

El desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda, y su relación con los precios

Artículo 09
13/06/2023

<https://doi.org/10.53479/30189>

Motivación

Analizar las tendencias recientes de la oferta y la demanda de vivienda, así como los factores que contribuyen a ellas, resulta de gran utilidad para identificar el surgimiento o la existencia de desequilibrios en este mercado, caracterizado por un elevado desfase temporal en la generación de nueva oferta.

Ideas principales

- Tras el impacto inicial de la pandemia, la demanda de vivienda en propiedad se ha recuperado, a escala nacional, con mayor intensidad que la oferta, más rígida a corto plazo, lo que se ha traducido en un cierto desajuste entre ambas y en presiones alcistas sobre los precios.
- A escala regional también se observa en los últimos años, de forma generalizada, una menor suficiencia de la oferta para atender la demanda. Los precios de la vivienda en propiedad han subido más en aquellas regiones que han acusado una mayor escasez relativa de su oferta.
- Pese al encarecimiento del crédito, es previsible que el precio de la vivienda, en términos nominales, continúe mostrando una resistencia a la baja mayor que las variables de cantidades del mercado residencial, como las compraventas o los visados, debido a la escasez de obra nueva, los altos costes de los materiales de construcción y la favorable situación patrimonial de los distintos agentes de este mercado.

Palabras clave

Oferta de vivienda, demanda de vivienda, precio de la vivienda.

Códigos JEL

R31, R21, D12.

Artículo elaborado por:

Lucio San Juan
Dpto. de Análisis de la Situación Económica
Banco de España

Introducción

El mercado de la vivienda presenta ciertas particularidades que lo diferencian de otros mercados de bienes y servicios. En primer lugar, el *stock* de viviendas existentes en un determinado momento es rígido a corto plazo, porque desde que se toma la decisión de promover la construcción de una vivienda hasta que sale al mercado transcurre un período relativamente largo. En particular, el período de gestión y urbanización del suelo puede dilatarse a menudo varios años. Adicionalmente, desde que se dispone del visado de obra nueva para un edificio de viviendas en altura hasta que se finaliza su construcción transcurre habitualmente no menos de un año y medio.

En segundo lugar, el *stock* de vivienda presenta una elevada heterogeneidad, que hace que la demanda se vea influida por cambios en las preferencias de los hogares por un tipo de viviendas frente a otras. En tercer lugar, este tipo de activo se caracteriza por su condición de bien inmueble, esto es, está unido al terreno de modo inseparable, tanto física como jurídicamente, lo que hace que los mercados inmobiliarios residenciales tengan una escala geográfica local.

Con este trasfondo, la oferta de vivienda disponible para satisfacer la demanda en un momento dado puede definirse como la suma de las viviendas nuevas terminadas y las viviendas usadas puestas a la venta por sus propietarios. Por su parte, la demanda viene determinada por un conjunto de factores reales y financieros, y, en contraposición con la oferta, es susceptible de experimentar fluctuaciones más intensas a corto plazo. En particular, la demanda de vivienda habitual está directamente relacionada con la evolución del número de hogares. Además, tanto la demanda de vivienda habitual como la demanda de segunda residencia dependen de la evolución del precio de estos activos, de la renta disponible de los hogares y, si se adquiere mediante crédito, de los tipos de interés y del resto de las condiciones de financiación (como la relación préstamo/valor o el plazo del crédito).

Las perturbaciones económicas sufridas en los últimos tres años han afectado intensamente a varios de los determinantes de la oferta y la demanda de vivienda. Este artículo examina la influencia de estos factores sobre la evolución reciente del mercado inmobiliario residencial en propiedad en España¹. Este análisis se lleva a cabo, en primer lugar, a escala nacional y, posteriormente, en un ámbito geográfico más reducido (la comunidad autónoma), porque, como se ha apuntado, la dimensión espacial resulta relevante en este activo. Por último, se discute la posible incidencia de los desarrollos más recientes (concretamente, el endurecimiento de las condiciones de financiación), que se ilustra con un ejercicio empírico.

