

# El mercado de la vivienda: situación y perspectivas a corto plazo

*Carlos Ocaña P. de Tudela y Raymond Torres\**

**Tras varios años de recuperación, el mercado de la vivienda muestra síntomas de desaceleración, abriendo un debate sobre si esta es la antesala del estallido de una nueva burbuja. En primer lugar, este artículo examina un amplio conjunto de indicadores de la situación del sector y concluye que en la actualidad no existe una burbuja inmobiliaria en España y, por tanto, los efectos de la desaceleración en el propio sector inmobiliario y en el resto de la economía serán limitados. Dicho de otro modo, en el escenario actual, cabe esperar un ajuste pero no un “pinchazo” del sector inmobiliario. En particular, tanto los precios como el volumen de transacciones inmobiliarias deberían moderarse en los próximos años –sin caer de manera significativa– excepto quizás en ciertos núcleos urbanos en los que se había producido una sobrevaloración. Esta previsión se fundamenta en que los niveles de precios, de endeudamiento y de esfuerzo financiero de las familias son todavía moderados, un análisis consistente con el reciente informe de la Junta Europea de Riesgo Sistémico para el conjunto de Europa. En segundo lugar, se analiza el impacto que tendría una sobrereacción del mercado. Incluso en este escenario “estresado”, de baja probabilidad, las repercusiones del fin de ciclo inmobiliario sobre la economía española serían limitadas.**

Estos últimos meses el mercado de la vivienda, tras varios años de un intenso crecimiento, parece dar síntomas de una cierta moderación. Las opiniones difieren sobre: i) en qué punto del ciclo inmobiliario nos encontramos, ii) cuál va a ser la tendencia del mercado en los próximos trimestres, y iii) las consecuencias de esa tendencia sobre el conjunto de la economía. El objetivo de este artículo es intentar esclarecer estas cuestiones, en base a un breve repaso de la información disponible.

## Situación del mercado de la vivienda

Enlazando diferentes series de datos es posible remontarse a los años 70 para analizar la evolución de los precios del mercado de la vivienda (gráfico 1). En este periodo podemos observar cuatro ciclos: el primero, que con bastantes altibajos llega a anotar tasas de crecimiento muy elevadas a mediados de los años 70, hasta que se producen bajadas a las puertas de la segunda crisis del petróleo. El

\* Funcas.

segundo ciclo coincide con el periodo de acceso a las instituciones europeas, y concluye con la recesión de principios de los años 90.

Pasada dicha recesión –nos adentramos en el tercer ciclo de la vivienda–, la economía vuelve a crecer de manera importante y, con algo de retraso, el mercado de la vivienda también se expande, registrando sus tasas de crecimiento más elevadas en 2003-2004, en torno al 14%. Los precios de la vivienda siguen creciendo durante tres años más hasta anotar datos negativos con la llegada de la última crisis, de manera prácticamente pareja a la economía española. Por último, tras la recuperación de la economía, comienza el cuarto ciclo del mercado de la vivienda, con un aumento del valor de mercado que llega hasta la actualidad.

Como muestra el gráfico 1, el comportamiento de la economía española está estrechamente relacionado con el ciclo de la vivienda. Esto nos hace pensar que, salvo si se produjera una desaceleración más acusada de lo previsto, aún queda margen de expansión para el ciclo actual del mercado de la vivienda, con las singularidades propias de

dispersión regional que analizaremos más adelante. Conviene recordar que la previsión de Funcas para 2019 es de un crecimiento del 1,9%. Para los dos próximos ejercicios, la economía crecería un 1,5% y 1,8%, respectivamente<sup>1</sup>.

