

## Coyuntura inmobiliaria, *momentum* y evolución probable

Paloma Taltavull\*

**En este artículo se aproxima el momento económico del sector inmobiliario y de la construcción en España tras el análisis de los indicadores disponibles de oferta, demanda e inversión. Las estadísticas muestran una débil mejoría de la construcción, siendo los factores de demanda los que lideran la recuperación de los precios –con un aumento de las transacciones y los precios localizados en algunas regiones– asociada a la movilidad de la población y al acceso en alquiler. Muestran también actividad en mercados no residenciales con importante presencia de la inversión extranjera, que acelera su entrada en 2015. Los precios residenciales crecen lentamente como resultado de la existencia de barreras al acceso residencial, como una elevada restricción crediticia, insuficiente ahorro y fallos en el mercado de trabajo. No obstante, la recuperación de las transacciones, el crecimiento positivo de los precios y la presencia de inversión foránea, son los síntomas de la recuperación del sector que continuará, *ceteris paribus*, en los próximos trimestres.**

El de la construcción ha sido tradicionalmente un sector relevante para la economía, tanto por su aportación a la riqueza, por su mayor inversión y porque es generador de bienes de capital. Sus efectos de arrastre y el hundimiento en su actividad experimentado tras la crisis financiera global, podrían estar detrás de la falta de dinamismo en el crecimiento en la economía española (y de una buena parte de las occidentales) durante los últimos años. Su débil o nula producción en algunas de sus actividades ha sido la consecuencia de su rol como epicentro de la crisis en los mercados de capitales, recibiendo, como castigo, la mayor

restricción crediticia que se recuerda desde la posguerra en España. La inactividad ha podido cauterizar su efecto motriz sobre otras actividades económicas y por eso el análisis de su momento económico es clave para identificar su capacidad de recuperarse y asentar la expansión de los próximos períodos.

El sector de la construcción es el sector de oferta del mercado inmobiliario. España tiene unos mercados inmobiliarios con distintos grados de desarrollo, siendo el residencial el más conocido y el que ha jugado un papel más relevante en

\* Universidad de Alicante.

el crecimiento de las últimas dos décadas, tanto económico como propiamente urbanístico. Esta relevancia es el resultado de una intensa actividad constructora que generó el segundo gran ciclo de edificación de la historia reciente entre 1994 y 2007, con un protagonismo constructor de viviendas que ha configurado y asentado los modelos de ciudades y áreas metropolitanas en España. Este gran ciclo se ha producido como resultado del solapamiento de demandas y una fuerte y prolongada reacción de la edificación (en parte, única en Europa), que ha aprovisionado a los distintos mercados inmobiliarios residenciales: el de viviendas principales, que han absorbido la mayor parte de las unidades construidas en los últimos quince años; el de viviendas secundarias; el de residencias de carácter temporal, demandadas tanto por residentes como por no residentes; y el de unidades para el uso turístico. Esta diversificación en mercados residenciales junto con la excelente localización geográfica de España (con buen clima), de su especialización turística y de la flexible y suficiente oferta de espacio, entre otros factores, han sido las razones de que se haya producido ese gran ciclo, al hilo del desarrollo de un uso mixto del parque muy asociado a mayores niveles de crecimiento económico, al igual que ha ocurrido en otras economías.

En los sectores no residenciales, el de oficinas, por ejemplo, se han alcanzado altos niveles de consolidación en Madrid y Barcelona<sup>1</sup>, ciudades que se consideran mercados maduros en competencia directa con los de otras ciudades de Europa. El mercado de espacio comercial, especialmente el de centros comerciales, es un mercado en expansión, como el logístico, ligados al crecimiento económico, a la creación de empresas y a la proliferación de nuevas áreas urbanas.

El sector en su conjunto experimentó un fuerte *shock* tras el impacto de la crisis financiera global. Durante la segunda fase de la crisis (2011-2014), el sector ha recibido impulsos económicos dispares según el subsector que se analice. Las

actividades no residenciales han sido el objetivo, secuencialmente, de la entrada de flujos de inversión extranjera que se han posicionado en, e impulsado, actividades como la asociada a áreas logísticas, centros comerciales o al mercado de oficinas, entre otros. Los flujos de inversión internacional hacia este sector (menos nítido en las cifras agregadas que en las estadísticas de sociedades internacionales<sup>2</sup>) han sido importantes y más asociados a inversiones especializadas que a operaciones oportunistas, contribuyendo a desarrollar la competencia en estos mercados en España. Por su parte, el sector residencial ha sido el más perjudicado en la crisis, con una falta generalizada de inversión que aún persiste.

Este artículo analiza la situación actual del sector, tanto desde la óptica de oferta (estudiando la situación de las reacciones de la producción ante los impulsos de mercado), como de demanda (perfilando la evolución de los factores que la impulsan). El análisis se centra en mayor medida en los condicionantes de crecimiento en el sector residencial, aunque aporta un guiño analítico al resto de sectores con las estadísticas disponibles. El papel jugado por el sector público en su rol de inversor en infraestructuras es también abordado con el fin de cerrar el círculo en la explicación sobre las cifras finales de aportación al PIB español.

## La relevancia del sector de la construcción y su evolución reciente

El peso del sector de la construcción en España es relevante, tanto en términos de su aportación a la inversión como al conjunto de la actividad económica, tal como puede verse en el cuadro 1. Como media de largo plazo, el sector aporta entre un 60% y un 65% del total de la inversión de la economía, proporción que puede ser incluso superior en los ciclos de construcción expansivos (como ocurrió en el período 2001-2007).

<sup>1</sup> Véase los informes de las principales empresas de gestión en el sector, por ejemplo, JLL.

<sup>2</sup> Véase *Real Capital Analytics*, <http://www.ranalytics.com>

## Cuadro 1

**Relevancia de la construcción en las cuentas agregadas**

(En porcentaje sobre PIB. Promedios)

	1995-2000	2001-2007	2008-2011	2012-2016*
<b>DEMANDA</b>				
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	23,41	28,70	24,52	19,43
<i>FBCF. Activos fijos materiales. Construcción</i>	<i>14,52</i>	<i>19,32</i>	<i>15,63</i>	<i>10,03</i>
<i>Viviendas</i>	<i>6,83</i>	<i>10,75</i>	<i>7,79</i>	<i>4,49</i>
<i>Otros edificios y construcciones</i>	<i>7,69</i>	<i>8,57</i>	<i>7,85</i>	<i>5,54</i>
FBCF. Activos fijos materiales. Bienes de equipo	7,19	7,22	6,25	6,40
<b>OFERTA</b>				
VABpb Industria manufacturera	16,21	14,59	12,54	12,16
<i>VABpb Construcción</i>	<i>8,55</i>	<i>10,01</i>	<i>8,75</i>	<i>5,17</i>
Promemoria: Tasa media de crecimiento del PIB real	4,09	3,56	-0,85	0,53

Nota: \* Año 2016 al tercer trimestre.

Fuente: Contabilidad Nacional de España, Instituto Nacional de Estadística.

En el último período, 2012-2016, el sector aporta apenas en torno al 52% del total de inversión, cifra que es reflejo de la muy grave crisis existente. El impulso inversor de la construcción se reparte entre los tres grandes subsectores: vivienda, edificación no residencial e infraestructuras. La información de la Contabilidad Nacional los agrega en dos grupos: edificación y resto de actividades. El cuadro 1 muestra que ambos tienen una aportación similar

*Si se tiene en cuenta la senda expansiva del PIB durante los dos últimos años, los datos del sector de construcción estarían mostrando uno de los pocos periodos en la historia de la economía española en que el crecimiento económico no viene acompañado de una expansión equivalente en construcción.*

a la economía, de entre el 7-8% del PIB en inversión. En períodos de fuerte expansión del sector, los datos de inversión reflejan qué subsector es líder, de manera que durante 2001-2007 fue la inversión (privada) en vivienda la que determinó

el ciclo inversor. El hundimiento posterior del mercado de viviendas y de la construcción de infraestructuras se ve reflejado en la caída en la inversión a la mitad de la aportación de equilibrio. De forma similar, la construcción aporta entre el 8% y 9% del VAB total, alcanzando una proporción superior al 10% en fases expansivas, generalmente asociadas al crecimiento del mercado residencial.

