



Departamento de Economía,
Planificación y Empleo

INFORMES ECONÓMICOS

Número 75 **Diciembre 2022**

El mercado de la vivienda en España y Aragón(2015- 2022)

Antonio Madrona Pérez

Javier Villanueva Sánchez

Servicio de Estudios Económicos

El mercado de la vivienda en España y Aragón (2015-2022)

1.- INTRODUCCIÓN

En marzo de 2016, el [Informe Económico número 48](#) se dedicó al análisis del ajuste experimentado por el sector de la construcción en España y Aragón, tras la doble recesión sufrida entre 2008 y 2013, prestando una especial atención al mercado de la vivienda y su situación y perspectivas en aquellas fechas.

Entre las principales conclusiones de aquél informe, se observaba que el ajuste de la construcción en términos de inversión, actividad productiva, empleo y precios parecía haber tocado suelo, tras un largo período de corrección de siete años de duración.

Respecto a las perspectivas del sector a partir de 2016, se planteaba como hipótesis más probable que el mercado de la vivienda experimentaría una evolución más bien modesta en cuanto a producción, transacciones y precios, en un contexto de tipos de interés históricamente muy bajos. Ya era visible cierta reactivación en la demanda de viviendas y en sus precios, aunque las compraventas se focalizaban en el segmento de la vivienda usada, y se alertaba de que dicha demanda podía responder en buena medida a su carácter de refugio como bien de inversión, dada la reducida rentabilidad ofrecida por inversiones alternativas en renta fija y la elevada volatilidad de la renta variable.

La revisión en aquél momento de las variables que habitualmente determinan la demanda de vivienda permitía descartar la hipótesis del inicio de un nuevo ciclo expansivo en el sector, sugiriendo más bien que el impulso respondía a factores temporales que convertían la vivienda en un activo de inversión atractivo, como se ha citado.

Transcurridos prácticamente otros siete años desde aquél análisis, el reciente cambio de orientación de la política monetaria en la eurozona y su previsible impacto sobre la inversión en vivienda y su precio, plantea la oportunidad de analizar qué ha ocurrido con el mercado de la vivienda en este período, y cuáles son ahora las perspectivas a corto y medio plazo.

En este sentido, en los últimos meses diferentes organismos y analistas han advertido ya de un posible cambio de tendencia en forma de caída de la demanda de vivienda y correcciones en su precio, como ha sido el caso del Banco Central Europeo o el Banco de España, entre otras instituciones.

Así, en el Boletín Económico 6/2022 del Banco Central Europeo se incluyó un análisis del impacto de la subida de los tipos de interés hipotecarios en el mercado de la vivienda de la eurozona. De acuerdo con dicho informe, el mercado de la vivienda en la UEM habría mostrado una notable pujanza en los últimos años, en un contexto de tipos hipotecarios favorables. El aumento de precio de la vivienda aceleró, pasando de tasas en torno al 3% anual en 2019 a cerca del 6% anual en media de 2021 en la UEM, la tasa más elevada desde 1991.

Al mismo tiempo, la inversión residencial repuntó tras el desplome sufrido en 2020 a causa de la pandemia, situándose a principios de 2022 holgadamente por encima de los niveles pre-Covid. El indicador sintético de coste de financiación de los préstamos a

hogares para adquisición de vivienda cayó a un mínimo histórico del 1,3% en septiembre de 2021, cota en la que se mantuvo hasta diciembre de ese mismo año.

Sin embargo, todo este contexto se ve alterado en 2022 a raíz del inicio del endurecimiento de la política monetaria en la eurozona, en un contexto de elevada inflación como consecuencia de la agresión rusa a Ucrania. Los tipos de interés hipotecarios iniciaban una rápida escalada ante las subidas en el tipo de interés de referencia de la UEM, y además las expectativas son de nuevas subidas en el corto plazo.

Los datos históricos sugieren que el mercado de la vivienda es muy sensible a los tipos de interés, y las estimaciones del BCE indican que un aumento de un punto porcentual en el tipo de interés hipotecario (suponiendo que el resto de factores no cambian) genera un descenso de los precios de la vivienda de alrededor de un 5% en el plazo de aproximadamente dos años. El impacto es de mayor calado en la inversión residencial, ya que un incremento de un punto en los tipos hipotecarios se traduce en una caída del 8% en la inversión en un plazo también de unos dos años.

No obstante, esta relación no es lineal, sino que el BCE argumenta que la sensibilidad del mercado es superior si el punto de partida es una situación de tipos hipotecarios bajos. En este caso, un incremento de un punto porcentual en el tipo hipotecario conduciría a una caída del precio de la vivienda en torno al 9% junto a una contracción de la inversión del 15% en un plazo aproximado de dos años. Es decir, las correcciones serían de una talla en torno al doble respecto al modelo lineal.

Obviamente, existen otros factores que afectan al mercado de la vivienda, además de los tipos hipotecarios. Entre ellos, el atractivo de la vivienda como bien de inversión varía en función de los ingresos esperados por alquileres, así como la rentabilidad de inversiones alternativas de bajo riesgo, como los bonos soberanos o deuda corporativa de elevada calificación.

Por otra parte, parece que tras la pandemia los hogares valoran más los inmuebles más espaciosos que permiten trabajar desde el domicilio con mayor comodidad, aumentando el atractivo de ubicaciones más alejadas de los centros de trabajo. La evidencia sugiere que los precios de viviendas unifamiliares aisladas han aumentado con mayor dinamismo tras la pandemia, así como en general los precios de las viviendas situadas fuera de las grandes ciudades. Esta preferencia por más espacio podría estimular la inversión residencial, contrarrestando parcialmente el efecto de las subidas de tipos hipotecarios, explicando una parte de la resiliencia mostrada por la vivienda en la eurozona en la primera mitad de 2022.

En este contexto, a continuación se describe la evolución reciente y las perspectivas del mercado de la vivienda en España y Aragón. Se revisará el comportamiento de las compraventas de viviendas en España y Aragón entre 2015 y 2022, así como las variaciones experimentadas en sus precios, para después volver a revisar las principales variables que afectan a la demanda de vivienda, lo que permitirá establecer un escenario a medio plazo respecto de la evolución del mercado de la vivienda.

2.- COMPRAVENTA DE VIVIENDA EN ESPAÑA Y ARAGÓN 2015-2022

De acuerdo con la Estadística de Transmisiones de Derechos de la Propiedad (ETDP) elaborada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la compraventa de viviendas ha crecido a buen ritmo entre 2015 y 2022 (con la excepción de 2020 a causa de la pandemia), pero a pesar de ello las cifras recientes quedan todavía muy alejadas de los niveles máximos alcanzados en el anterior ciclo expansivo de este mercado.

Así, en el conjunto de España es probable que 2022 cierre con un total de transacciones holgadamente por encima de las 600.000 viviendas, es decir el doble respecto al mínimo registrado en el año 2013, cuando el número de viviendas transmitidas fue de poco más de 300.000 unidades en el conjunto del año. Sin embargo, las compraventas en 2022 quedarán en todo caso un tercio por debajo de los máximos alcanzados en 2005/2006, cercanos al millón de viviendas anuales.

Por poner contexto a estas cifras, el número de hogares en España (de acuerdo con la Proyección de hogares del INE), aumentaba en torno a 430.000 unidades al año en promedio durante el anterior ciclo expansivo, entre 2002 y 2008. En la doble recesión, entre 2008 y 2013, el ritmo cayó de forma notable, ya que la cifra de hogares pasó a crecer en unas 260.000 unidades al año en promedio.



Fuente: INE

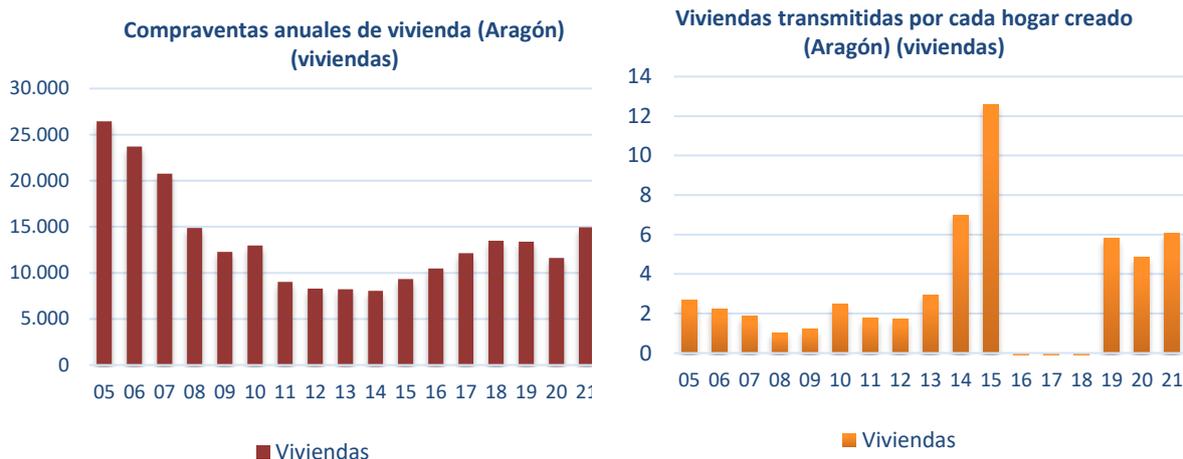
Con la recuperación económica desde 2013 la cifra de hogares en España viene aumentando de forma mucho más modesta, en torno a los 80.000 hogares anuales en promedio hasta 2021 inclusive.