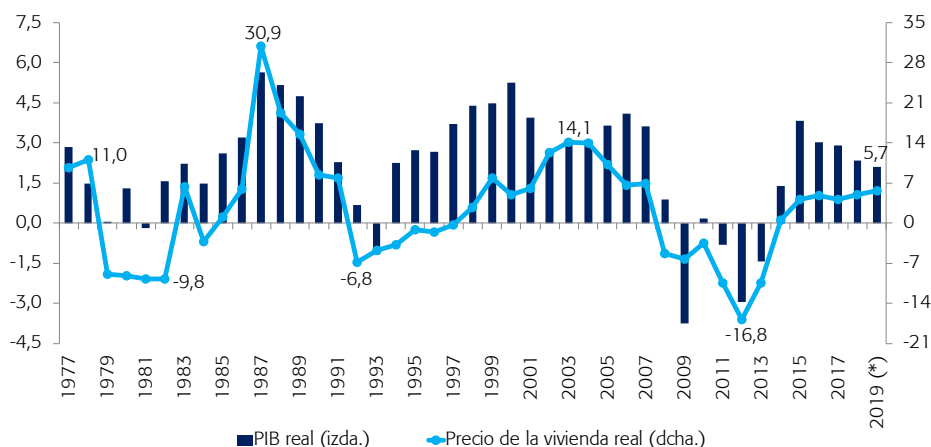
El precio de la vivienda encadena cuatro años de crecimiento, pero con una tendencia a la desaceleración desde el inicio del año. En el segundo trimestre, el índice de precios del INE presentó un incremento interanual del 5,3%, en neto retroceso frente a los valores registrados durante la etapa de la recuperación. La ralentización es aún más acusada para el principal indicador de precios que establece la sociedad de tasación Tinsa (3,8% en el tercer trimestre, versus cerca del 5% un año antes, gráfico 2).

La principal explicación de esta moderación del crecimiento del precio de la vivienda es que la demanda tiende a suavizarse. En el primer trimestre, el número de transacciones ante notario se incrementó a un ritmo anual del 2,2%, frente al 9,5% en 2018 y 16,3% en 2017 (gráfico 3). Asimismo, las transacciones registradas que ya venían mode-

Gráfico 1

### Evolución del precio de la vivienda y el PIB

(Tasa de crecimiento interanual, en porcentaje)



Nota: (\*) T2 para el PIB y T1 para la vivienda.

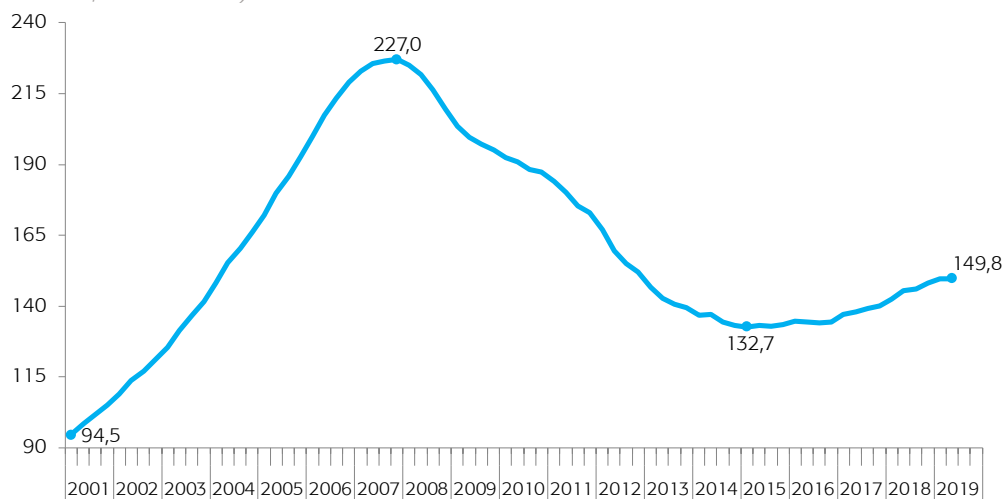
Fuentes: BIS, INE y Funcas (enlace de series).

<sup>1</sup> Para una discusión de la desaceleración de la economía española, ver Torres y Fernández (2019).

Gráfico 2

**Evolución del precio de la vivienda**

(Índice 2001=100, valor nominal)



Fuente: Tinsa.

