

El sector de la vivienda: coyuntura y expectativas

Paloma Taltavull*

En este artículo se realiza un análisis de la coyuntura inmobiliaria actual, con especial atención a los precios de las viviendas, explicando las razones por las que los precios de alquiler experimentan un crecimiento fuerte, pero no los de la vivienda en propiedad. El artículo sostiene que la caída de los salarios en términos reales provoca una progresiva pérdida de capacidad adquisitiva para los hogares que quieren comprar una vivienda, al tiempo que las condiciones de financiación –aún en proceso de suave recuperación– debilitan la demanda en propiedad. En consecuencia, la mayor parte del acceso a la vivienda se produce en alquiler, acelerando sus precios y alterando el equilibrio de largo plazo con relación a los precios en propiedad. El aumento de oferta de unidades en alquiler, o en propiedad, es el elemento que puede eliminar la tensión en los mercados residenciales en España.

La situación de la vivienda y los avisos sobre la posible gestación de una nueva burbuja inmobiliaria están llegando en los últimos meses a la opinión pública española, aumentando el interés por su evolución en todos los ámbitos de la vida económica y social. Son numerosos los aspectos sobre la vivienda que generan análisis muy controvertidos; baste citar, entre otros, la problemática asociada a la necesidad de vivienda, la ausencia de iniciativas públicas, la falta de acceso, o el comportamiento aparentemente contradictorio de los precios. En este artículo, se pretende dar una visión, desde la economía inmobiliaria, de cómo la evolución del mercado de la vivienda y su momento coyuntural podrían ser consistentes con

los hechos que se identifican y están causando ese renovado interés.

La vivienda es importante para una economía por distintos motivos. El primero, y más relevante, se centra en la disponibilidad de este bien, que es indivisible del proceso de creación de hogares y garantiza la evolución tranquila del desarrollo de una sociedad. La vivienda, en cuanto a su uso, es un bien básico y su disponibilidad debe estar asociada al crecimiento de sus usuarios principales, los hogares. Este concepto es el que prima en la explicación económica de la situación del mercado residencial: la demanda –básica o fundamental– busca cubrir sus necesidades y en la medida que

* Universidad de Alicante.

crece, las necesidades afloran al mercado. Este, a su vez, debe reaccionar (oferta), y lo hace de diferentes formas, bien construyendo nuevas unidades, bien movilizandolas unidades existentes o mediante una combinación de ambas. Cuando la reacción de la oferta no es rápida, o no es flexible, los precios crecen.

En segundo lugar, la vivienda es también relevante para la economía en su conjunto. La construcción y la inversión en vivienda son parte importante del producto generado en un momento determinado. Es conocida la aportación al PIB del conjunto del sector, muy baja en los últimos años con respecto a los años anteriores: algo más del 5% frente a la media del 8% en momentos de crecimiento tranquilo, o del 12% en momentos de *boom*. Dentro de esta aportación, la estadística española no especifica qué parte corresponde a la vivienda, así que algunas estimaciones asignan un peso de aproximadamente el 4% del PIB en edificación residencial en los momentos de crecimiento suave. La *Contabilidad Nacional*, por el lado de la demanda, estima una aportación de la inversión en vivienda de aproximadamente el 4% desde 2011, aunque su peso fue muy superior en los años anteriores (véase el gráfico 1). Estas cifras,

que se corresponden con la FBCF, están respaldadas por el valor declarado de las transacciones de vivienda libre sobre el PIB, indicador generalmente utilizado por los analistas como referencia de la relevancia macroeconómica de este bien. Como se observa, el importe declarado de las transacciones de viviendas alcanzó un 16% del PIB en los años de fuerte expansión, y fue reduciéndose progresivamente hasta confluir con la inversión agregada en una cantidad que oscila alrededor del 5% desde 2013.

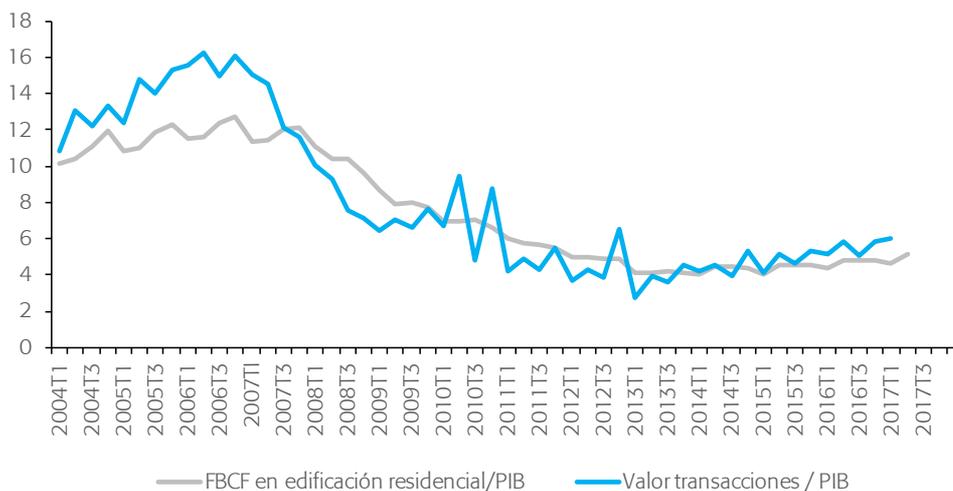
En el caso de España parece que existen distorsiones que impiden que el impulso de los precios de alquiler de viviendas se transmita a los precios de propiedad, lo que significa que aquellos no ejercen de incentivo para iniciar nuevas obras, al menos de forma proporcional.

Un tercer aspecto de interés de la actividad en vivienda desde el punto de vista macroeconómico es su efecto de arrastre, que, en la medida que representa estructuras de largo plazo, no se aborda aquí. Adicionalmente, podrían citarse otros factores, como el impacto de los precios de las

Gráfico 1

Aportación del sector de la vivienda al PIB: inversión

(En porcentaje sobre el PIB trimestral)



Fuente: Ministerio de Fomento y *Contabilidad Nacional de España* (INE).

viviendas en el canal de transmisión de las políticas monetarias, o su relevancia en el crecimiento urbano y la competitividad de las ciudades. Estas pequeñas pinceladas reflejan los efectos múltiples que un correcto desarrollo del mercado residencial puede tener sobre la salud de una economía.