Al poner en relación ambas magnitudes, viviendas transmitidas y hogares creados cada año, la relación ha pasado de un valor en torno a 2 viviendas transmitidas en España por cada nuevo hogar creado durante el ciclo expansivo 2002-2008, en media del período, a un promedio de 6 viviendas transmitidas por cada hogar creado desde 2014.

En un tono similar, las compraventas de vivienda en Aragón pueden alcanzar en 2022 un total cercano a las 18.000 unidades, más que duplicando el mínimo de 8.055 viviendas transmitidas en el año 2014. Pero esta cifra también permanece alejada de los máximos de 2005/2006, cuando en Aragón se realizaban en torno a 25.000 compraventas de vivienda al año.

El perfil de evolución del número de hogares en Aragón muestra ciertas peculiaridades. Así, entre 2002 y 2008 la Proyección de hogares del INE informa de una creación media en torno a los 10.500 hogares anualmente en la Comunidad Autónoma, cayendo esta cifra a casi la mitad, en torno a 5.600 nuevos hogares anuales en promedio, durante la Gran Recesión entre 2008 y 2013.

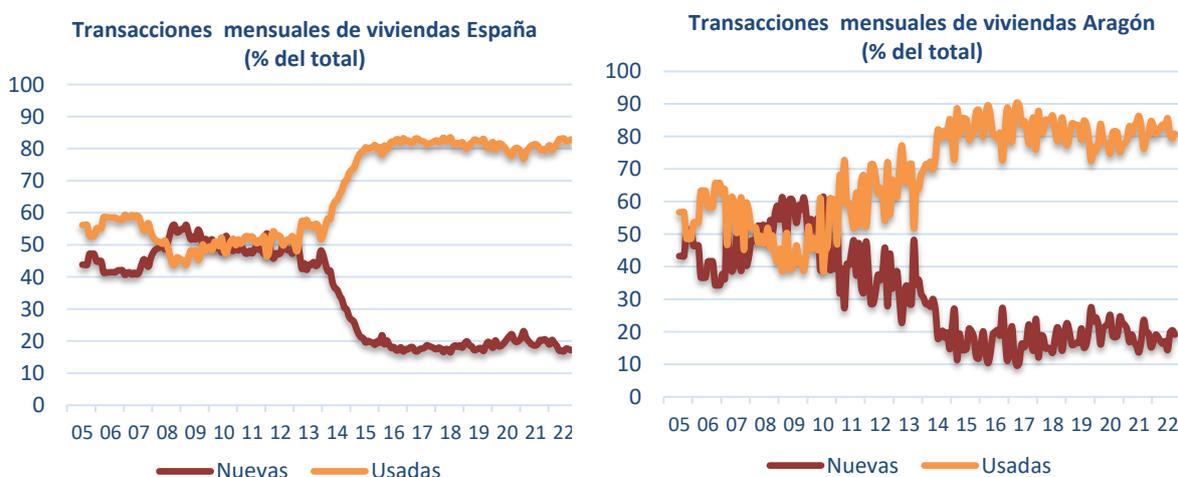
Con la recuperación de la actividad económica a partir de 2013, la cifra de hogares en Aragón muestra una evolución débil y volátil, incluso sufriendo disminuciones en los años 2016 a 2018, de modo que en el conjunto del período 2015-2021 el aumento medio apenas alcanza los 800 hogares al año.



Fuente: INE

En consecuencia, si en el ciclo expansivo 2002-2008 se transmitían también en Aragón en torno a 2 viviendas por cada nuevo hogar creado, dicha relación se eleva hasta 7 viviendas vendidas por cada nuevo hogar en el período 2015-2021 (obviando en el cálculo los ejercicios en los que el número de hogares ha descendido en Aragón).

Estas cifras reflejan la creciente importancia de la adquisición de vivienda como objeto de inversión en la última década, tanto en Aragón como en el conjunto de España.



Fuente: INE

Por otro lado, se puede destacar que, atendiendo al tipo de vivienda según su antigüedad, la compraventa de vivienda usada comienza a superar claramente en importancia a la venta de vivienda nueva en torno a 2010, ampliándose la brecha desde 2015, de modo que en los últimos ocho años en torno al 80% de las viviendas que se han vendido en España y Aragón son usadas.

En buena parte, este predominio absoluto de las viviendas usadas en el tráfico mercantil responde a la escasez de oferta de vivienda nueva, como así pone de manifiesto la evolución de los visados de obra nueva. Así, entre los años 2000 y 2007 se visaron en torno a 650.000 viviendas de obra nueva en promedio anual, alcanzando un máximo histórico de casi 900.000 viviendas visadas en el año 2006.

Con la llegada de la crisis dicha media cae entre 2008 y 2013 a unas 100.000 unidades anuales, alcanzando un mínimo de poco más de 34.000 viviendas de obra nueva visadas en el año 2013.

Con la recuperación de la actividad económica, desde 2014 los visados van aumentando paulatinamente, superando ligeramente las 100.000 viviendas anuales desde 2018 (con la salvedad de 2020, año de la pandemia).



Fuente: INE, IAEST

En un tono similar, los visados de vivienda de obra nueva en Aragón se situaron en torno a los 16.000 anuales de media entre 2000 y 2007, con un máximo de casi 24.000 viviendas en 2006. Durante la gran recesión la cifra disminuye a un promedio de 3.700 viviendas entre 2008 y 2013, aunque el valor mínimo de la serie se produce en 2014, con tan sólo 1.199 visados.

La cifra de visados de obra nueva se recupera de forma errática desde 2014, pero la actividad productiva es muy débil, ya que en promedio apenas se superan las 2.100 viviendas iniciadas anualmente.

En suma, a pesar de cierta recuperación desde 2014 en las cifras de visados de viviendas de obra nueva, las cifras permanecen muy alejadas respecto de las experimentadas durante el anterior ciclo expansivo.

Por otra parte, hay que recordar que el tipo de interés de referencia del Banco Central Europeo (BCE) se situó en el 0,15% en junio de 2014, pasando al 0,05% en

septiembre del mismo año y al 0,0% en marzo de 2016, cota en la que ha permanecido hasta julio de 2022.

Ello sugiere que la reducida rentabilidad de los depósitos bancarios y de los activos de renta fija ha estimulado en este período el atractivo de la vivienda como bien de inversión, como ya se ha citado repetidamente, impulsando la compraventa de la vivienda usada debido a su mayor disponibilidad y su más intensa caída de precios respecto de la vivienda nueva, como así indican las estadísticas disponibles en materia de precio de la vivienda.

3.- PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA Y ARAGÓN 2015-2022

A diferencia de lo que sucede en otros países, en España la información estadística oficial en torno a los precios de la vivienda es muy reciente. Tradicionalmente, las principales fuentes de información venían siendo las compañías tasadoras y las agencias inmobiliarias, en el ámbito privado, y el Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana en el ámbito público. Además, la estadística pública no contaba con un método propio para la obtención de datos, sino que explotaba los datos proporcionados por las compañías tasadoras.

A iniciativa de Eurostat se creó en 2002 un Grupo de Estudio sobre precios de vivienda, en el que España participó desde el primer momento. Este Grupo se dedicó a estudiar las fuentes de datos disponibles en cada país y proponer una metodología adecuada para elaborar una estadística en la materia que fuera coherente y permitiera comparaciones homogéneas entre países.

Dado que la estadística del Ministerio no cumplía plenamente con los requisitos metodológicos establecidos por Eurostat, el INE elabora y difunde desde 2008 el Índice de Precios de Vivienda (IPV), que ofrece datos desde el año 2007 con carácter trimestral.

El IPV toma como fuente primaria de datos los precios de transacciones inmobiliarias recogidos por las Notarías españolas (cosa que empezaron a hacer en 2004), ajustando dichos precios de modo que se puedan realizar comparaciones homogéneas, es decir, sin que vengan afectadas por cambios en las características de las viviendas. Para ello, el INE ha construido cerca de 52.000 agrupaciones de viviendas en España, en función de su tipología, superficie, localización geográfica, si dispone de aparcamiento o trastero o no, tamaño del municipio, tipo de entorno socioeconómico, etc.