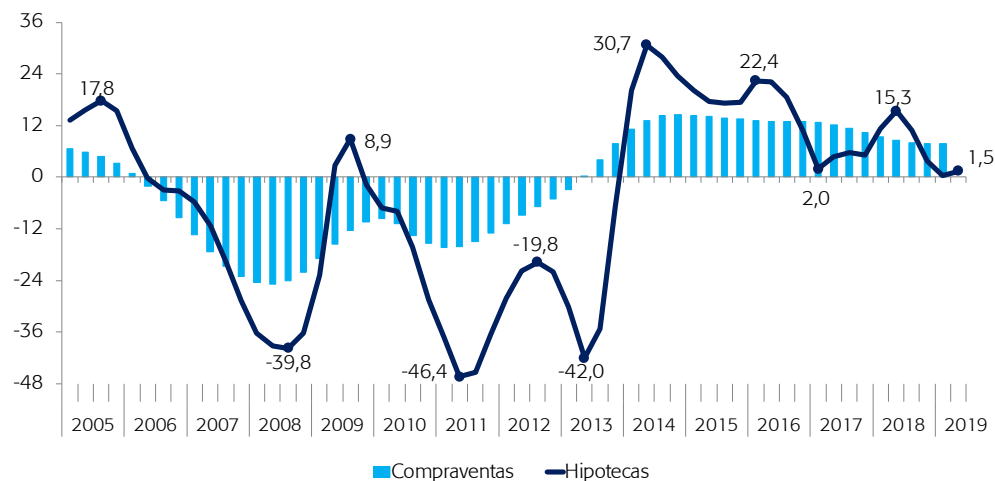
rándose desde hace dos años, experimentaron una caída durante el segundo trimestre del presente ejercicio. Así pues, si bien la entrada en vigor de la nueva normativa puede haber frenado la constitución de hipotecas, la tendencia a la desaceleración se venía observando desde trimestres anteriores.

Por su parte, la oferta sigue expandiéndose, aunque con una intensidad que difiere significativamente según el indicador, y a partir de niveles muy reducidos tras años de crisis del sector (gráfico 4). La promoción de nueva vivienda mantiene su crecimiento a tasas cercanas al 20%. Así pues, en mayo el número de viviendas visadas se elevó

Gráfico 3

**Transacciones inmobiliarias e hipotecas constituidas de viviendas**

(Variación trimestral móvil anualizada en porcentaje [T 3/3], series suavizadas)



Fuentes: Ministerio de Fomento, INE y Funcas (desestacionalización).

a 108.000, frente a 90.000 un año antes –pero todavía seis veces menos que en el cénit de la burbuja–. Además, en torno a medio millón de viviendas permanecen vacías a falta de comprador. Otros indicadores apuntan a un descenso en la inversión. Por ejemplo, el consumo de cemento cae desde el segundo trimestre.

*En el segundo trimestre de 2019, el índice de precios de la vivienda del INE presentó un incremento interanual del 5,3%, en neto retroceso frente a los valores registrados durante la etapa de recuperación. La ralentización es aún más acusada para el principal indicador que establece la sociedad de tasación Tinsa (3,8% en el tercer trimestre, versus cerca del 5% un año antes). La principal explicación es que la demanda tiende a moderarse.*

Si bien el mercado parece entrar en una fase de moderación, la situación no es equiparable al estallido de una nueva burbuja inmobiliaria como la que se produjo hace diez años. En primer lugar, el nivel de precios se sitúa casi un 20% por debajo del máximo precrisis, mientras que en el caso del valor medio de tasación el diferencial alcanza el 33%.

Además, el esfuerzo realizado por los hogares para devolver las hipotecas y pagar los intereses alcanza en torno al 33% de la renta disponible, un valor próximo a la media de la serie histórica y muy inferior al nivel de 2008, cuando se registraban valores superiores al 50% (gráfico 5).