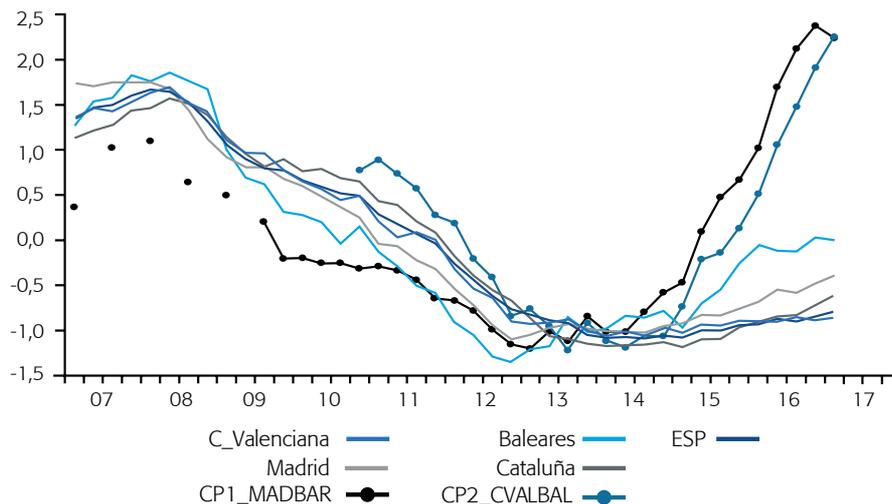
Sin embargo, la reciente atención a la vivienda –mencionada en un principio– no procede de este conjunto de datos, sino que es una muestra de preocupación en relación a la evolución de los precios y al miedo por la posible aparición de una nueva burbuja. El gráfico 2 muestra las razones de este miedo. Representa, en un eje armonizado, la evolución de los precios de las viviendas en propiedad en una selección de regiones (en las que más han crecido en los últimos años) y los precios de alquiler en las capitales de las mismas¹, donde CP1 representa a Madrid y Barcelona, y CP2 a las ciudades valencianas y de Baleares. La evolución a partir de 2014 muestra el origen del miedo a que la aceleración de los precios de alquiler pueda contaminar los precios de las viviendas en propiedad (obsérvese la diferencia en la tendencia de expansión y la velocidad de crecimiento de los alquileres).

Las razones de esta expansión están relacionadas con la evolución de los factores fundamentales. Los modelos explicativos de la economía inmobiliaria respaldan la idea de que esta reacción responde a los mecanismos del mercado, con la salvedad de que los precios residenciales están tardando en reaccionar. La explicación se comprende bien con el modelo clásico de los cuatro cuadrantes de DiPasquale y Wheaton (1996): los cambios en la demanda de viviendas procedentes de variaciones en las condiciones del mercado que la incentiven tienen un impacto directo sobre los precios de alquiler². El impulso sobre los precios de alquiler se transmite a los precios de propiedad dependiendo de la tasa de capitalización del sector (que está en relación con la rentabilidad de otras inversiones), pero cualquier aumento en la renta incide en una expectativa de aumento de precios de propiedad que afecta a las decisiones de construcción, que es el canal a través del que se incentiva el aumento consecuente del número de promociones de viviendas nuevas. El aumento de estas depende de la flexibilidad de la oferta, de manera que si las condiciones en las que el promotor desarrolla su actividad

Gráfico 2

Precios de alquiler y propiedad de viviendas en una selección de regiones de España

(Componentes principales)



Fuente: Idealista.

¹ Para obtener la evolución común, se han extraído sus componentes principales, las variables CP1 y CP2.

² Esto es así porque, en el corto plazo, la oferta es rígida (véase DiPasquale y Wheaton, 1996).

son flexibles (no hay restricciones normativas, de disponibilidad de suelo, ni de otro tipo), se generará suficiente oferta para atender a los nuevos demandantes y los precios reaccionarán de forma más lenta, o por el contrario, lo harán más rápidamente si la oferta responde de forma rígida o inflexible.

En el caso de España, parece que existe una disrupción en este mecanismo que hace que la primera influencia, de precios de alquiler a precios de propiedad, no se transmita, lo que significa que aquellos no ejercen de incentivo para iniciar nuevas obras, al menos de forma proporcional. Esto es esencialmente lo que muestra el gráfico de precios: una distorsión que ha suspendido este efecto de transmisión directa entre precios, afectando a la producción.

Esto puede ocurrir si se da un número de situaciones. 1) Cuando los promotores, a pesar de recibir el incentivo de mercado, no pueden construir porque no tienen sus *inputs* básicos, como suelo o capitales, o existe alguna restricción desde la oferta en forma de regulación; 2) porque no hay constructores dispuestos a construir; 3) cuando los constructores podrían construir pero no lo hacen porque no identifican la existencia de demandantes efectivos; o 4) porque hay factores de carácter financiero que movilizan los capitales hacia otro sector.

La entrada de nueva demanda en el mercado no se traslada, sin embargo, a la compra de vivienda. La razón está en las limitaciones de acceso de los hogares que tienen que ver con las condiciones de accesibilidad, financiación y capacidad adquisitiva.

Si hubiese compradores efectivos, los precios de propiedad crecerían mucho en condiciones de restricción de oferta, por lo que la explicación (3) no parece que por sea una hipótesis aceptable. Por otro lado, con los tipos de interés reducidos, tampoco parece que haya un fuerte desincentivo financiero a la hora de construir. Así pues, la hipótesis que seguimos aquí es

que el fallo del mecanismo de transmisión se encuentra en una combinación de las razones 1, 2 y 4: hay restricciones de *inputs* básicos (principalmente financiación), hay pocos constructores (porque han desaparecido tras la fuerte y prolongada crisis) y no hay demandantes con capacidad de compra (fundamentalmente por falta de financiación).