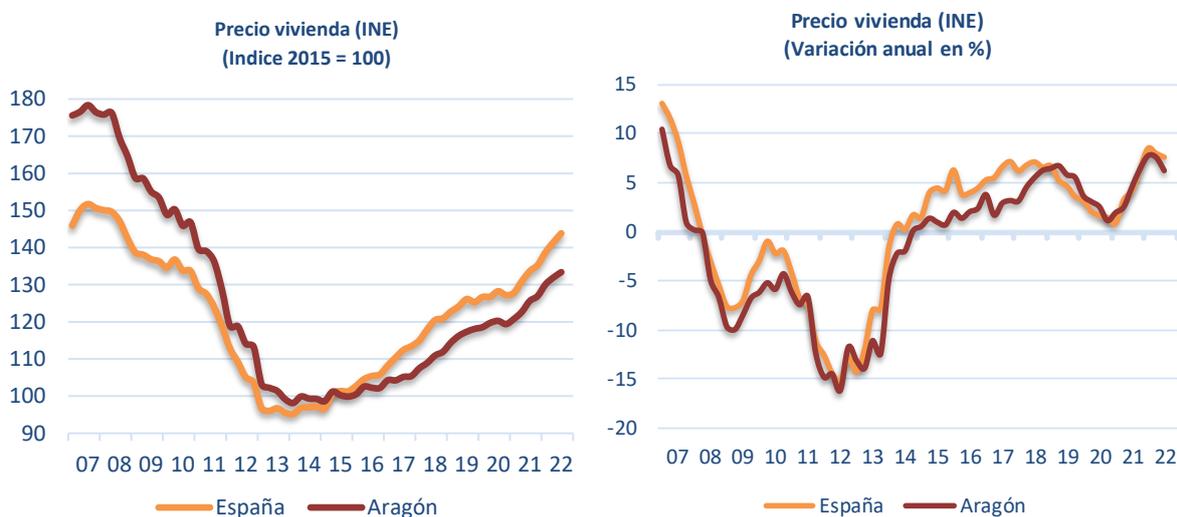
A partir de ello, el objetivo del INE no es medir variables tales como precio por metro cuadrado o precio medio por vivienda, sino elaborar un índice que permita realizar un seguimiento de los precios de la vivienda a lo largo del tiempo. Así, el IPV es un índice con base en el año 2015 (IPV = 100), de forma que permite analizar la evolución de los precios a partir de dicho año, distinguiendo entre vivienda nueva y usada, y estando disponible el detalle por comunidades autónomas.

A continuación se analizará la evolución del precio de la vivienda en España y Aragón de acuerdo con ambas fuentes, tanto el INE como el Ministerio de Transportes, dado que esta última fuente cuenta con la ventaja de ofrecer datos desagregados a nivel provincial. Hay que señalar previamente que, aunque ambas fuentes poseen diferente metodología y arrojan diferentes datos, el perfil que dibujan en el tiempo en cuanto a su evolución en tasa anual es muy similar, como se puede apreciar gráficamente.

INDICE DE PRECIOS DE VIVIENDA (INE)

Como se ha citado, la estadística trimestral de precios de la vivienda del INE arranca en el primer trimestre de 2007, y de acuerdo con los datos disponibles el precio medio en España habría alcanzado su valor máximo en el tercer trimestre de dicho año 2007. La corrección de precios habría discurrido entre el otoño de 2007 y el invierno de 2014, con un ajuste acumulado del 37,2% en el precio de la vivienda en promedio. A partir del segundo trimestre de 2014 los precios comienzan a recuperarse, de forma que en el tercer trimestre de 2022 (último dato disponible) la vivienda en España es un 51,1% más cara respecto al mínimo alcanzado en los inicios de 2014. No obstante, por comparación con el máximo del ciclo registrado en el verano de 2007, la vivienda en España todavía es en 2022 un 5,2% más barata.

En el caso de Aragón, el precio de la vivienda ha experimentado un ajuste más severo que la media nacional. Así, tras alcanzar el valor máximo en el verano de 2007, el precio de la vivienda en Aragón se reduce de forma acumulada hasta un 45% en el primer trimestre de 2014, casi ocho puntos porcentuales más que en el conjunto de España.



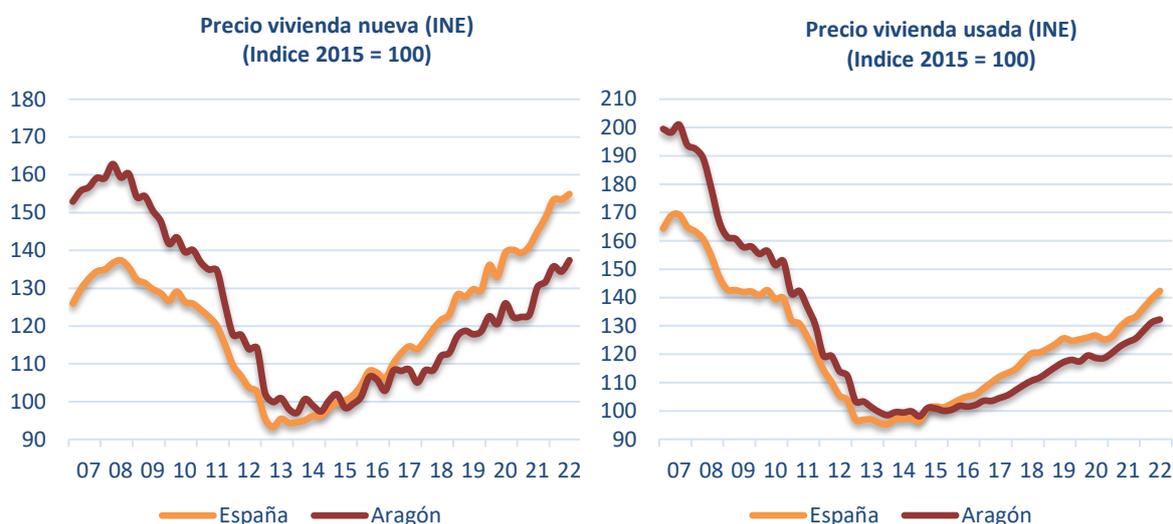
Fuente: INE

La recuperación del precio desde el invierno de 2014 hasta el tercer trimestre de 2022 es de un 35,9% en Aragón, quince puntos porcentuales menos que en España, por lo que a mediados de 2022 la vivienda en Aragón continuaba siendo un 25,2% más barata que quince años atrás.

La estadística del INE permite distinguir entre vivienda nueva y usada, arrojando comportamientos dispares según la antigüedad de la vivienda, así como importantes diferencias entre Aragón y el promedio nacional, como se describe a continuación.

Con carácter general, la vivienda usada ha sufrido un ajuste en sus precios de mayor calado desde los precios máximos alcanzados en torno a 2007/2008. En el conjunto de España, entre el verano de 2007 y el primer trimestre de 2014 el precio medio de la vivienda usada se redujo un 43,7%. A partir de dicho invierno de 2014, el precio comienza a aumentar, acumulando una subida del 49,3% a la altura del tercer trimestre de 2022. A pesar de ello, en el verano de 2022 la vivienda usada continuaba siendo un 15,9% más barata que a mediados de 2007, quince años antes.

La vivienda nueva, sin embargo, alcanzaba su precio más alto un año más tarde que la usada, es decir en el verano de 2008, y el ajuste de precios culmina algo más pronto, en el segundo trimestre de 2013, con una caída acumulada del 32,1% en su precio medio, disminución algo más contenida respecto al caso de la vivienda usada. Desde esas fechas y hasta el tercer trimestre de 2022, el precio de la vivienda nueva se incrementa un 66,1%, de modo que la vivienda nueva en el verano de 2022 es un 12,8% más cara respecto al máximo cíclico de 2008.



Fuente: INE

De forma similar a lo que se observa en el conjunto de España, en Aragón también es la vivienda usada la que muestra una mayor corrección de precios desde el máximo cíclico anterior. Así, la vivienda usada en Aragón alcanza su precio máximo en el verano de 2007, comenzando entonces un ajuste que termina en el primer trimestre de 2014 con una bajada de precios del 51,0%, es decir algo más de la mitad. A partir de entonces el precio se recupera, con un aumento del 34,8% hasta el tercer trimestre de 2022. En suma, en el verano de 2022 la vivienda usada en Aragón sigue siendo un 34,2% más barata comparado con el verano de 2007.

En el caso de la vivienda nueva, el precio máximo en Aragón se alcanzó en el segundo trimestre de 2008. La disminución de precios culmina en el primer trimestre de 2014, con una caída acumulada del 40,4%, y desde esa fecha el precio se recupera hasta un 41,6% a la altura del verano de 2022. En consecuencia, en el tercer trimestre de 2022 la vivienda nueva en Aragón es todavía un 15,6% más barata que catorce años atrás.

Por tanto, se observa un comportamiento diferencial en Aragón respecto al promedio nacional, con una mayor disminución del precio de la vivienda entre 2007 y 2022, particularmente en el caso de la vivienda usada. Además, la vivienda nueva en Aragón sigue siendo más barata en 2022 respecto al máximo cíclico anterior, a diferencia de lo que ocurre en el promedio nacional.

