

Construcción y vivienda: ¿fin del ajuste?

La construcción tuvo un papel protagonista...

Durante el último ciclo expansivo vivido por la economía española, que discurrió entre los años 1995 y 2008 aproximadamente, el sector de la construcción tuvo un papel protagonista como uno de los principales motores del crecimiento de la producción y el empleo, tanto de forma directa como indirecta, dado el importante efecto de arrastre de esta actividad sobre el resto de los sectores productivos.

...en el vigor del último ciclo expansivo...

Además, la expansión fue muy vigorosa en sus dos componentes, edificación residencial y obra civil. España llegó a construir más de medio millón de viviendas anuales, cifra que superaba la producción conjunta de Francia, Alemania, Reino Unido e Italia. Pero también las administraciones públicas impulsaron la construcción de todo tipo de infraestructuras de comunicaciones, tanto ferroviarias como de transporte por carretera o aeropuertos, así como otras edificaciones para la prestación de sus servicios a los ciudadanos.

...y en la dureza de la crisis posterior...

Por otra parte, el sector de la construcción también fue uno de los responsables del pobre desempeño de la productividad de la economía nacional, dada su alta intensidad en mano de obra con requerimientos de cualificación media-baja. Además, este sector fue uno de los principales focos de generación de desequilibrios macroeconómicos, que finalmente condujeron a una doble recesión¹ cuyos efectos resultan todavía bien visibles en la actualidad.

...sufriendo una fuerte corrección en sus cifras de producción, empleo y precios

Espoleado por el estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos y el inicio de la Gran Recesión, el sector se enfrentó a partir de 2008 a un severo proceso de ajuste en sus cifras de producción, empleo y precios, ajuste que en los últimos trimestres parece haber tocado suelo, con buena parte de los indicadores sectoriales dando signos de estabilización e incluso de cierta reactivación.

Datos recientes de los indicadores sectoriales...

Así, en las últimas semanas es frecuente encontrar en los medios de comunicación noticias positivas en torno a la construcción en general y la vivienda en particular. Se plantea por tanto la cuestión de si el ajuste puede darse por finalizado, y qué perspectivas son razonables para los próximos años en el mercado inmobiliario de la vivienda.

¹ De acuerdo a los criterios convencionales, España entró en recesión en la segunda mitad de 2008, mostrando signos de recuperación en los inicios de 2010 para volver a entrar en recesión a finales del mismo año, durando esta segunda recesión hasta el verano de 2013.

...sugieren que el ajuste habría finalizado...

Para ello, a continuación se revisa en primer lugar el alcance de la corrección sufrida por la construcción en España y Aragón, para tener una perspectiva de en qué situación se encuentra el sector al finalizar el año 2015. Ello se hace tanto desde el punto de vista de la demanda, analizando la evolución de la inversión en construcción, como desde el punto de vista de la oferta, es decir, de la actividad productiva en el sector.

...lo que se analiza con detalle a continuación

A continuación, el análisis se centra en la vivienda y el ajuste experimentado en sus precios de venta, para terminar planteando si la reciente mejoría observada en el número de transacciones y precios responde a una renacida demanda y el eventual inicio de un nuevo ciclo alcista o más bien puede ser consecuencia de factores temporales que convierten a la vivienda (particularmente la usada) en refugio para la inversión, dada la escasa rentabilidad ofrecida por inversiones alternativas en renta fija y la elevada volatilidad de la renta variable.

5.1 Óptica de la demanda: la inversión en construcción

La inversión en construcción creció de forma muy dinámica en la fase expansiva del ciclo...

Durante la fase expansiva del último ciclo, la inversión en construcción creció de forma muy dinámica en España, impulsada tanto por la obra pública como por la vivienda de obra nueva y otros tipos de edificación, tales como naves industriales. Diversos factores facilitaron esta fuerte expansión, entre los que cabe destacar la introducción del euro y el escenario que ello trajo consigo de bajos tipos de interés, junto con el abundante crédito disponible procedente de economías centroeuropeas caracterizadas por un exceso de ahorro, fondos que eran canalizados hacia países periféricos en búsqueda de una mayor rentabilidad. Ello hizo posible que tanto el sector privado como el público contaran con escasas restricciones para financiar sus proyectos de inversión.

...en parte debido a una financiación abundante y barata...

De acuerdo con la Contabilidad Nacional de España, la formación bruta de capital fijo en construcción de la economía española se incrementó, en términos reales, a una tasa media del 6,8% anual en la década comprendida entre 1998 y 2007. Ello fue resultado de un crecimiento de la inversión en vivienda del 8,3% anual medio, mientras que la rúbrica de otros edificios y construcciones lo hizo a un ritmo del 5,4% anual medio.

...que colapsa con el inicio de la crisis financiera...

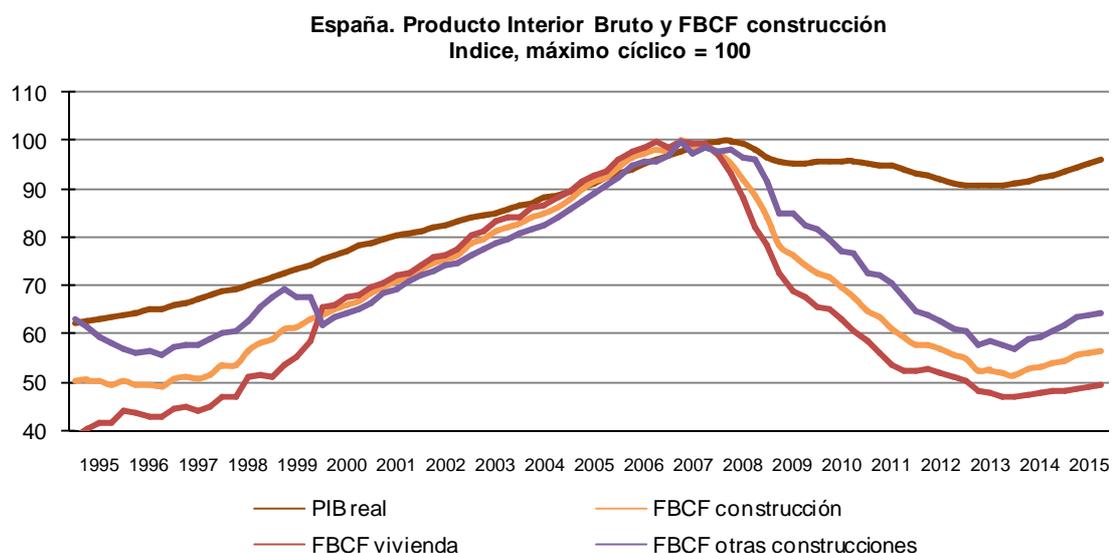
Con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 se frena en seco el flujo de financiación del centro a la periferia de la eurozona, y con ello comienza el proceso de ajuste en la inversión en construcción, ajuste que se prolonga durante algo más de seis años, culminando entre el invierno y la primavera del año 2014.

...lo que conduce a su desplome...

En ese período la inversión en construcción se contrajo a una tasa anual media del 8,6% en términos reales, fruto de una caída del 9,9% anual medio de la inversión en vivienda y del 7,0% anual medio de la inversión en otros edificios y construcciones.

...a partir de 2008...

Dicho de otro modo, a mediados de 2014 el volumen de la formación bruta de capital en construcción de la economía española en términos reales era la mitad del alcanzado en el pico alcista del ciclo, allá por 2007.



...para tocar suelo en 2014

Desde mediados de 2014, la formación bruta de capital fijo en construcción comienza a anotar tasas interanuales positivas, que incluso pueden calificarse como dinámicas, pero no hay que perder de vista que el volumen de inversión del que se parte es muy reducido, en comparación con el existente en 2007.

El ajuste de la inversión en obra civil alcanzó casi el 90% respecto al máximo del ciclo...

En materia de obra civil, la corrección de la inversión (y de la actividad productiva) ha venido determinada por el proceso de consolidación fiscal, dada la necesidad de reconducir el déficit público surgido con la crisis hacia cotas sostenibles. La evolución de la licitación oficial refleja fielmente este proceso, de forma que el volumen licitado por el conjunto de las Administraciones Públicas españolas (medido en media móvil anual y deflactado por el deflactor implícito del PIB), sufrió una contracción de prácticamente el 90% desde sus niveles máximos, alcanzados en la primavera de 2007, hasta el mínimo registrado a mediados de 2013.

...y dicha inversión permanece a finales de 2015 en niveles muy bajos

Desde dicho mínimo, la relativa relajación de los objetivos de estabilidad presupuestaria ha permitido cierta recuperación de la actividad inversora por parte del sector público, de modo que el volumen licitado parece haberse estabilizado, registrando no obstante cifras que representan un 20% de lo que se licitaba en 2007. Por otra parte, en 2015 el volumen de licitación también es inferior al existente en 1997.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE), Ministerio de Economía y Competitividad

La inversión en vivienda alcanzó su máximo a finales de 2005...

Por lo que respecta a la inversión en vivienda, y de acuerdo con la Estadística de Transmisiones de Derechos de la Propiedad (ETDP)² elaborada por el INE, la venta de viviendas de obra nueva³ en España alcanzó su máximo en el otoño de 2005 / invierno de 2006, cuando dichas ventas superaban en España las 100.000 unidades en cómputo trimestral.

...comenzando en 2006 un proceso de corrección...

Desde la primavera de 2006 comienza un fuerte desplome en las ventas de vivienda de obra nueva, que con la salvedad de algunos rebotes (relacionados en parte con cambios en la fiscalidad de la compra de primera vivienda⁴), dibuja un proceso de corrección que

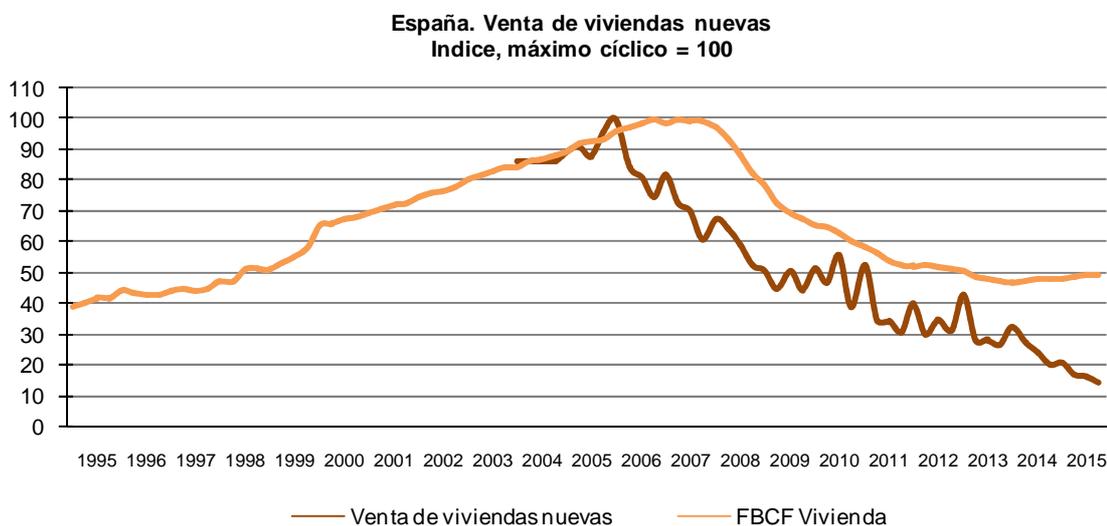
² La serie de datos de la ETDP del INE tiene carácter mensual y arranca en enero 2007. Con las debidas cautelas, es posible enlazar datos hacia atrás hasta el año 2004 a partir de la Estadística Registral Inmobiliaria, elaborada por el Colegio de Registradores de la Propiedad, cuya información tiene carácter trimestral.

³ En Contabilidad Nacional sólo la vivienda nueva constituye inversión en construcción, ya que la compraventa de vivienda usada no altera el stock de viviendas de la economía y por tanto no se traduce en formación bruta de capital fijo.