El corolario es que la demanda (creciente) que entra al mercado y no puede comprar, alquila. En situaciones en que el mercado de alquiler experimenta escasez (por distintas razones) y recibe una avalancha de demanda (mucho más de la que estaba acostumbrado –es decir, por encima de su tamaño de equilibrio– dado que la demanda en el pasado se orientaba a la propiedad), y los fundamentos se recuperan (empleo y rentas), los precios de alquiler se disparan.

Teniendo en mente estas hipótesis, se describe, a continuación, cómo los indicadores respaldan estas ideas y las tendencias identificadas.

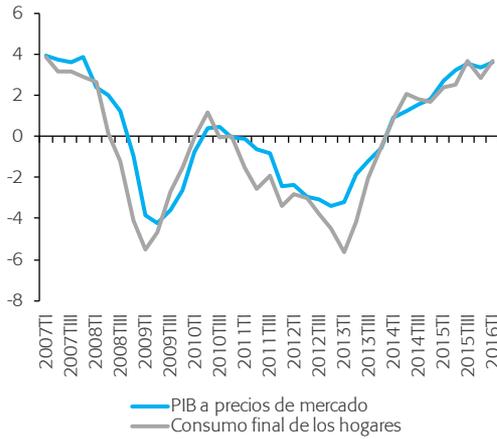
Recuperación de la demanda en el mercado

La recuperación de los componentes de demanda está vinculada a la evolución económica. La recuperación del crecimiento de manera intensa y sostenida desde 2014, con tasas alrededor del 3% (gráfico 3, panel a), y la creación del empleo, de forma intensa ya en los segmentos de población joven (y más creadores de nuevos hogares, gráfico 3, panel b), reflejan claramente los factores de aumento de la demanda residencial. La movilidad de las personas (gráfico 4), principalmente por razones de trabajo, se ha mantenido en niveles elevados a pesar de la crisis, y refleja también el proceso de relocalización de los hogares en España que genera una demanda directa de viviendas. La concentración de esta movilidad hacia las áreas de mayor creación de empleo (Madrid, Barcelona, la Comunidad Valenciana, y las Islas, entre otras) es la razón por la que existen mercados residenciales con un mayor impacto en los precios (esos mismos) frente a otros.

Gráfico 3

Panel a. Crecimiento económico en España

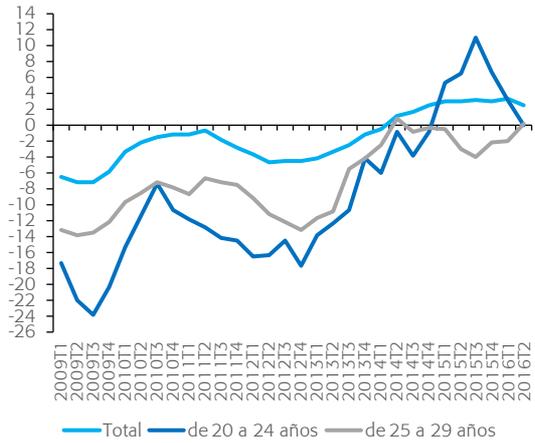
(Porcentaje anual de crecimiento del PIB real)



Fuente: Contabilidad Nacional de España (INE).

Panel b. Evolución de la ocupación en España

(Porcentaje de crecimiento anual)

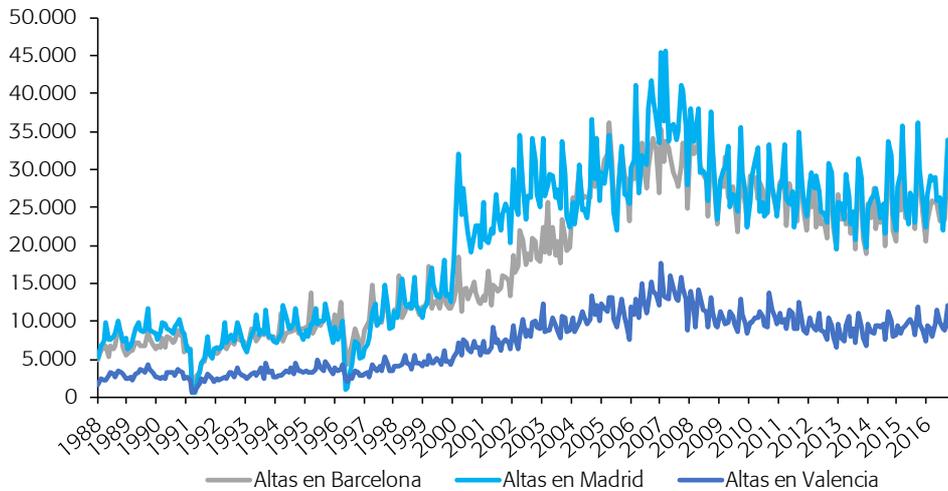


Fuente: Contabilidad Nacional de España (INE).

Gráfico 4

Variaciones residenciales en España, 1988-2016

(Personas por mes)



Fuente: Estadística de variaciones residenciales (INE).

Percepción de que la demanda no comprará una vivienda

La demanda, por tanto, parece que está entrando a los mercados e incentiva el aumento de los precios de alquiler. ¿Por qué no los de propiedad como en el pasado? La respuesta se encuentra en las limitaciones al acceso de los

hogares, que se evalúan atendiendo a las condiciones de accesibilidad, financiación y capacidad adquisitiva de los hogares.

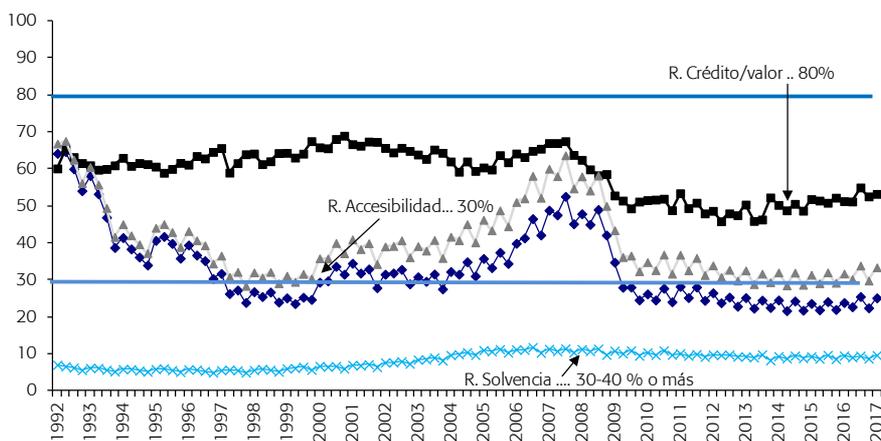
Accesibilidad

Inicialmente, los hogares españoles con ingresos medios similares a los de un empleado fijo a