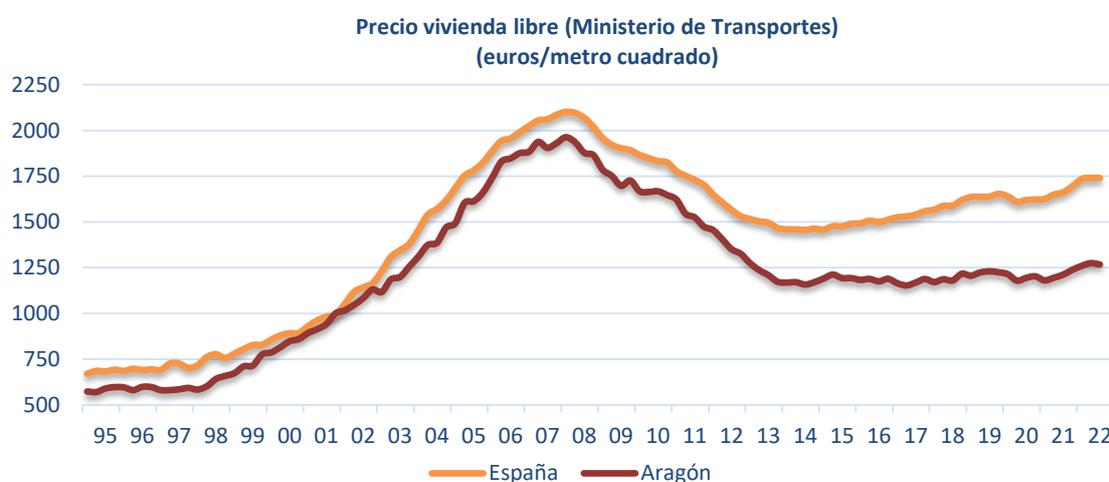
PRECIO TASADO DE LA VIVIENDA (MINISTERIO DE TRANSPORTES)

La estadística del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana ofrece datos trimestrales en términos de euros por metro cuadrado, desagregando por Comunidades Autónomas y provincias. También diferencia el precio según la antigüedad de la vivienda, existiendo una ruptura de las series en el primer trimestre de 2010, ya que

hasta esa fecha se consideraba vivienda nueva por debajo de los dos años, y desde entonces el límite está en cinco años de antigüedad.

En un tono similar a lo descrito en base al IPV del INE, el precio tasado de la vivienda del Ministerio de Transportes alcanzó su valor máximo en el primer trimestre de 2008, con 2.101,4 euros por metro cuadrado. Además, el precio era muy similar tanto para viviendas por debajo de cinco años de antigüedad (2.094,7 eur/m²) como para aquellas de más de cinco años de antigüedad (2.102,1 eur/m²).

A partir de esa fecha comienza la corrección del precio de la vivienda, que alcanza un mínimo en el tercer trimestre de 2014, cuando se sitúa en 1.455,8 euros por metro cuadrado, lo que supone una caída acumulada del 30,7% en ese período de algo más de seis años y medio.



Fuente: Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana

Existe una diferencia relevante según la antigüedad, ya que la caída de precios fue mucho más contenida en la vivienda de menos de cinco años (-18,3%) en comparación con la de más de cinco años (-31,3%).

El hecho de que la caída media del precio se sitúe mucho más cerca del ajuste de la vivienda de más de cinco años de antigüedad está reflejando el hecho de que la mayor parte de las tasaciones se corresponden con ese tipo de viviendas.

A partir del verano de 2014 el precio de la vivienda se va recuperando, con algún altibajo, de modo que en el tercer trimestre de 2022 (último dato disponible) se sitúa en 1.740,0 euros por metro cuadrado, lo que equivale a un incremento del 19,5% acumulado en ocho años, un aumento que puede ser calificado como muy moderado.

A pesar de ello, el precio en el verano de 2022 estaría todavía un 17,2% por debajo de los máximos alcanzados a principios de 2008, catorce años atrás.

Distinguiendo por antigüedad, el alza de precios entre 2014 y 2022 ha sido similar, un 20,0% acumulado en las viviendas de menos de cinco años y un 19,8% en las de más de esa cota. Sin embargo, en el verano de 2022 los precios de la vivienda más nueva estaban más cerca del máximo cíclico de 2008 (apenas un 2,0% por debajo) en comparación con las de más de cinco años de antigüedad (17,7% por debajo).

En el caso de Aragón, la evolución del precio tasado de la vivienda resulta algo volátil, condicionado por la existencia de algunos trimestres donde el número de tasaciones ha sido muy bajo, llegando al extremo de que en algunos períodos no hay datos disponibles debido al extremadamente reducido número de tasaciones efectuadas en el trimestre.

Los datos indican que la vivienda en Aragón alcanzó su precio máximo en torno al primer trimestre de 2008, al igual que en el conjunto de España, con un valor de 1.962,9 euros por metro cuadrado. Sin embargo, en Aragón la vivienda nueva era notablemente más cara que la usada en aquél verano, con 2.145,5 eur/m² frente a un precio de 1.846,8 eur/m² en la vivienda de más de cinco años de antigüedad.



Fuente: Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana

A la altura del tercer trimestre de 2014 la corrección acumulada del precio de la vivienda en Aragón fue del 41,0% en promedio, siendo más intensa en las viviendas de mayor antigüedad. A partir de ahí el precio muestra una tendencia alcista pero volátil, de modo que en el tercer trimestre de 2022 se recuperaba en torno a un 9,5%.

A pesar de ello, en el verano de 2022 el precio de la vivienda en Aragón continuaba holgadamente por debajo de los máximos cíclicos de 2008, un 35,4% en promedio. Atendiendo a su antigüedad, la vivienda de menos de cinco años era un 23,8% más barata que en 2008, mientras que las de más de cinco años de antigüedad eran un 32,1% más baratas.

Descendiendo al detalle provincial, se observan diferencias muy significativas entre ellas en Aragón. Así, la vivienda alcanzaba su precio más elevado hacia la primera mitad de 2008, concretamente en el primer trimestre en Zaragoza (2.152,5 eur/m²) y en Huesca (1.697,5 eur/m²) mientras en Teruel el máximo cíclico se alcanzaba en el segundo trimestre (1.053,6 eur/m²). Como se puede observar, el precio de la vivienda en Zaragoza duplicaba al de Teruel y era un 25% más elevado que el de la provincia de Huesca.

Con las debidas cautelas debido al bajo número de tasaciones en algunos trimestres, el ajuste en precios finalizaba en torno a 2014 con sendas caídas del precio del 43,6% en Zaragoza, del 32,7% en Huesca y del 24,0% en Teruel.

Entre 2014 y 2022 el precio muestra cierta volatilidad, especialmente en Huesca y Teruel, lo que sugiere como se ha citado distorsiones originadas por pocas tasaciones. Así, el precio de la vivienda en el tercer trimestre de 2022 se situaría en Zaragoza un 13,5% por encima de los mínimos de 2014, apenas un 1,6% por encima en Huesca y un 1,5% por debajo en el caso de Teruel.

En consecuencia, la vivienda en Aragón en el verano de 2022 continuaba siendo más barata que catorce años atrás, con precios un 36% más bajos en Zaragoza, un 31,6% menos en Huesca y un 25,1% menos en Teruel.

4.- STOCK DE VIVIENDA DE OBRA NUEVA PENDIENTE DE VENTA

Una de las principales variables para analizar las perspectivas del mercado inmobiliario es el stock de vivienda nueva sin vender y su velocidad de absorción. Como ya se señaló en el *Informe Económico número 48* de marzo de 2016, dicho stock a nivel nacional superó las 600.000 unidades en 2008 para alcanzar su máximo cercano a las 700.000 al año siguiente, a medida que se iban finalizando las promociones de vivienda en marcha. Por su parte, en Aragón el stock máximo de viviendas sin vender se alcanzó en 2011, con algo más de 18.500 viviendas pendientes de venta en dicho año.

Tanto a nivel nacional como en Aragón el stock de viviendas nuevas ha seguido disminuyendo lentamente desde 2014. En concreto, el stock de vivienda nueva sin vender ha disminuido, entre 2014 y 2021, únicamente un 20,4% en el caso de la Comunidad aragonesa y un 16,2% en el conjunto nacional.

