa de desempleo aún elevada que condiciona significativamente el riesgo de crédito.

## Referencias

FMI (2015), *Spain 2015, Article IV consultation—Staff report; and statement by the executive Director for Spain*.