Gráfico 5

Ratios indicativos de la capacidad de pago en compra de vivienda en España

(Con crecimientos a 30 años y 20 años de madurez, en porcentaje)



Fuentes: Ministerio de Fomento, INE, BOE y elaboración propia.

tiempo completo deberían tener suficiente accesibilidad para entrar al mercado de propiedad, como lo refrenda la ratio de acceso en el gráfico 5 (líneas gris y azul oscuro), muy cercana al 30% de la renta, que es el valor de referencia con los tipos de interés vigentes en la actualidad.

Esta situación permite teóricamente el acceso de los hogares con ingresos aunque no, como luego se ve, el de los hogares que se acumulan en el mercado. Las ratios de acceso que aparecen en el gráfico 5 muestran, además, dos hechos que son relevantes para comprender las dificultades de los hogares para convertirse en propietarios. En primer lugar, existe aún una fuerte restricción crediticia reflejada en valores de la ratio crédito/valor (línea negra) que son muy bajos. Aunque el último año ha mejorado un poco, la media de esta ratio es de 53,25% en el primer trimestre de 2017, lo que implica que los hogares deben entregar más del 45% del valor de la vivienda para realizar una potencial transacción, algo que requiere de fuerte ahorro previo. Este requisito es, *per se*, una medida de restricción del crédito.

En segundo lugar, la ratio de solvencia (línea azul claro) indica que, en media, los hogares endeudados por vivienda lo hacen a una tasa alta (la ratio tiene un valor casi de 10)³, lo que implica que tomar la decisión de compra residencial significa aceptar un endeudamiento elevado, de modo que puede contener la decisión de compra de los hogares, dada la experiencia general de las familias desde el inicio de la reciente crisis financiera global.

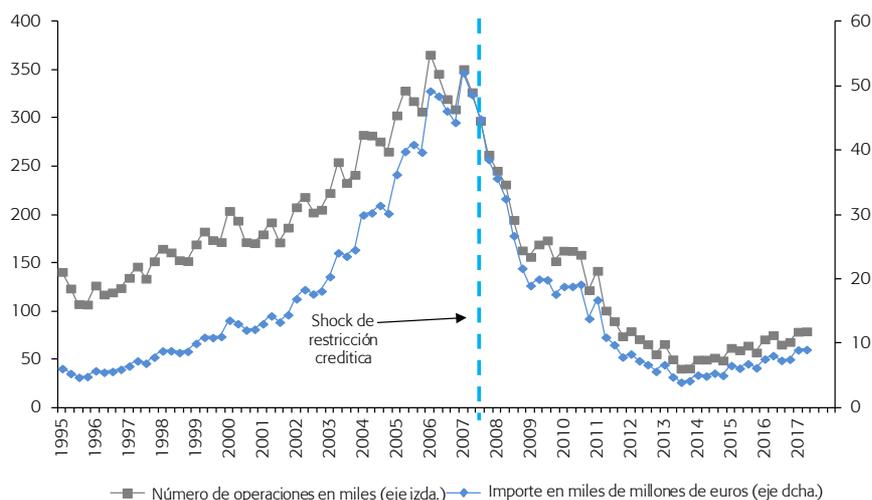
Restricción en crédito: accesibilidad pero no a la compra

La prueba de que la restricción crediticia (o de fondos de financiación de las operaciones) es un hecho queda patente en el gráfico 6, donde se representan el número de hipotecas y su importe, concedidas en cada período temporal a los hogares para la compra de viviendas. Aunque se produce una pequeña recuperación en el volumen de operaciones (que supone un incremento del 16% interanual) durante los últimos meses, el nivel de concesiones está lejos de alcanzar siquiera el de la

³ Esta ratio significa que si el hogar destinase todos sus ingresos para pagar la vivienda, tardaría diez años. Cuanto mayor valor de esta ratio, mayor endeudamiento asociado a la financiación.

Gráfico 6

Hipotecas urbanas concedidas en España: número e importe por trimestres



Fuente: INE.

mitad del período de crisis, por lo que la demanda no tiene apoyo alguno para entrar al mercado de propiedad. La suave recuperación que parece experimentar desde 2013 no se ve lo suficientemente acelerada como para respaldar una entrada “normal” de los demandantes al mercado, sino lo contrario, es consistente con la ratio crédito-valor que se ha comentado con anterioridad. Se podría decir que la falta de financiación convierte a los hogares que tienen un buen nivel de accesibilidad, calculado con los niveles de renta, en hogares con problemas de acceso final para entrar al mercado de propiedad.

La decisión de adquirir una vivienda significa aceptar un endeudamiento elevado, lo que puede contener la realización efectiva de la compra de los hogares, dada la experiencia general de las familias desde el inicio de la reciente crisis financiera.

Nótese que la restricción crediticia que afectó en mayor medida al sector desde el inicio de la crisis se produjo en ambos lados del mercado a la vez (restricción a la oferta, con la práctica eliminación

de créditos a la promoción, y a la demanda, con la reducción que se ve en el gráfico de hipotecas a los hogares). La recuperación de la financiación puede estar produciéndose hacia la oferta, con la entrada de capitales foráneos que toman posiciones ventajosas (por los bajos precios tanto de suelo como de promociones existentes) y aportan flujos de capital desde otras economías. Sin embargo, sin un crecimiento proporcional de la financiación a la demanda (últimos usuarios de las viviendas), difícilmente se recuperará el ciclo edificador.