⁴ La deducción en IRPF por adquisición de vivienda habitual fue eliminada el 31/12/2010, recuperada de nuevo desde enero de 2011 y nuevamente eliminada el 31/12/2012.

...que no parece haber terminado todavía...

no parece dar síntomas de haber concluido. Los últimos datos disponibles siguen mostrando caídas en torno al 30% interanual en la venta de viviendas nuevas a lo largo del segundo semestre de 2015. Dicho de otra forma, en el otoño de 2015 el volumen de ventas de obra nueva representa un 15% del alcanzado en el máximo del ciclo, a principios de 2006.



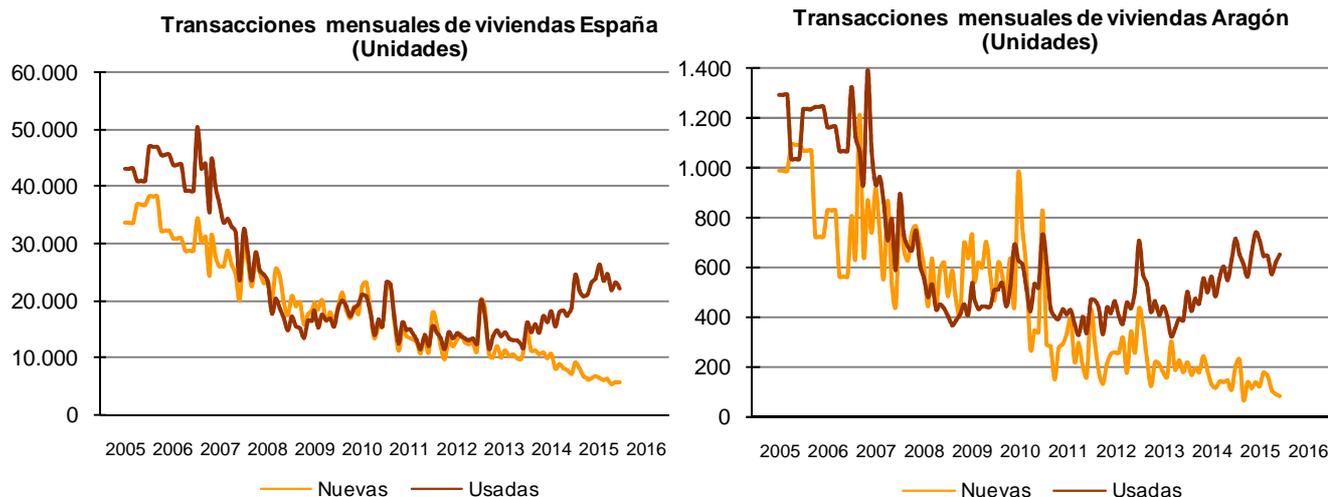
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

...ya que aunque en fechas recientes se habla de aumento en la venta de viviendas, ello es debido en exclusiva a la vivienda usada

Aunque los medios de comunicación recogen en las últimas semanas noticias positivas en torno al crecimiento de la compraventa de viviendas, conviene precisar que dichos aumentos descansan en su totalidad en la venta de vivienda usada. A título de ejemplo, la compraventa de viviendas en España en el conjunto del año 2015 experimentó un aumento del 11,1% anual (17,7% en Aragón), fruto de un crecimiento de la venta de vivienda usada del 38,0% anual (23,7% en Aragón) combinado con una fuerte caída de la venta de vivienda nueva del 34,6% anual (-17,6% en Aragón). Para analizar la evolución de la inversión, sólo la vivienda de obra nueva se traduce en formación bruta de capital fijo.

El ajuste de la inversión en construcción en Aragón ha sido similar al promedio nacional...

El análisis del comportamiento de la formación bruta de capital fijo en el caso de Aragón cuenta con serias limitaciones. En el seno de la Contabilidad Regional de España, el INE no realiza estimaciones de los componentes de la demanda, por lo que no existe información oficial al respecto. No obstante, de acuerdo con las estimaciones realizadas por el Instituto Aragonés de Estadística (IAEST), el ajuste sufrido por la inversión en construcción en Aragón habría seguido unas pautas similares al promedio nacional, con fuertes caídas entre 2008 y 2013 en torno a un 9% en media anual, lo que habría conducido a una reducción acumulada de la inversión de alrededor del 50% por comparación con el punto más alto del ciclo, cifras semejantes a lo ocurrido en el conjunto de España.

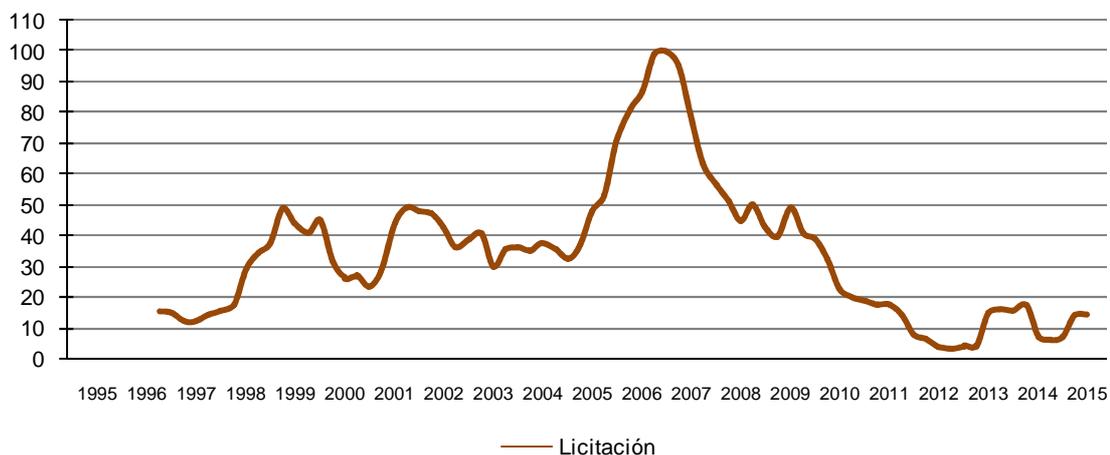


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE), Instituto Aragonés de Estadística (IAEST)

...tanto en materia de obra civil,...

En materia de inversión en obra civil, la licitación oficial en Aragón acostumbra a mostrar una mayor volatilidad por comparación con la media de España, al ser más sensible a la realización de determinadas infraestructuras como el AVE Madrid-Barcelona, la autovía Mudéjar o muy particularmente las inversiones realizadas en torno a la celebración de la Expo-2008 en Zaragoza.

Aragón. Licitación Oficial (media móvil 4, deflactada)
Indice, máximo cíclico = 100



Fuente: INE, IAEST

...donde el desplome entre máximo y mínimo fue del 97%,...

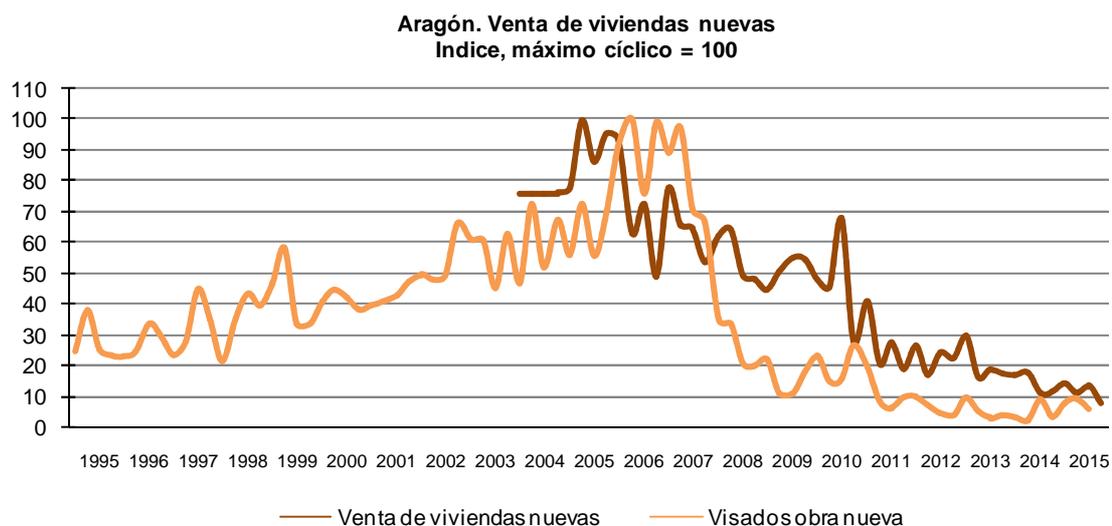
Desde los niveles máximos alcanzados en torno a la preparación de dicho evento, en los inicios de 2007, la corrección de la licitación en Aragón fue del 97% hasta alcanzar el mínimo a finales de 2012. Desde entonces, se ha recuperado cierto tono en la inversión pública, pero en niveles que quedan por debajo del 20% respecto al máximo cíclico citado, y que son similares a los existentes en 1997.

...como en lo referente a inversión en vivienda,...

También la inversión en vivienda siguió en Aragón una trayectoria equiparable al promedio nacional, aunque dibujando una mayor volatilidad. Además de los cambios en el tratamiento fiscal de la vivienda, ya comentados, en Aragón resulta visible el impacto de las entregas de VPO de Valdespartera en 2009, Parque Venecia a principios de 2011 y Arcosur a principios de 2013.

...con algunos matices

Así, desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2005, cuando se vendieron en Aragón casi 3.500 viviendas nuevas, se inicia una rápida corrección que parece tender a estabilizarse desde mediados de 2014. A lo largo del año 2015 siguen predominando las caídas, aunque se empiezan a observar algunas tasas anuales positivas en la venta de vivienda nueva en la Comunidad Autónoma, concretamente en tres de los doce meses del año. No hay que perder de vista en todo caso que estas ventas representan a finales de 2015 en torno a un 8% de las alcanzadas en el máximo cíclico vivido diez años atrás.



Fuente: Instituto Aragonés de Estadística (IAEST)

5.2 Óptica de la oferta: el sector de la construcción, producción y empleo

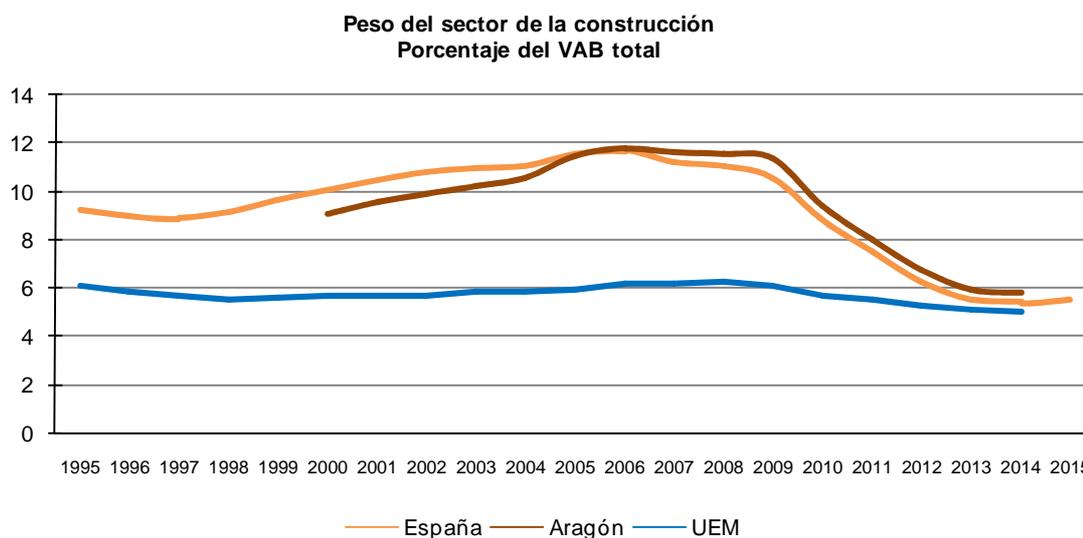
La producción del sector de la construcción...

Como es lógico por tratarse de productos básicamente no transables⁵, la evolución de la producción del sector de la construcción respondió fielmente a la trayectoria de la inversión, tanto en su auge como en su caída.