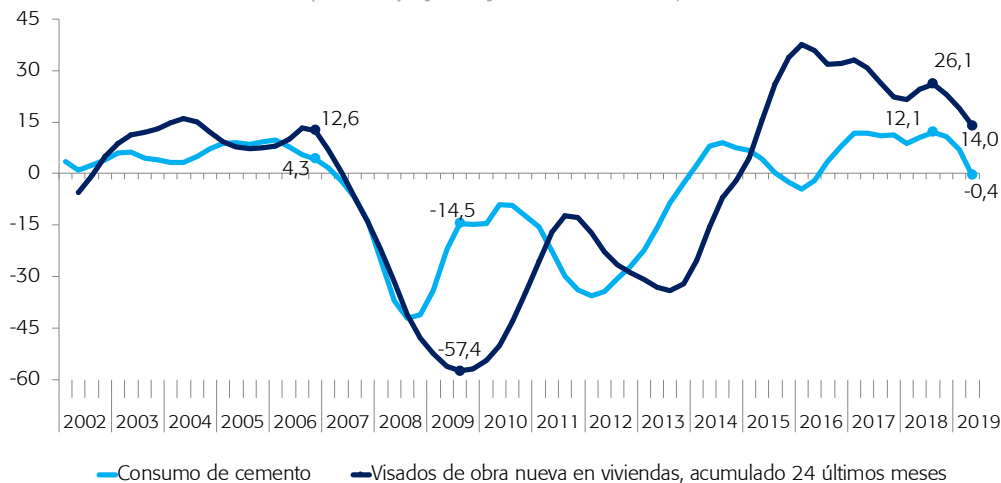
Hasta los años 2007-2008, en los que se pone fin a la etapa de expansión, el esfuerzo que realizaban los compradores fue creciendo hasta alcanzar valores (8,9 años de renta bruta anual por hogar y 51,2% de esfuerzo teórico) que no se registraban en la serie histórica. Posteriormente, ambos indicadores caen hasta llegar en 2013-2015 a niveles de principios de los años 2000. En los últimos años, han comenzado a repuntar, aunque a diferente ritmo: en el esfuerzo teórico la recuperación es muy moderada –situándose aún por debajo de la media histórica–, mientras que en el caso de los años de renta bruta necesaria para comprar una vivienda supera ligeramente (en seis meses) a la media histórica desde 2017.

Por otra parte, las tensiones en el mercado de la vivienda se han concentrado en algunos de los principales núcleos urbanos y destinos turísticos. Durante el periodo de gestación de la burbuja, 2000-2006, casi todas las provincias registraban

Gráfico 4

### Indicadores de la oferta en el sector de la construcción

(Variación trimestral móvil anualizada en porcentaje [T 3/3], series suavizadas)

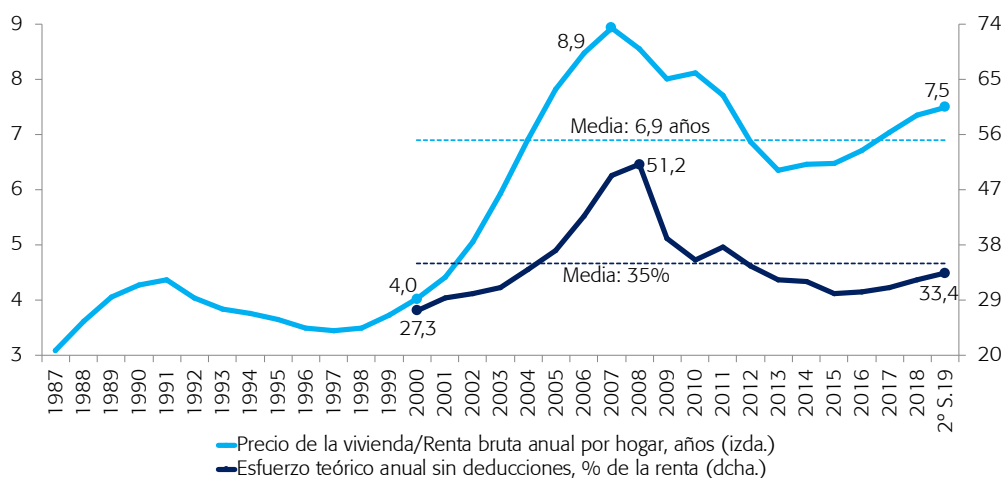


Fuentes: Ministerio de Fomento, Ministerio de Economía y Empresa y OFICEMEN.