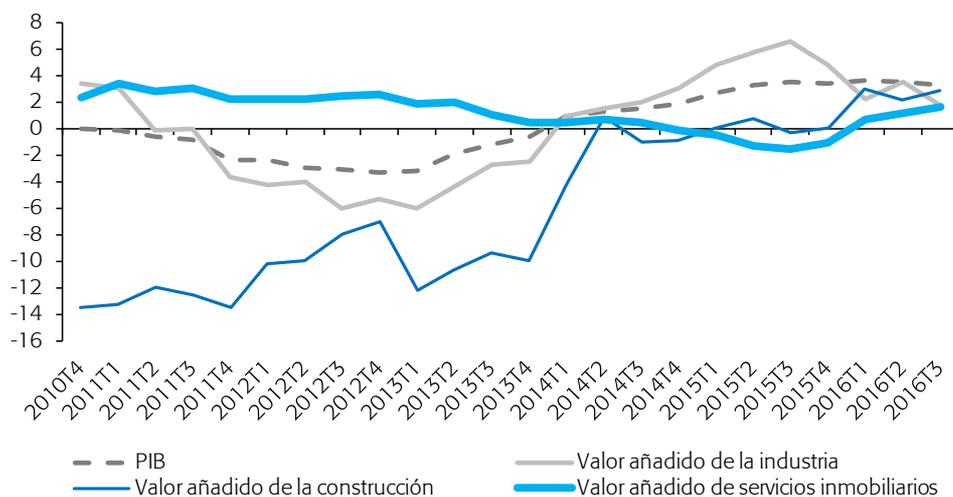
La situación del sector en 2016 muestra una recuperación muy débil tras la intensa crisis de la actividad experimentada desde 2007. El gráfico 1 data en 2014 el fin de la caída en la generación de riqueza, aunque sin tasas positivas (recuperación desde los niveles de máxima crisis) hasta bien entrado el año 2016, en que tanto la actividad de construcción como los servicios inmobiliarios parecen aumentar en términos reales hasta un ritmo estabilizado en el 2%. Esta evolución contrasta claramente con el resto de la industria, que ha liderado el crecimiento económico español desde 2013.

La aportación mencionada contradice el aparente impulso de la inversión en los dos subsectores de construcción (gráfico 2), que crecen

Gráfico 1

**Valor añadido sectorial, detalles del sector de la construcción**

(Porcentaje de crecimiento anual en términos reales)



Fuente: Contabilidad Nacional de España, Instituto Nacional de Estadística.

desde 2013 (primero en viviendas y luego en otros edificios y construcciones), aunque no se vean reflejados en actividad efectiva hasta bien entrado 2015. Durante 2016, el impulso inversor se ha reducido a tasas del 2%, mostrando

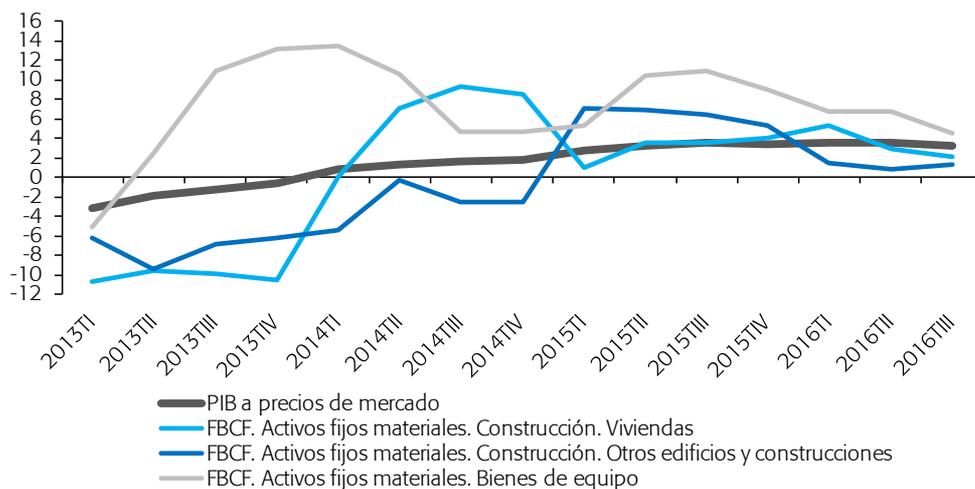
expectativas de crecimiento moderado en el medio plazo.

La contradicción que aparentemente muestran estas cifras (fuerte inversión que no se refleja en

Gráfico 2

**Contribución de la formación bruta de capital al crecimiento económico**

(Porcentaje de crecimiento anual en términos reales)

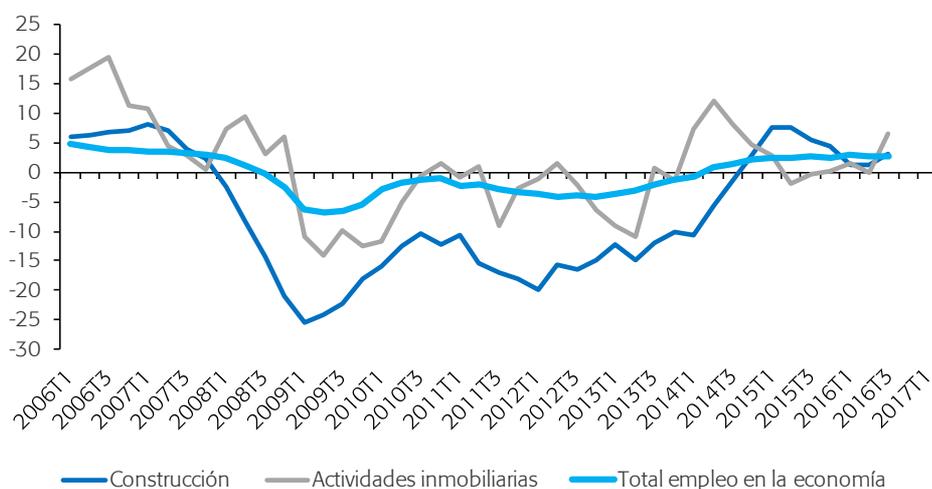


Fuente: Contabilidad Nacional de España, Instituto Nacional de Estadística,.

Gráfico 3

**Empleo en construcción en España**

(En porcentaje de variación anual)



Fuente: Contabilidad Nacional de España, Instituto Nacional de Estadística.

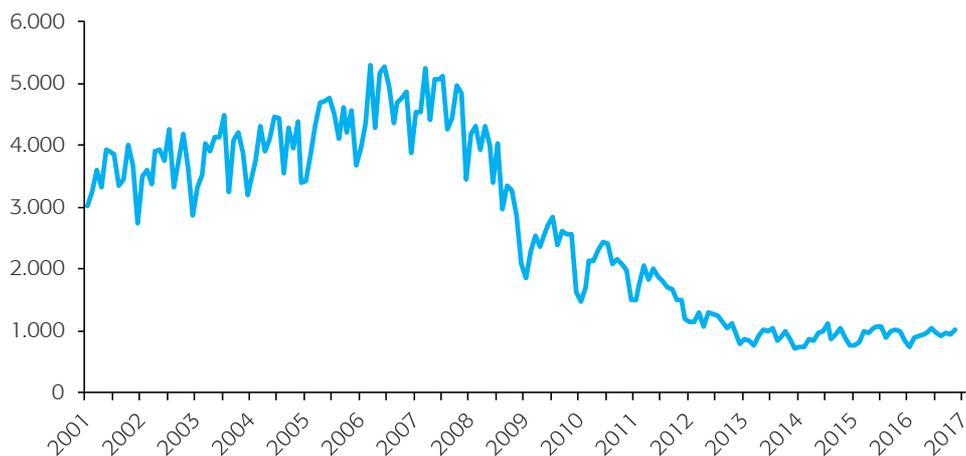
aportación al VAB durante un período de casi dos años), se resuelve en favor de la idea de la debilidad en la producción una vez se analiza el gasto realizado, tanto en ocupación como en consumos de materiales de construcción básicos (como el

cemento). En cuanto al empleo (gráfico 3), la recuperación aparente de 2014 se ha ido ralentizando hasta frenarse en 2016. Esto no ocurre en el consumo del material fundamental de la construcción, el cemento, que se encuentra anclado

Gráfico 4

**Consumo aparente de cemento**

(Miles Tm por trimestre)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

en mínimos históricos sin mostrar síntomas de crecimiento (gráfico 4). Estas cifras indican que la producción efectiva, si la hay, es muy reciente o se está generando en servicios más que en construcción propiamente dicha.