⁵ Se considera que un bien es no transable cuando no es posible realizar intercambios internacionales, de modo que solo puede ser consumido en la economía que lo produce, debido a su naturaleza, impedimentos legales o costes de transporte desproporcionados, entre otras causas.

...respondió fielmente a la trayectoria de la inversión...

En España y en Aragón el sector se expandió a un ritmo superior a la media de la economía, por lo que fue aumentando su peso relativo hasta suponer casi el 12% del VAB total en 2006, el doble de lo observado en el promedio de la eurozona. En 2014 parece que el ajuste había terminado, y la construcción representaba algo menos del 6% del VAB en España y Aragón, situándose así prácticamente en el promedio europeo.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE), Eurostat

Nota: en el caso de Aragón, la Contabilidad Regional de España (CRE) ofrece una serie homogénea de datos desde el año 2000, existiendo una ruptura metodológica con los datos anteriores que afecta muy particularmente al cálculo del VAB de la construcción, por lo que no es adecuado realizar comparaciones con ejercicios anteriores.

...creciendo con fuerza hasta 2006 para después sufrir una severa contracción...

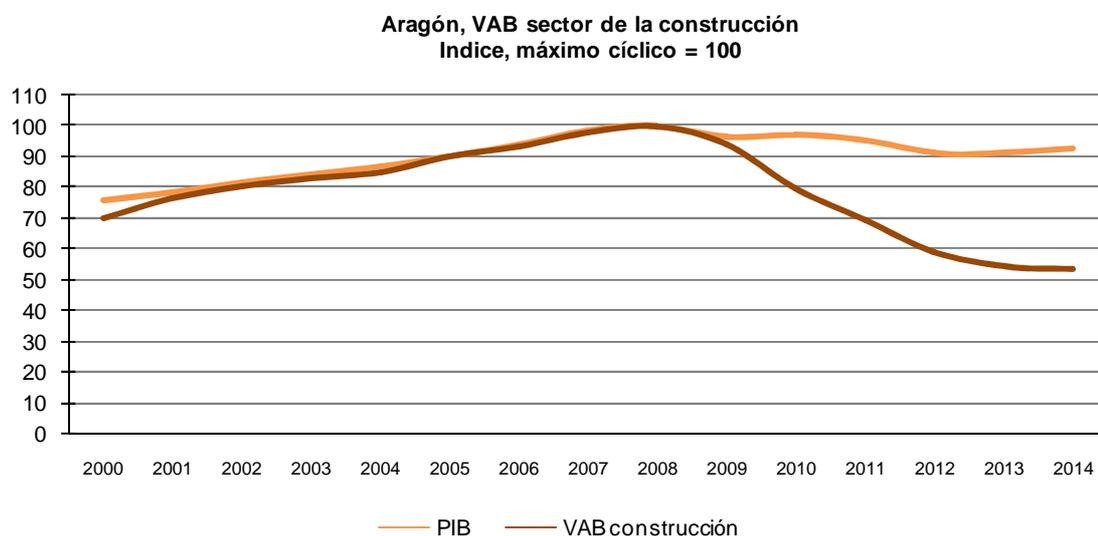
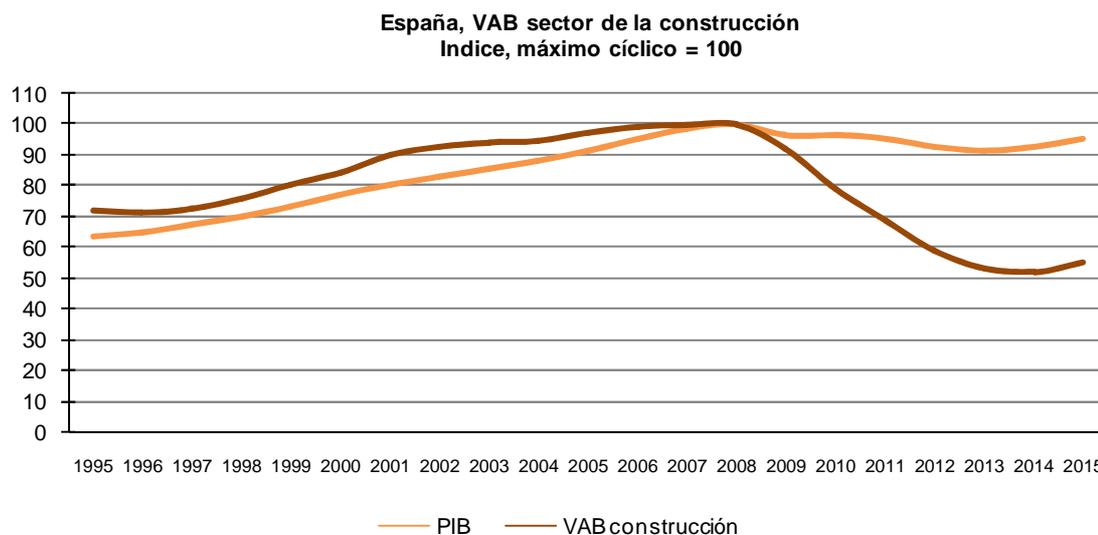
Por comparación con el máximo cíclico, el ajuste de la actividad productiva en el sector de la construcción fue muy acentuado, tanto en Aragón como en el conjunto de España. A partir de los índices de volumen encadenados que elabora el INE, se observa en Aragón que la producción real del sector en 2014 superaba ligeramente el 50% de la alcanzada en el máximo del ciclo, en el año 2008. Además, en Aragón el volumen de producción en 2014 es también un 25% inferior al existente en el año 2000.

...tocando suelo en 2014...

En el conjunto de España, el volumen de actividad sectorial en 2015 supone apenas el 55% del existente en el máximo del ciclo, y queda casi veinte puntos porcentuales por debajo del existente veinte años antes, en 1995.

...dejando el nivel de actividad en cotas muy bajas

En definitiva, en 2014 la actividad productiva en el sector de la construcción parece estabilizarse, pero lo hace en unos niveles inferiores a los existentes quince o veinte años atrás, tanto en Aragón como en España.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

La evolución de los visados de vivienda de obra nueva...

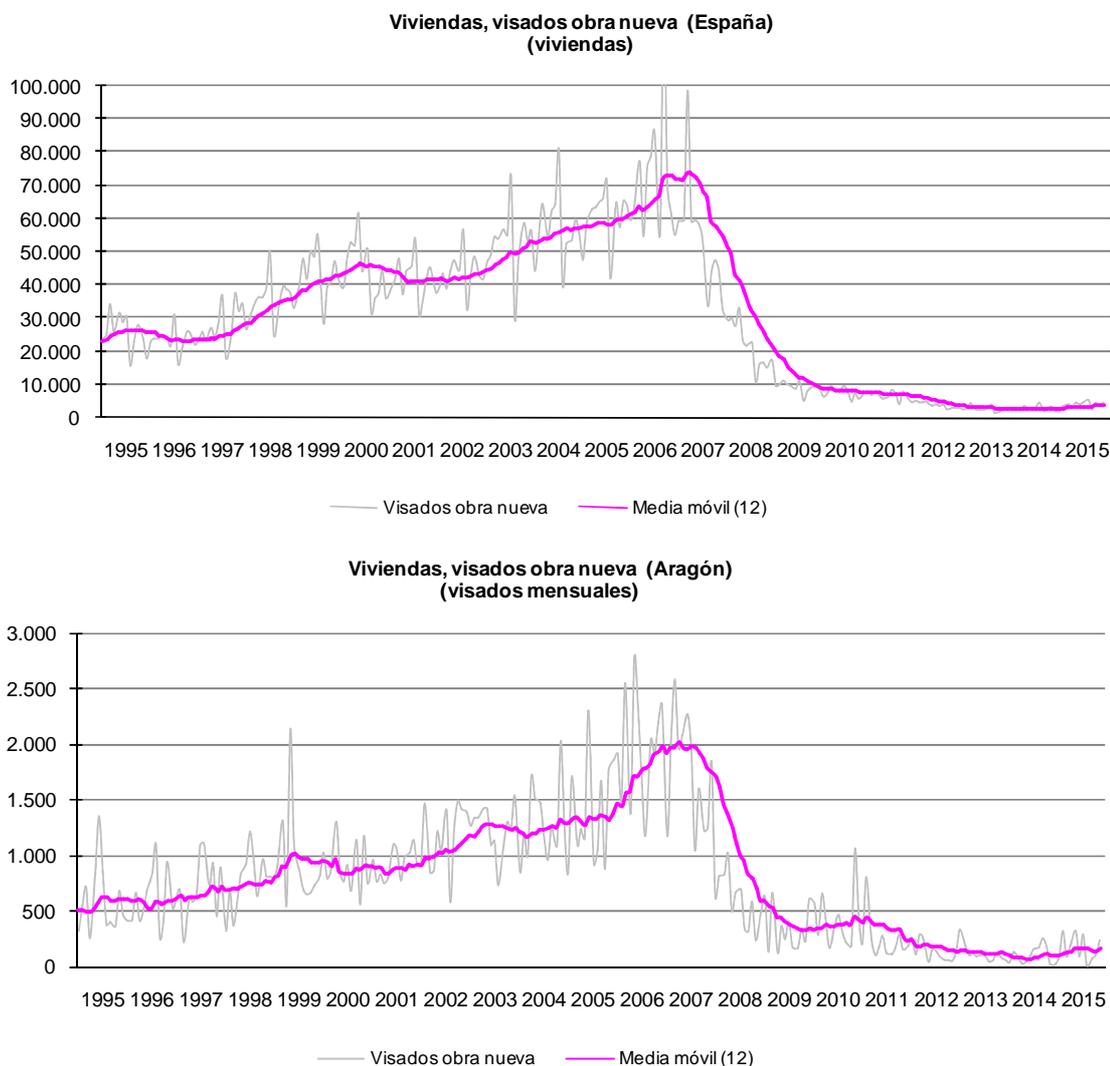
En materia de obra civil, ya se ha analizado la evolución de la licitación oficial, indicador adelantado válido para hacer un seguimiento tanto de la inversión como de la actividad productiva en obra pública. Por lo que respecta a la edificación residencial, el indicador al uso para evaluar el nivel de producción es el número de visados de obra nueva, cuya trayectoria en España y Aragón se recoge a continuación. Los gráficos representan el número mensual de visados de viviendas de obra nueva en España y Aragón, serie muy volátil, y su media móvil de 12 meses, que permite ver con mayor claridad la tendencia.

...alcanza los niveles máximos en 2007...

Tras los máximos alcanzados a principios de 2007, el desplome es rápido y profundo, con tendencia a la estabilización desde finales de 2013, aproximadamente. Ahora bien, a lo largo de

...para iniciar un rápido desplome...

los siete últimos años el número de visados de obra nueva en Aragón y España se sitúa en mínimos históricos absolutos, muy por debajo de los niveles existentes hace dos décadas.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE), Instituto Aragonés de Estadística (IAEST)

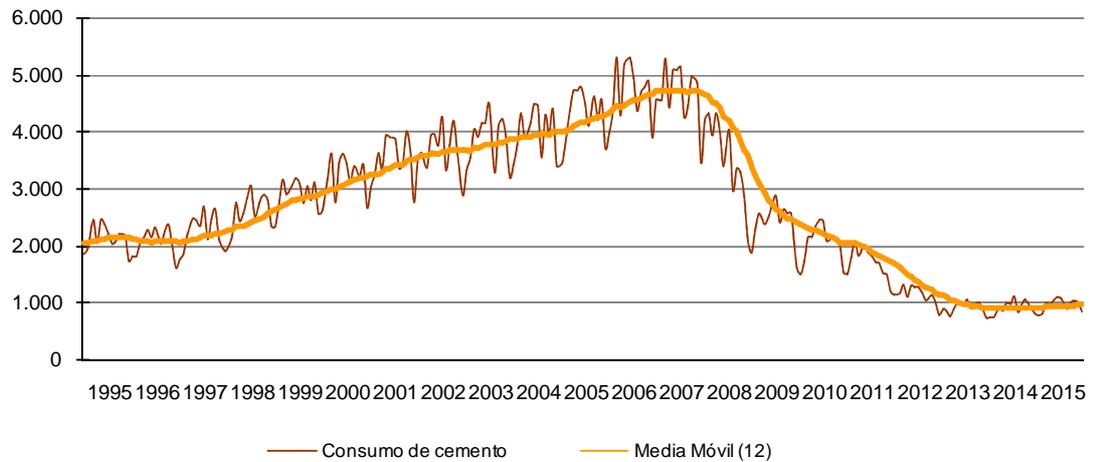
...que los deja en valores mínimos históricos

La evolución del consumo de cemento en España refrenda el bajo tono de la actividad productiva en el conjunto del sector de la construcción en la actualidad. Durante los cinco últimos años este consumo se sitúa muy por debajo de los niveles de 1995.

