

## LA SITUACIÓN ACTUAL DEL AJUSTE DE LA INVERSIÓN RESIDENCIAL EN ESPAÑA

## La situación actual del ajuste de la inversión residencial en España

Este artículo ha sido elaborado por Luis Ángel Maza y Juan M.<sup>a</sup> Peñalosa, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

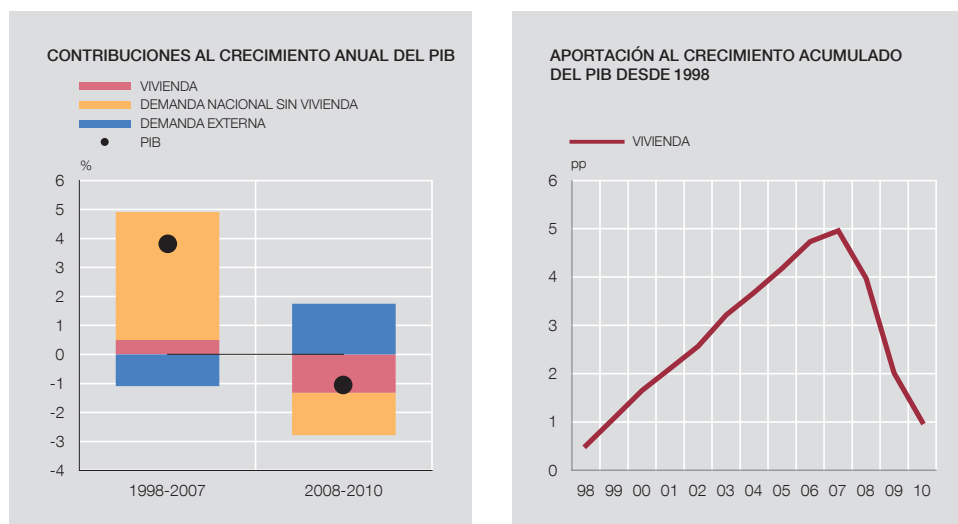
La inversión residencial desempeñó un papel fundamental en la larga fase de expansión que la economía española describió durante más de una década hasta 2007 y en la crisis que ha experimentado en los últimos años. Los efectos de arrastre de la actividad inmobiliaria en diversas ramas productivas, su impacto en los precios del principal activo que integra el patrimonio de las familias y su influencia en la configuración de los flujos financieros de hogares y empresas, dado el elevado nivel de apalancamiento que lleva aparejada la construcción residencial, hacen que esta variable tenga una gran importancia en el análisis del ciclo, en etapas tanto de auge como de recesión.

En este artículo se pretende realizar un repaso de la situación en que se encuentra actualmente el ajuste de la inversión en vivienda en España, tras el brusco cambio de orientación observado en los últimos años en la actividad y los precios del sector inmobiliario. Para ello, en primer lugar se examina el papel que la inversión residencial ha desempeñado en la evolución de la producción desde el comienzo de la última fase expansiva, desde el punto de vista tanto de la demanda como de la oferta, y los principales canales de transmisión a través de los que afecta a otras ramas productivas y también a las decisiones de gasto de los agentes. A continuación, se analiza con más detalle la trayectoria de ajuste de la inversión en vivienda a partir de 2007 y se presenta la evolución reciente de los precios de los inmuebles. Finalmente, se realiza una valoración general del estado del proceso de ajuste y de las perspectivas para este componente de la inversión. Aunque este proceso tiene efectos indudables sobre los flujos de financiación de la economía y sobre la estabilidad financiera, estas cuestiones se han dejado fuera del marco de análisis de este artículo.

### **El papel del sector de la vivienda en el ciclo económico**

En el período reciente resulta evidente el elevado protagonismo del mercado de la vivienda en la evolución cíclica de la economía española. La inversión real en vivienda aumentó intensamente en la fase de expansión, más que duplicándose entre 1998 y 2007, y ha venido cayendo de forma brusca desde ese momento, de modo que en el tercer trimestre de 2010 representaba apenas la mitad de lo que fue su nivel en 2007. Como se ha analizado en diversos estudios, la inversión en vivienda muestra habitualmente un perfil cíclico muy acusado, afectando intensamente a las variaciones del PIB, de las que, en ocasiones, actúa como indicador adelantado [véanse Leamer (2007) para el caso de Estados Unidos, y Álvarez y Cabrero (2010) para España]. Sin embargo, no es una tarea fácil cuantificar la influencia que la inversión residencial ha podido tener sobre la evolución de la actividad, debido a sus múltiples interacciones con otras áreas de la economía y a que su trayectoria induce efectos significativos sobre otras variables.

Un punto de partida para la medición de tales efectos es la contabilización del impacto directo sobre la actividad que se deriva de las variaciones de la inversión residencial, mediante el cálculo de sus contribuciones al crecimiento del PIB. De acuerdo con esta aproximación, la inversión en vivienda — que es un componente de la demanda — aportó en el período de 1998-2007 en torno a 0,5 puntos porcentuales (pp) de media al crecimiento anual del PIB, lo que representa en torno al 15% del avance total del producto en esa fase expansiva. En la etapa de ajuste posterior, la contracción de la inversión en vivienda ha sido más rápida y su aportación negativa al crecimiento del producto muy significativa, pues detrajo 1 pp en 2008, 2 pp en



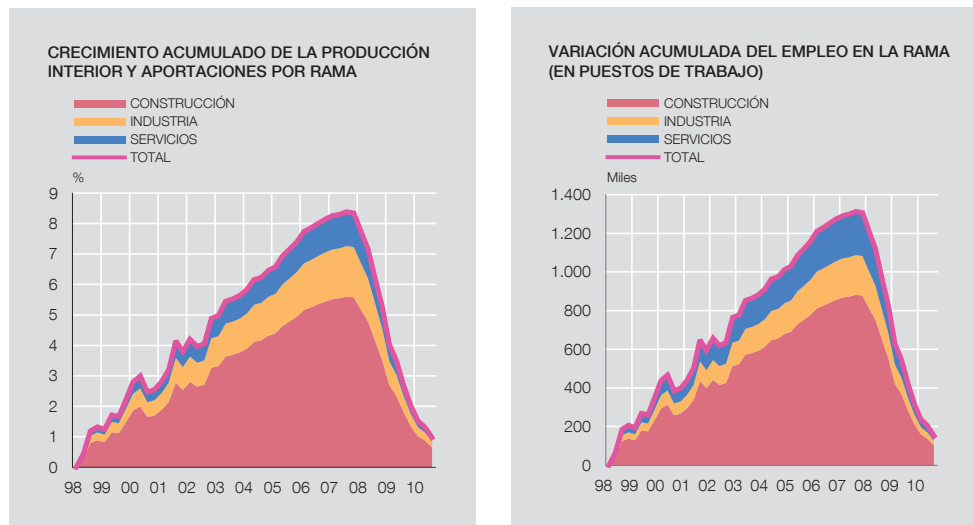
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

2009 y, probablemente, en torno a 1 pp en 2010, de modo que ese descenso representa una cuantía similar a la totalidad de la caída del PIB acumulada en ese período (véase gráfico 1). Si, en términos acumulados, el aumento de la inversión en vivienda aportó 5 pp al crecimiento del PIB en la década de 1998 a 2007, esa contribución acumulada se redujo a 1 pp cuando se considera el período 1998 a 2010.