¹ Este artículo no analiza ni la oferta ni la demanda en el mercado de alquiler por la ausencia de estadísticas oficiales tan completas como las disponibles para el mercado de vivienda en propiedad.

Los desarrollos a escala nacional

El levantamiento gradual de las restricciones tras el confinamiento hizo que la demanda de vivienda se recuperara con intensidad, impulsada por la materialización de decisiones de compra postergadas al inicio de la pandemia (lo que a menudo se denomina «demanda embalsada») (véase gráfico 1.a). El repunte de las compraventas observado a lo largo de 2021 y 2022 se apoyó en la mejoría de la actividad y de la confianza de los agentes, una vez levantadas las limitaciones más severas impuestas para contener la pandemia, y en la utilización del ahorro acumulado durante esta, así como en la prolongación del entorno de tipos de interés históricamente reducidos².

La recuperación de la demanda recayó, inicialmente, en el componente nacional de la demanda y, más tarde, en el extranjero. Los compradores nacionales tendieron a ser, de acuerdo con sus características socioeconómicas, hogares de renta elevada, mediana edad (entre 30 y 49 años) y niveles superiores de estudios³. En cuanto a los adquirentes extranjeros, la recuperación coincidió con el fin de las restricciones a la movilidad internacional, que permitió la vuelta de las adquisiciones de segundas residencias por motivos vacacionales, que prácticamente habían desaparecido durante la pandemia. A ello se ha sumado una cierta demanda emergente de teletrabajadores procedentes de otros países. Como resultado, en 2022 las compraventas extranjeras superaron en un 40 % su cifra de 2019 (último año previo a la pandemia)⁴.

Por el lado de la oferta, la iniciación de obra nueva venía registrando en los años precedentes a la pandemia niveles históricamente reducidos, posiblemente como consecuencia de los menores flujos inmigratorios en comparación con el período previo a la crisis financiera global y de la última fase del proceso de absorción del *stock* de vivienda sin vender que se había acumulado como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria y que reunía las características necesarias (principalmente, en términos de ubicación) para ser demandado. El confinamiento supuso la parada temporal de las obras y un retraso de la aprobación de nuevos visados (véase gráfico 1.b). Más recientemente, la iniciación de viviendas ha retomado los niveles prepandemia, si bien el retorno a dicha referencia ha sido mucho más lento y ha estado sujeto a más fluctuaciones que en el caso de las compraventas. Así, la oferta de vivienda nueva sigue estando en cifras relativamente reducidas, condicionada, además, por el fuerte

2 Para aproximar la demanda de vivienda se toma el número de compraventas de vivienda. Esta variable permite capturar las fluctuaciones de la demanda ante cambios en sus determinantes de forma más temprana que otros indicadores de corte estructural, como pueden ser estimaciones de la demanda potencial basadas en supuestos acerca de la evolución futura de la formación neta de hogares y de los factores que afectan a su renta permanente, que, además, llevan asociadas una mayor incertidumbre. También se prefiere el uso del número de transacciones al del número de contactos por anuncio, que aproxima de forma menos precisa la demanda efectiva y para el que no se dispone de un período lo suficientemente largo.

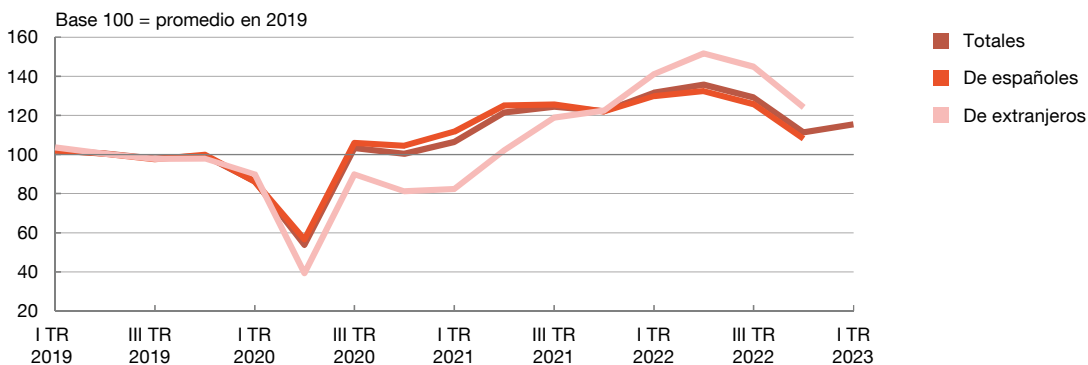
3 Así lo señalan las respuestas a una de las preguntas de las encuestas a los consumidores de la Comisión Europea (disponibles hasta el segundo trimestre de 2023). En concreto, se interroga a los hogares acerca de su intención de comprar o construir una vivienda en los siguientes 12 meses. Para los grupos poblacionales indicados, la encuesta arroja, tras el deterioro observado en los primeros trimestres de la pandemia, una recuperación sustancial de este indicador, que ha superado sus valores prepandémicos y se encuentra próximo a su nivel más alto desde 2007.