Si se tiene en cuenta la senda expansiva del PIB durante los últimos dos años, estos datos estarían mostrando uno de los pocos períodos en la historia de la economía española en que el crecimiento económico no viene acompañado de una expansión en construcción. Las razones para comprender esta evolución se exponen a continuación, analizando los dos grandes segmentos de actividad: la obra pública y, por tanto, el gasto en infraestructuras, y la edificación, principalmente inversión privada en viviendas o edificios no residenciales.

## Evolución de la oferta de construcción: obra pública y edificación

### La obra pública

La producción de obra en ingeniería civil supone alrededor de un 40% en media del total

del VAB de la construcción (Taltavull, 2015: 201), por lo que es un elemento importante para entender la evolución del sector en su conjunto. El gasto en ingeniería civil queda evidenciado a través de la encuesta de coyuntura (gráfico 5) y también a través de la licitación oficial (como indicador adelantado del gasto, gráfico 6).

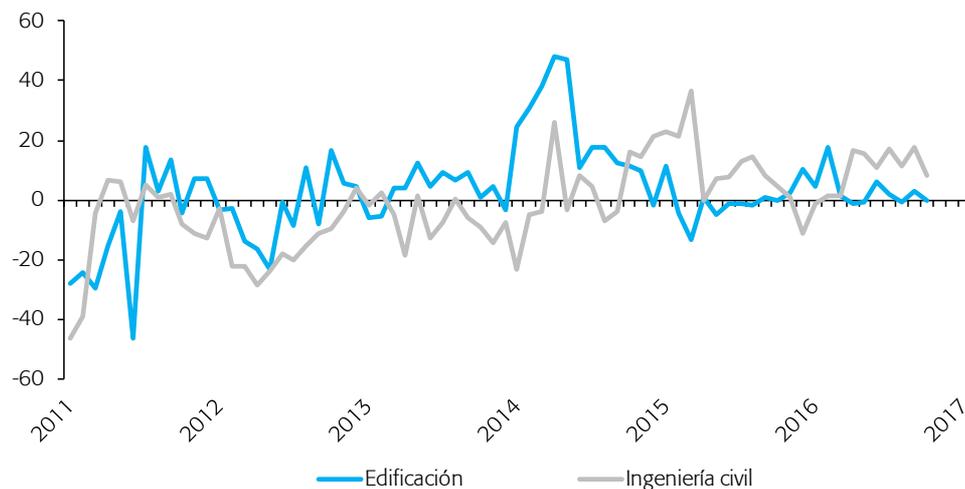
En ambos casos, la evolución de los indicadores muestra claramente cómo ha sido la ingeniería civil la que ha experimentado ritmos relevantes de recuperación (posiblemente en actividades que no requieren el uso intensivo de cemento, como infraestructuras de ferrocarril) durante los años 2015 y 2016. En concreto, la licitación muestra un incremento durante 2014 que sería el responsable del aumento de actividad a final de ese año y posteriormente. Los últimos datos no aportan una recuperación sensible de las cifras licitadas para obra pública, por lo que no se espera una aportación relevante al VAB de la obra pública en el próximo año.

El gráfico 6 es especialmente ilustrativo sobre cómo este grupo de actividades ha dejado de contribuir al VAB de construcción de forma súbita durante los años posteriores a la crisis financiera

Gráfico 5

### Trabajos realizados por las empresas: edificación e ingeniería civil

(Índice, 1 enero 2009=100)

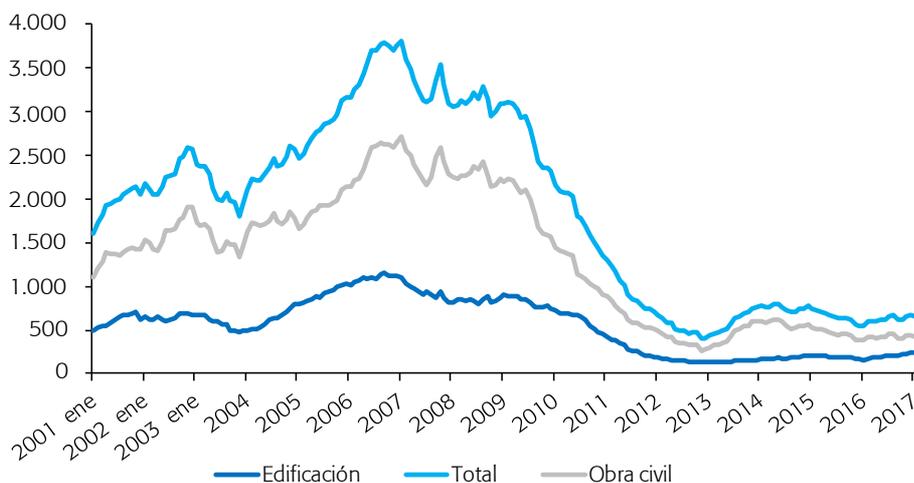


Fuente: Ministerio de Fomento.

Gráfico 6

**Licitación oficial en construcción**

(Millones de euros corrientes, media móvil 12)



Fuente: Ministerio de Fomento.

global, con un volumen de inversión que se redujo a un 17% del existente en 2010 en tan solo dos años.

**El mercado de edificación: la reacción de la oferta de viviendas y otros edificios**

El indicador de obra realizada del gráfico 6 muestra sistemáticas tasas negativas que reflejan la dramática evolución del sector de edificación residencial español. Esta evolución queda patente si se observa el ciclo de viviendas iniciadas (indicador de obra que comienza) en el gráfico 7, que se desploman desde 2007 (tres años antes que la obra civil) hasta su nivel actual. La contracción en el mercado residencial ha sido la más severa experimentada en nuestra historia, con un ajuste drástico en las viviendas iniciadas en tan solo dos años (2007-2009) desde su punto álgido de algo más de 60.000 viviendas iniciadas al mes en media hasta alrededor de 10.000, para continuar con su caída en los años posteriores a 2010 hasta alcanzar el mínimo histórico de actividad desde la década de los cincuenta (de 26.000 viviendas iniciadas en todo el año 2014). Aunque las estadísticas muestran una pequeña mejoría, esta parece

ser demasiado suave como para recuperar las constantes del sector en el medio plazo.

En la edificación para otros usos, la construcción se ha resentido igualmente por los efectos de

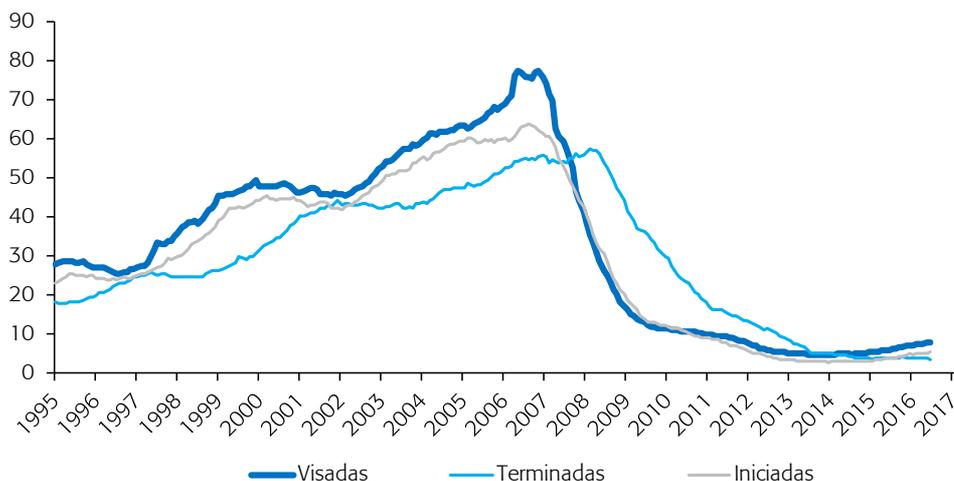
*El aumento reciente del VAB en construcción es responsabilidad de la inversión pública en infraestructuras y de la edificación de algunos sectores de actividad económica, sin que se haya producido todavía una reacción de la edificación residencial, lo que limita la capacidad de recuperación del conjunto del sector.*

la crisis, especialmente en el sector líder de construcciones industriales. Sectores asociados a la logística y distribución (almacenes, servicios) y agricultura se han visto menos afectados, manteniendo mayores tasas de actividad relativa. Estos datos indican que la fuerte inversión en industria que registra la Contabilidad Nacional desde 2013 no ha tenido reflejo en la edificación de espacios adaptados (sino en almacenes y transportes, entre otros).