Capacidad de compra de los ingresos

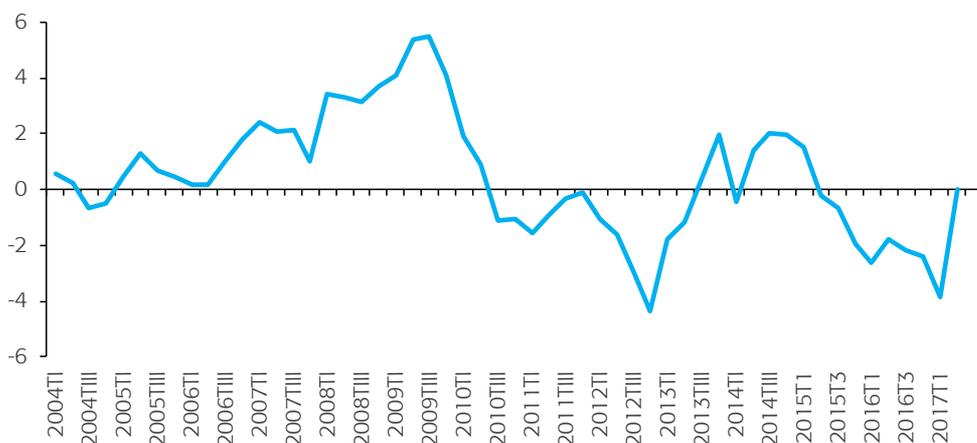
Adicionalmente, aunque el hogar pueda comprar una vivienda, sus ingresos salariales pierden capacidad de pago en la medida que su crecimiento real es negativo durante una buena parte del período reciente. El gráfico 7 confirma este extremo y muestra cómo, desde 2010, los ingresos en términos reales han decrecido salvo en momentos puntuales, lo que confirma esa pérdida progresiva de capacidad de pago para aquellos hogares que quieran comprar una vivienda.

Si los niveles de ingresos por trabajo siguen la misma tendencia en el futuro, un crédito tomado

Gráfico 7

Remuneración real del trabajo en España

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



Fuente: INE.

hoy puede resultar progresivamente insostenible, lo que supone una fuente de incertidumbre que estaría afectando a la accesibilidad.

de transacciones muestra un tamaño de mercado que es la mitad al existente en el pico del ciclo.

Situación general de la vivienda

Las cifras vistas hasta el momento indican la existencia de problemas de acceso, pero hay una proporción de hogares que sí entra al mercado. Estos hogares que consiguen superar las limitaciones mencionadas, o que no utilizan ni necesitan financiación, han estado entrando al mercado español de propiedad con un ritmo sostenido durante todo el período. La cifra es creciente en los últimos trimestres, como se observa en el gráfico 8, aunque no aumenta lo suficientemente rápido como sugerirían las cifras de población arriba comentadas. Como se observa en los datos más cercanos en el tiempo, el volumen de transacciones de vivienda usada crece siguiendo la misma tendencia que en 2013. En el último año (2017) se han alcanzado los niveles (trimestrales) de compraventa (de vivienda usada) que existían en los primeros años de la crisis, aunque la vivienda nueva no aporta prácticamente transacciones (porque no hay nuevas unidades). El volumen

Por otro lado, si se tiene en cuenta solo las transacciones de viviendas existentes, el volumen intermediado es solo menor en un 20% al que había en 2007, lo que indicaría que el mercado está intermediando a un ritmo similar al anterior a la crisis y que el componente inexistente son las transacciones de viviendas iniciadas.

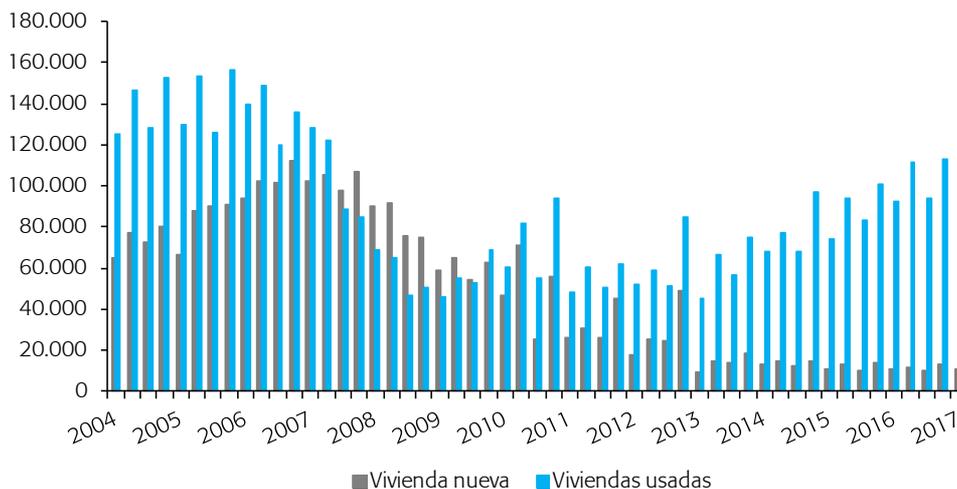
El hecho de que la demanda se oriente masivamente a las unidades existentes (viviendas de segunda mano) puede tener que ver con que 1) las viviendas nuevas que quedan son muy pocas (hay una restricción de oferta); 2) los mercados son maduros y con suficiente oferta como para abastecer a la demanda solvente; y, como resultado, 3) el incentivo a construir se diluye porque la demanda se orienta, principalmente, a las unidades ya en el mercado. Si el último efecto prima, entonces la demanda de vivienda nueva es débil y esto justificaría que el promotor no capte bien el incentivo del mercado para comenzar a construir.

No obstante, la cantidad de transacciones registradas en las estadísticas españolas no es pequeña

Gráfico 8

Transacciones totales de viviendas en España

(En número de transacciones por trimestre)



Fuente: Ministerio de Fomento.

(a pesar de ser la mitad de las que había en el máximo del ciclo) y no se correlaciona con la concesión crediticia durante el último período, por lo que es posible que las cifras reflejen compras sin requerimiento de los servicios financieros nacionales. De ser así, los promotores deberían identificar la existencia de compradores solventes en su mercado, y actuar en función de la información asociada a las transacciones que este gráfico muestra.