4 Además, las compras de vivienda por extranjeros explicaron casi tres cuartas partes del aumento de las compraventas totales entre 2021 y 2022. Esta proporción es mucho más elevada que la observada un año antes (cercana al 20 %). En porcentaje de las compraventas totales, las de compradores extranjeros aumentaron del 16,9 % en 2019 al 18,8 % en 2022, tras registrar en 2020 y 2021 valores más reducidos (14,7 % y 15,3 %, respectivamente).

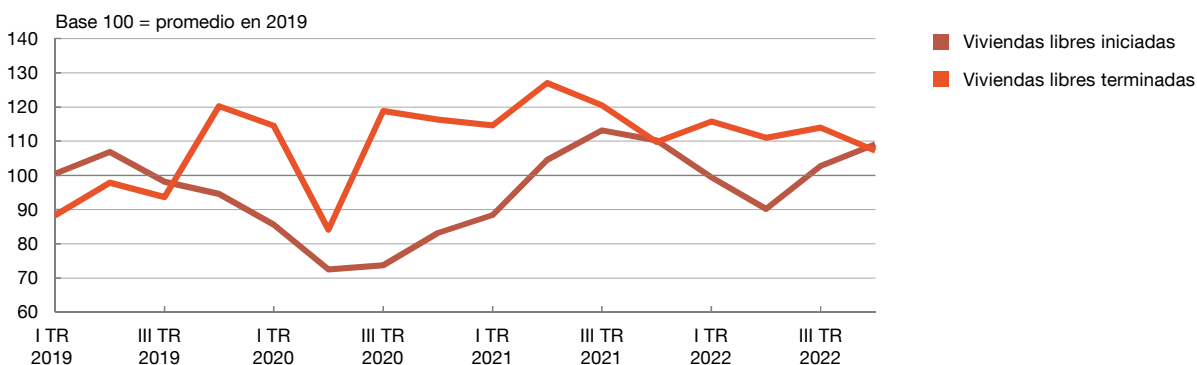
Gráfico 1

Tras el impacto inicial de la pandemia, la demanda de vivienda se ha recuperado con mayor intensidad que la oferta

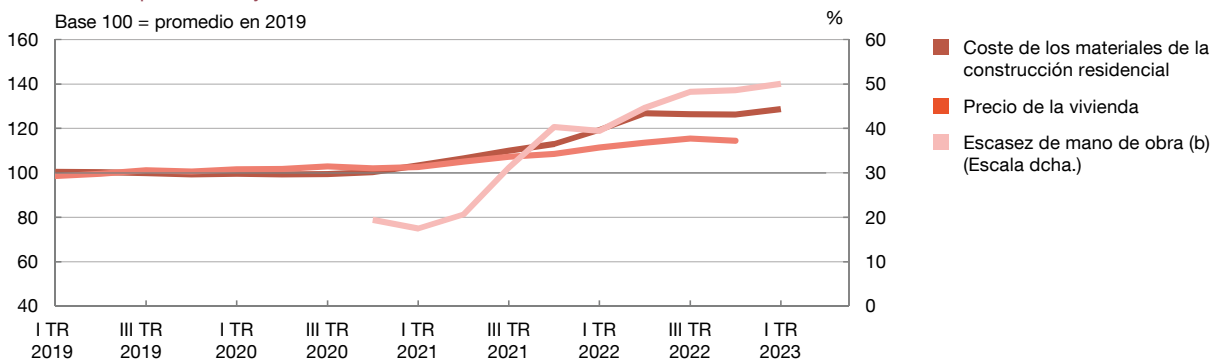
1.a Las compraventas de vivienda se han visto impulsadas por la materialización de la demanda postergada durante los primeros estadios de la crisis sanitaria, primero la nacional y después la extranjera (a)