Cuadro XXX. Stock de vivienda de obra nueva pendiente de venta. España, Aragón y provincias. 2012-2021

	2012	2013	2014	2017	2018	2019	2020	2021
España - Stock	583.453	563.908	535.734	476.938	459.003	457.109	456.918	448.809
% Variación Stock	-6,90	-3,35	-5,00	-3,00	-3,76	-0,41	-0,04	-5,89
% Stock / parque viviendas	2,30	2,22	2,10	1,86	1,79	1,77	1,77	1,73
Aragón - Stock	17.486	16.546	15.428	13.695	13.085	12.736	12.132	12.283
% Variación Stock	-3,39	-5,38	-6,76	-2,53	-4,45	-2,67	-4,74	1,24
% Stock / parque viviendas	2,23	2,10	1,95	1,72	1,64	1,59	1,51	1,53
% Stock Aragón / stock España	3,00	2,93	2,88	2,87	2,85	2,79	2,66	2,74
Huesca - Stock	3.325	3.007	2.606	2.044	1.711	1.574	1.359	1.309
% Variación Stock	-14,77	-9,56	-13,34	-3,36	-16,29	-8,01	-13,66	-3,68
% Stock / parque viviendas	2,11	1,91	1,65	1,28	1,07	0,98	0,85	0,82
% Stock Huesca / stock España	0,57	0,53	0,49	0,43	0,37	0,34	0,30	0,29
Teruel - Stock	3.431	3.326	3.179	3.152	3.187	3.261	3.223	3.216
% Variación Stock	5,12	-3,06	-4,42	1,74	1,11	2,32	-1,17	-0,22
% Stock / parque viviendas	3,03	2,93	2,79	2,74	2,77	2,82	2,79	2,77
% Stock Teruel / stock España	0,59	0,59	0,59	0,66	0,69	0,71	0,71	0,72
Zaragoza - Stock	10.730	10.213	9.643	8.499	8.187	7.901	7.550	7.758
% Variación Stock	-1,87	-4,82	-5,58	-3,84	-3,67	-3,49	-4,44	2,75
% Stock / parque viviendas	2,08	1,98	1,86	1,63	1,56	1,50	1,43	1,47
% Stock Zgz / stock España	1,84	1,81	1,80	1,78	1,78	1,73	1,65	1,73

Fuente: Informes sobre el stock de vivienda nueva. Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana

Nota: desde 2012 las cifras están ajustadas al Censo 2011 de Población y Viviendas del INE

De hecho, dicho stock ha aumentado en Aragón en el año 2021 hasta las 12.283 viviendas nuevas sin vender, frente a las 12.132 de 2020. Por su parte, en 2021 quedaban en España 448.809 viviendas nuevas sin vender (456.918 en 2020).

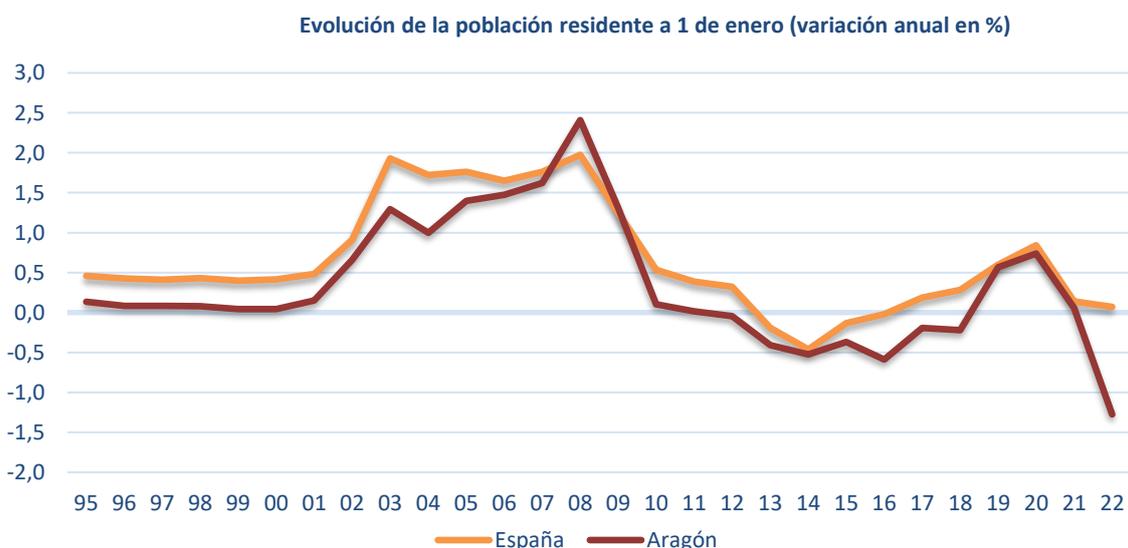
Por provincias, ha destacado el caso de Huesca donde el stock de vivienda nueva sin vender ha disminuido un 49,8% desde 2014, mientras que la caída en la provincia de Zaragoza se ha situado en un 19,5% entre 2014 y 2021. Por su parte, en Teruel el stock de vivienda nueva sin vender se ha mantenido muy estable en el periodo analizado, de forma que incluso entre 2014 y 2021 dicho stock ha aumentado un 1,2%.

Por tanto, la lenta velocidad a la que el stock de vivienda nueva sin terminar se ha reducido desde 2014, tanto en Aragón (con la excepción de la provincia de Huesca), como a nivel nacional, debería seguir suponiendo un factor de presión a la baja para el precio de la vivienda.

Sin embargo, hay que seguir señalando que en los últimos años se ha mantenido una clara segmentación del mercado, en el sentido de que determinados tipos de viviendas construidas en determinados lugares han seguido teniendo una elevadísima dificultad para ser vendidas, sea cual sea su precio. Muestra de ello es que en 2021 las provincias con mayor stock de vivienda nueva sin vender sobre el stock nacional se sitúan en la costa mediterránea, así como Madrid, Toledo y Santa Cruz de Tenerife, con unos claros condicionantes en las tipologías de viviendas de estas provincias.

5.- DEMOGRAFÍA: POBLACIÓN Y HOGARES

El perfil temporal de evolución de la población residente en España muestra el dinamismo que acompañó a la llegada de inmigración en el arranque del siglo XXI, la desaceleración iniciada con la crisis de 2008, el declive entre 2012 y 2015 y la posterior recuperación, aunque a ritmo más modesto.



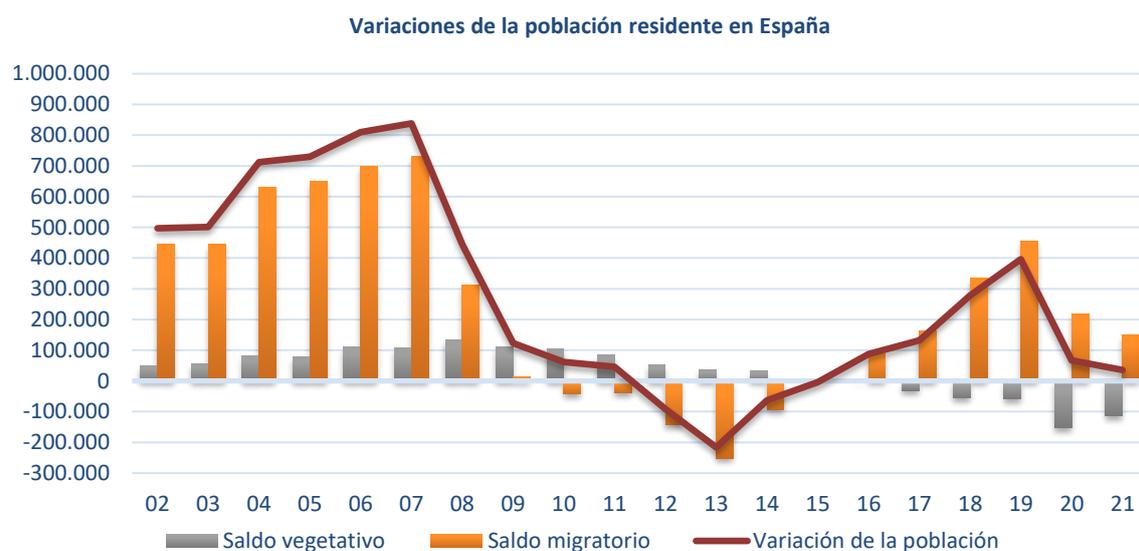
Fuente: INE

Así, de acuerdo con la operación Cifras de población del INE, la población residente en España aumentó hasta alcanzar un máximo relativo de 46.818.216 personas en enero

de 2012, y desde ese momento inició un declive hasta julio de 2015, donde la población total se cifró en 46.410.149 personas.

Desde esa cota volvió a experimentar aumentos paulatinos, siendo el último dato el correspondiente a julio de 2022, fecha en la que la población en España alcanzaba 47.615.034 personas, lo que equivale a un débil incremento del 1,7% respecto al anterior máximo de 2012.

Descomponiendo la evolución de la población entre sus dos componentes, crecimiento vegetativo y saldo migratorio, se comprueba que el crecimiento reciente de la población residente en España se debe exclusivamente a la inmigración.



En efecto, el crecimiento vegetativo (es decir, la diferencia entre nacimientos y defunciones), se vuelve negativo en España en 2015 (por primera vez desde que hay datos, 1941), y ha continuado siendo negativo desde entonces hasta 2021, último dato disponible.