Gráfico 7

### Evolución del ciclo de edificación en España

(En miles de viviendas iniciadas por mes. Medias móviles anuales)



Fuente: Ministerio de Fomento.

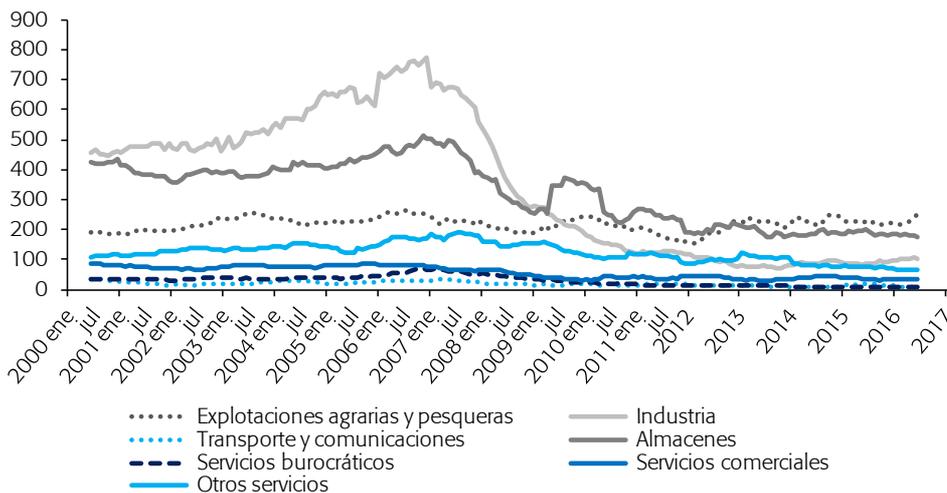
Parece, por tanto, que el aumento en el VAB de la construcción registrado por la Contabilidad Nacional es responsabilidad de la inversión pública en infraestructuras, en una suerte de

política contracíclica con limitado alcance en un entorno de restricción de gasto público, y de la edificación de algunos sectores de la actividad económica. La ausencia de reacción de mercado

Gráfico 8

### Licencias concedidas para la construcción de edificios no residenciales

(Número de edificios, medias móviles)



Fuente: Ministerio de Fomento.

con una mayor edificación impone una limitación a la capacidad de recuperación económica, a la vez que muestra un cambio en los mecanismos de asignación. Así pues, ¿cómo es posible que en un entorno de crecimiento del 3% y de creación de empleo, no se haya recuperado la edificación como habitualmente ha ocurrido en la economía española? Se puede responder a esta pregunta abordando los condicionantes que determinan las dos fuentes principales de demanda: la fundamental (hogares) y la de inversión.

## La demanda fundamental

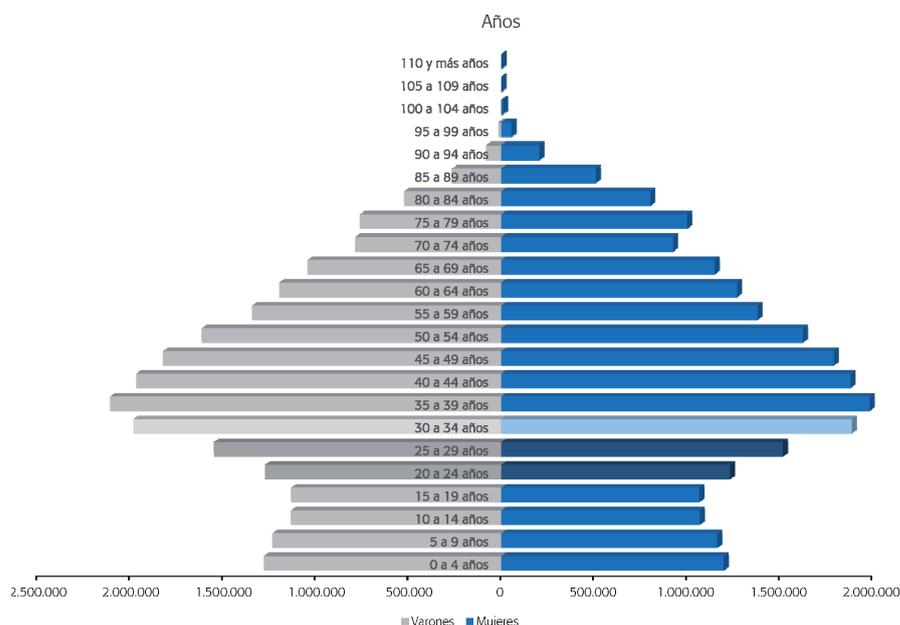
Los principales factores de demanda fundamental de viviendas son los que inciden en la cobertura de la necesidad residencial básica (demográficos, renta y factores financieros) que determinan la intensidad y dinámica de cada mercado residencial. La experiencia dice que la demanda potencial básica está asociada a la

cobertura de las necesidades residenciales de la población, y cambia (1) con el ciclo de vida de la población (con demandas específicas por cada grupo de edad y según el tamaño de los hogares), (2) con los cambios en los modelos de formación de hogares, y (3) con la movilidad de la población. Los factores (1) y (2) no siempre son observables ya que dependen de pautas sociales (dinámicas por naturaleza). No obstante, la estructura de edad aproxima las necesidades básicas de primer acceso. En la pirámide de población contenida en el gráfico 9 se observan cohortes entre 24 y 34 años con importantes cifras de población que, aunque disminuye, todavía muestra la existencia de una importante demanda básica para la próxima década. El engrosamiento superior de la pirámide (cohortes entre 35 y 55 años) hace referencia a la existencia de una todavía fuerte demanda de vivienda de reposición<sup>3</sup>.

La movilidad de la población (migración) modifica estas cifras como efecto de la relocalización de

Gráfico 9

### Pirámide de población española en 2012



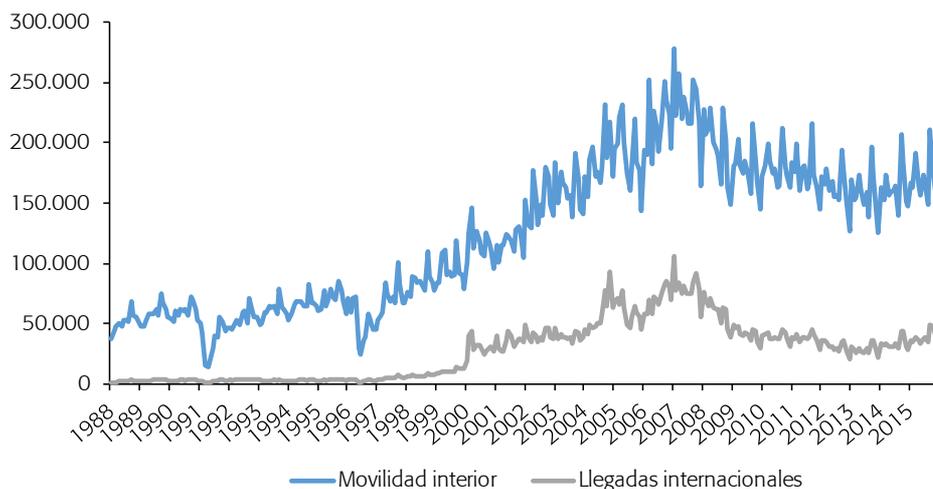
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

<sup>3</sup> Lo que muestra una oportunidad para rehabilitar con objetivos energéticos, en la reposición de demanda.