Una alternativa para aproximar el efecto de las variaciones de la construcción residencial en la actividad sería tratar de evaluar su impacto directo sobre el PIB desde el punto de vista de la oferta, dentro del esquema de la Contabilidad Nacional. Sin embargo, la información disponible a este respecto es limitada. Por una parte, los datos de la oferta hacen referencia al valor añadido de la construcción en su conjunto, sin distinguir entre vivienda y el resto de construcciones. Por otra, incluso si existiera esa distinción, debe tenerse en cuenta que el concepto de valor añadido excluye los consumos intermedios, que pueden figurar contabilizados en otras ramas (por ejemplo, en la industria, en la medida en que en la construcción se han utilizado productos intermedios industriales, como cemento u otros materiales), con lo que la medición de la aportación de la vivienda al producto por el lado de la oferta estaría sesgada a la baja.

Las tablas *input-output* pueden ser una herramienta para aproximar esos efectos de arrastre de la inversión residencial sobre otras ramas productivas<sup>1</sup>. Sobre la base de las tablas *input-output* de la Contabilidad Nacional correspondiente a 2005, se ha efectuado un ejercicio simple de simulación de los efectos que se derivarían de la trayectoria observada durante el período 1998-2010 en la inversión en vivienda. Los resultados obtenidos apuntan a que el incremento acumulado en la inversión residencial entre 1998 y 2007 habría aportado en torno a 8 pp al crecimiento de la producción total<sup>2</sup> (incluyendo los consumos intermedios), con una contribución del sector de la construcción de más de 5 pp, al tiempo que el efecto de arrastre

1. A pesar de las elevadas simplificaciones que posee una aproximación basada en un modelo *input-output*, derivadas de las hipótesis que subyacen en su formulación (la estabilidad de los coeficientes técnicos, la linealidad de las relaciones, la ausencia de cambios inducidos por las variaciones en los precios relativos, etc.), las tablas simétricas *input-output* contienen elementos interesantes para la cuantificación y la jerarquización de determinados impactos desagregados en el ámbito de las ramas de actividad. 2. A partir de las tablas *input-output* no puede derivarse un concepto de producción como el que representa el PIB, sino uno más amplio, de *producción total*, en el que aparecen los consumos intermedios que todas las ramas hacen de las demás, por lo que estas estimaciones no pueden compararse con las que se hagan en términos del PIB.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

en otras ramas, como consecuencia del abastecimiento de productos intermedios para el sector inmobiliario, supondría una contribución de 1,5 pp de la industria y de 1 pp de los servicios (véase gráfico 2). Un análisis similar puede aplicarse al empleo, de donde se obtiene que el incremento de la producción de viviendas permitió un crecimiento del empleo para el conjunto de la economía de en torno a 1,3 millones de personas, lo que representa el 25% del aumento del empleo en ese período, de las que aproximadamente 900.000 se habrían concentrado en el empleo en la construcción, y el resto (400.000), se distribuiría a partes iguales entre las ramas de la industria y los servicios.

Por su parte, la fase de ajuste en el mercado de la vivienda iniciada a finales de 2007 ha supuesto la cancelación de gran parte de las contribuciones acumuladas durante los años de auge, en términos tanto de actividad como de empleo. Así, de acuerdo con los resultados de la simulación obtenida con las tablas *input-output*, el descenso de la inversión residencial desde 2008 hasta la fecha habría explicado en buena medida la caída del producto de la construcción, arrastrando adicionalmente a la industria y a los servicios. Las pérdidas de empleo que se estima que habrían sido causadas por la disminución de la inversión en vivienda se situarían en torno a los 1,1 millones de trabajadores —lo que representa alrededor del 60% del empleo destruido en la crisis—, de los cuales 750.000 corresponderían a pérdidas directas en la ocupación del sector de la construcción.

Frente a estas aproximaciones de carácter más contable, también puede realizarse una evaluación de las implicaciones macroeconómicas del proceso de ajuste observado en la inversión en vivienda con la ayuda de algún modelo econométrico, que tuviera en cuenta los diversos canales de transmisión. En particular, en el caso español, el efecto de la caída de la inversión en el empleo del sector y su impacto inducido en el empleo de otras ramas han tenido unas implicaciones muy negativas para la demanda de los hogares y para las expectativas de renta, que han tendido a agudizar la magnitud del ajuste en el gasto y en la actividad. Estos efectos de segunda vuelta han sido especialmente significativos en España, dado el nivel relativamente elevado que llegaron a representar la inversión en vivienda en el PIB y el empleo en esa rama productiva. Además, un factor importante en el análisis de la influencia del mercado residencial sobre el ciclo económico es el de la trayectoria de los precios de la vivienda y su impacto en el consumo privado, a través