El saldo migratorio (diferencia entre inmigración y emigración) fue el principal factor del crecimiento de la población residente en España en el arranque del siglo XXI, coincidiendo con la fase expansiva del ciclo. Con la llegada de la recesión de 2008 se produce un freno en la llegada de inmigrantes, así como un impulso a los flujos de salida de población de España, de modo que el saldo migratorio se vuelve negativo entre 2010 y 2015. Con la recuperación de la actividad económica, el signo del saldo migratorio regresa a terreno positivo desde 2016, donde permanecía en 2021, último año del que se dispone de información.

En suma, la población residente en España viene aumentando en los últimos años de forma débil y gracias a los flujos de inmigración, de modo que su impacto sobre la demanda de vivienda debería ser poco acusado.

En el caso de Aragón, la población muestra una evolución menos favorable aún que el promedio nacional. Así, de acuerdo con las Cifras de población del INE, la población residente aumenta hasta alcanzar un máximo relativo de 1.344.483 personas en julio de

2009, comenzando a declinar desde entonces hasta quedar en 1.313.135 en enero de 2018. Desde ese momento, la población ha registrado un leve aumento hasta llegar a la cifra de 1.315.523 personas en julio de 2022, lo que sin embargo supone un 2,2% menos respecto al máximo de julio de 2009.

En Aragón el saldo vegetativo es negativo desde 1986, con la solitaria excepción del año 2008, cuando fue positivo en 277 personas.



Fuente: INE

El saldo migratorio es positivo en Aragón desde el inicio del siglo XXI, de forma similar a lo observado en el conjunto de España, volviéndose negativo entre 2011 y 2015, para regresar a terreno positivo entre 2016 y 2020. Sin embargo, el saldo migratorio en 2021 vuelve a ser negativo en Aragón, a diferencia de lo sucedido en el promedio nacional.

En suma, Aragón muestra un peor comportamiento demográfico respecto al promedio nacional, con una tendencia sesgada más bien a la disminución de la población residente, a pesar del componente migratorio que con carácter general aporta positivamente en los años recientes.

Respecto a la evolución futura de la demografía, las Proyecciones de población del INE contemplan un aumento en España de algo más de cuatro millones de habitantes en los 15 próximos años (horizonte 2037), si se mantienen las tendencias demográficas actuales. Ello equivale a un incremento del 9% acumulado en 15 años.

El crecimiento vegetativo se espera que sea negativo durante este período, debido a la debilidad de la natalidad, que aumentaría a menor ritmo que el de fallecimientos. Por tanto, el crecimiento de la población descansaría en un saldo migratorio positivo a lo largo de los próximos quince años.

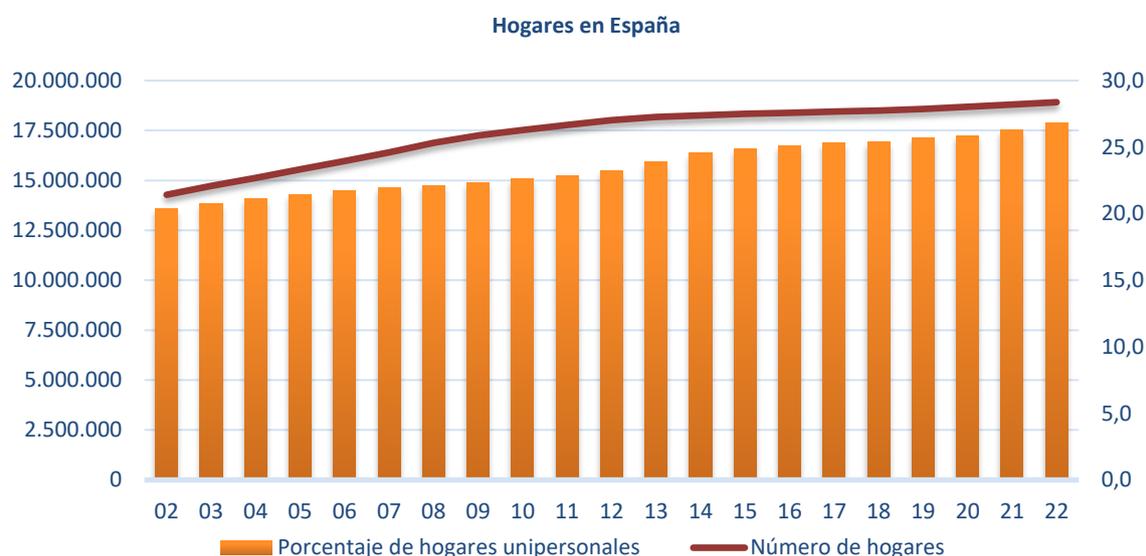
Los mayores incrementos de población se darían en Cataluña y Madrid, mientras en el extremo opuesto Castilla y León y Asturias sufrirían los mayores descensos. En Aragón las proyecciones del INE informan de un leve aumento de su población de poco

más de 76.000 personas entre 2022 y 2037, lo que supone un incremento del 5,8% acumulado en quince años.

Al igual que en el promedio nacional, la población en Aragón aumentaría gracias a un saldo migratorio positivo, que compensaría el crecimiento vegetativo negativo entre 2022 y 2037.

En suma, no se espera que la demografía suponga por sí sola un factor de presión sobre la demanda de vivienda y su precio, aunque la variable relevante a considerar es el número de hogares, más que el número de residentes, teniendo en cuenta además la tendencia al incremento en el número de hogares unipersonales, tendencia compartida con el resto de economías avanzadas.

De acuerdo con la operación Proyecciones de hogares del INE, el número de hogares en España ha pasado de 14,3 millones en el año 2002 a un total de 18,9 millones en 2022, lo que equivale a un crecimiento del 32,5% acumulado en un plazo de veinte años.

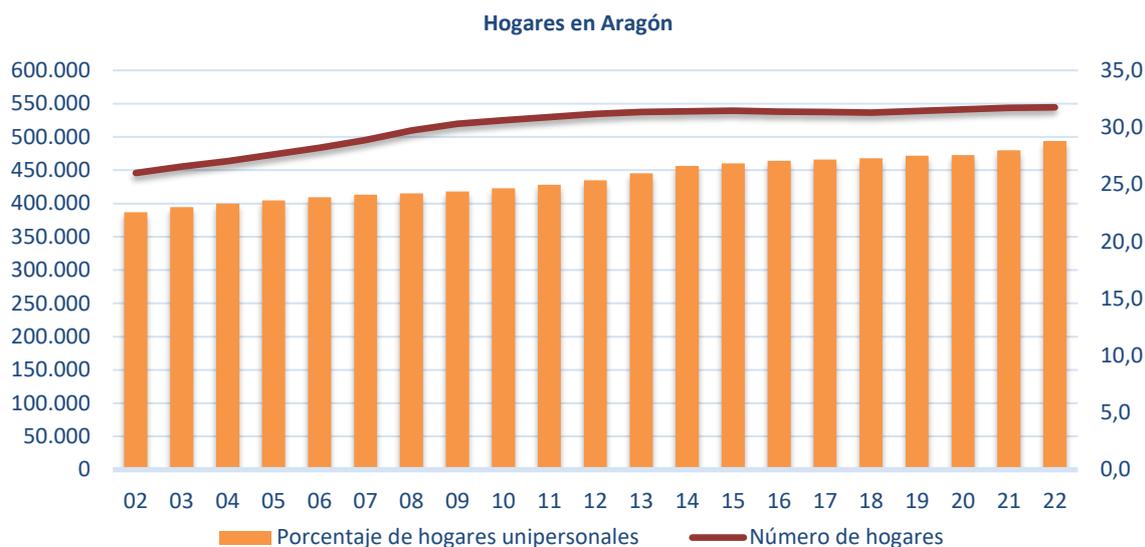


Fuente: INE

El perfil en el ritmo de creación de hogares en España muestra una tendencia a la ralentización, particularmente a partir de la recesión, pasando de unas tasas de entre el 1% y el 3% anual a incrementos por debajo del 1% anual desde 2013.

En Aragón el dibujo es similar, aunque la creación de hogares se muestra sistemáticamente menos dinámica que el promedio nacional, entrando incluso en terreno negativo entre 2016 y 2018.

Como ya se ha citado, una nota común es la creciente presencia de hogares unipersonales, tanto en el conjunto de España como particularmente en Aragón. Así, en el año 2002 los hogares unipersonales representaban en Aragón el 22,6% del total (20,4% del total en España), y su importancia relativa ha ido ascendiendo hasta el 28,8% del total en 2022 (26,8% en España).



Las proyecciones del INE contemplan un aumento del número de hogares entre 2022 y 2037 cifrado en un total de 2,7 millones de unidades, lo que supone un incremento acumulado del 14,5% en el plazo de quince años.

Así, el número de hogares en España pasaría de 18,9 millones en 2022 a un total de 21,6 millones en 2037, con un perfil temporal de ralentización en el ritmo de creación de hogares nuevos. En promedio, el incremento del número de hogares se cifra en 180.000 unidades anualmente.