Gráfico 5

## Indicadores de esfuerzo para la compra de vivienda

(En años y porcentaje de la renta)



Fuente: Banco de España.

una inflación anual superior al 5% (gráfico 6). En la actualidad, esos aumentos se producen tan solo en diez provincias —las grandes capitales, entre las que destacan Barcelona, Madrid y Sevilla, las provincias que más se han beneficiado del auge del turismo, como Castellón, Mallorca, Málaga, Santa Cruz de Tenerife y Valencia, así como Navarra y Valladolid. A la inversa, diez provincias (frente a ninguna durante la época de la burbuja) todavía registran una caída de los precios y muchas otras no experimentan cambios significativos. Cabe destacar que tenemos catorce territorios en los que el valor de mercado es aún inferior al 60% del nivel máximo que alcanzaron antes de la crisis.

*El esfuerzo realizado por los hogares para devolver las hipotecas y pagar los intereses alcanza en torno al 33% de la renta disponible, un valor próximo a la media de la serie histórica y muy inferior al nivel de 2008, cuando se registraban valores superiores al 50%.*

Tampoco se aprecia un sobrecalentamiento del lado de la oferta. La producción de viviendas se acerca a la demanda tendencial. Además, el sector

ha reducido su peso en la economía. La inversión en construcción, que llegó a superar el 20% del PIB, ha caído a la mitad. Y el empleo en el sector ha seguido una senda similar, pasando del 11,8% del empleo total al 6,3% —un valor próximo a la media europea—.

La actividad en la construcción se contrae ligeramente desde inicios de año, pero a partir de niveles reducidos —en 2018 el sector producía un 41% menos que en 2008—.

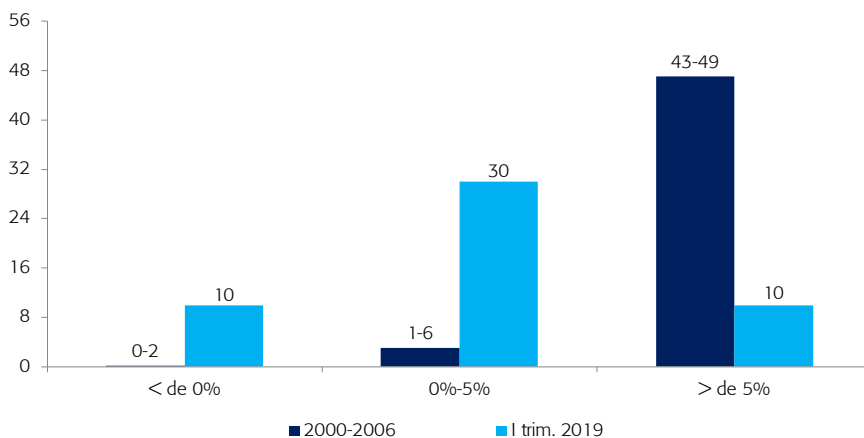
Finalmente, no existe una burbuja de crédito hipotecario. El saldo vivo de crédito bancario para la adquisición y renovación de la vivienda sigue reduciéndose, mientras que su expansión durante los años del *boom* del ladrillo llegó a superar el 35%. Además, en lo que va de año, el crédito nuevo a vivienda se ha reducido un 3%, mientras que el porcentaje de créditos dudosos a los hogares para adquisición o rehabilitación de vivienda ha disminuido sustancialmente.

La tendencia del crédito nuevo a hogares para la adquisición de vivienda fue negativa durante el ajuste del mercado inmobiliario que siguió al estallido de la crisis, salvo en momentos puntuales. A

Gráfico 6

**Distribución de provincias según el crecimiento del precio de la vivienda**

(Número de provincias)



Fuente: Ministerio de Fomento.

partir del inicio de la recuperación, la tendencia se ha vuelto positiva, salvo en un pequeño periodo en 2016 y en el momento actual. Precisamente, en los últimos meses cabe destacar que, además de ciertos signos de ralentización que se observan en el mercado de la vivienda, la reducción del crédito nuevo a hogares ha sido fundamentalmente producida por la entrada en vigor de la nueva ley hipotecaria, que ha pospuesto la firma de un gran