El consumo de cemento a finales de 2015 se sitúa en los niveles de 1966

En particular, desde 2013 se mantiene estable en cifras ligeramente por debajo de un millón de toneladas mensuales, medido en media móvil de doce meses. Dado que la serie estadística está disponible desde el año 1964, se puede comprobar que un nivel tan bajo de consumo de cemento (en media móvil de 12 meses) no se observaba desde el mes de marzo de 1966.

Consumo de cemento (Miles de Tm) España



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

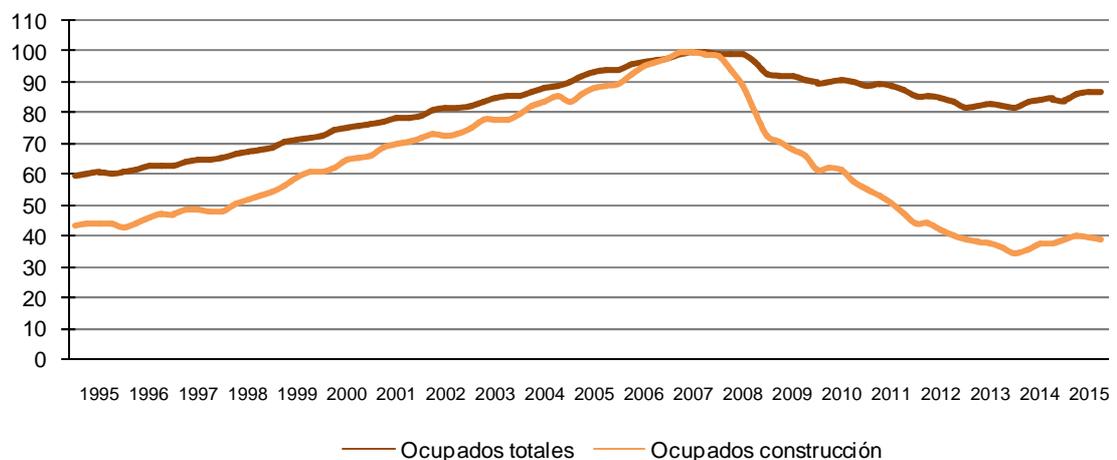
El ajuste de la producción se trasladó al mercado de trabajo...

Esta fortísima corrección de la producción tuvo su correspondiente reflejo en el empleo, como no podía ser de otra forma. De acuerdo con la Encuesta de Población Activa, el número de ocupados en el sector de la construcción en 2015 era un 60% inferior al alcanzado en el máximo del ciclo, a finales de 2007, y similar al existente dos décadas atrás, en 1995. Ello es válido tanto para Aragón como para el conjunto de España.

...con fuertes caídas del empleo

En términos de afiliación a la Seguridad Social, el perfil evolutivo y la corrección sectorial es muy similar al dibujado por la Encuesta de Población Activa.

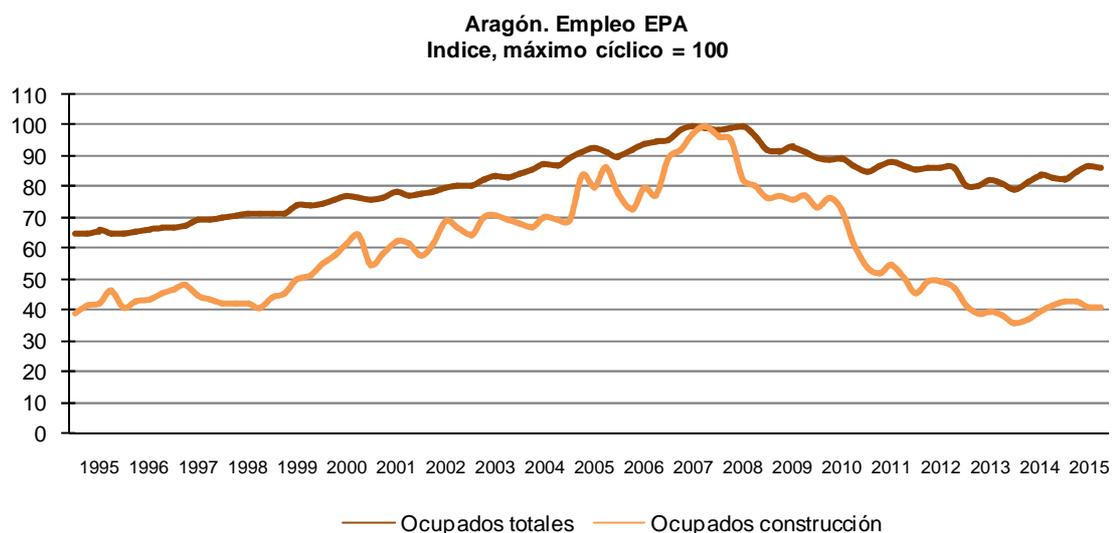
España. Empleo EPA
Índice, máximo cíclico = 100



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

En suma, los indicadores sectoriales en 2015 se encuentran en niveles muy bajos...

En suma, el desplome de la inversión en construcción vino acompañado de una fortísima contracción de la actividad productiva y del empleo, tanto en España como en Aragón, de modo que a finales del año 2015 la mayor parte de los indicadores sectoriales se encuentran en niveles muy bajos, en algunos casos en valores mínimos de las series históricas disponibles.



Fuente: Instituto Aragonés de Estadística (IAEST)

...lo que hace que pequeños aumentos de actividad se traduzcan en fuertes tasas anuales

Por ello no debe sorprender que pequeños aumentos en el volumen de actividad se traduzcan en fuertes tasas interanuales de crecimiento, cosa que empieza a ser visible en algunos indicadores sectoriales. En la medida en que la actividad continúe recuperando pulso, este fenómeno se seguirá manifestando en los próximos trimestres.

5.3 Mercado de la vivienda: stock y precios

Con la crisis se produce la acumulación de un elevado stock de viviendas nuevas sin vender...

La febril actividad constructiva en los últimos años del ciclo expansivo unida al colapso en la compraventa de vivienda nueva condujo a la acumulación de un importante volumen de viviendas de obra nueva pendientes de venta. De acuerdo con los datos del Ministerio de Fomento, dicho stock 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. En Aragón, los datos disponibles indican que el stock máximo de viviendas sin vender se alcanzó en 2011, con algo más de 18.500 viviendas pendientes de venta en dicho año.

**...que sigue
aumentando hasta
2010**

En estas condiciones de exceso de oferta y demanda retraída, la respuesta racional en un mercado competitivo es la disminución de los precios. Sin embargo, el mercado de la vivienda posee unas características específicas que lo alejan del modelo de competencia perfecta, de modo que en el pasado los ajustes ante una crisis se han producido más bien en cantidades, antes que en precios.

Stock de vivienda nueva pendiente de venta

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
España	413.642	613.512	688.044	687.523	676.038	583.453	563.908	535.734
Aragón	n.d.	n.d.	18.168	18.402	18.585	17.486	16.546	15.428

Fuente: Ministerio de Fomento

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

**En otras crisis
anteriores el ajuste
en los precios de la
vivienda...**

La información estadística oficial en materia de precios de vivienda en España es muy reciente, como se verá a continuación, lo que tradicionalmente ha dificultado el análisis. A pesar de ello, es sabido que en anteriores ciclos inmobiliarios, las correcciones a la baja en precios se producían en términos reales, es decir por el efecto de la inflación con el paso del tiempo, manteniéndose estables los precios nominales.

**...se produjo en
términos reales, por
efecto de la
inflación,...**

Así, el anterior ciclo de la vivienda alcanzó su máximo en torno a 1992, y el posterior proceso de ajuste hasta 1998 vino acompañado por una práctica estabilidad en los precios nominales. No obstante, la inflación acumulada en ese período se situó entre el 20% y el 25%, por lo que en términos reales la corrección en precios fue de esa talla aproximada.

**...pero en esta
ocasión ha sido
diferente**

En esta ocasión, con unos mayores desequilibrios acumulados y en un entorno de baja inflación, parecía inevitable que el ajuste alcanzara también a los precios nominales, como así ha sido.

**La información
estadística en
España en materia
de precios de
vivienda es
reciente...**

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 joven, como ya se ha indicado. Tradicionalmente, las principales fuentes de información venían siendo las compañías tasadoras y las agencias inmobiliarias, en el ámbito privado, y el Ministerio de Fomento 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 diferencia de lo que ocurre en otros países...

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.

...lo que tradicionalmente ha dificultado el análisis

Dado que la estadística de Fomento 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 INE elabora un Índice de Precios de Vivienda (IPV) que ofrece datos trimestrales desde el año 2007

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.

De acuerdo con el IPV del INE, los precios de la vivienda cayeron un 37% en España y un 45% en Aragón...

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 2007 (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.

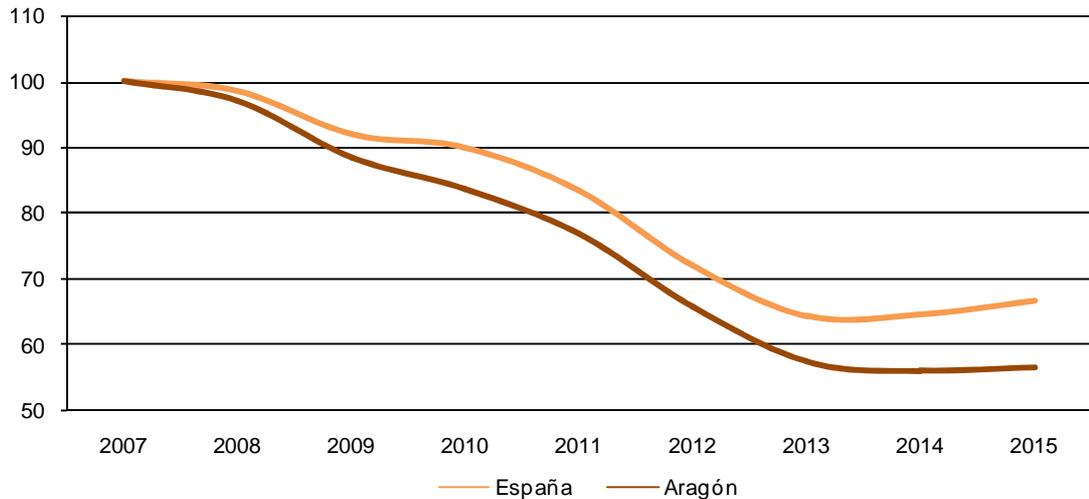
...desde los máximos en el verano de 2007...

Así, el índice general del IPV ha registrado una paulatina caída en los precios de la vivienda entre el tercer trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2014, momento en que parece tocar suelo tanto en Aragón como en el conjunto de España.

...hasta los mínimos del invierno de 2014

La caída acumulada en el caso de Aragón entre estas dos fechas se sitúa en un intenso 45,0%, mientras que en el promedio nacional es del 37,2%. Desde los niveles mínimos alcanzados por el índice a principios de 2014 hasta el cuarto trimestre de 2015 el índice general del IPV ha repuntado muy ligeramente en Aragón, un 1,8%, y con una mayor intensidad a nivel nacional, un 6,4%.