Se espera que continúe la tendencia al aumento de los hogares unipersonales, que pasarían de representar un 26,8% del total en 2022 a un 29,8% del total a la altura de 2037. Con ello el tamaño medio por hogar pasaría de 2,48 personas en 2022 a 2,36 personas en 2037.

El número de hogares aumentará en todas las Comunidades Autónomas con la excepción de Asturias. Los mayores crecimientos se esperan en Baleares, Murcia y Madrid, mientras que en el caso de Aragón se proyecta un incremento menos dinámico que el promedio. Así, el número de hogares en Aragón pasaría de 544.478 en 2022 a una cifra de 606.715 en el año 2037, un aumento de 62.237 hogares en esos quince años, equivalente a un 11,4% acumulado en dicho período. En promedio anual, el número de hogares aumentaría en 4.150 unidades cada año en Aragón.

El porcentaje de hogares unipersonales en Aragón pasaría del 28,8% del total en 2022 a un 32,1% del total en 2037, lo que se traduce en un tamaño medio del hogar que pasaría de 2,37 personas en 2022 a 2,25 personas en 2037.

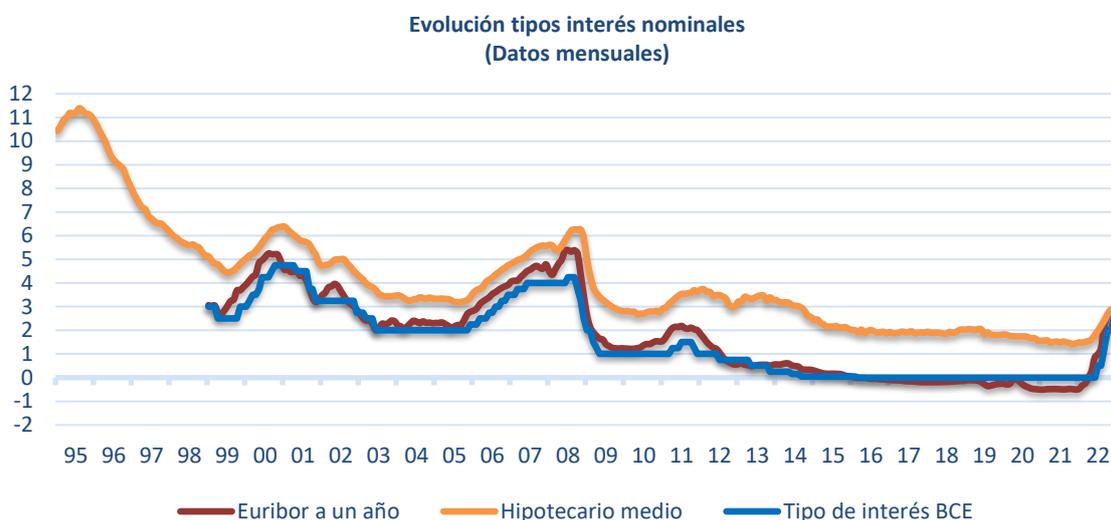
A modo de resumen, la evolución de la demografía tanto en términos de población residente como del número de hogares en España muestra una marcada debilidad, particularmente en el caso de Aragón, por lo que no parece razonable esperar que constituya un factor de presión al alza sobre la demanda de vivienda que a su vez pudiera tensionar los precios.

6.- TIPOS DE INTERÉS

El BCE situó el tipo de interés de referencia en la eurozona en el 0,0% en marzo de 2016, permaneciendo en esa cota hasta el mes de junio de 2022 inclusive. En julio se iniciaba el ciclo de subidas, situando el tipo de interés en el 0,5% en dicho mes, en el 1,25% en septiembre, en el 2,0% en octubre y en el 2,5% en diciembre.

El Euribor a un año (principal referencia de los préstamos hipotecarios) entró en terreno negativo en febrero de 2016, donde ha permanecido hasta marzo de 2022 inclusive, es decir, algo más de seis años. Alcanzó su nivel mínimo en enero de 2021, cuando se situó en el -0,505%, nivel similar al de diciembre de 2021, que fue del -0,502%.

Ante el inicio del endurecimiento de la política monetaria en la eurozona, el Euribor a un año regresaba a valores positivos en abril de 2022, escalando con rapidez hasta alcanzar un 2,828% en el pasado mes de noviembre, lo que supone un alza de más de tres puntos porcentuales respecto a los mínimos de 2021.



Fuente: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital

Por su parte, de acuerdo con el Banco de España, el tipo medio de los préstamos hipotecarios concedidos por el conjunto de las entidades financieras en España a un plazo de más de tres años para adquisición de vivienda, alcanzó su valor mínimo del 1,412% en noviembre de 2021, comenzando a continuación una senda alcista hasta situarse en el 2,877% en noviembre de 2022, lo que equivale a un encarecimiento de casi 1,5 puntos porcentuales en el último año.

En este momento no se conoce con exactitud cuál será el nivel de llegada previsto por el BCE para el tipo de interés de referencia, pero es razonable pensar que a mediados del próximo año 2023 podría situarse en torno al 4%, lo que sugiere que el Euribor a un año y el tipo medio hipotecario medio se elevarán, como mínimo, hasta una cota similar. Por tanto, por comparación con los valores mínimos de 2021, se trataría de un incremento en torno a tres puntos porcentuales en el tipo hipotecario medio, lo que de acuerdo con las estimaciones del BCE, podría conducir en el plazo de dos años a una caída del precio de la vivienda de entre un 15% y un 30% respecto a los niveles alcanzados en la primera mitad de 2022.

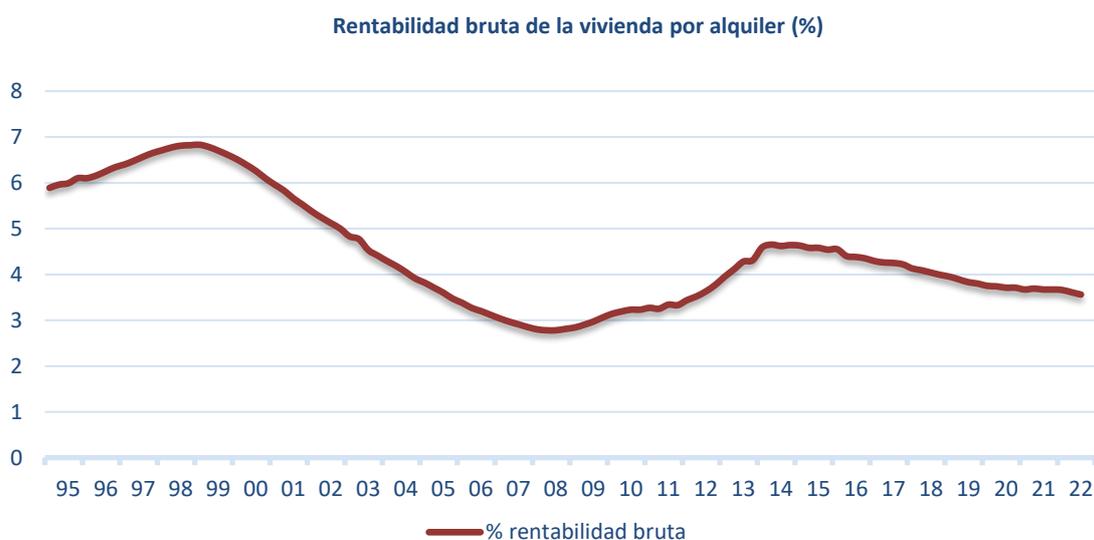
7.- RENTABILIDAD DE LA VIVIENDA POR ALQUILER

Un indicador habitualmente utilizado para evaluar una posible sobrevaloración (o infravaloración) de la vivienda es considerarla como un objeto de inversión, cuya rentabilidad viene dada por los ingresos brutos anuales derivados de su arrendamiento.

Hay que señalar que en España no existe una estadística oficial en materia de arrendamiento de viviendas, que recoja datos en términos de euros por metro cuadrado o similar, por lo que resulta complicado analizar la evolución de los alquileres¹.

En la desagregación del Índice de Precios de Consumo por rúbricas, el INE ofrece el apartado de “Vivienda en alquiler”, del que se puede extraer la evolución en tasa anual de la renta de arrendamiento de viviendas en España y Aragón. Se observa que la evolución de la rúbrica Vivienda en alquiler es moderada en el tiempo y muy cercana a la evolución del IPC general, lo que resulta coherente con el hecho de que los contratos de arrendamiento de vivienda son revisados en su mayor parte de acuerdo con la evolución del IPC general.

Se entiende que un inversor exigirá de una vivienda una rentabilidad por alquiler, como mínimo, equiparable a la de activos de renta fija de bajo riesgo (deuda soberana), más una prima adicional para cubrir ciertos riesgos (deterioro del inmueble por mal uso del arrendatario, impago de rentas, etc.).