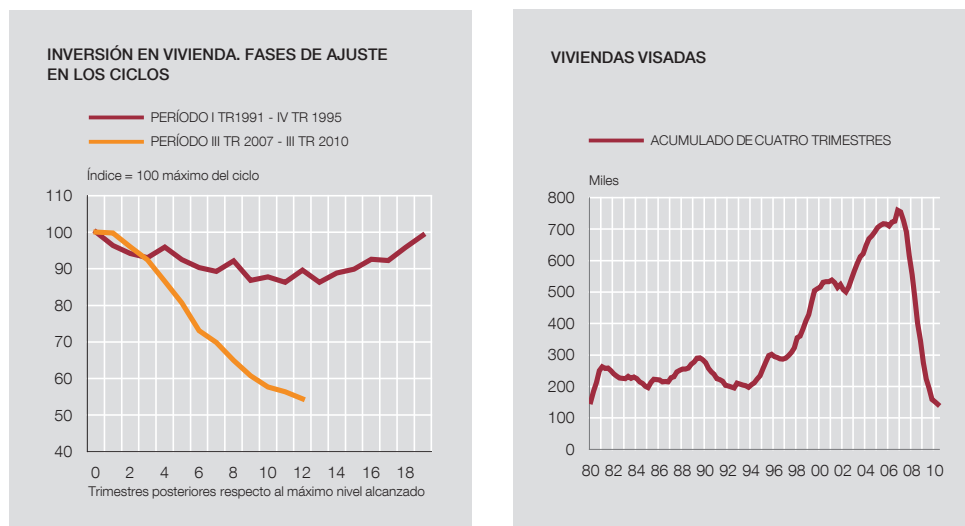
de los denominados «efectos riqueza». Estos efectos son relevantes en el caso español, aunque menos significativos que en los países anglosajones, como Estados Unidos o Reino Unido, en los que es habitual que los hogares aprovechen el alza de los precios de la vivienda para, con ese mayor valor de las garantías, ampliar sus préstamos hipotecarios y financiar con ellos una mayor expansión del consumo, práctica que es poco frecuente en España. Si, para tener en cuenta estos y otros canales complementarios, se simula el impacto del ajuste a través del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), se estima que la caída de la inversión en vivienda explicaría un descenso acumulado del PIB más intenso que lo estimado mediante la aproximación puramente contable antes presentada por el lado de la demanda [véase Banco de España (2010)]. Cabe notar que esta estimación no incorpora los previsibles efectos vinculados a la reasignación sectorial de los recursos productivos en la construcción que probablemente tendrán lugar en su mayor parte en el mismo plazo.

### **La trayectoria de ajuste de la inversión en vivienda**

Como se comentó en la sección anterior, el ajuste de la inversión en vivienda está siendo especialmente intenso en los últimos años. Respecto a su nivel máximo, el descenso acumulado de la inversión residencial alcanzó un 45% en el tercer trimestre de 2010, frente al 13% acumulado en el punto mínimo de la crisis de los primeros años noventa (véase gráfico 3). Esta diferencia se debe, fundamentalmente, a que en el ciclo expansivo de la segunda mitad de los años ochenta la oferta no respondió en la misma magnitud que en el período de auge más reciente [véase Artola y Montesinos (2006)]: el máximo de viviendas iniciadas en aquel ciclo fue de 300.000 (observado en 1989), frente a las 750.000 que comenzaron a construirse en 2007, lo que ha supuesto que el desplome en la iniciación de nuevas viviendas haya tenido un efecto mucho más significativo en el ciclo actual. Esa fuerte expansión se tradujo en que la inversión en vivienda alcanzó en España un elevado porcentaje del PIB, del 9,5% en términos nominales en 2007, cifra superior a la de otras economías que presentaron un intenso auge inmobiliario, como Estados Unidos o Reino Unido, pero menos acusada que la de otras, como Irlanda (véase gráfico 4)<sup>3</sup>. El ajuste posterior ha situado en España el peso en el PIB de la inversión en vivienda cerca del 4% en 2010, por debajo, por tanto, del mínimo registrado en el ciclo anterior, y también por debajo de lo que representa ese componente de la inversión en el área del euro.

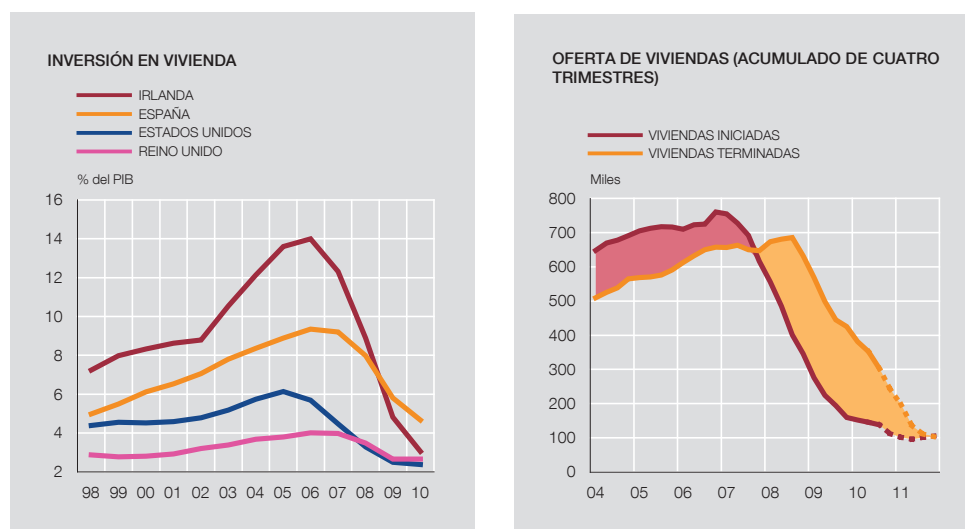
Para caracterizar la actual fase de ajuste del mercado inmobiliario y poder perfilar sus perspectivas, es preciso acudir a diversos indicadores. Pero, previamente, una aclaración que posiblemente resulta necesaria para analizar este ajuste es que, en el ámbito de la Contabilidad Nacional, la inversión de la vivienda refleja más un concepto de oferta que de demanda, puesto que todas las viviendas construidas, con independencia de que se vendan finalmente, se incluyen en la inversión residencial que aparece en las cuentas nacionales<sup>4</sup>. Así, en la Contabilidad Nacional se recoge dentro de la inversión residencial una estimación de los trabajos de construcción de viviendas que se han realizado en cada trimestre. Una manera simple de aproximar este concepto es observar la diferencia entre el número de viviendas iniciadas y terminadas: cuando se inician más viviendas que las que se acaban, el número de viviendas en construcción se incrementa y, con él, la magnitud de la inversión residencial (y viceversa)<sup>5</sup>. Como se aprecia en el gráfico 4, en los últimos trimestres la diferencia entre el número de viviendas iniciadas y terminadas está haciéndose gradualmente menos significativa, de modo que, si el ritmo de iniciación de viviendas se mantuviera en los niveles actuales, a lo largo de 2011 se podría estabilizar el ritmo de construcción de nuevas viviendas y, con él, la inversión residencial.