Índice General de Precios de Vivienda (IPV)
2007 = 100

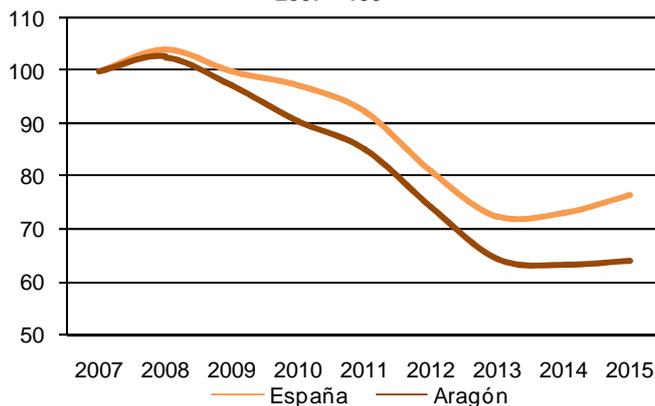


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

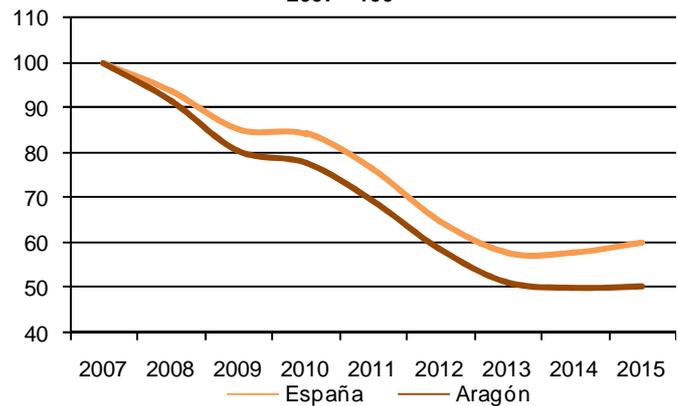
El ajuste ha sido más intenso en la vivienda usada, un 43% en España y un 51% en Aragón

Si se analiza la caída del índice entre su nivel máximo y su nivel mínimo por tipología de vivienda, se observa que en la vivienda nueva la disminución acumulada de sus precios ha sido de un 40,4% en la Comunidad aragonesa y de un 30,4% en media nacional, mientras que en la vivienda de segunda mano los descensos registrados han sido incluso más intensos, un 51,2% en Aragón y un 43,1% en España.

IPV vivienda nueva
2007 = 100



IPV vivienda segunda mano
2007 = 100



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

Desde principios de 2014 los precios se han recuperado...

En el caso de la vivienda nueva, el suelo en los precios se alcanzó en Aragón en el primer trimestre de 2014 (segundo trimestre en España) y desde entonces el índice ha repuntado un leve 2,4% (un 6,9% de media nacional) hasta el cuarto trimestre de 2015.

...de forma más leve en Aragón que en España

Por su parte, la vivienda usada ha dejado de caer más recientemente, en el primer trimestre de 2015, tanto en Aragón como en el conjunto de España. Nuevamente el repunte a nivel nacional, un 5,1%, es superior al registrado en la Comunidad aragonesa, un 2,0%.

En suma, la corrección de los precios de la vivienda ha sido muy intensa,...

En conclusión, se puede señalar en primer lugar que la corrección del precio de la vivienda, tanto en Aragón como a nivel nacional, ha sido muy intensa, sobre todo en el caso de la vivienda de segunda mano. Además, hay que tener en cuenta que las cifras del IPV comentadas se refieren a la contracción de los precios en términos corrientes, es decir, sin tener en cuenta la inflación. De acuerdo con el IPC, la inflación acumulada entre el tercer trimestre de 2007 y el primero de 2014 se situaría en torno a un 13%, por lo que el ajuste del precio de la vivienda en términos reales habría rondado un 60% en el caso de Aragón y un 50% en la media de España.

...en particular en la vivienda usada,...

En segundo lugar, el ajuste de precios en el mercado de la vivienda se ha realizado de forma muy pausada, particularmente en obra nueva. Así, si se compara la velocidad del ajuste de precios en el mercado de la vivienda español con el del mercado de Estados Unidos, desde los máximos de sus respectivos ciclos (verano de 2006 en EE.UU. y un año más tarde en España), se puede observar que en EE.UU. se producen tres años de caídas de precios de la vivienda a los que sucedieron otros tres años de estabilización de los mismos, antes de comenzar a crecer de nuevo de forma clara. Sin embargo, en España la tendencia de disminución de los precios se ha mantenido durante más de seis años, el doble que en EEUU, y ahora nos encontramos en una fase de estabilización de los mismos que dura, hasta el momento, aproximadamente dos años.

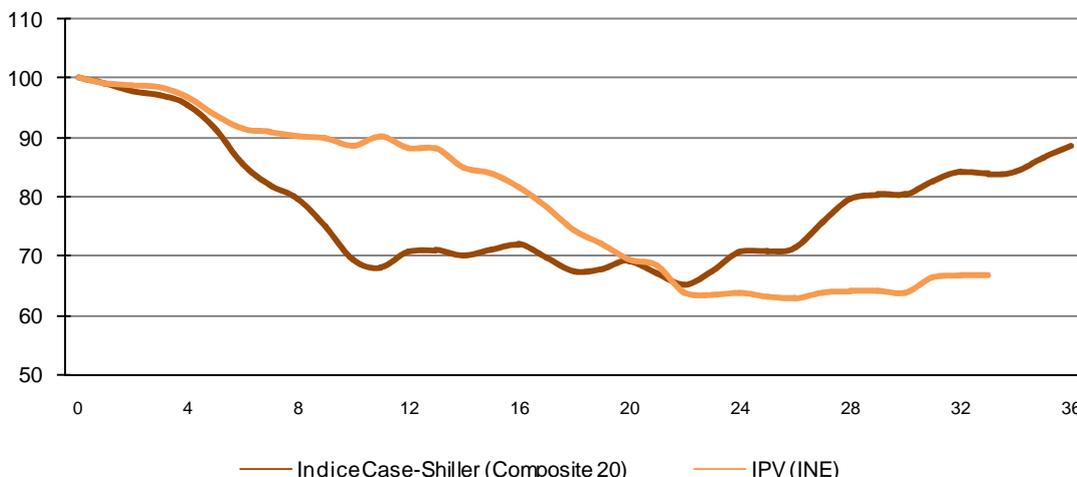
...y el proceso ha sido muy prolongado en el tiempo...

En todo caso, hay que señalar que los precios de la vivienda en Estados Unidos comienzan a aumentar a finales de 2012/principios de 2013, con su economía en plena expansión, el empleo creciendo con vigor, la tasa de paro en descenso y en esas fechas ya por debajo del 8% de la población activa, y la Reserva Federal implementando la tercera ronda de inyección de liquidez conocida como “QE3”.

...en comparación con lo sucedido en otros países

De esta forma, aunque en los últimos trimestres se ha observado en el IPV cierto repunte en los precios de la vivienda en España, que podría calificarse como tímido, sobre todo en la Comunidad aragonesa, parece probable que hayamos entrado en una fase caracterizada por una tendencia a la estabilización de los precios, una vez que estos parecen haber tocado suelo.

Ajuste del precio de la vivienda España vs EE.UU.
 Índice, máximo cíclico = 100, trimestres desde el máximo

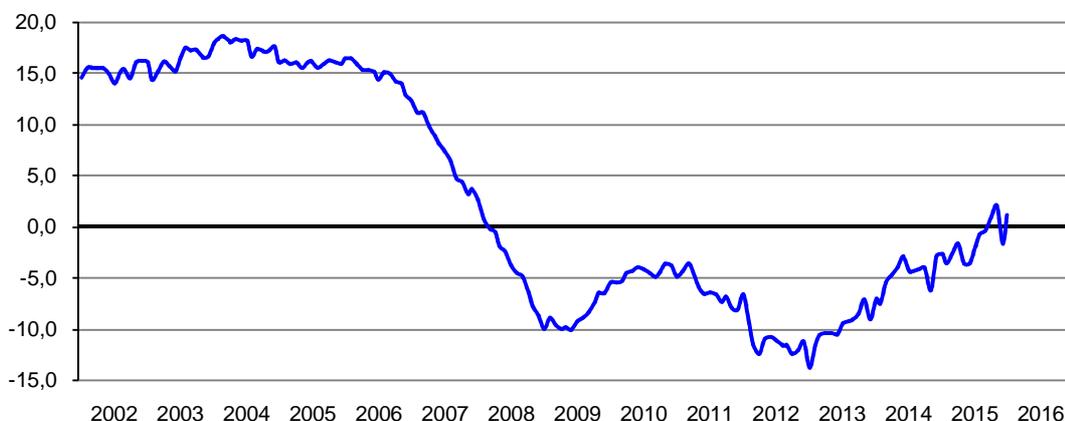


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE), Standard & Poor's

Otras fuentes de información apuntan datos similares, como es el caso de TINSAs...

Si se analizan otras fuentes de información en torno a los precios de la vivienda, se pueden apuntar conclusiones similares: parece que se ha alcanzado el final del ajuste y se ha iniciado una fase de precios estabilizados, con ligeros repuntes. Así, según los datos de TINSAs Tasaciones Inmobiliarias, el proceso de corrección de precios de la vivienda en España habría durado prácticamente ocho años. En ese período, la caída acumulada en el precio por metro cuadrado en España, entre el máximo de diciembre de 2007 y el mínimo de febrero de 2015, ha sido del 42,6% y desde entonces los precios han seguido una tendencia de estabilización, siendo el último dato disponible el de enero de 2016 que señala un crecimiento interanual del 1,1% del precio por metro cuadrado en España.

Precio de la vivienda (España, TINSAs)
 (Variación anual en %)



Fuente: TINSAs Tasaciones Inmobiliarias

...o Fotocasa y Expocasa

Por su parte, según los datos de Fotocasa y Expocasa facilitados por el Banco de España el descenso acumulado en el promedio del precio por metro cuadrado en España, entre el nivel máximo de junio de 2007 y el mínimo de junio de 2015, se ha situado en un 42,9%. Desde dicho mínimo hasta noviembre de 2015 (último dato disponible) se ha producido un ligero repunte del 1,9%.

Los datos del Ministerio de Fomento permiten descender al detalle provincial...

Por último, la Estadística de Valor Tasado de Vivienda del Ministerio de Fomento, a pesar de sus limitaciones metodológicas, tiene como principal ventaja que permite analizar la evolución del precio del metro cuadrado por provincias. En primer lugar, cabe destacar que en Zaragoza y Huesca el nivel máximo de precio se alcanzó en el primer trimestre de 2008 y el mínimo en el tercer trimestre de 2014, de forma simultánea a la media aragonesa y nacional. Sin embargo, la caída acumulada en la provincia de Zaragoza entre estos dos niveles (-42,9%) ha sido superior al promedio de Aragón (-41,0%) y España (-30,7%), mientras en Huesca ha sido inferior (-32,7%).

Valor tasado de vivienda libre (euros/m²)

		Fecha	Valor	Max/Min	Recuperación
España	Máximo	2008 1T	2.101,4		
	Mínimo	2014 3T	1.455,8	-30,7%	1,4%
	Último Dato	2015 3T	1.476,0		
Aragón	Máximo	2008 1T	1.962,9		
	Mínimo	2014 3T	1.157,8	-41,0%	3,1%
	Último Dato	2015 3T	1.193,2		
Huesca	Máximo	2008 1T	1.697,5		
	Mínimo	2014 3T	1.143,0	-32,7%	1,5%
	Último Dato	2015 3T	1.160,6		
Teruel	Máximo	2008 4T	1.084,9		
	Mínimo	2015 4T	780,9	-28,0%	0,0%
	Último Dato	2015 3T	780,9		
Zaragoza	Máximo	2008 1T	2.125,2		
	Mínimo	2014 3T	1.213,6	-42,9%	3,9%
	Último Dato	2015 3T	1.260,8		

Fuente: Ministerio de Fomento

...donde se observa un mayor ajuste de los precios en Zaragoza...