Reacción de la oferta: restricción en el inicio de viviendas nuevas

La insuficiente percepción de la existencia de demanda solvente derivada de las anteriores cifras explicaría por qué los promotores no identifican la demanda a pesar de las elevadas transacciones (de unidades existentes) y mantienen las bajas cifras de producción poscrisis. Hay otras explicaciones que justificarían este hecho, como la inexistencia del tejido de constructores que en el pasado dio flexibilidad a la oferta (no necesariamente grandes empresas sino pequeñas y medianas), o que se estén aplicando restricciones a la construcción (o falta de incentivos) de algún tipo.

El ciclo residencial (gráfico 9) es explícito con este comportamiento y muestra mínimos históricos en edificación. Los últimos datos reflejan cómo las nuevas viviendas todavía no han comenzado a aumentar en cifras que puedan afectar a un cambio en las condiciones del mercado residencial.

Desde 2015, las viviendas iniciadas (línea azul claro) solo han crecido unas pocas unidades por

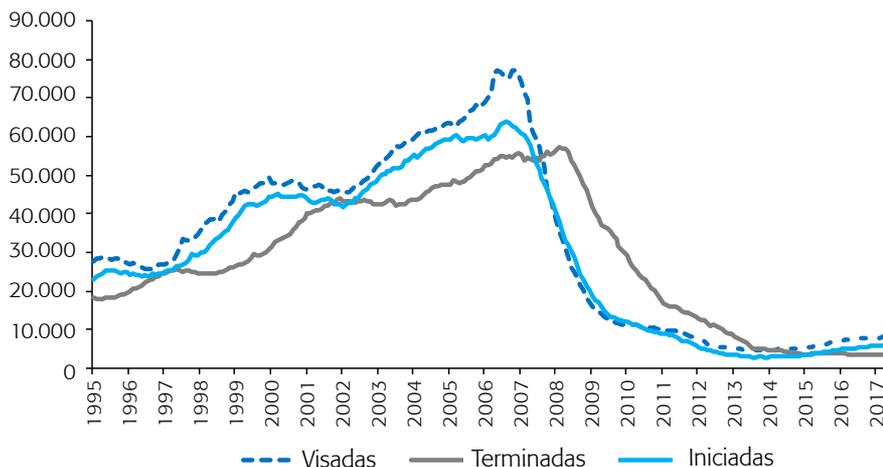
La ausencia de suficientes promotores está ralentizando los procesos de construcción de nuevas viviendas, a pesar de la recuperación de la demanda. El sector sufrió un fuerte impacto durante la crisis, destruyendo una elevada proporción de empresas, por lo que es de suponer que no tomarán decisiones de riesgo si no tienen incentivos suficientes para ello.

año (aunque las cifras llamativas del 20% de variación interanual en el último mes observado de 2017 puedan decir lo contrario), lo que no es suficiente para resolver los problemas de falta de oferta de vivienda en lugares clave donde la demanda es intensa. Tampoco lo es para justificar

Gráfico 9

Evolución del ciclo de edificación en España

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



Fuente: Ministerio de Fomento.

las elevadas cifras de aportación de la construcción al PIB que registra la *Contabilidad Nacional* (un 4,6% y un 5,3% de expansión en términos reales en los dos primeros trimestres de 2017).

La prueba de la falta de actividad en edificación queda reflejada en el consumo de *inputs* y la contratación que hace esta industria. El gráfico 10 muestra la evolución en volumen del consumo aparente de cemento (panel a) y del empleo en construcción (panel b). El primero no refleja aumento alguno, mientras que el segundo experimenta una expansión suave, de algo más del 5% en los últimos datos. Algo similar se diría del volumen crediticio hacia la construcción, que sigue reduciéndose en todos sus subsectores según los últimos datos publicados (el crédito a la construcción decrecía un -9% y a la construcción de obras singulares lo hacía también, un -12,9%; el crédito a la obra pública se redujo un -5,0%, a instalaciones y acabados de edificios un -4,0%, y a preparación de obras un -6,17%), aunque es verdad que a un ritmo menor que en trimestres anteriores, por lo que parece que los planes de restricción están tocando fondo.

Así pues, la falta de financiación para nuevas obras se puede considerar una restricción de oferta, asociada a la falta de *inputs* que desincentivan la edificación y contribuyen a trazar el perfil congelado del ciclo de viviendas.

Por último, la ausencia de suficientes promotores para comenzar viviendas puede estar haciendo que se ralenticen los procesos de mercado ante la vuelta de la demanda. El sector promotor sufrió desde el primer impacto de la crisis, destruyendo una elevada proporción de constructoras con solo un pequeño número de ellas todavía existentes tras los siete largos años de recesión⁴, por lo que es de suponer que no tomarán decisiones con riesgo (si aún existen) a no ser que tengan incentivos suficientes para ello.

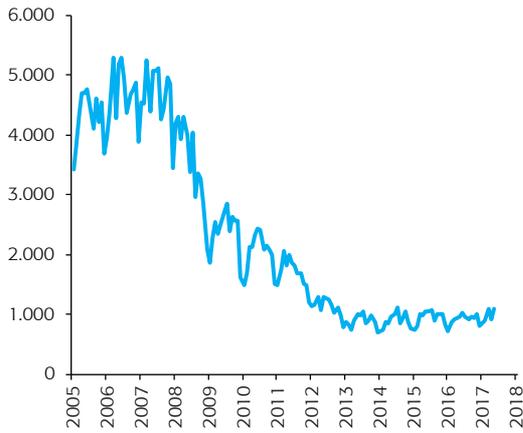
Por su parte, las propias empresas de construcción también declaran una obra de edificación pequeña o decreciente en los últimos períodos. El gráfico 11 corrobora la información que procede de los materiales y mano de obra, e indica que las empresas han visto decrecer su obra en edificación durante los años 2016 y 2017.

⁴ Las estadísticas del INE en cuanto a número de empresas constructoras agregan también las de servicios inmobiliarios, por lo que no se puede evaluar con precisión el número de las que se dedican a promoción y construcción y que han desaparecido. Según las últimas cifras, el número de ambas cayó desde 102.000 unidades a algo más de 67.000 en toda la economía.