3. Véanse Marqués et ál. (2010) y, para una panorámica general de los mercados de la vivienda y de sus implicaciones macroeconómicas en los principales países europeos, De Bandt et ál. (2010). 4. Las viviendas terminadas sin vender no figuran, por tanto, en la partida de existencias en esas cuentas, sino en la propia inversión residencial. 5. Las estimaciones de la Contabilidad Nacional son más complejas, pues el ritmo al que se acomete la inversión puede ser distinto en las diferentes fases del proceso de construcción. Además, en la inversión en vivienda se incluyen los labores de rehabilitación, que aquí no se analizan, pero que pueden representar en torno al 20% de la inversión residencial.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.

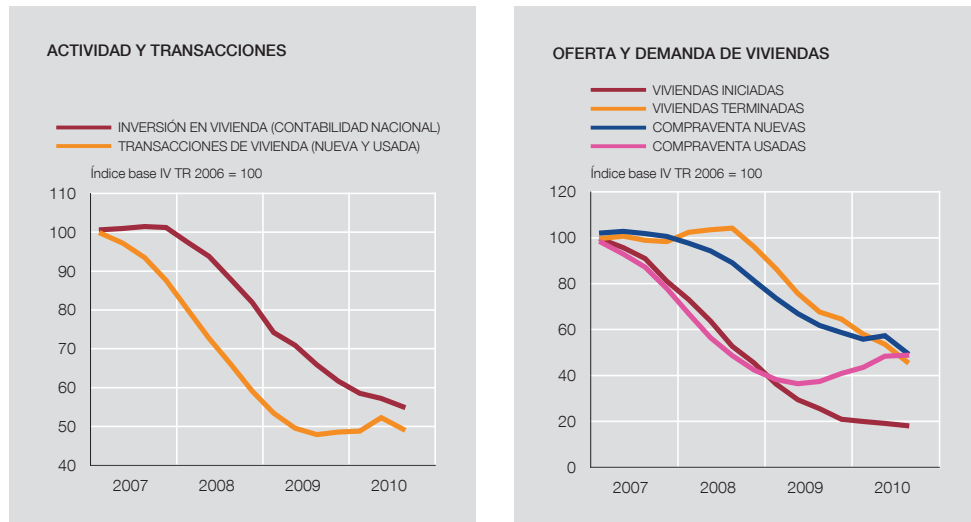
INVERSIÓN RESIDENCIAL Y OFERTA DE VIVIENDAS



FUENTES: AMECO, Datastream, Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Además, en el análisis de la inversión en vivienda hay que considerar también que la oferta inmobiliaria presenta unos rasgos peculiares, con unos períodos de maduración bastante prolongados, dada la necesidad de un desarrollo previo del suelo, los requisitos que conlleva la planificación urbanística a medio plazo y, finalmente, una vez que los proyectos están ya aprobados, un largo período de ejecución, que, en media, se sitúa entre 18 meses y dos años. Estas características suponen que la oferta de viviendas solo puede responder con cierto retraso a las variaciones de la demanda. Así, cambios bruscos en la demanda de viviendas afectarán solo gradualmente a la inversión que recoge la Contabilidad Nacional, puesto que esta solo reflejará cómo esos cambios en la demanda influirán en las iniciaciones de nuevas viviendas<sup>6</sup> y, en definitiva, en la dinámica de la construcción en los trimestres siguientes.

6. Aunque no puede descartarse que, por ejemplo, una brusca disminución de la demanda conduzca a la paralización de algunas obras ya iniciadas, especialmente si están en una fase incipiente.

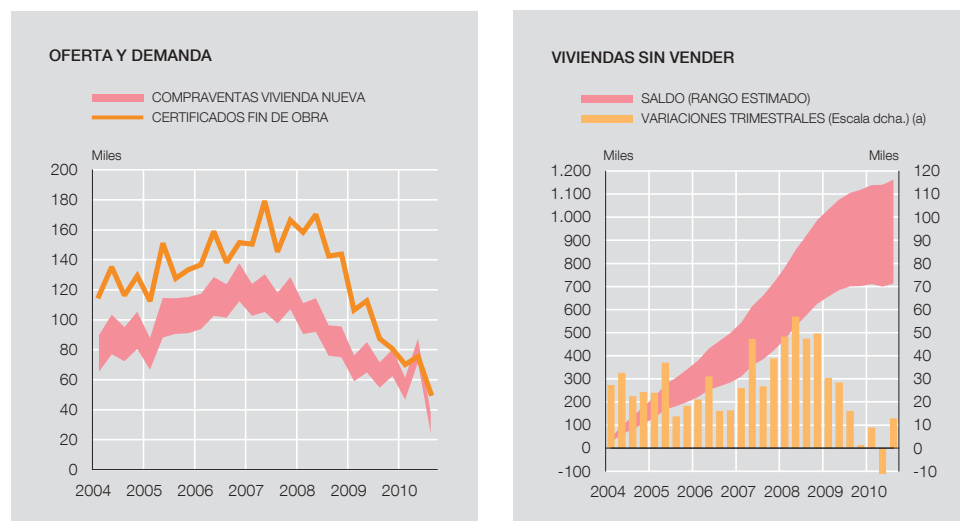


FUENTES: Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En la reciente etapa de ajuste se han apreciado nítidamente las implicaciones del retraso natural en la respuesta de la oferta a los cambios en la demanda. Aunque la iniciación de nuevas viviendas comenzó a retraerse ante las primeras señales observadas a comienzos de 2007 de una cierta desaceleración de la demanda de viviendas, en ese período se finalizaron numerosos proyectos iniciados dos años antes, a los que se sumarían, especialmente en 2008, los comenzados cuando todavía el mercado mostraba un gran dinamismo (véase gráfico 5). Este desajuste entre la menor demanda de nuevas viviendas y la todavía elevada terminación de los proyectos puestos en marcha en la fase de auge condujo, por tanto, a una intensa acumulación de viviendas nuevas sin vender.

No resulta sencillo estimar la trayectoria y el número de este *stock* de viviendas nuevas sin vender; entre otras razones, porque la información sobre la oferta y la demanda de viviendas en España procede de fuentes estadísticas diferentes, que responden a distintas metodologías y que hacen que cualquier comparación haya de tomarse con gran cautela. La estimación que aquí se presenta se basa en una aproximación indirecta, que utiliza las estadísticas disponibles que corresponden a actos de naturaleza administrativa relacionados con la oferta y la demanda de viviendas. En el caso de la oferta, el número de viviendas terminadas se aproxima mediante las certificaciones de fin de obra, que publica el Ministerio de Fomento, mientras que, por el lado de la demanda, el número de compraventas de vivienda nueva se estima a través de los registros notariales sobre transmisiones. Incluso en los años de auge, estas dos estadísticas muestran niveles diferentes —con un mayor nivel de oferta que de demanda—, por lo que la presente estimación del *stock* de viviendas sin vender se ha realizado acumulando, desde finales de 2003, las diferencias entre el volumen de viviendas terminadas y el número de compraventas de vivienda nueva, de modo que se asume que ese *stock* era en 2003 poco apreciable, lo cual parece razonable.