En segundo lugar, señalar que el ajuste de precios se inicia en la provincia de Teruel con más retraso, al alcanzar el precio por metro cuadrado su máximo en el cuarto trimestre de 2008. Además, el ajuste parece no haber concluido todavía ya que el mínimo se registra en el tercer trimestre de 2015, último dato disponible. En relación con este hecho, se puede indicar que el descenso acumulado hasta ahora en la provincia turolense (-28,0%) es muy inferior a los datos medios de Aragón y España.

...y más lento y moderado en Teruel

Asimismo, se puede destacar que desde el suelo alcanzado por el precio del metro cuadrado en Zaragoza, Huesca, Aragón y España hasta el último dato disponible, tercer trimestre de 2015, se ha seguido una tendencia a la estabilización, siendo el repunte en Zaragoza (3,9%) superior a la media de Aragón (3,1%) y España (1,4%), mientras que en Huesca se situaba en un 1,5%.

La regulación y el comportamiento de las entidades financieras ayudan a explicar la lentitud del proceso de ajuste

Para terminar este repaso a la caída de precios de la vivienda en España, cabe preguntarse qué motivos han podido provocar que el ajuste haya sido tan lento. Sin ánimo de ser exhaustivos, además de las tradicionales rigideces de este mercado hay que destacar el papel de las entidades financieras y el marco regulatorio de éstas y de las empresas inmobiliarias, todo ello en el contexto de la crisis del euro. En este marco, existían fuertes incentivos a retrasar en el tiempo el reconocimiento en balance de minusvalías en los activos inmobiliarios, con el objetivo de evitar una situación contable comprometida que condujera a mayores requerimientos de capital.

5.4 Mercado de la vivienda: situación actual y perspectivas

Finalizado el ajuste en la edificación residencial, se plantea analizar...

En suma, tras un fuerte proceso de corrección en la compraventa de viviendas, en particular en la inversión en vivienda de obra nueva, en su construcción y en sus precios, proceso que ha contado con una duración de prácticamente ocho años, los indicadores parecen señalar cierta tendencia a la estabilización y/o repunte a lo largo del último año 2015.

... si estamos en el inicio de un nuevo ciclo alcista o si las perspectivas son de estabilidad

A continuación se analiza la evolución reciente y perspectivas de los indicadores usualmente relacionados con la demanda de vivienda, al objeto de evaluar si nos encontramos ante un claro cambio de tendencia e inicio de un nuevo ciclo alcista, o si las expectativas son más bien de estabilidad.

Demografía

La evolución de la demografía...

La evolución demográfica y la creación de nuevos hogares es la primera variable relevante a considerar para el análisis de la demanda de vivienda.

...que impulsó la demanda de vivienda durante la fase expansiva...

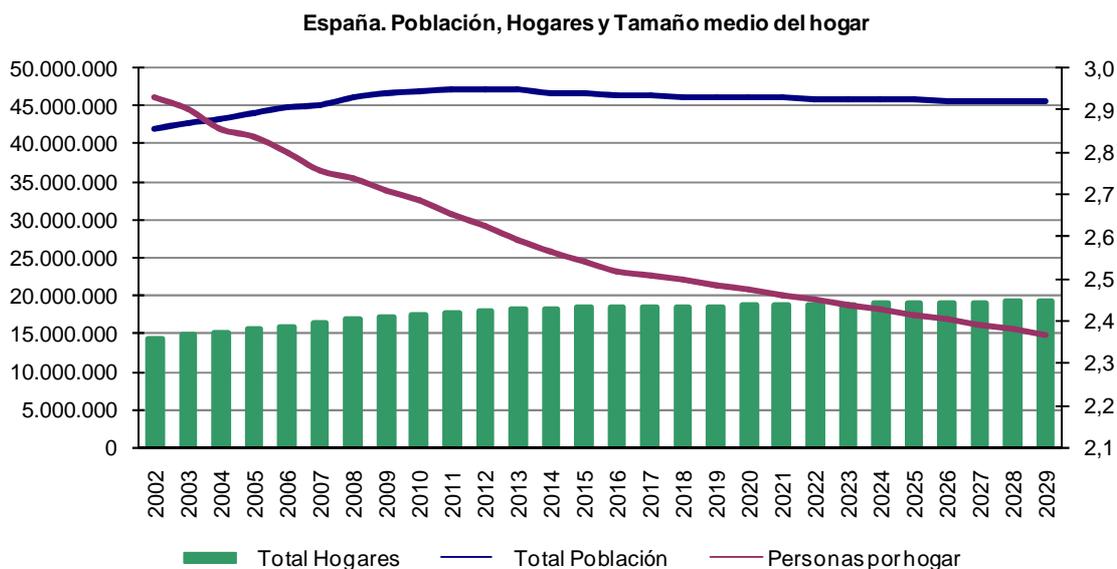
El dinámico crecimiento de la población en España en la primera década del nuevo siglo, propiciada especialmente por una intensa afluencia de inmigrantes, colaboró junto a otros factores a impulsar la demanda de vivienda, presionando al alza sobre sus precios, tanto de compra como de alquiler.

...se ha dado la vuelta con la recesión...

Con la llegada de la recesión los flujos migratorios invierten su sentido, de modo que desde 2013 tanto España como Aragón pierden población, debido fundamentalmente a la aparición de saldos migratorios negativos. En el caso de Aragón también el saldo vegetativo es tradicionalmente negativo, con la excepción del año 2008, mientras que en el conjunto de España el número de defunciones ha superado al de nacimientos por primera vez en el primer semestre de 2015.

... disminuyendo el número de residentes en España y Aragón

Por lo que respecta a la formación de hogares, entre el año 2002 y 2015 el número de hogares en Aragón se incrementó un 21,1% (28,5% en España) y la población en el mismo periodo aumentó un 8,2% (11,4% a nivel nacional). La causa de la divergencia entre ambas tasas de crecimiento es que los hogares cada vez están constituidos por menos miembros, de forma que el hogar medio en Aragón ha pasado de 2,7 miembros en 2002 (2,9 en España) a 2,4 en 2015 (2,5 en el promedio nacional).



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

Las proyecciones a largo plazo del INE en materia de población y formación de hogares...

De acuerdo con las proyecciones a largo plazo de hogares y población del INE, el número de hogares en Aragón entre 2015 y 2029 únicamente aumentaría un 0,8% en total (un 4,6% en España) mientras que la población de la Comunidad aragonesa disminuiría un 3,3% (una caída del 2,4% en la media nacional). De esta forma el número de miembros por hogar continuaría descendiendo para situarse en 2029 en 2,3 personas en Aragón (2,4 en España).

...son desfavorables...

Por tanto, parece que la demanda de viviendas en el medio y largo plazo vendría muy condicionada por una demografía

...particularmente en el caso de Aragón...

menguante. Aunque se prevé cierto aumento en el número de hogares (débil en España, paupérrimo en Aragón), la continuación de la tendencia a la disminución en el tamaño medio del hogar también actuaría como factor limitativo. El aumento de la proporción de hogares unipersonales altera la tipología de vivienda demandada así como la capacidad de pago de la misma.

...por lo que no cabe esperar un impulso de la demanda de vivienda...

En suma, con todas las precauciones que impone la utilización de proyecciones demográficas a tan largo plazo, no parece que ni en el medio ni en el largo plazo la evolución de la población y del número de hogares vaya a ser un factor de presión al alza sobre la demanda y los precios de la vivienda ni un factor de apoyo para iniciar un pronunciado ciclo alcista en el sector de la construcción, tanto en la Comunidad aragonesa como a nivel nacional.

...procedente de la demografía

Esta idea se ve reforzada por el estudio del Banco de España “*Creación de hogares y necesidad de vivienda nueva principal a medio plazo*”, publicado en octubre de 2015, en el que utilizando escenarios de creación de hogares más optimistas que las proyecciones del INE y bajo diferentes supuestos sobre el grado de absorción del stock de viviendas sin vender, se estima un intervalo muy amplio de escasez en la producción de nueva vivienda en España, es decir, se anticipa un bajo nivel de actividad productiva en la construcción durante un prolongado período de tiempo.

Ciclo económico general y empleo

La economía española y aragonesa se encuentra en plena recuperación...

Como se ha detallado en otros apartados de este Boletín Trimestral de Coyuntura, la actividad económica en España y Aragón evoluciona con dinamismo y las perspectivas para los próximos trimestres son razonablemente positivas. El empleo crece de forma notable, lo que mejora la renta disponible de las familias y su capacidad para la adquisición de vivienda.

...pero el paro permanece elevado, especialmente entre los jóvenes

No obstante lo anterior, el desempleo continúa siendo muy elevado y lo seguirá siendo en el medio plazo, afectando particularmente a los más jóvenes, lo que dificulta su emancipación y la toma de decisión de formar un nuevo hogar. Por otra parte, los jóvenes que obtienen un empleo acceden a salarios en general bajos, lo que tampoco ayuda a la compra o alquiler de una vivienda.

Stock de obra nueva pendiente de venta

El stock de vivienda...

Otra de las variables clave a la hora de analizar las perspectivas del sector es el nivel del stock de vivienda nueva sin

...nueva sin vender es elevado...

vender y su velocidad de absorción. Así, según los últimos datos disponibles del Ministerio de Fomento, en el año 2014 quedaban en Aragón más de 15.400 viviendas nuevas sin vender y en España casi 536.000.

...y su absorción muy pausada en el tiempo...

El rasgo principal del stock de viviendas nuevas es que ha disminuido muy lentamente en los últimos años. De hecho, dicho stock siguió aumentando en Aragón hasta el año 2011 y en España hasta 2009, como consecuencia del largo periodo de maduración de un activo como es la vivienda. Desde sus máximos, el stock de vivienda nueva sin vender ha disminuido únicamente un 17,0% en el caso de la Comunidad aragonesa y un 22,1% en el conjunto nacional.

Stock de vivienda de obra nueva pendiente de venta

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
España - Stock	413.642	613.512	688.044	687.523	676.038	583.453	563.908	535.734
% Variación Stock	51,30	48,30	12,10	-0,08	-1,67	-6,90	-3,35	-5,00
% Stock / parque viviendas	n.d.	n.d.	n.d.	2,66	2,60	2,30	2,22	2,10
Aragón - Stock	n.d.	n.d.	18.168	18.402	18.585	17.486	16.546	15.428
% Variación Stock	n.d.	n.d.	n.d.	1,29	0,99	-3,39	-5,38	-6,76
% Stock / parque viviendas	n.d.	n.d.	n.d.	2,35	2,36	2,23	2,10	1,95
% Stock Aragón sobre stock España	n.d.	n.d.	n.d.	2,68	2,75	3,00	2,93	2,88
Huesca - Stock	n.d.	n.d.	4.101	3.877	3.901	3.325	3.007	2.606
% Variación Stock	n.d.	n.d.	n.d.	-5,46	0,62	-14,77	-9,56	-13,34
% Stock / parque viviendas	n.d.	n.d.	n.d.	2,35	2,35	2,11	1,91	1,65
% Stock Aragón sobre stock España	n.d.	n.d.	n.d.	0,56	0,58	0,57	0,53	0,49
Teruel - Stock	n.d.	n.d.	2.639	3.532	3.749	3.431	3.326	3.179
% Variación Stock	n.d.	n.d.	n.d.	33,84	6,14	5,12	-3,06	-4,42
% Stock / parque viviendas	n.d.	n.d.	n.d.	3,24	3,41	3,03	2,93	2,79
% Stock Aragón sobre stock España	n.d.	n.d.	n.d.	0,51	0,55	0,59	0,59	0,59
Zaragoza - Stock	n.d.	n.d.	11.428	10.993	10.935	10.730	10.213	9.643
% Variación Stock	n.d.	n.d.	n.d.	-3,81	-0,53	-1,87	-4,82	-5,58
% Stock / parque viviendas	n.d.	n.d.	n.d.	2,16	2,14	2,08	1,98	1,86
% Stock Aragón sobre stock España	n.d.	n.d.	n.d.	1,60	1,62	1,84	1,81	1,80

Fuente: Ministerio de Fomento

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

...por lo que puede seguir presionando los precios a la baja...