Gráfico 10

Panel a. Consumo aparente de cemento

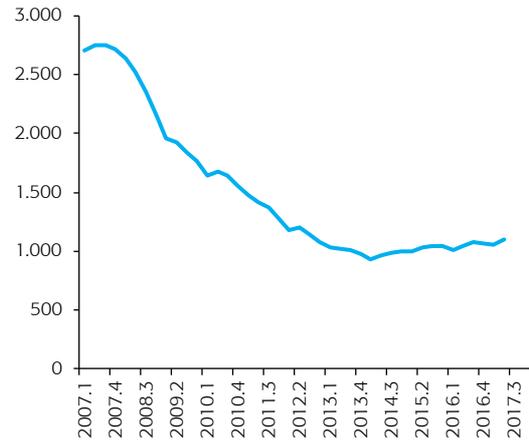
(Miles de Tm.)



Fuente: Ministerio de Fomento

Panel b. Empleo en la construcción

(Miles de personas)



Fuente: Contabilidad Nacional de España (INE).

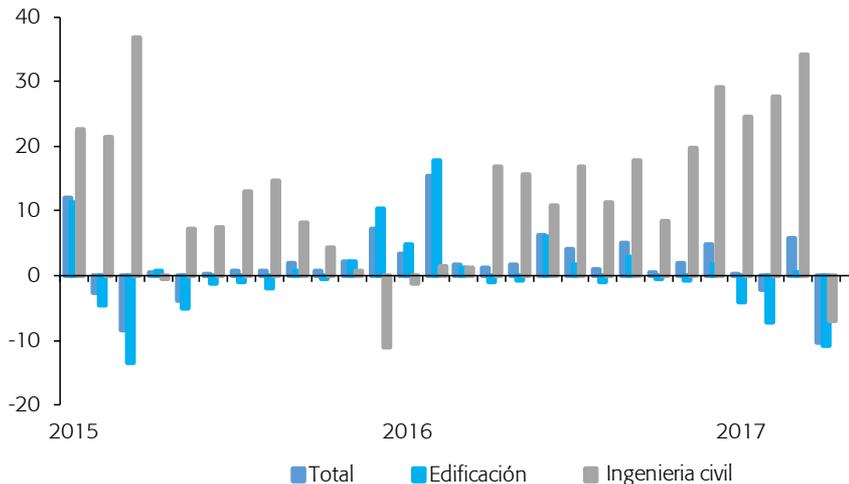
El gráfico representa un índice que mide la producción en los tres subsectores de construcción (vivienda, obra civil y otros). Desde 2015, salvo en tres trimestres puntuales, las cifras de obra reflejan tasas negativas de evolución, que se han acrecentado en 2017. Esta fuente sí muestra un aumento

de la producción en ingeniería civil durante ese período, que indica que la aportación al VAB de la construcción pueda proceder mayoritariamente de la obra pública, en lo que sería un aumento de la inversión pública en este sector a modo de política contracíclica.

Gráfico 11

Producción en construcción (encuesta coyuntural)

(En porcentaje de variación interanual)



Fuente: Ministerio de Fomento.

La reacción de los precios

El resultado final ha sido una evolución muy suave de los precios de propiedad y que difiere, como se veía al principio, de los precios de alquiler, que crecen fuertemente en algunas ciudades. Según la fuente que se utilice para aquellos (el Ministerio de Fomento o el INE), el ritmo de crecimiento varía, aunque hay que entender la mayor volatilidad de la serie construida sobre la base hedónica de los precios del INE, más dependiente de la información sobre la tipología de las transacciones y características de las unidades compradas, que pueden explicar parte de las diferencias (gráfico 12).

Al margen de ello, el crecimiento de los precios de propiedad en términos reales parece que se ha estabilizado en cifras pequeñas y los ejercicios de predicción que se han realizado no

muestran aumentos significativos en los próximos trimestres. Como se ve en el gráfico 13 (panel a, para la serie en euros por m² y panel b para la serie en tasas anuales de variación), la estimación de los crecimientos futuros de precios de las viviendas realizada con un modelo de demanda⁵, muestra una evolución suave en los próximos seis trimestres, sin saltos, alrededor del 2,5% de crecimiento nominal aunque con un elevado nivel de incertidumbre, reflejado en amplias bandas de confianza.

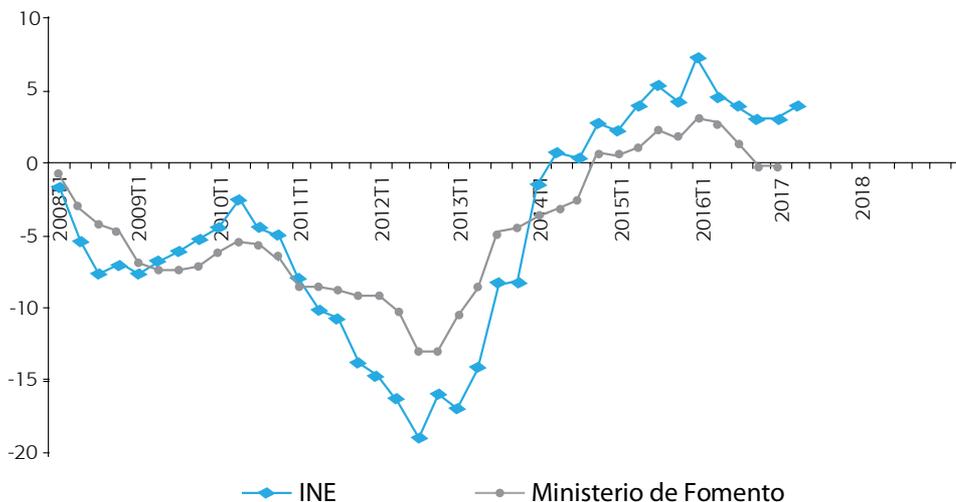
Corolario y conclusiones

La recuperación económica se está viendo acompañada de un aumento en la demanda de viviendas de los hogares que recuperan o encuentran nuevo trabajo. Como consecuencia de las condiciones en que ha quedado el mercado de la