Un elemento adicional que hay que considerar en esta estimación es que una parte de las viviendas se construye en régimen de autopromoción, en cuyo caso no es obligatorio formalizar su compraventa mediante escritura pública. Esto supone que hay un cierto número de viviendas, que oscilan entre las 70.000 y las 80.000 anuales, que podrían aparecer en la estadística de los certificados de fin de obra por ser viviendas terminadas, pero no en las cifras de compraventas, que proceden de los registros notariales. Aunque existe información sobre esas viviendas en régimen de autopromoción, no es posible conocer en qué medida los propietarios escrituran o no la compraventa. Por ello, en la estimación que aquí se presenta se



FUENTES: Ministerio de Fomento y Banco de España.

a. Las cifras representadas corresponden al extremo inferior del rango estimado de viviendas sin vender.

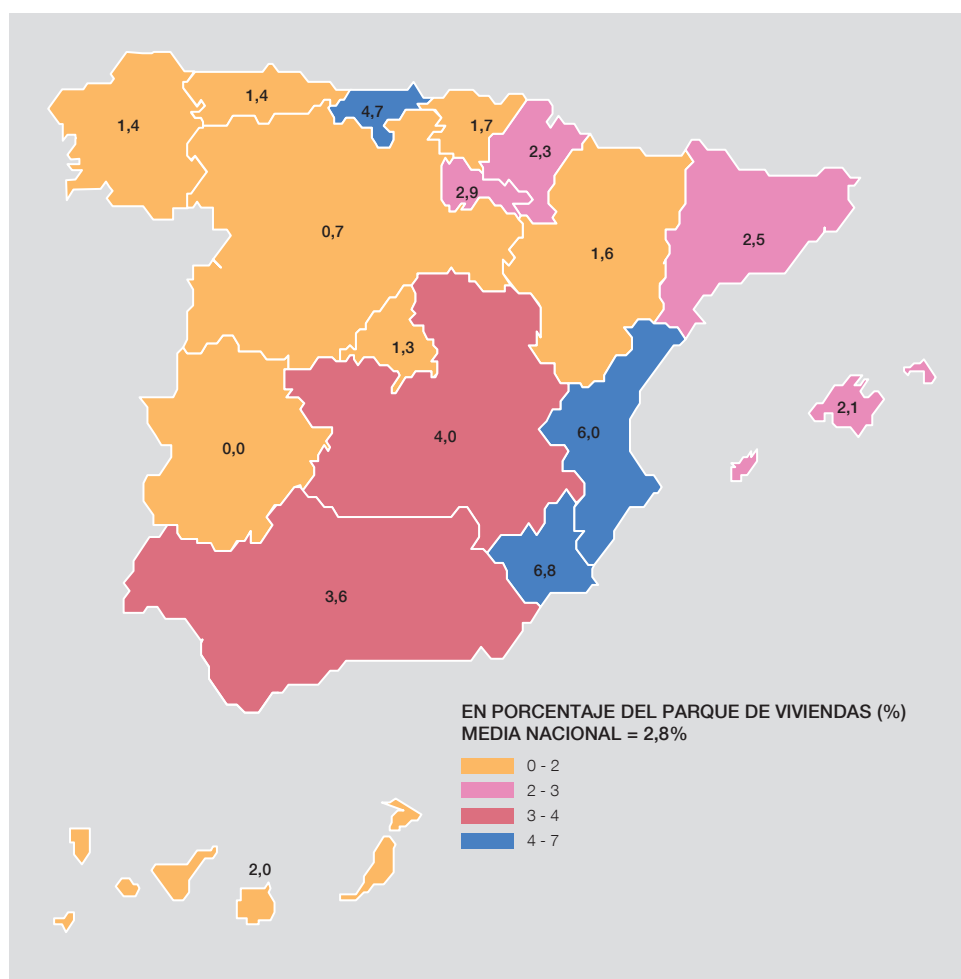
muestran unas bandas de la posible magnitud del *stock* de viviendas sin vender, según se considere que todas las viviendas construidas en régimen de autopromoción escrituraron su compraventa (en cuyo caso no habría que hacer ningún ajuste a la cifra de transacciones) o no lo hicieron en ninguna ocasión (en cuyo caso habría que sumar a las compraventas el número total de viviendas construidas bajo ese régimen).

Con estos supuestos, se estima que el *stock* de viviendas sin vender se expandió con intensidad en los últimos años, sobre todo hasta finales de 2009, pues, aunque los certificados de fin de obra describieron una tendencia decreciente a partir de 2008, también lo hizo la demanda de vivienda y con un nivel inferior. En cambio, se estima que en 2010 el *stock* de viviendas sin vender ha tendido a estabilizarse, con algunas oscilaciones en la demanda de nuevas viviendas, especialmente en el segundo y tercer trimestres, que podrían estar ligadas al efecto del adelantamiento de las adquisiciones al segundo trimestre, debido a la subida del IVA en julio de este año. Ese *stock* se situaría entre 700.000 viviendas y 1,1 millones en el tercer trimestre de 2010, lo que representa entre el 2,8% y el 4,6% del parque estimado de viviendas existente en España (véase gráfico 6)<sup>7</sup>. Para los próximos meses se espera una fuerte caída en las viviendas terminadas (que se correspondería con las menores viviendas iniciadas en 2008 y 2009, tras el comienzo de la crisis), de modo que, si la demanda se estabilizara (incluso puede aumentar en los últimos meses de 2010 debido a la eliminación de la desgravación fiscal en el IRPF por compra de vivienda a partir de cierto umbral de renta, con efectos desde el 1 de enero de 2011), el *stock* de viviendas sin vender se iría absorbiendo gradualmente.