Por provincias, destaca el caso de Huesca donde el stock de vivienda nueva sin vender ha disminuido un 36,5% desde su nivel máximo, mientras que las caídas en las provincias de Zaragoza y Teruel se han situado en torno al 15%.

...y frenando el inicio de obra nueva...

En definitiva, la tímida velocidad a la que el stock de vivienda nueva sin terminar se está reduciendo, tanto en Aragón como a nivel nacional, supone un factor que podría seguir presionando los precios de la vivienda a la baja y que dificultaría una mayor activación del sector de la construcción.

...aunque parte de ese stock sea seguramente invendible

No obstante, hay que señalar al respecto que se ha producido una clara segmentación del mercado, en el sentido de que determinados tipos de viviendas construidas en determinados lugares van a seguir teniendo una elevadísima dificultad para ser vendidas, sea cual sea su precio.

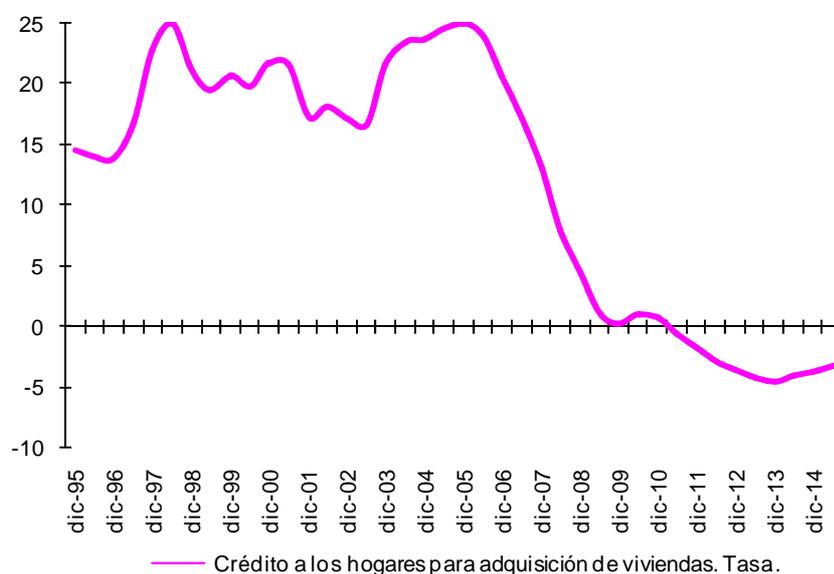
Acceso al crédito

La facilidad en el acceso al crédito durante los años de expansión...

Una de las variables que determinan la evolución del mercado inmobiliario es la facilidad de acceso al crédito. Atendiendo a la evolución del volumen de crédito vivo para la adquisición de vivienda, se puede observar que durante la fase expansiva crecía a tasas de doble dígito, con largos períodos en que dichas tasas oscilaban entre el 20% y el 25% anual.

...se convirtió en un obstáculo con la crisis económica...

A partir de 2008 el volumen de crédito vivo comienza a desacelerar con intensidad, si bien continuó creciendo (con algunos altibajos) hasta alcanzar su máximo a finales de 2010, cuando superó los 630.000 millones de euros, equivalente al 58,5% del PIB. A partir de ahí, el colapso en la venta de viviendas y por tanto en la concesión de préstamos hipotecarios se refleja en la disminución del volumen del saldo vivo



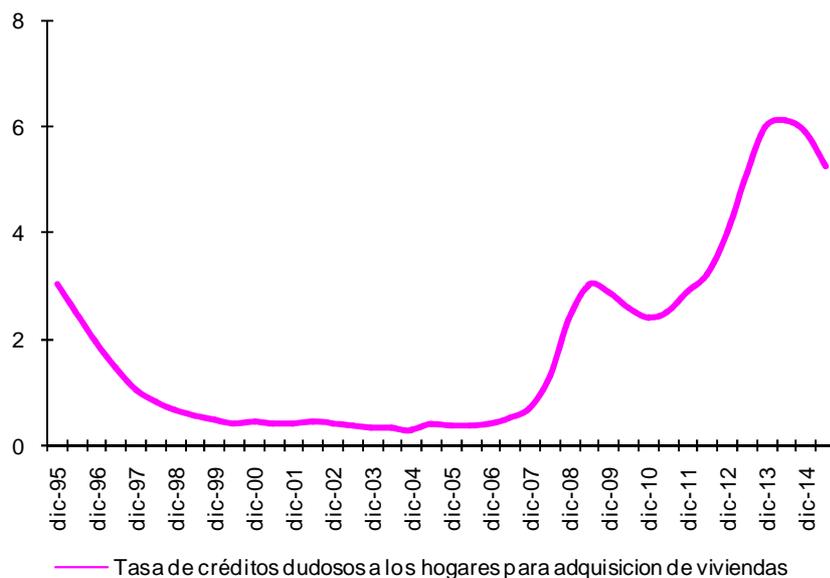
Fuente: Banco de España

...y apenas comienza a recuperarse en los últimos trimestres

Así, desde junio de 2011 hasta la actualidad (último dato junio de 2015) presenta tasas anuales negativas, con caídas máximas en torno a un 5% anual. En respuesta a la política monetaria del BCE y la mejoría en las condiciones generales de crédito, a partir de mediados de 2014 presenta cierta tendencia a la recuperación, aunque a finales de 2015 permanece todavía en terreno negativo.

El elevado volumen de crédito dudoso tampoco favorece la concesión de nuevo crédito

Por otra parte, el porcentaje de créditos dudosos a los hogares para adquisición de vivienda, es decir la ratio de dudosis, continúa en niveles históricamente muy elevados, y únicamente ha comenzado a descender ligeramente desde sus máximos de junio de 2014. Ello puede dificultar con carácter general el acceso al crédito para vivienda, en la medida en que los analistas de riesgo de las entidades financieras serán probablemente más cuidadosos y exigentes que en el pasado a la hora de calificar las solicitudes de préstamo de las familias.



Fuente: Banco de España

Tipos de interés

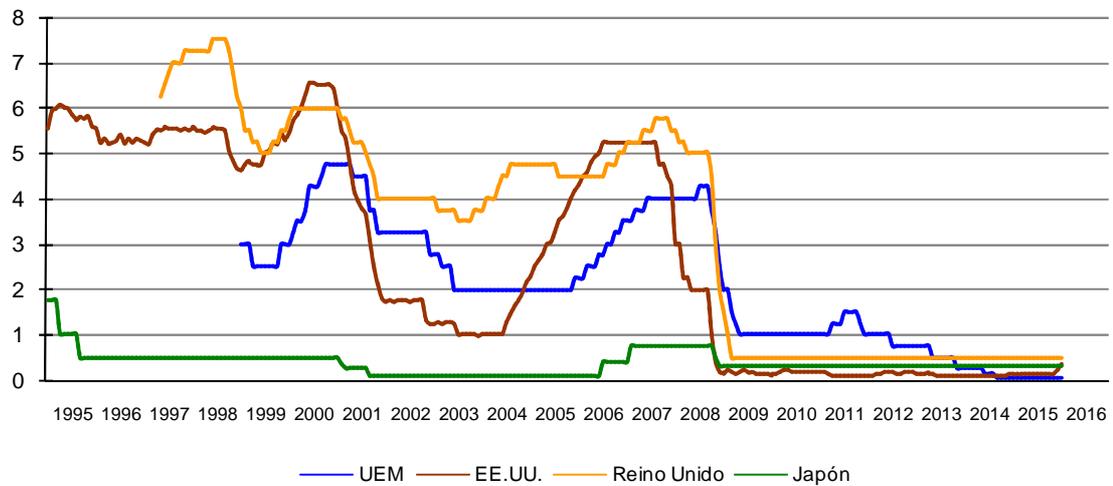
La actuación del BCE ha situado los tipos de interés en mínimos históricos en la UEM...

Como consecuencia de la política monetaria del BCE, los tipos de interés se encuentran en mínimos históricos absolutos en la eurozona y en España. El tipo de referencia habitualmente utilizado en los préstamos hipotecarios, el euribor a un año, cerró el mes de enero de 2016 con una cotización media del 0,042%, lo que propició que el tipo de interés medio aplicado por las entidades financieras a los préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda en España se haya situado en el mismo mes en el 2,014%, mínimo histórico en nuestro país.

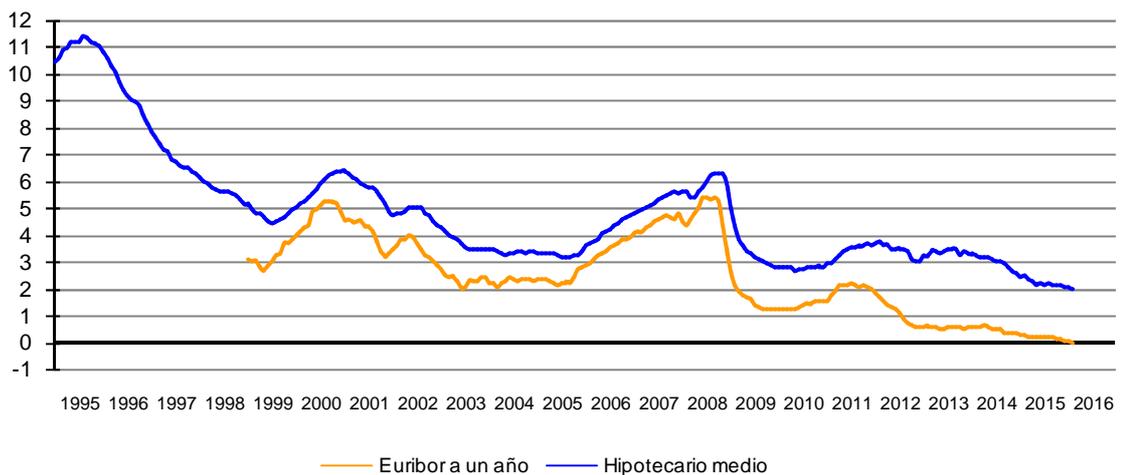
...conduciendo al euribor a terreno negativo en febrero de 2016 por primera vez en su historia

Es más, tomando los datos diarios del euribor a un año, se observa que entró en terreno negativo a partir del día 5 de febrero, de modo que en promedio mensual se situó en el -0,008% en febrero de 2016, el primer dato negativo en toda la serie histórica. Ello ha propiciado que el tipo de interés medio aplicado por las entidades financieras a los préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda se haya situado en el mes de febrero de 2016 en el 2,007%, nuevo mínimo histórico en España.

**Evolución Tipos de Interés de Intervención
Datos mensuales**



**Evolución tipos interés nominales
(Datos mensuales)**



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, Banco de España

Se espera que el escenario de tipos bajos...

El BCE ha reiterado que mantendrá el tono fuertemente expansivo de su política monetaria al menos hasta marzo de 2017, siendo además probable una prolongación y profundización de los estímulos más allá de esa fecha.

...se prolongue en el medio plazo, lo que tiene aspectos positivos para la compra de vivienda...

Este escenario de muy bajos tipos de interés afecta positivamente a la capacidad de compra de vivienda, al abaratar las cuotas mensuales de los préstamos hipotecarios. Pero en sentido contrario, tipos cercanos a cero limitan extraordinariamente el margen operativo de las entidades financieras, que ante la baja rentabilidad de estas operaciones pueden tener incentivos a ser más cuidadosas en la concesión de estos créditos.

*...pero también
contiene efectos
menos favorables...*

Por otra parte, los bajos tipos de interés se trasladan igualmente a las oportunidades de inversión para los ahorradores, de forma que tanto las imposiciones a plazo fijo como la renta fija o los bonos soberanos pierden atractivo, dada su escasa rentabilidad. Si a ello unimos la volatilidad de los mercados de renta variable, que en las últimas semanas han sufrido una fuerte corrección, hay argumentos para pensar que la vivienda ha vuelto a situarse en el radar de los inversores, ya que aunque su rentabilidad no sea muy elevada en términos históricos, como se verá a continuación, comparativamente ha recuperado su atractivo como objeto de inversión. Y este fenómeno puede estar explicando en parte el reciente dinamismo en la compraventa de vivienda usada y los moderados repuntes observados en sus precios.