1.b Por el contrario, la oferta de vivienda nueva ha repuntado con menor vigor tras el impacto inicial de la pandemia y ha permanecido en niveles históricamente reducidos (a)



1.c Todo ello en un contexto marcado por los elevados costes de los materiales de construcción, las dificultades en su disponibilidad y la creciente insuficiencia de mano de obra



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

- a Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario. Última observación: cuarto trimestre de 2022 (primer trimestre de 2023 para el caso de las compraventas totales de vivienda).
- b Porcentaje de empresas del sector de la construcción que declaran un impacto negativo o muy negativo de este factor sobre su actividad. Datos procedentes de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE).



encarecimiento de los materiales de construcción y los problemas de disponibilidad, y la creciente escasez de mano de obra (véase gráfico 1.c)⁵. A su vez, la escasez relativa de la oferta de obra nueva ha provocado cierto desplazamiento de la demanda hacia la modalidad de segunda mano, lo que ha ejercido una presión sobre sus precios⁶.

Por su parte, la oferta de viviendas usadas se vio impulsada durante la pandemia por el aumento de las entradas en el mercado de las viviendas heredadas, aunque la importancia cuantitativa de este elemento es notablemente menor que la de los condicionantes descritos sobre la oferta de vivienda nueva. Además, dicha evolución se ha visto contrarrestada por la recuperación del turismo —nacional y extranjero—, que ha propiciado que, en algunos mercados locales, una parte de la oferta de vivienda se haya destinado a fines vacacionales. En concreto, desde el verano de 2021 se ha producido una aceleración de la ganancia de peso de la vivienda turística en el parque total de viviendas (véase gráfico 2.a).

Como consecuencia de esta evolución de la oferta y la demanda, se ha observado, tras la pandemia, un cierto desajuste entre ambas, que tiende a ser más acusado en las áreas geográficas más pobladas. En el gráfico 2.b se representa un indicador que mide el grado de desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda a escala nacional, calculado como la diferencia entre dos aproximaciones a ambas magnitudes. En concreto, la oferta se aproxima como la suma del *stock* de viviendas de segunda mano puesto a la venta (medido por la cifra de anuncios publicados en los principales portales inmobiliarios, de acuerdo con la información recopilada por Tinsa)⁷ y la obra nueva terminada acumulada en cuatro trimestres (medida por las certificaciones de fin de obra). Para la demanda de vivienda se toman las compraventas (de vivienda nueva y usada) acumuladas en cuatro trimestres de acuerdo con la información notarial⁸.

Como se aprecia en el gráfico, este indicador apunta a una mayor escasez relativa de la oferta tras la pandemia. Con una perspectiva temporal más amplia, desde la recuperación del mercado inmobiliario residencial tras la crisis financiera, se observa una relación significativa a escala nacional entre este indicador y el crecimiento del precio de la vivienda (véase gráfico 2.c). En particular, en 2022 se registraron el mayor aumento, en términos nominales, del precio de la vivienda desde 2007 y la menor suficiencia de la oferta para satisfacer la demanda de todo el período considerado (que comienza en 2015)⁹.

5 Las cifras de viviendas libres iniciadas y terminadas descendieron en 2022 en torno al 3% y el 5%, respectivamente, hasta las casi 97.000 y 80.000 unidades, valores muy por debajo de sus respectivos promedios entre 1991 y 2022 (algo más de 240.000 unidades en ambos casos).