No es posible estimar con precisión el carácter de vivienda principal o secundaria de este saldo de viviendas sin vender, del mismo modo que no se conoce exactamente cómo se distribuye el *stock* total de viviendas de acuerdo con esa tipología<sup>8</sup>. En todo caso, los datos

7. El entonces Ministerio de Vivienda publicó en mayo de 2010 una estimación del *stock* de vivienda sin vender en 2009 que es similar al extremo inferior del rango estimado de acuerdo con esta metodología. 8. La última estimación directa de su saldo proviene del censo de viviendas realizado en 2001, que mostraba que había 3,4 millones de viviendas secundarias (que representaban el 16% del total) y 3 millones de viviendas vacías (15% del total). El grueso del censo de viviendas correspondía a las viviendas principales (14 millones, 68% del total del parque de viviendas, que se elevaba en aquel año a casi 21 millones).





FUENTE: Banco de España.

regionales o provinciales proporcionan alguna idea aproximada de la importancia relativa de las viviendas secundarias, en la medida en que estas son más abundantes en las provincias del litoral.

De hecho, puede realizarse una estimación del *stock* regional de viviendas sin vender sobre la base de la información existente con ese desglose. En este caso, se observa que los *stocks* sin vender por encima de la media nacional, en términos del parque de viviendas existente, se concentran en algunas regiones en las que, presumiblemente, el peso de la vivienda secundaria es elevado, lo que es coherente con las señales acerca de que el auge inmobiliario expandió sustancialmente este segmento de la vivienda y también con el hecho de que la demanda de vivienda secundaria posiblemente se ha retraído de forma más significativa en la crisis (véase gráfico 7).

La existencia de este *stock* voluminoso de viviendas sin vender representa, obviamente, una limitación a la velocidad de recuperación de la inversión residencial, en la medida en que una parte de la nueva demanda no tendrá que satisfacerse mediante la construcción de nuevos inmuebles, sino mediante la venta de los ya construidos. Con todo, tampoco puede perderse de vista la idea de que no existe un único mercado de la vivienda en España, sino que existen muchos mercados locales, por lo que es posible que coincidan situaciones de exceso de oferta en algunos de ellos (ya sean mercados provinciales o, por ejemplo, mercados de vivien-

das en la costa) con otras con demanda insatisfecha. También es posible que las características de las viviendas construidas no concuerden con las deseadas por la nueva demanda. Esto significa que no es necesario que el *stock* de viviendas sin vender desaparezca completamente para que la inversión residencial pueda volver a crecer. A modo de ilustración, en el gráfico 7 se observa que en España hay regiones que representan en torno al 40% de la población total del país que muestran un *stock* de viviendas sin vender por debajo del 2% del parque total de viviendas, que podría considerarse un nivel no muy alejado del desajuste friccional que siempre existiría en este mercado<sup>9</sup>.

El ritmo de absorción del exceso de oferta dependerá del dinamismo que muestre la demanda, que, a su vez, está influida por numerosos factores, como las condiciones financieras, las perspectivas macroeconómicas o de crecimiento de la renta y el empleo de las familias, el impulso demográfico o las expectativas de ajuste en los precios de los inmuebles. En particular, la accesibilidad a la compra de vivienda es un factor fundamental que va a afectar a la demanda residencial en el futuro, y depende, además de algunos elementos antes citados, de la trayectoria de los precios de la vivienda, que se examinan con detalle en el siguiente apartado.

### **La evolución reciente de los precios de la vivienda**

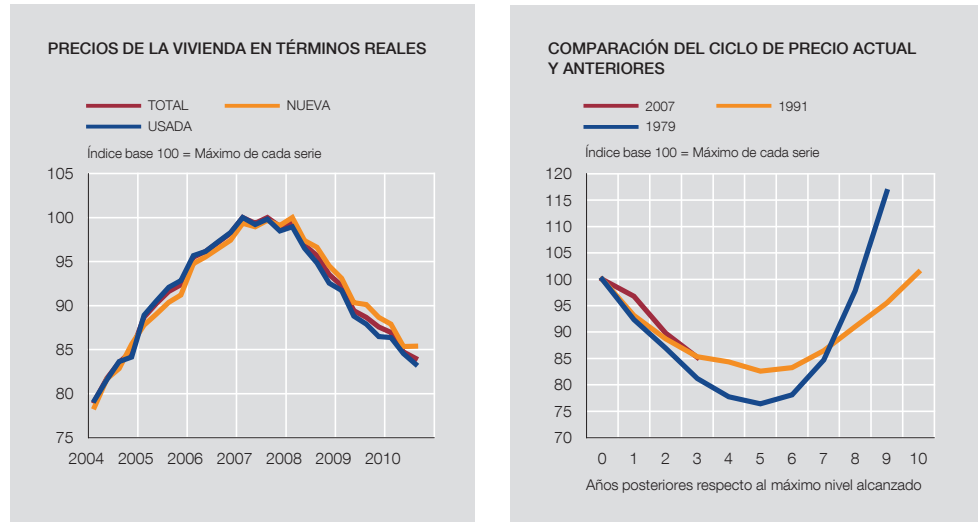
En los períodos de auge inmobiliario tienen lugar una expansión de la inversión residencial y, habitualmente, fuertes alzas del precio de la vivienda, dada la rigidez que muestra a corto plazo la oferta para responder a esos incrementos de la demanda, tal como se comentó en el apartado anterior. Por esta misma razón, en las fases de ajuste tiende a emerger un saldo de viviendas sin vender, que presiona sobre los precios de los inmuebles. Además, en algunos países, como España, los precios muestran en estas etapas de ajuste cierta rigidez a la baja, en la medida en que algunos propietarios prefieren retrasar la venta de sus viviendas (o sustituir esa decisión por la del alquiler) antes que aceptar una rebaja de su precio, lo que induce un comportamiento asimétrico de los precios residenciales.

En el caso español, los precios de la vivienda iniciaron su desaceleración en 2005, pero solo comenzaron a observarse descensos de sus niveles en 2008. De acuerdo con la información del Ministerio de Fomento, basada en el valor de las tasaciones, el ajuste de los precios acumuló un descenso en términos reales del 16% desde 2007 hasta el tercer trimestre de 2010 (-12,8% en términos nominales). En los últimos trimestres se han moderado los ritmos de caída de los precios, con descensos intertrimestrales más leves, que, en parte, podrían venir explicados por el impulso a la demanda procedente de los cambios fiscales antes comentados y de la mejora en los indicadores de accesibilidad como resultado de las reducciones en los tipos de interés.