Gráfico 10

**Movilidad de la población. Altas residenciales y procedencia del extranjero**

(En número de personas por mes)



Fuente: *Estadística de variaciones residenciales*, Instituto Nacional de Estadística.

los hogares en el territorio. El gráfico 10 sugiere la existencia de una elevada movilidad interna en

34

*El mercado residencial en España cuenta aún con una fuerte demanda potencial, pero con poca capacidad de acceso entre los grupos de mayor necesidad (las cohortes de edad entre 20 y 34 años), dadas las condiciones del mercado de trabajo y las limitadas expectativas de mejora en el medio plazo.*

España<sup>4</sup>, y de cómo los flujos de inmigración se mantienen incluso en los años de recesión. Estas cifras muestran una media de 160.000 personas por mes dándose de alta en alguna ciudad en España desde 2007, lo que sin duda generó, y lo sigue haciendo, un volumen importante de actividad en el mercado de la vivienda en la ciudad donde se localicen.

Una tendencia tan estable de la movilidad sugiere que la tensión de demanda en los mercados residenciales españoles de destino se va a mantener durante el medio plazo, procedente de dos orígenes: la movilidad y la creación (decreciente) de nuevos hogares.

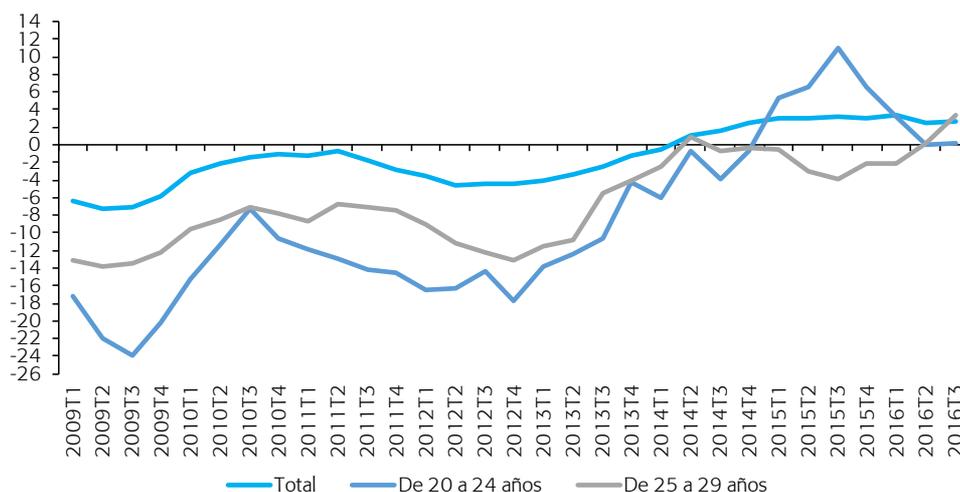
La demanda potencial se convierte en efectiva si tiene capacidad de pago, es decir, si cumple los requisitos de ser solvente y tener ingresos suficientes para (1) entrar al mercado residencial como demandantes efectivos y (2) atender las obligaciones de pago adquiridas por la compra/alquiler de su vivienda. Las condiciones de crecimiento económico han favorecido la creación de empleo y aumentado la capacidad de pago de nuevos compradores potenciales. No obstante, como se observa en el gráfico 11, el aumento en el empleo ha sido selectivo, penalizando a las cohortes jóvenes (que son quienes necesitan la primera vivienda) cuya tasa de ocupación ha decrecido de forma sistemática durante todo el período. Por otro lado, la capacidad de compra de los ingresos

<sup>4</sup> La estadística recoge el número de personas que cambian de residencia en cada momento del tiempo. Si se mide en años, desde 2009 se pueden computar una media de alrededor de 1,9 millones de personas por año que cambian de residencia dentro de España, de las que alrededor de 400.000 proceden directamente del extranjero.

Gráfico 11

**Evolución de la ocupación en España por grupos de edad**

(Porcentaje de crecimiento anual)



Fuente: Encuesta de Población Activa, Instituto Nacional de Estadística.

por salario decrece (gráfico 12), lo que reduce la capacidad de pago de los hogares potencialmente compradores de viviendas.

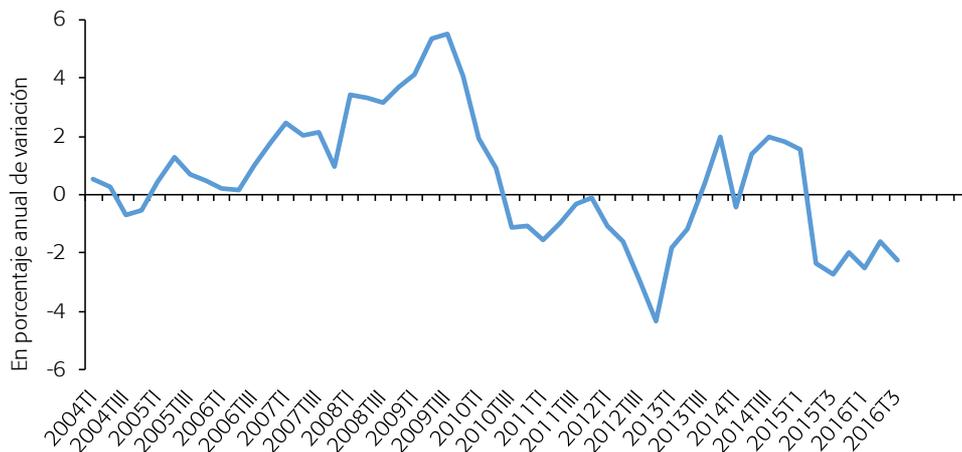
El resultado final de este análisis sugiere que el mercado residencial en España cuenta aún

con una fuerte demanda potencial pero con poca capacidad de acceso entre los grupos de mayor necesidad, por el efecto de las condiciones del mercado de trabajo sobre los ingresos, y con pocas expectativas de mejora en el medio plazo. Esta dificultad de entrada resulta una paradoja,

Gráfico 12

**Remuneración real del trabajo en España**

(En porcentaje anual de variación real corregido con el deflactor del PIB)



Fuente: Contabilidad Nacional de España, Instituto Nacional de Estadística.

ya que se produce en momentos en que las condiciones del mercado residencial español son las idóneas para el acceso: con precios que han caído hasta niveles muy competitivos y con bajos tipos de interés.

*Durante los últimos años se han producido inmejorables condiciones de accesibilidad a la vivienda, pero solo para los hogares con ingresos estables y ahorro disponible –dada la escasez de crédito– y con capacidad para endeudarse.*

Es precisamente la situación de precios y tipos de interés la que determina la existencia en España de una tasa de accesibilidad elevada incluso computando los ingresos existentes. Sin embargo, la accesibilidad es una condición necesaria pero no suficiente para que los hogares puedan entrar al mercado residencial en propiedad. El análisis conjunto de los tres indicadores de accesibilidad muestra las razones. El cuadro 2 contiene la estimación promedio de las tres ratios.

La primera, la ratio de accesibilidad<sup>5</sup>, oscila alrededor o por debajo del 30% durante todo el período, lo que muestra la existencia de una elevada capacidad de acceso en propiedad. Solo en el período 2006-2010 superó el 35%-40% refle-

jando dificultades de pago y una pérdida de capacidad de compra de la demanda (como resultado del aumento de los tipos de interés); en los últimos años, la tasa es lo suficientemente baja como para reflejar las condiciones inmejorables de accesibilidad para los hogares con ingresos estables a la que se hacía referencia.

La ratio de solvencia<sup>6</sup> captura los niveles de esfuerzo en deuda que hacen los hogares por acceder a una vivienda en propiedad. La media de largo plazo en España está entre 6 y 8 (suele ser 5 en otros países), y su evolución muestra un súbito aumento de la propensión a endeudarse por vivienda (en media) de los hogares españoles a partir de la primera década del siglo XXI, y una reducción de esta tendencia durante los últimos años lo que implica una caída en el apalancamiento medio (por razón de vivienda) de los hogares.