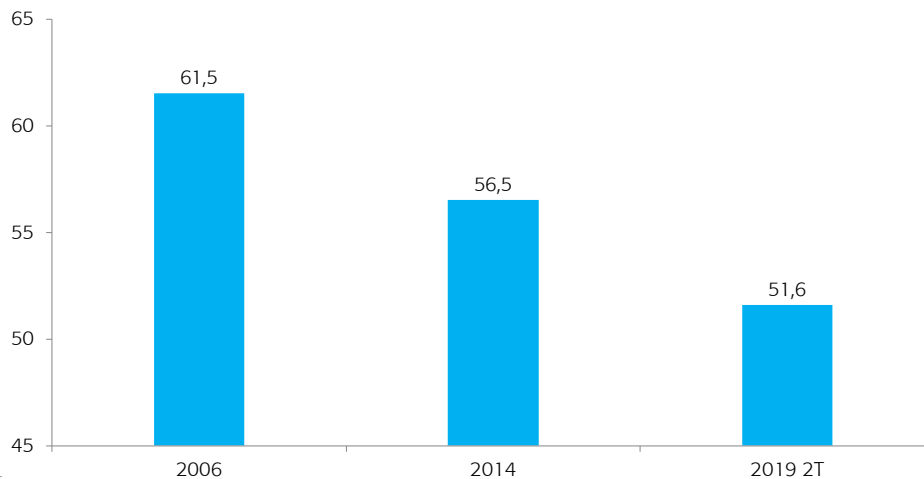
volumen de contratos. Se espera que este efecto se rectifique en el medio plazo (el dato de agosto apunta en esta línea, al ser menos negativo que los meses previos). También cabe resaltar la menor exposición de las entidades al crédito inmobiliario, como muestra el gráfico 7.

Asimismo, en comparación con la mayoría de países europeos, el mercado inmobiliario español

Gráfico 7

**Préstamos de entidades de crédito para la vivienda y la construcción**

(En porcentaje del crédito total)

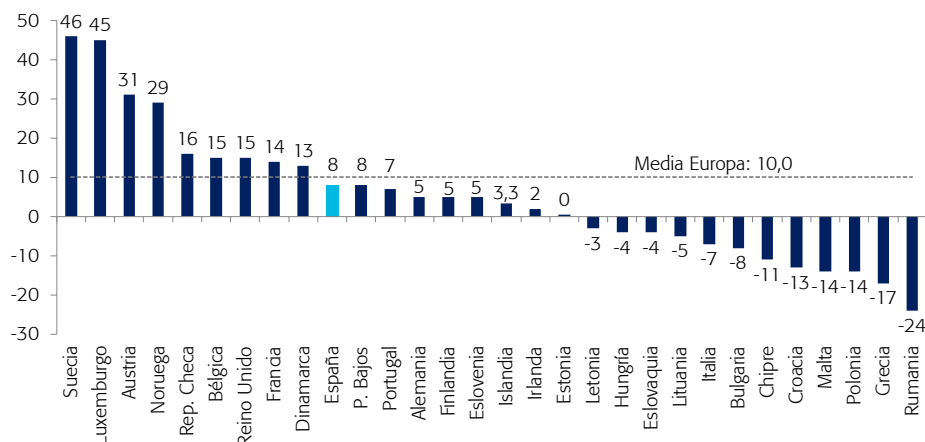


Fuente: Banco de España.

Gráfico 8

**Desviación entre el precio de la vivienda y la media histórica**

(En porcentaje de la renta disponible bruta)



Fuente: Junta Europea de Riesgo Sistémico, ESRB (sept. 2019).

presenta pocos síntomas de recalentamiento. Un informe de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) muestra que el precio de la vivienda se sitúa un 8% por encima