Este ajuste es similar cuando los precios de la vivienda se evalúan a partir de los datos procedentes de las transacciones registradas por los notarios, tal como hace el INE en su índice de precio de la vivienda (IPV). En este caso, el ajuste en términos reales hasta el tercer trimestre fue del 17%, con una diferencia significativa en el ajuste de los precios de la vivienda nueva (-10%) y de segunda mano (-22%). Asimismo, es preciso destacar que el ajuste real acumulado de los precios de la vivienda desde 2007 a 2010 es similar al que tuvo lugar en los primeros años tras la recesión de comienzos de la década de los noventa. En aquel ciclo, las caídas de precios en términos reales continuaron durante dos años más (véase gráfico 8).

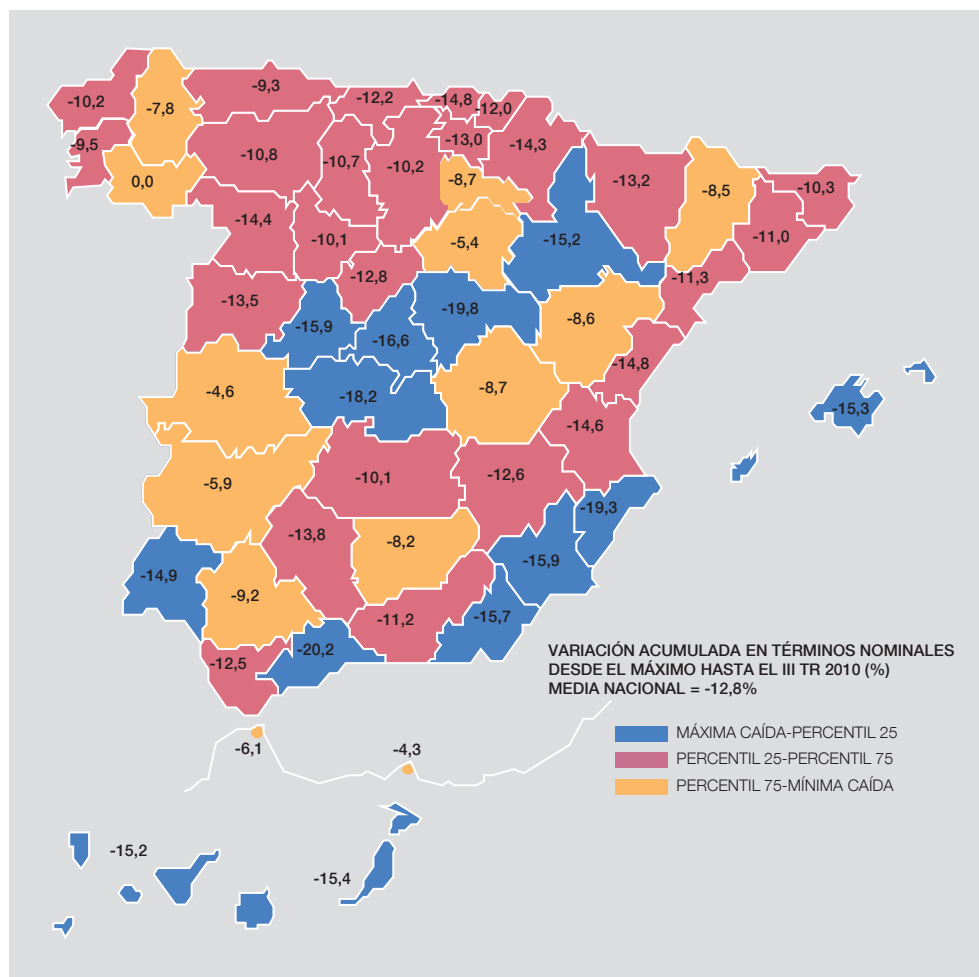
Este ajuste medio esconde diferencias sustanciales según el tipo de vivienda, su localización geográfica o dentro de las ciudades, etc. También los precios de la vivienda usada se han

9. En este gráfico, las cifras presentadas corresponden al extremo inferior del rango estimado de viviendas sin vender, es decir, al supuesto de que las viviendas en régimen de autopromoción no se han escriturado como compraventas.

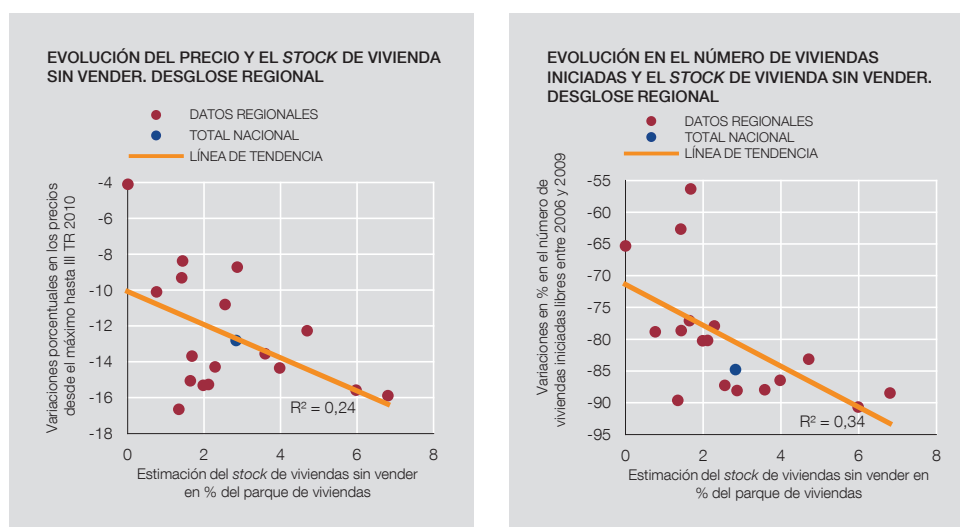


FUENTES: Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

DESGLOSE PROVINCIAL DEL AJUSTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



FUENTES: Ministerio de Fomento y Banco de España.



FUENTES: Ministerio de Fomento y Banco de España.

ajustado en mayor medida que los de la nueva. Asimismo, el ajuste de los precios en el mercado de segundas residencias (como zonas costeras) ha sido superior al que ha experimentado el mercado de las capitales de provincia, donde se concentra la vivienda habitual. Incluso dentro de las mismas ciudades se observa que los precios de la vivienda en los barrios periféricos han caído más que en los céntricos.