Fuente: Banco de España

De acuerdo con el Banco de España, la media histórica de la rentabilidad bruta por alquiler se sitúa en torno a un 5,0% anual. Sin embargo, en el último ciclo expansivo que se inicia con el nuevo siglo, el precio de la vivienda inició como es sabido una escalada a ritmos más rápidos que los alquileres, de modo que la ratio fue descendiendo hasta situarla

¹ El INE ha publicado recientemente (febrero 2022) con carácter experimental un Índice de Precios de Vivienda en Alquiler (IPVA), con datos anuales desde 2011 a 2020. Utiliza como fuente los alquileres declarados en IRPF (AEAT) junto a información de la Dirección General del Catastro, lo que excluye los territorios de País Vasco y Navarra, pero permite descender no sólo a nivel autonómico y provincial sino incluso hasta el nivel local (municipios de más de 10.000 habitantes). Ofrece también datos desagregados entre vivienda unifamiliar y colectiva.

en un mínimo del 2,79% en media del año 2008, cifra reducida y que reflejaba una clara sobrevaloración de la vivienda de acuerdo con los criterios convencionales.

A partir de 2008, la corrección en el precio de la vivienda recondujo al alza su rentabilidad por alquiler hasta niveles cercanos al 5% en 2014 y 2015, aunque dicha rentabilidad vuelve a descender desde 2016, ante la recuperación de precios de la vivienda, quedando en un 3,61% en media de los tres primeros trimestres de 2022.

Ello sugiere la existencia de cierta sobrevaloración de la vivienda en los años recientes, cuya corrección podría producirse bien mediante una caída en el precio de los activos o bien a través de un aumento en los alquileres, o bien mediante cualquier combinación de variaciones en ambas variables.

En todo caso, dada la escasez de oferta en vivienda de alquiler que actualmente se observa en España, parece razonable esperar que el ajuste se produzca más bien en términos de precio de la vivienda.

8.- ESFUERZO DE LOS HOGARES EN LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

Otro indicador habitualmente utilizado para analizar la accesibilidad a la vivienda consiste en medir el esfuerzo que deben realizar las familias para su adquisición a través de la ratio entre el precio de la vivienda y la renta anual bruta disponible media por hogar. Así definido, este cociente expresa el número de años que una familia promedio debería dedicar para adquirir una vivienda si dedicara para ello la totalidad de su renta anual disponible.

Convencionalmente, se admite que el equilibrio a largo plazo de esta ratio se situaría en torno a los 3 o 4 años, de modo que valores por encima de esta cota estarían señalando una sobrevaloración de la vivienda.



Fuente: Banco de España

De acuerdo con el Banco de España, esta ratio se mantuvo en valores razonables de entre tres y cuatro años hasta el inicio del siglo XXI, comenzando a aumentar desde entonces hasta alcanzar un máximo de casi 9 años y medio en el verano de 2007, debido al fuerte incremento de los precios de la vivienda en España.

La corrección de dichos precios a partir de 2008 facilita un paulatino descenso en la ratio, quedando su valor mínimo en 6,59 años a principios de 2015, valor en todo caso elevado de acuerdo con el criterio convencional de equilibrio.

A partir de 2015, la nueva tendencia al alza del precio de la vivienda impulsa de nuevo esta ratio de modo que a mediados de 2022 se situaba en 8,22 años, cifra muy elevada y que estaría señalando una clara sobrevaloración de la vivienda en España.

Una medida alternativa del esfuerzo de los hogares para adquirir una vivienda, de acuerdo con el Banco de España, vendría dada por el importe bruto de las cuotas a pagar por el hogar mediano en el primer año tras la adquisición de una vivienda tipo financiada con un préstamo estándar por el 80% del valor del piso, expresado como porcentaje de la renta anual bruta disponible por hogar.

De forma convencional, se considera que este porcentaje no debería superar el 30% de la renta del hogar, para permitir hacer frente al resto de los gastos ordinarios de una familia y no comprometer su estabilidad financiera.



Fuente: Banco de España

Los datos del Banco de España señalan que el esfuerzo de los hogares españoles superó esa cota del 30% en torno a 2002, dibujando una senda creciente hasta marcar un máximo del 54,6% en el verano de 2008.

Desde ahí comienza a descender, alcanzando un valor en torno al 31% en 2016, manteniéndose desde entonces relativamente estable en esa cota, en un contexto de tipos de interés históricamente muy bajos, si bien en la primera mitad de 2022 se sitúa en torno al 33% de la renta disponible.

Por tanto, estos datos sugieren cierto equilibrio en el pasado reciente, acaso con una ligera sobrevaloración en la actualidad. Ahora bien, esta medida de esfuerzo está muy ligada al coste de la financiación para la adquisición de vivienda, de modo que el reciente cambio de orientación de la política monetaria cambia por completo el escenario.

Así, el Euribor a un año, principal referencia de los préstamos hipotecarios, ha repuntado con rapidez pasando de un -0,477 en el mes de enero de 2022 a un 2,828 en el

mes de noviembre, un alza de más de tres puntos porcentuales. Para un préstamo hipotecario típico a tipo variable y 20 años de plazo, ello supone un aumento de las cuotas mensuales en el entorno de un 30%.

Existe incertidumbre acerca de cuál será el nivel de llegada de los tipos de interés en la eurozona, pero se puede afirmar, grosso modo, que por cada punto porcentual adicional de subida, las cuotas mensuales a pagar por los préstamos hipotecarios se incrementarán en diez puntos porcentuales respecto a las existentes a principios del año 2022.

Este encarecimiento del crédito para la adquisición de vivienda frenará sin duda la demanda de vivienda y debería presionar a la baja los precios de mercado.

9.- CONCLUSIONES

Tras la finalización del último ciclo expansivo, marcado por los excesos en el sector, el mercado de la vivienda experimentó un severo ajuste entre 2008 y 2015 en España y Aragón, que afectó tanto a la producción como a la demanda y a los precios.

Con la recuperación de la actividad económica, el sector inició una paulatina reactivación, aunque siete años más tarde las cifras permanecen alejadas de los máximos alcanzados en torno a 2008, tanto por lo que respecta a la producción de viviendas nuevas como al número de compraventas y los precios de transacción.

Así, en 2022 el número de compraventas de vivienda se sitúa en torno a un 30% por debajo de los máximos registrados quince años atrás, y además las viviendas usadas representan alrededor del 80% del total de las transacciones. Una característica fundamental de estos últimos siete años ha sido la importancia de la adquisición de vivienda como bien de inversión, alentada por un contexto de muy bajos tipos de interés y de reducida rentabilidad de inversiones alternativas de bajo riesgo.

Tras la fuerte corrección sufrida entre 2008 y 2015, el precio de la vivienda ha crecido de forma moderada en los últimos siete años, aunque a finales de 2022 todavía se encontraba por debajo de los máximos alcanzados en el ciclo anterior. Así, en el tercer trimestre de 2022 la vivienda era todavía un 5% más barata en España y un 25% más barata en Aragón respecto al verano de 2007.

La corrección de los precios fue de mayor intensidad en el caso de la vivienda usada, que en 2022 sigue siendo más barata que en 2007 en un 16% en el conjunto de España y en un 34% en el caso de Aragón.

En la vivienda nueva, sin embargo, el precio medio en España en 2022 superaba en casi un 13% el nivel de 2008, mientras en Aragón todavía resultaba un 16% más barata que en aquel máximo cíclico.

En este contexto, el panorama se ve completamente alterado por el inicio en el mes de julio de 2022 del ciclo de subidas en los tipos de interés de la eurozona, de una forma más rápida e intensa de lo esperado debido a la elevada inflación como consecuencia de la guerra en Ucrania. Diversas voces, como la del propio BCE, han alertado del impacto que el endurecimiento de las condiciones financieras tendrá sobre el mercado de la vivienda.

La revisión de las variables habitualmente consideradas como determinantes de la demanda y precios de la vivienda sugieren que es razonable esperar en el medio plazo una caída de la inversión y del precio de los activos, tanto en España como en Aragón.

Así, la demografía muestra un comportamiento marcado por la debilidad, tanto en términos de población residente como en la formación de nuevos hogares, por lo que no cabe esperar una presión al alza sobre la demanda de viviendas y su precio derivada de un eventual dinamismo demográfico.

El aumento de los tipos de interés hipotecario y el endurecimiento de las condiciones financieras no sólo desalientan la demanda de crédito para adquisición de vivienda sino que dificultan el acceso a la financiación hipotecaria, con unas entidades financieras que restringen su oferta ante el incremento en el riesgo de morosidad.

Indicadores como la rentabilidad de la vivienda por alquiler o el esfuerzo de los hogares en la adquisición de vivienda estarían señalando en 2022 una clara sobrevaloración de estos activos, lo que apoyaría las perspectivas de cierta corrección en los precios en los próximos años.