Gráfico 12

Precios residenciales en España

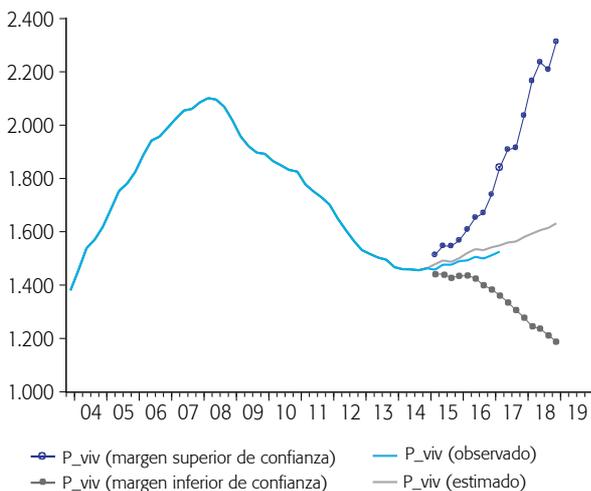
(En porcentaje de crecimiento anual real)



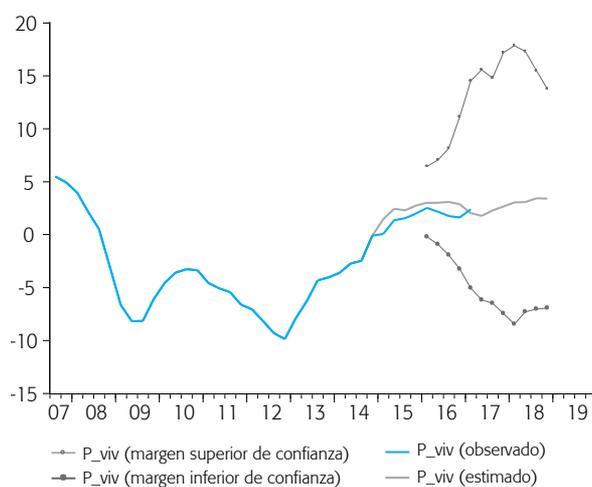
Fuentes: Ministerio de Fomento e INE.

⁵ El modelo de demanda relaciona los precios reales de las viviendas con sus determinantes fundamentales, al modo explicado por DiPasquale y Wheaton (1996). Los fundamentos incluidos son la población que cambia de residencia (gráfico 4), la renta media por ingresos salariales (datos de origen del gráfico 7), los tipos de interés hipotecarios, los flujos de financiación (gráfico 6), la inflación, los tipos de interés y un indicador de la reacción de la oferta (calculado sobre los datos del gráfico 9). Se estima por métodos de corrección de error para proyectar a futuro los crecimientos sobre una especificación *semi-log*. El modelo predice bien el período observado de 2015-2017.T2 (trimestral) aunque con una cierta revalorización en 2016 sobre el valor observado.

Gráfico 13

Estimación de los precios de las viviendasPanel a. Euros por m² (corrientes)

Panel b. Tasa anual de variación (en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia.

vivienda (sin producción nueva apenas, sometido a una fuerte restricción crediticia y con una estructura empresarial mermada), la oferta no parece reaccionar a los incentivos del mercado y se está produciendo una dilación en los mecanismos de transmisión de ajuste, de manera que la demanda se concentra en el mercado de alquiler (por falta

La estimación del crecimiento futuro de los precios de las viviendas, realizada con un modelo de demanda, muestra una evolución suave en los próximos seis trimestres, sin saltos, alrededor del 2,5% de crecimiento interanual, aunque con un elevado nivel de incertidumbre, reflejado en amplias bandas de confianza.

de acceso a la propiedad) y tensiona sus precios. Esto ocurre en algunas áreas en España y no es todavía generalizado, aunque lo suficientemente llamativo como para que genere preocupación. La tensión de alquiler puede tener solución solo a través de un aumento de la oferta (de alquiler o de propiedad), pero no con otro tipo de medidas que tendrían un efecto mayor de distorsión.

Una forma de incentivar la oferta es proporcionar incentivos imaginativos al sector de la construcción. Tras años de penalización de las empresas constructoras, la vuelta de la actividad no se producirá si no existe algún tipo de incentivo al inicio de actividad. En el pasado, este incentivo procedió de la política de vivienda, de manera que un pequeño esfuerzo estimulando la producción (de vivienda pública en las promotoras privadas) desarrollaba la cadena de edificación y ayudaba a recuperar el ciclo. El conocimiento sobre cómo se produce esta relación entre ciclo público y privado podría ser utilizado para reiniciar el proceso y evitar que la desaceleración del ciclo (también en el sector público especialmente desde 2013) haga mucho más difícil el inicio de la actividad.

Sin nueva obra, la oferta de vivienda en alquiler está condenada, y con ella se garantizan los aumentos de los precios de alquiler. Es posible que este crecimiento es el que esté incentivando la entrada de promotoras y empresas inmobiliarias especializadas en gestión de alquiler en España, con fuertes planes (según declaran) de nueva edificación, atraídos por un beneficio extraordinario importante. Esta presencia es necesaria para modernizar nuestros mercados residenciales y especialmente el de alquiler, aunque hay que

recordar que este mercado tiene limitaciones, como son los déficits de regulación que son los que le han impedido crecer más en el pasado, o una insuficiente oferta de unidades para abastecer a todos los niveles de renta. Un mercado residencial no puede cambiar rápidamente, así que la estrechez del alquiler (aunque en las ciudades donde más crecen las rentas, son las que mayor tamaño tiene este mercado) solo se superará con tiempo y no se puede esperar que sustituya en una proporción elevada al acceso en propiedad. El aumento de la oferta siguiendo los principios del mercado es, en nuestra opinión, la única vía de solución a los fuertes crecimientos de los alquileres.

Mientras, los dos valores de referencia de los mercados residenciales (precios de propiedad y

alquiler) tienen una relación alterada que no se corresponde con el equilibrio de mercado. Este desajuste debería resolverse pronto, según los mecanismos económicos, posiblemente con la entrada de nuevos actores que aumenten la oferta. Además de la nueva oferta que parece que viene de la mano de inversores foráneos, el aumento de oferta de viviendas públicas (ambas en propiedad y alquiler) eliminaría la tensión que más afecta a los hogares con menos recursos.

Referencias

DIPASQUALE, D., y W. C. WHEATON (1996), *Urban economics and real estate markets*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.