La ratio LTV<sup>7</sup> refleja una media de concesión de los créditos por una proporción del 65-70% del valor de la vivienda, a lo largo del período. Esta tasa se reduce dramáticamente desde 2008 mostrando cómo un hogar que quiera comprar una vivienda debe llegar a aportar como ahorro previo hasta aproximadamente el 50% del precio, ya que el crédito solo le será concedido al hogar (si pasa los *scoring*) por el 50,6% del valor de la vivienda,

Cuadro 2

### Ratios de accesibilidad a la vivienda en España

	1995-2000	2001-2005	2006-2007	2008-2010	2011-2013	2014-2016
Ratio accesibilidad (trimestrales), con el crédito estimado a 30 años (%)	30,6	32,1	45,5	37,4	24,9	23,01
Ratio crédito/valor – LTV (%)	65,8	63,4	65,3	55,3	48,5	50,6
Ratio de solvencia	8,2	12,7	15,9	15,3	13,7	13,2

Fuentes: Elaboración propia a partir de los datos del Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

<sup>5</sup> La estadística recoge el número de personas que cambian de residencia en cada momento del tiempo. Si se mide en años, desde 2009 se pueden computar una media de alrededor de 1,9 millones de personas por año que cambian de residencia dentro de España, de las que alrededor de 400 mil proceden directamente del extranjero.

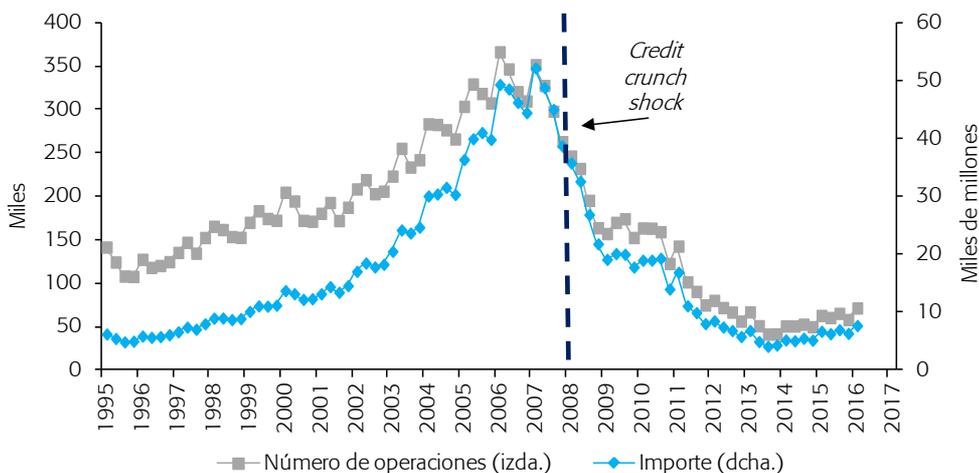
<sup>6</sup> Ratio precio/renta, es un indicador de endeudamiento excesivo.

<sup>7</sup> LTV, porcentaje de crédito/precio, que es una ratio que mide el riesgo de impago.

Gráfico 13

**Hipotecas urbanas concedidas en España**

(Número e importe por trimestres)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

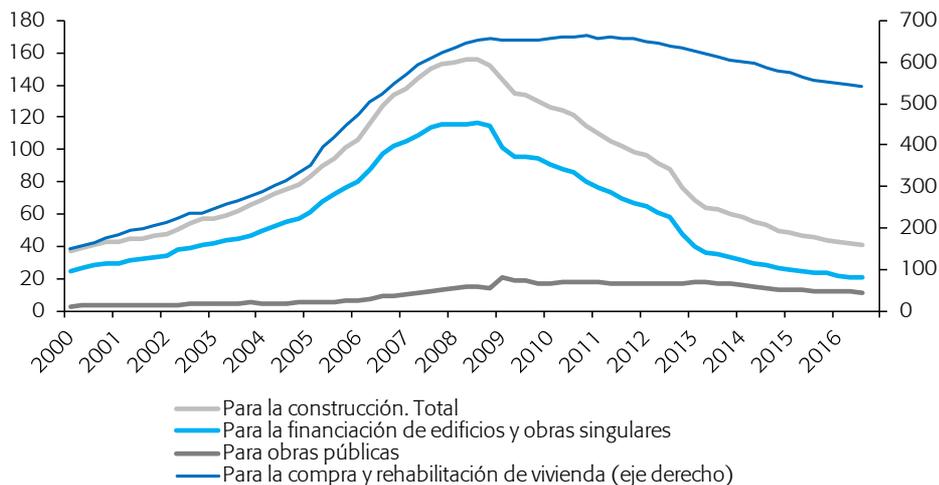
en media (último período). Esta cifra esconde una restricción severa de crédito (también contrastada en Scalón *et al.*, 2011) que limita el acceso a la demanda independientemente de que esta sea solvente.

La reducción de los flujos de fondos resultante de tal restricción se refleja en fuertes caídas en la financiación a la compra de viviendas desde los primeros años de la crisis y acelerado desde 2010 (gráfico 13). La situación también es aplicable

Gráfico 14

**Crédito concedido a la construcción y sus actividades**

(Saldo vivo en millones de euros corrientes)



Fuente: Banco de España.

al sector de construcción en su conjunto, como se observa en el gráfico 14, con el desplome de los saldos vivos de los créditos de todas las actividades desde inicios de la crisis, hasta alcanzar el mínimo histórico. La dureza de esta sequía de fondos *per se* implica la ausencia de los mínimos de financiación necesarios para el funcionamiento del mercado, dando lugar a un fallo de mercado no resuelto con ningún sistema alternativo de financiación hasta el momento.

Del análisis de las ratios se deduce la existencia de condiciones inmejorables de accesibilidad durante los últimos años, pero solo para aquellos hogares con ingresos estables y ahorro disponible, dada la escasez de crédito, y con capacidad para endeudarse. En un entorno con elevado desempleo, con salarios que pierden capacidad de pago y con restricción en el crédito, el acceso en propiedad difícilmente se puede mantener o recuperar, quedando el acceso al alquiler como única solución para la cobertura de la necesidad residencial de aquellos carentes de ahorro. Las buenas condiciones poscrisis del mercado residencial español y sus beneficios no están pudiendo, por tanto, ser aprovechadas por los jóvenes hogares españoles.

## Las razones de inversión

La inversión<sup>8</sup> inmobiliaria en España durante este período ha reaccionado a influencias contrapuestas. Por un lado, la evolución de los precios a la baja ha sido un factor suficiente de desincentivo inversor en nuevas obras, pero, por otro, ha generado oportunidades para la compra. La distorsión en el mercado antes mencionada desincentiva la inversión doméstica, a la vez que la situación económica general aumenta los incentivos a desinvertir (vendiendo activos inmobiliarios) con el objeto de reducir el apalancamiento de las empresas.

Estas aparentes contradicciones se han saldado con la aparición de actores internacionales, tanto en operaciones de mayor tamaño en el sector no residencial, como en la compra en el mercado de viviendas. Desde el principio de la crisis, el sector no residencial está recibiendo flujos de inversión muy focalizados a algunos sectores, como el logístico, con recorrido en su desarrollo en España. Muchos de los flujos de capital no son observables, pero parte quedan registrados en las estadísticas de inversiones (gráfico 15) que muestran un posicionamiento creciente de agentes internacionales en las

---

*El sector no residencial está recibiendo flujos de inversión procedentes del exterior muy focalizados en algunos sectores, como el logístico, con recorrido en su desarrollo. Los agentes internacionales muestran un posicionamiento creciente en actividades inmobiliarias que implican gestión y rentabilización en alquiler (desde 2012), así como en la inversión en construcción (desde 2015).*

---

actividades inmobiliarias que implican la gestión y rentabilización en alquiler (desde 2012), y en la inversión directa en construcción (desde 2015). La aceleración del último período que se observa en el gráfico es un reflejo de la rentabilidad esperada en este sector en España para los próximos períodos.