*...para los diversos
agentes
involucrados*

En todo caso, y dado que como se ha citado el aumento de las compraventas se centra fundamentalmente en el segmento de vivienda usada, sus efectos sobre la actividad productiva del sector de la construcción son muy reducidos.

Rentabilidad de la vivienda: la vivienda como objeto de inversión

*La consideración
de la vivienda como
bien de inversión...*

Un indicador tradicionalmente usado para evaluar una eventual sobrevaloración o infravaloración de la vivienda es considerarla como un objeto de inversión, cuya rentabilidad viene dada por los ingresos derivados de su alquiler. Así, se construye una ratio que relaciona los ingresos brutos anuales del alquiler divididos por el precio de adquisición de la vivienda.

*...cuya rentabilidad
viene dada por los
ingresos derivados
de su alquiler...*

En el caso de España, la media histórica de la rentabilidad bruta por alquiler se sitúa en torno a un 4,9% anual, de acuerdo con los cálculos del Banco de España. En concreto, en el inicio del último ciclo alcista de la vivienda en nuestro país, en torno a mediados de los años 90, la rentabilidad por alquiler rondaba un 6,5%, pero el incremento de los precios de venta a mayor ritmo que los precios del alquiler provocó una paulatina caída de dicha rentabilidad, hasta situarse por debajo del 3,0% a finales de dicho ciclo alcista (mínimo de un 2,8% en junio y septiembre de 2008).

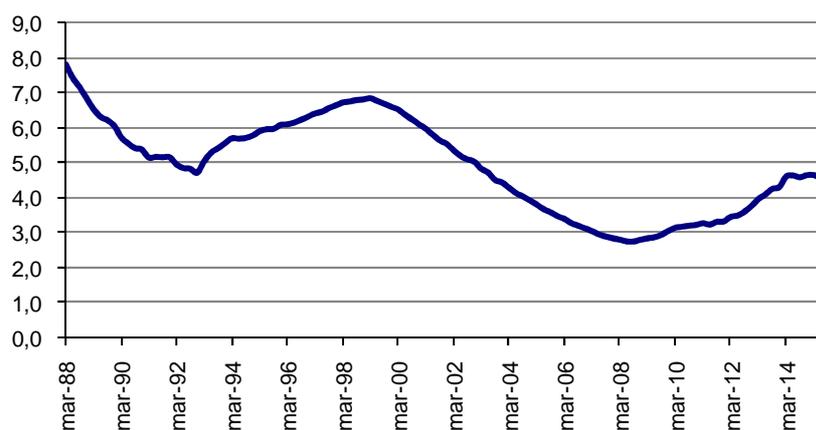
*...permite observar
la sobrevaloración
en la fase
expansiva del
ciclo...*

Desde el final del ciclo alcista, en 2008, la rentabilidad por alquiler ha iniciado una tendencia a la recuperación de forma que el último dato disponible (septiembre de 2015) se sitúa en un 4,6%, en torno a tres décimas por debajo de la media histórica.

*...recuperando en
2015 cierto
equilibrio*

Hay que señalar que en otros mercados, como el de Estados Unidos, se considera que la rentabilidad bruta de la vivienda debe situarse en el promedio de largo plazo en torno a un 6%, de modo que rentabilidades inferiores estarían señalando una sobrevaloración del activo. No obstante, hay que entender que este criterio debe alinearse con los tipos de interés a largo plazo, cuya promedio histórico supera con creces los niveles en los que están situados en la actualidad.

Rentabilidad Bruta por alquiler

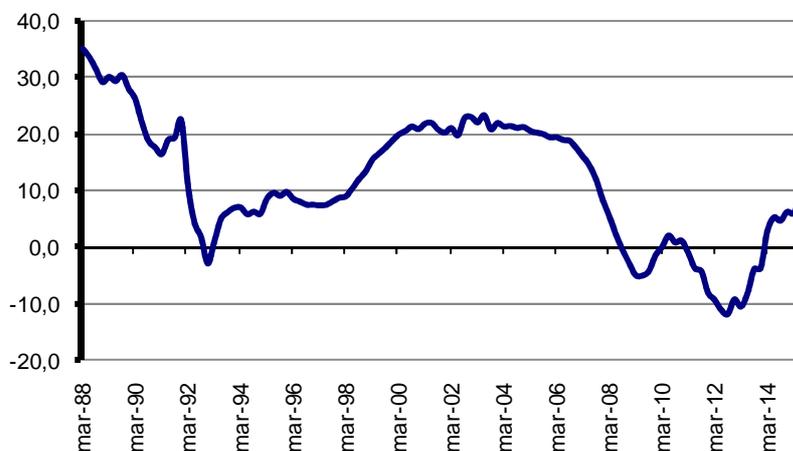


Fuente: Banco de España

*Añadiendo el efecto
de la variación del
precio del activo...*

Adoptando una perspectiva de más largo plazo, al importe de los ingresos por alquiler habría que añadir las variaciones en el precio de la vivienda, al objeto de calcular la rentabilidad total de dicho activo como objeto de inversión. El Banco de España también elabora esta ratio, donde se observa que esta rentabilidad total incluyendo la revalorización del precio del activo era de doble dígito hasta 2007, tomando valores entre un 20% y un 23% anual en el período comprendido entre los años 2000 y 2005.

Rentabilidad vivienda (alquiler+variación de precios)



Fuente: Banco de España

...se hace más patente el fenómeno

A partir de ahí comienza a desacelerar, para entrar en terreno negativo en el verano de 2008, marcando su mínimo cuatro años más tarde, en el verano de 2012, cuando registró un -11,6%. Regresa a tasas positivas en la primavera de 2014, siguiendo una senda ascendente hasta situarse en un 9,1% en el tercer trimestre de 2015, dos puntos y medio por debajo de su media histórica.

Los datos sugieren que el ajuste habría podido finalizar

En suma, la situación actual de la rentabilidad de la vivienda en España como bien de inversión sugiere que el ajuste en su precio habría podido finalizar, si bien existe cierto margen para que se produjera una corrección adicional.

Esfuerzo de los hogares en la adquisición de vivienda

El análisis del esfuerzo realizado por los hogares para adquirir una vivienda...

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

...medido en número de años de renta bruta disponible...

Acudiendo de nuevo al mercado estadounidense, se acepta que el equilibrio de largo plazo de esta ratio debe situarse en torno a 3 / 4 años, de modo que ratios superiores estarían señalando una sobrevaloración de la vivienda.

...dedicada al efecto...

De acuerdo con los datos ofrecidos por el Banco de España, en la evolución de esta variable desde mediados de los años 90 podemos distinguir tres etapas:

...ilustra igualmente la fuerte sobrevaloración producida en España hasta el año 2007...

- Desde 1995 hasta 2000, el ratio precio/RBD se mantuvo entre unos valores razonables de 3,5 a 4 años. Esta es la última época de crecimiento de los precios inmobiliarios en España a un ritmo moderado.

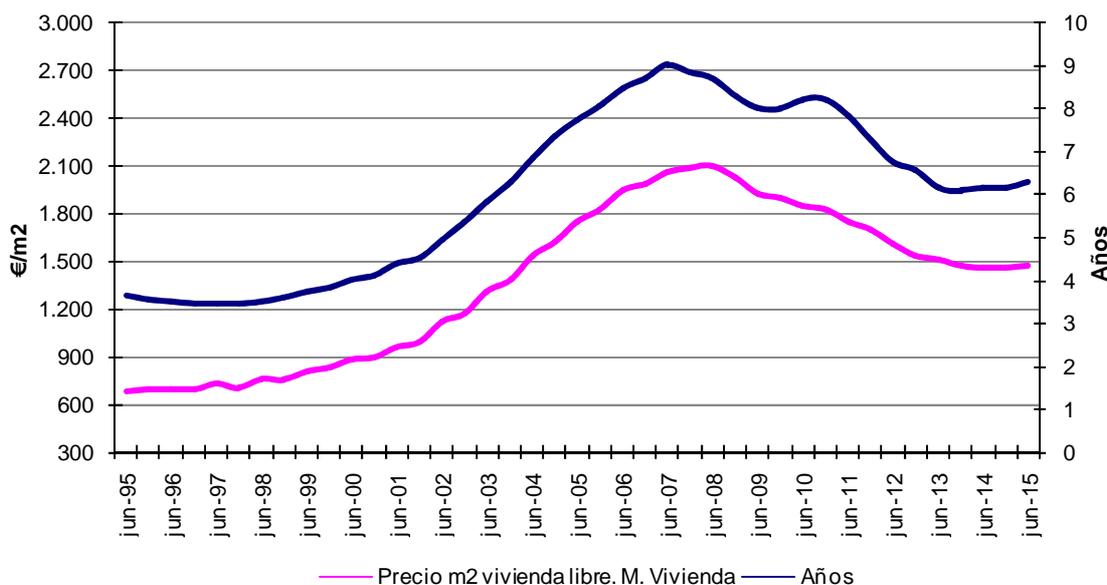
- Desde 2000 hasta 2007, dicho ratio se incrementó de forma notable hasta alcanzar casi 9 años, debido al fuerte incremento de los precios de la vivienda.

- Desde 2007 a la actualidad, con la caída de los precios de la vivienda, la ratio precio/RBD desciende paulatinamente hasta situarse en 6,3 años, según los últimos datos disponibles de junio de 2015.

...sugiriendo además que todavía queda margen para un ajuste adicional en los precios

Por tanto, si asumimos que el equilibrio de los precios de la vivienda en España se alcanzaría con el retorno de esta ratio a valores en torno a 4 años, sería necesario un ajuste adicional de un tercio. Este ajuste podría proceder tanto de una corrección adicional en el precio de la vivienda, como de un aumento de la renta bruta disponible de los hogares o cualquier combinación de ambas cosas simultáneamente.

Precio de la vivienda (euros/m2) y ratio Precio / Renta Bruta Disponible (años)



Fuente: Banco de España, Ministerio de Fomento

5.5 CONCLUSIONES

En conclusión, con la llegada de la recesión en 2008...

Tras el último ciclo expansivo de la economía española, la llegada de la recesión en 2008 supuso para el sector de la construcción una corrección muy profunda tanto en sus cifras de inversión como de producción, empleo y precios.

...el sector de la construcción en España sufre una profunda y prolongada corrección...

Este proceso de ajuste ha sido muy largo, en torno a siete años, de modo que a finales de 2015 los indicadores sectoriales de actividad dan señales de cierta reactivación. No obstante, no hay que perder de vista que todos los indicadores se sitúan en niveles históricamente muy bajos.

En el mercado inmobiliario residencial los últimos meses han traído noticias positivas, de aumentos en la compraventa de

...que parece dar señales de finalizar en 2015...

viviendas y repuntes en sus precios, sugiriendo quizás el inicio de un nuevo ciclo expansivo, en paralelo a la recuperación de la actividad económica y el empleo en España. Un análisis más detallado permite ver, en primer lugar, que la mejoría se focaliza en la vivienda usada, lo que no constituye inversión en términos de Contabilidad Nacional ni aporta VAB a la economía.

...aunque la revisión de las variables que determinan la demanda de vivienda...

Por otra parte, la revisión de las variables que determinan la demanda de vivienda no apoyaría la tesis de una renovada demanda por parte de nuevos hogares, sino que más bien sugiere que diferentes factores temporales habrían convertido a la vivienda en un activo refugio, dado que su rentabilidad supera la de inversiones alternativas, en el marco de la política monetaria ultraexpansiva del BCE.

...sugiere un escenario más bien de estabilidad que de expansión en el medio plazo

Por tanto, en el corto plazo es posible que se produzcan moderados repuntes en el precio de la vivienda en España y Aragón, pero las perspectivas de los indicadores fundamentales apuntan más bien que la tendencia de fondo debería ser de estabilidad, no siendo descartable incluso la posibilidad de alguna corrección adicional.