*No existe una burbuja de crédito hipotecario. El saldo vivo de crédito bancario para la adquisición y renovación de la vivienda sigue reduciéndose, mientras que su expansión durante los años del boom del ladrillo llegó a superar el 35%. Además, en lo que va de año, el crédito nuevo a vivienda se ha reducido un 3%.*

de la media histórica estimada<sup>2</sup>, frente al 10% para la media europea y significativamente menos que en Austria, Bélgica, Francia, Reino Unido y Suecia, entre otros (ESRB, 2019). Si bien la media histórica no tiene por qué coincidir con el precio de equilibrio, otros indicadores presentados en el informe van en la misma dirección. Por ejemplo, los hogares españoles se encuentran en una posición de

endeudamiento relativamente favorable. El servicio de la deuda (capital e intereses) es inferior a la media europea. Finalmente, la exposición de las entidades financieras al riesgo inmobiliario es también moderada en relación a los países de nuestro entorno, tanto en comparaciones de porcentaje de activos ligados a la vivienda como de préstamos de dudosa recuperación.

Donde sí se detecta una inflación importante es en la vivienda de alquiler. La demanda para este segmento de mercado ha aumentado por el endurecimiento de la normativa de acceso al crédito hipotecario, además de cambios en el comportamiento de grupos como jóvenes y ocupados en busca de movilidad.

**Perspectivas**

En base a lo anterior, parece probable que estemos a las puertas de un fin de ciclo inmobiliario, que conlleva un ajuste progresivo tanto en el volu-

<sup>2</sup> La existencia de un diferencial con respecto a la media histórica no refleja necesariamente un desequilibrio. En el caso de España, por ejemplo, otros indicadores como el esfuerzo realizado por los hogares para devolver las hipotecas y pagar los intereses se sitúa por debajo de la media histórica. Además, la estimación del precio de equilibrio requiere de un análisis empírico detallado de las tendencias en la demanda y en la oferta para el cual no hay espacio en la presente nota.



men de compraventa como en los precios. Esto significa que el mercado no se hundiría como lo hizo en el periodo 2008 a 2015, sino que corregiría parte del incremento registrado en las zonas más demandadas.

El escenario se sustenta en la previsión de Funcas de crecimiento hasta 2021, que refleja el deterioro del contexto global como consecuencia de las tensiones comerciales y geopolíticas, así como el enfriamiento de China, y, desde fechas recientes, EE.UU. La economía europea, especialmente Alemania, se resiente de esta situación y de la incertidumbre sobre el desenlace del *brexít*. Todo ello, junto con factores internos, incide en nuestro comercio exterior, el clima de inversión y la confianza de los consumidores. En definitiva, en el escenario económico de Funcas, bajo los supuestos de la adopción de medidas de estímulo en Europa y de la formación de un gobierno en España con plena capacidad para iniciar reformas, la economía crecerá un 1,9% este año y un 1,5% en 2020, antes de recuperarse levemente, hasta el 1,8%, en 2021.

---

*Parece probable que estemos a las puertas de un fin de ciclo inmobiliario, que conlleva un ajuste progresivo tanto en el volumen de compraventa como en los precios. Esto significa que el mercado no se hundiría como lo hizo en el periodo 2008 a 2015, sino que corregiría parte del incremento registrado en las zonas más demandadas.*

---

La desaceleración prevista de la economía, al incidir sobre la renta disponible de los hogares, frenará la demanda de vivienda. Además, estos se muestran más prudentes a la hora de invertir, por el deterioro del contexto y las incertidumbres acerca de la estabilidad del empleo. Como referencia, si la elasticidad histórica del precio de la vivienda con respecto al PIB se mantuviera, el precio de la vivienda solo crecería un 2,5% en 2020 y 0% en 2021. Esta

tendencia no tendría gran repercusión ni sobre la economía ni sobre los balances bancarios.

Hay que tener en cuenta que estas elasticidades históricas no tienen por qué mantenerse en el contexto actual (por ejemplo, podrían bajar por la menor presión demográfica y, en la otra dirección, aumentar por el limitado atractivo de las oportunidades de inversión alternativa en un contexto de bajos tipos de interés y elevada volatilidad bursátil). Por ello, los números anteriores no pueden considerarse una predicción de la evolución de los precios, pero sí pueden servir como una primera aproximación.