En los datos provinciales se aprecian ciertas divergencias en el grado de ajuste de los precios de la vivienda desde sus cotas máximas (véase gráfico 9). Así, mientras que algunas provincias del litoral mediterráneo o limítrofes a la Comunidad de Madrid han registrado descensos en los precios en términos nominales próximos al 20% desde los máximos, en otras zonas, en cambio, los recortes han sido muy reducidos o incluso nulos, en contraste con el descenso medio nacional del 12,8%. Tal vez uno de los factores que haya podido condicionar la evolución diferencial en el comportamiento de los precios de la vivienda por provincias esté relacionado con la presión a la baja ejercida por el saldo acumulado de viviendas sin vender durante el período más reciente (véase gráfico 10). También se observa que ese saldo está inversamente relacionado con la iniciación de nuevas viviendas en los últimos años.

### Perspectivas y conclusiones

Este artículo ha repasado el ajuste de la inversión residencial y de los precios de la vivienda en los últimos años. Si se analiza este ajuste inmobiliario en términos de su impacto sobre la inversión residencial, la demanda de viviendas o el empleo del sector, podría decirse que el grueso del proceso de ajuste ya se ha realizado. El descenso en estas variables ha sido muy intenso y rápido: la inversión residencial ha pasado de representar el 9,5% del PIB en 2007 al 4,5% en el tercer trimestre de 2010, por debajo del anterior mínimo; las viviendas iniciadas en 2010 serán probablemente solo una sexta parte de las comenzadas apenas tres años antes; la demanda de viviendas solo representa la mitad de la observada en 2007. Si bien no existen datos del empleo en el sector de la vivienda, el fuerte descenso del empleo en la construcción (un millón de trabajadores menos desde 2007) probablemente esté concentrado en este sector. En todos estos casos, la evolución más reciente sugiere que esas variables están próximas a estabilizarse, si no lo han hecho ya.

Sin embargo, este ajuste deja tras sí un elevado nivel de viviendas sin vender, que supone una rémora para la recuperación de la inversión residencial. En este sentido, la iniciación de vivien-

das —que es el componente básico de la inversión residencial— podría mantenerse en el futuro próximo en una magnitud bastante limitada, por debajo del mínimo alcanzado en la recesión de comienzos de los noventa: en los últimos doce meses que van hasta el tercer trimestre de 2010 se han iniciado tan solo 137.000 viviendas, con un perfil de bastante estabilidad, que es coherente con el exceso de oferta existente y con la debilidad de la actividad económica. Aunque esta cifra podría incrementarse en los próximos trimestres, no parece probable que vaya a alcanzar con rapidez un dinamismo más sustancial.

Asimismo, a la luz de la experiencia de otros ciclos, de otros países y de la evolución de los indicadores de accesibilidad, que siguen apuntando a que el precio de la vivienda absorbe una parte excesivamente elevada de la renta disponible de las familias, el ajuste de los precios de la vivienda podría continuar. Como se ha comentado anteriormente, algunos factores fiscales han podido amortiguar el ajuste de los precios en 2010, pero ya en 2011 parece probable que los precios sigan moderándose, de modo que el esfuerzo financiero necesario para adquirir una vivienda no aumente al desaparecer la desgravación fiscal para los contribuyentes de mayores rentas. En este sentido, algunos cambios regulatorios, como la mayor neutralidad fiscal entre las decisiones de adquisición respecto al alquiler, deberían tender a moderar los precios de la vivienda. Al mismo tiempo, las propias dificultades que encuentran algunos propietarios para vender sus viviendas y los cambios regulatorios para proporcionar mayor seguridad jurídica en los contratos de alquiler podrían animar a más propietarios a poner sus viviendas en alquiler, incrementando la oferta existente y facilitando el acceso de más familias a los servicios residenciales a través de esa vía, que no requiere endeudamiento.

Obviamente, la trayectoria futura del ajuste va a depender de modo esencial de la demanda de vivienda que emerja. La demanda potencial de vivienda depende de diversos factores. Algunos, como la demografía, no ejercerán el efecto tan expansivo que tuvieron en la fase de auge, a la luz de las previsiones publicadas recientemente por el INE, donde se estima una estabilización de la población en la próxima década, con un aporte positivo, pero pequeño, de los flujos migratorios. Con todo, la tendencia observada en los años de expansión hacia un menor tamaño de los hogares, que se ha detenido en la crisis, podría reactivarse de nuevo, lo que impulsaría la demanda. En este sentido, la elevada proporción que representan los jóvenes que viven en la casa familiar en España en comparación con otros países<sup>10</sup> sugiere que, si las perspectivas de renta mejoran y los precios de la vivienda se moderan, existe una demanda embalsada que podría emerger. Tampoco puede descartarse que en este período de ajuste un cierto nivel de demanda haya permanecido retraído a la espera de un mayor ajuste de los precios, por lo que el descenso de estos podría animar nuevas adquisiciones.

Todos estos factores llevan a pensar que asistiremos a un proceso de absorción gradual del exceso de oferta acumulado, que será lento, de modo que la inversión residencial no contribuirá a la expansión de la actividad en el futuro próximo, pero que podría ir ganando dinamismo a medida que los precios se ajusten y las perspectivas económicas mejoren. Además, es importante destacar que, frente a estos rasgos generales del proceso a escala nacional, podrían observarse diferencias en el ámbito regional y provincial, en la medida en que algunas variables fundamentales de ese proceso —como, por ejemplo, el exceso de oferta acumulado— son muy distintas en los mercados locales de la vivienda, de modo que esa situación de lenta mejora podría convivir con un cierto dinamismo en algunas áreas y con una debilidad más persistente en otras.

20.12.2010.

---

10. Véase Becker et ál. (2010).

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L. J., y A. CABRERO (2010). «La evolución cíclica de la inversión residencial: algunos hechos estilizados», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- ARTOLA, C., y A. MONTESINOS (2006). «Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA (2010). *Informe Anual, 2009*, recuadro 5.1, pp. 131 y 132.
- BECKER, S. O., S. BENTOLILA, A. FERNANDES y A. ICHINO (2010). «Youth emancipation and perceived job security of parents and children», *Journal of Population Economics*, vol. 23.
- DE BANDT, O., T. KNETSCH, J. PEÑALOSA y F. ZOLLINO (eds.) (2010). *Housing Markets in Europe*, Springer Verlag.
- LEAMER, E. E. (2007). «Housing is the business cycle», *Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 149-233.
- MARQUÉS, J. M., L. Á. MAZA y M. RUBIO (2010). «Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, Estados Unidos y el Reino Unido», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.