6 A raíz de la pandemia, el peso de las transacciones de vivienda de segunda mano descendió, hasta marcar un valor mínimo de los últimos años en el primer trimestre de 2021 del 78,2%. Pero en adelante ha aumentado hasta el entorno del 81% en el primer trimestre de 2023.

7 Esta información, disponible a partir del último trimestre de 2015, se ofrece depurada de anuncios duplicados, que surgen cuando una misma vivienda es anunciada en más de un portal.

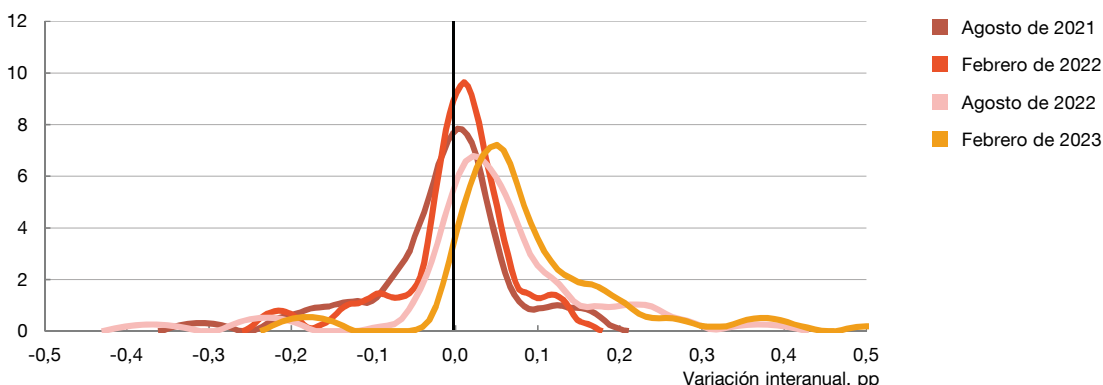
8 No se considera el *stock* de vivienda nueva sin vender dado que ha permanecido sin apenas cambios desde 2018. Se acumula el número de transacciones de vivienda durante cuatro trimestres para disponer de un volumen anualizado para ella, que permite una mejor interpretación y es más comparable con el volumen de vivienda disponible para la demanda efectiva durante un año.

9 Dado el elevado repunte de la inflación en los dos últimos años, el precio de la vivienda acusa caídas en términos reales desde finales de 2021, algo que no ocurría desde 2013, siendo algo mayores en el caso del segmento de vivienda usada. Así, el descenso del precio real de la vivienda en el promedio de 2022 fue del 0,9% (-1% en la modalidad de segunda mano y -0,4% en el de vivienda nueva).

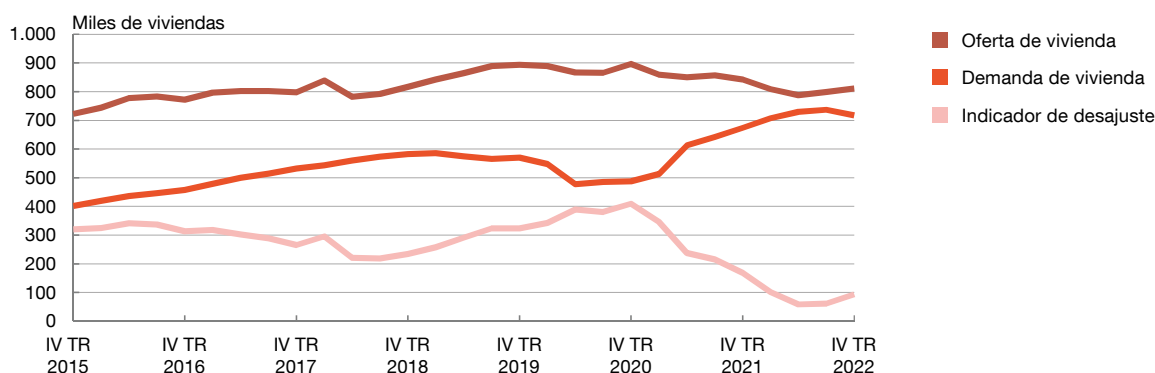
Gráfico 2

La oferta residencial se ha mostrado insuficiente para absorber los relativamente vigorosos niveles de demanda, lo que ha provocado presiones alcistas sobre los precios