Incluso en caso de sobrereacción del mercado, las consecuencias sobre la economía española serían limitadas. Es un hecho que, desde que existen datos comparables, un crecimiento de la economía inferior al 2% ha ido de la mano de una caída de los precios de la vivienda en términos reales (la única excepción corresponde al año 2014, cuando el precio repuntó ligeramente debido a la incipiente recuperación de la economía).

Bajo el supuesto de un ajuste gradual hacia la media observada desde 2000, el precio podría reducirse hasta alcanzar ese nivel, que se estima habida cuenta de los ajustes realizados en anteriores fines de ciclo. Así pues, la caída de precios observada en las anteriores recesiones inmobiliarias (periodo 1979-1982 y 1992-1995) totalizó el total de incremento de precios acumulado durante el periodo de aceleración. Aplicada esta pauta al contexto actual, los precios tendrían que caer en torno a un 8%, que coincidiría con los valores registrados a principios de 2003.

La consecuencia para la economía de tal ajuste sería más leve que en la anterior recesión (periodo 2007-2013), fundamentalmente porque la "sobreevaluación" con respecto a la media histórica es de tan solo el 8%, es decir cerca de cinco veces menos que en la anterior burbuja inmobiliaria<sup>3</sup>. Además, el ajuste se produciría principalmente en las grandes ciudades y algunas zonas costeras, las

<sup>3</sup> Como se ha indicado más arriba, por "sobreevaluación" se entiende un diferencial con respecto a la media histórica. Este es pues un concepto puramente estadístico, que no refleja necesariamente un desequilibrio en el mercado de la vivienda.



únicas que han visto crecer los precios significativamente en los últimos años (a diferencia de la época de la burbuja, bastante generalizada geográficamente). Como consecuencia de lo anterior, el efecto riqueza sobre el consumo de los hogares sería limitado.

Por otra parte, el impacto del ajuste sobre los balances bancarios también sería reducido, dado que, como hemos visto, el auge del mercado se explica por un alza cíclica, sin sobreexposición al crédito hipotecario. En cualquier caso, los préstamos a la construcción y a la compra o rehabilitación de vivienda se han reducido en porcentaje del total de préstamos bancarios, hasta aproximarse a la media europea.

Tampoco se esperan importantes correcciones en el sector de la construcción, que ha crecido moderadamente, evitando una situación de sobreoferta similar a la de la época de la burbuja (ver más arriba).

## Observaciones finales

El examen de los últimos cincuenta años muestra que, históricamente, el sector inmobiliario se ha movido siempre en paralelo al ciclo económico. Por ello, en la actual fase de desaceleración de la economía española, cabe esperar una moderación del crecimiento de los precios de la vivienda en los próximos años. El impacto de este fin de ciclo será, probablemente, moderado gracias a que, en el momento actual, no se observan desequilibrios importantes en el mercado inmobiliario como los que sí se observaron en la anterior crisis. En particular, se han examinado los precios de la vivienda,

el endeudamiento de las familias en relación a su renta, la exposición de los bancos al crédito hipotecario y la dependencia del mercado de trabajo respecto al empleo generado en el sector de la construcción. En todos los casos hemos encontrado que los desequilibrios son significativamente menores que en el inicio de la anterior crisis y, por tanto, el impacto económico del ajuste, sería también inferior.

Finalmente, se espera que los tipos de interés y las condiciones de financiación seguirán siendo favorables durante un periodo prolongado, como consecuencia de la política monetaria del BCE (Borio, 2019; FMI, 2019). Algo que contribuirá a impulsar la demanda a corto plazo, si bien plantea riesgos en cuanto a la estabilidad financiera a más largo plazo.

## Referencias

- BORIO, C. (2019). *Vulnerabilities in the international monetary and financial system*. <https://www.bis.org/speeches/sp191030.htm>
- EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, ESRB (2019). *Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries*, september. [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report190923\\_vulnerabilities\\_eea\\_countries~a4864b42bf.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report190923_vulnerabilities_eea_countries~a4864b42bf.en.pdf)
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, FMI (2019). *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2019). La economía española en 2018 y previsiones para 2019-2021. *Cuadernos de Información Económica*, 268, enero-febrero.