Por su parte, la inversión en nuevas viviendas se guía por la evolución de sus precios y por la rentabilidad derivada de los alquileres. La evidencia empírica demuestra que el aumento en los precios ha sido el referente que ha incidido en la toma de decisión de construcción en una buena parte de España (véase Taltavull, 2014; Taltavull y Gabrielli, 2015), y de compra, por lo que hasta que los precios residenciales no han dejado de caer (finales de 2015), no se ha podido reactivar este incentivo<sup>9</sup>. El gráfico 16 representa cómo

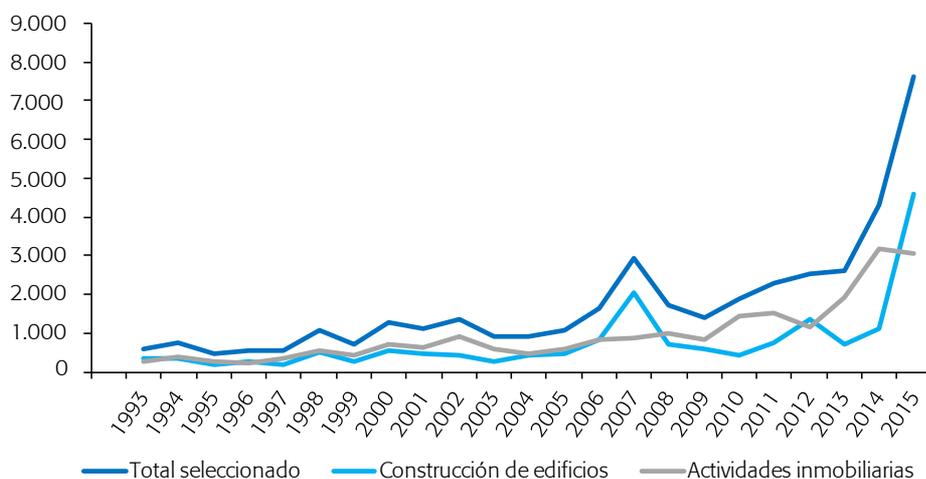
<sup>8</sup> La inversión que se aborda aquí excluye la demanda de edificios destinados a sede empresarial en sectores ajenos al inmobiliario.

<sup>9</sup> En la medida en que una caída de precios implica una pérdida de valor del bien final, la inversión se retira cuando estos activos entran en una senda de desvalorización sistemática, tanto por las expectativas de pérdidas como por la dificultad en la estimación de los precios futuros y su ajuste a los costes de construcción presentes.

Gráfico 15

### Inversión extranjera en el mercado inmobiliario

(En millones de euros corrientes)



Fuentes: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad y DataINvex.

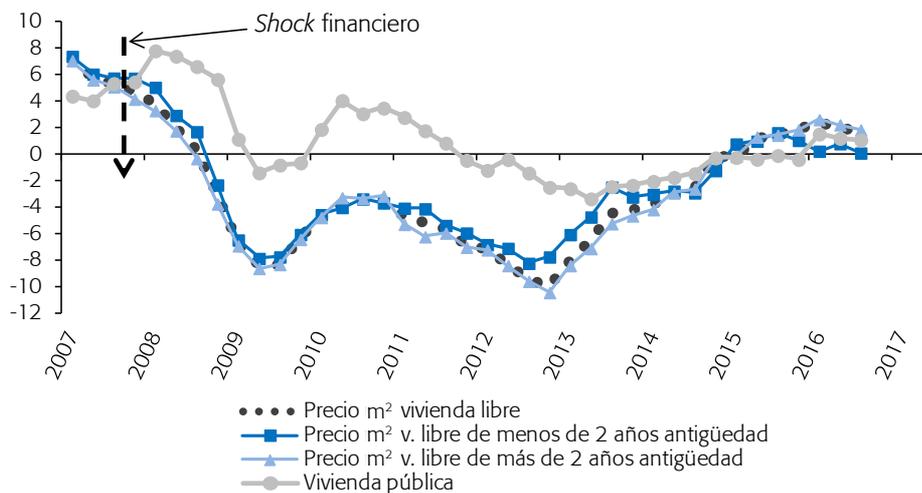
los precios residenciales en España se recuperan a finales de 2015 y mantienen un ritmo de revalorización moderado alrededor del 2% nominal desde entonces (4% real si se tiene en cuenta la inflación negativa), ritmo que debería incentivar la edificación de nuevas unidades.

Las transacciones residenciales reaccionan a los cambios en los precios con un suave crecimiento en el último año con respecto a la media mantenida durante toda la crisis (gráfico 17), aunque con una clara tendencia al alza. Por su parte, como ya se ha explicado, la debilidad en el acceso

Gráfico 16

### Evolución nominal de los precios residenciales

(En porcentaje de crecimiento anual en euros corrientes)

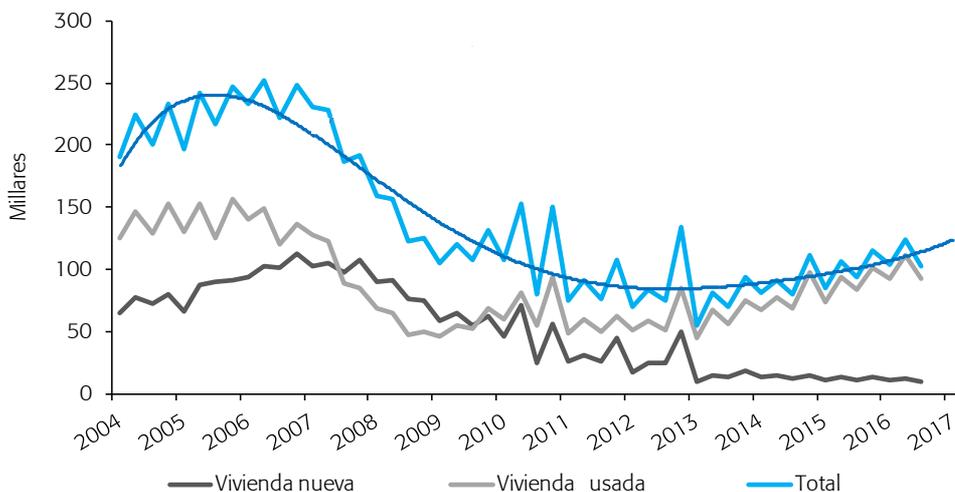


Fuente: Ministerio de Fomento.

Gráfico 17

**Transacciones totales de viviendas en España**

(En número de transacciones por trimestre)



Fuente: Ministerio de Fomento.

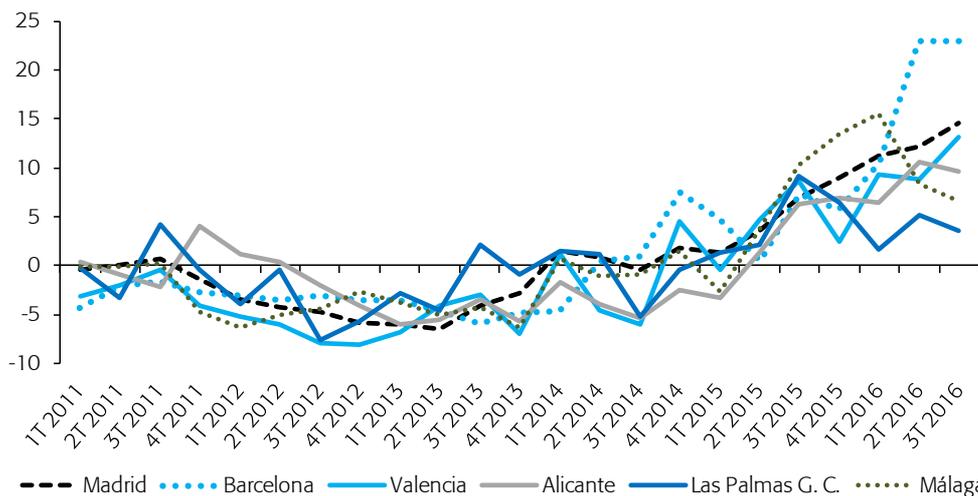
ha incentivado la demanda de alquiler con el reflejo consiguiente sobre sus precios a medida en que la economía se vuelve a recuperar. El gráfico 18

recoge la evolución de los importes de alquiler por m<sup>2</sup> en algunas ciudades donde esto parece ocurrir<sup>10</sup>, y de ellos se puede observar un crecimiento

Gráfico 18

**Precio de alquiler ofertado por m<sup>2</sup> y mes**

(Porcentaje de variación anual)

Fuente: Idealista.com (<http://www.idealista.com>).

<sup>10</sup> La recuperación de estos precios no es general, solo se produce en determinadas ciudades entre las cuales se han elegido las que aparecen en el gráfico.

desde finales de 2014 más intenso y sostenido que en los precios de propiedad, reflejo de una intensa demanda, desde 2015.

El aumento de transacciones y de los precios de alquiler, y la aceleración de la inversión extranjera, son indicadores de cómo este sector se está recuperando desde la demanda, aunque la actividad propiamente dicha de construcción no lo haya hecho todavía.

## Perspectivas y predicción

A la vista de los indicadores, se puede afirmar que los sectores inmobiliarios experimentan una recuperación a lo largo de 2016 lenta pero sólida. Esta recuperación no parece aún haber incentivado de forma generalizada a los precios de propiedad, aunque sí a los de alquiler. Los datos también indican que la recuperación es selectiva, teniendo lugar en las áreas de mayor actividad económica sin haberse generalizado a todos los mercados.

---

*Por el momento, la demanda residencial está siendo satisfecha en el mercado inmobiliario sin acudir directamente a nueva construcción, al existir un volumen de unidades lo suficientemente grande como para ajustar su mecanismo de equilibrio al stock existente.*

---

La situación actual refleja un *status* del mercado diferente a los conocidos del pasado, en que se asociaba de forma inmediata la recuperación económica al aumento de la edificación (obra). En estos momentos, los mercados residenciales son maduros y tienen un volumen de unidades lo suficientemente grande como para ajustar su mecanismo de equilibrio al *stock* existente. Esto significa que la demanda puede ser satisfecha en el mercado inmobiliario directamente sin acudir a una nueva construcción, al menos en los primeros momentos. Esto es lo que parecen mostrar

los indicadores de precios. De momento, parece que las vacantes disponibles son suficientes para garantizar la atención a la demanda de viviendas procedentes de la mayor movilidad, que es mucho más intensa en algunas áreas geográficas que en otras, posiblemente bajo una forma mixta de acceso en la que el alquiler va tomando una posición importante.

La demanda (solvente) estaría alimentando en mayor medida las transacciones de reposición o de inversión pura (para alquilar), pero no tanto los movimientos especulativos, en la medida en que los incentivos precio no son lo suficientemente grandes<sup>11</sup>. Tampoco lo son para reactivar la construcción nueva, todavía.

La recuperación de la demanda básica en propiedad pasa por eliminar dos relevantes fallos de mercado. El primero, el relacionado con la restricción crediticia y la inexistencia de sistemas alternativos de financiación de la vivienda principal. Cualquier sistema alternativo de largo plazo que permita a los nuevos hogares acceder a una vivienda, puede tener un efecto relevante de aceleración de la actividad en el mercado. Otros países están aplicando y creando nuevas figuras que cubran este desajuste, dado que el problema no es único de España.

El segundo fallo de mercado afecta al mercado del suelo. Tras la debacle de la financiación al promotor (y la forma en la que se congeló esta financiación desde el principio de la crisis financiera global), una parte muy relevante de los suelos ha pasado a ser propiedad del sistema financiero y están inmovilizados, por lo que cualquier incentivo de mercado para construir se encuentra con una barrera de acceso imposible de resolver para las compañías promotoras pequeñas que aún estén operativas, aunque no para los grandes inversores.

En lo referente al mercado no residencial, los intercambios en las grandes operaciones (edificios

<sup>11</sup> Las inversiones especulativas aparecen cuando el beneficio esperado supera los costes de transacción en el corto plazo. Teniendo en cuenta que estos últimos son una proporción superior al 10% del precio, la revalorización debe ser muy intensa para atraer a estas transacciones.

de oficinas, comerciales, logísticos..) se están produciendo de forma sistemática en una suerte de cambio de propiedad en el segmento inmobiliario de mayor dimensión. La recuperación de la rentabilidad del espacio de oficinas en zonas *no-prime*, por ejemplo, es todavía lenta y se asocia a la mejora de la actividad económica en su conjunto, por lo que no es de esperar que haya construcciones de nuevo espacio en el medio plazo. Las expectativas en este sentido, son buenas (dado el crecimiento diferencial de la economía española en Europa) pero fuertemente dependientes de la evolución global y más asociadas al mecanismo inmobiliario que a la nueva edificación.

Así las cosas, la actividad constructora en términos generales puede tardar aún tiempo en recuperarse hasta su nivel de largo plazo y, por tanto, a extender sus efectos de arrastre sobre el sistema económico. No obstante, se puede asistir a un inicio de edificación más intensa en las áreas con mayor demanda (principales capitales y algunas costas).

## Conclusiones

A lo largo del artículo, se han evaluado los indicadores disponibles que permiten dar una idea de la situación coyuntural del sector de la construcción. Este es un sector de medio y largo plazo, donde las inversiones realizadas crean bienes de capital que alimentan los mercados inmobiliarios, por lo que un análisis de la coyuntura sigue esta perspectiva temporal.

Lo que indican las estadísticas es que la recuperación de la aportación al VAB es debida a la realización de obra pública más que a la edificación residencial, que ha experimentado, esta última, una muy débil recuperación algunos trimestres atrás. Por su parte, son los factores de demanda los que lideran la recuperación de los precios y de la actividad (transacciones) dentro del propio mercado inmobiliario, aunque de forma muy localizada en algunas regiones (y a partir de 2015) y asociada a la movilidad de la población que imprime tensión en algunos mercados de alquiler. El acceso en alquiler (cuya dimensión no se

observa por falta de estadísticas) por sí mismo supone ya un cambio relevante para la sociedad española. El aumento de los precios de alquiler en determinadas regiones respalda esta interpretación.

El menor crecimiento en los precios en propiedad podría proceder de las limitaciones al acceso que afectan, especialmente, a los hogares jóvenes, no tanto a través de falta de capacidad en el pago sino como resultado de una elevada restricción crediticia, insuficiente ahorro e indisponibilidad de un trabajo "seguro". La necesidad de que la demanda básica pueda acceder para hacer crecer los precios algo más –corolario de esta situación– es una medida de su importancia en el mercado y cómo reducir las barreras existentes es clave. No obstante, la recuperación de las transacciones, el crecimiento positivo de los precios y la presencia de inversión foránea, muestran los síntomas de la recuperación del sector que alcanza ya un año y medio.

Por último, los mercados no residenciales han acusado un menor impacto de la recesión, salvo el sector de edificación industrial, con flujos de financiación internacional aumentando su participación en algunas actividades (logística, oficinas, centros comerciales).

Todo el proceso de crisis y recuperación se ha desarrollado en un entorno de baja inflación y tipos de interés, a menudo negativos, cuyos incentivos sobre los mercados residenciales no han tenido efecto por la restricción crediticia y la debilidad de la demanda. En un entorno de inflación, este marco cambiará hacia otro más conocido en que la inflación positiva acrecienta el valor actual de los activos y reduce el de los créditos; y con un aumento de los tipos de interés que desincentivará parte de la demanda solvente. Dependiendo del efecto que domine, podría verse una recuperación de los precios más rápida.

## Referencias

EUROPEAN CONSTRUCTION SECTOR OBSERVATORY (ECSO) (2016), *Informe sobre España*, disponible en: [ec.europa.eu/growth/sectors/construction/observatory\\_en](http://ec.europa.eu/growth/sectors/construction/observatory_en) (accedido en 20/12/2016).

- SCANLON, K.; LUNDE, J., y C. M. E. WHITEHEAD (2011), "Responding to the housing and financial crisis: Mortgage lending, mortgage products and government policies", *International Journal of Housing Policy*, 11(1): 23-49.
- TALTAVULL, P. (2014), "New housing supply and price reactions: Evidence from Spanish markets", *Journal of European Real Estate Research*, 7(1): 4-28.
- (2015), "Sector de la construcción y mercado de la vivienda", en GARCÍA DELGADO, J.L., y R. MYRO, *Lecciones de Economía Española*, 12 ed., Thomson-Reuters: 199-210.
- TALTAVULL, P., y L. GABRIELIA (2015), "Housing Supply and Price Reactions: A Comparison Approach to Spanish and Italian Markets", *Housing Studies*, 30(7): 1036-1063.