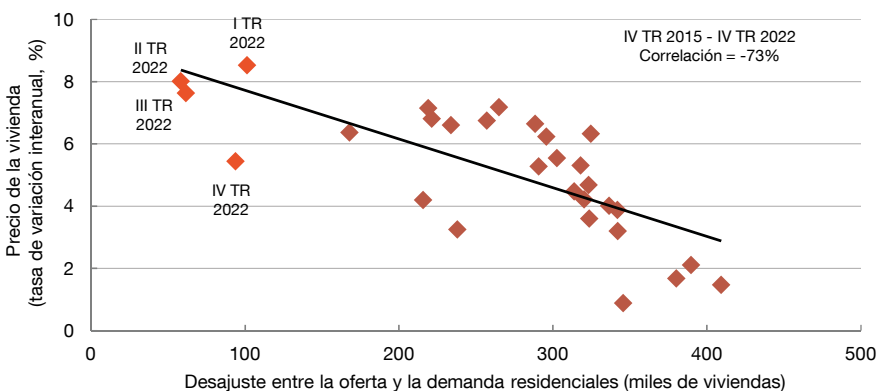
2.a La vivienda turística ha ganado importancia relativa desde el verano de 2021, como muestra la distribución de su peso en el total de viviendas por provincias, siendo un factor que también ha contribuido a la menor oferta de vivienda residencial (a)



2.b Como consecuencia de esta evolución de la oferta y la demanda residenciales, se ha observado, tras la pandemia, un cierto desajuste entre ambas (b)



2.c Existe una relación significativa entre este indicador de desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda y el crecimiento de su precio (c)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, y Tinsa.

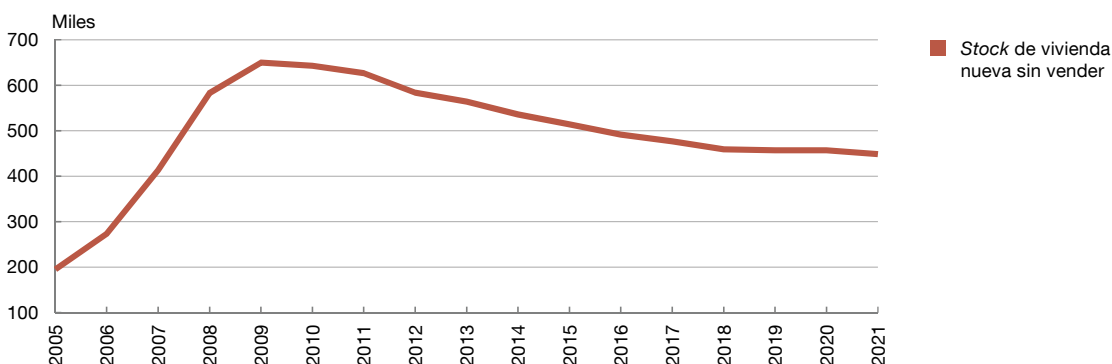
- a Se representa, con datos a nivel de provincia y para cada fecha, la distribución de las variaciones respecto al mismo período del año anterior en el peso de la vivienda turística sobre el parque total de viviendas. Valores positivos en el eje horizontal indican un mayor peso de la vivienda turística respecto a idéntico período del año anterior.
- b La oferta de vivienda comprende la oferta neta publicada en los principales portales inmobiliarios (*proxy* de oferta de vivienda usada) y las certificaciones de fin de obra acumuladas en los últimos cuatro trimestres (*proxy* de oferta de vivienda nueva). No se considera el volumen de vivienda nueva sin vender. Para la demanda de vivienda se toman las compraventas de vivienda acumuladas en los últimos cuatro trimestres. El indicador de desajuste es la diferencia entre la oferta y la demanda de vivienda. Última observación: cuarto trimestre de 2022.
- c Se presenta la correlación entre el precio de la vivienda, en tasa de variación interanual, y el indicador de desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda, en el período comprendido entre el último trimestre de 2015 y el cuarto trimestre de 2022. Los rombos más claros representan el año 2022.



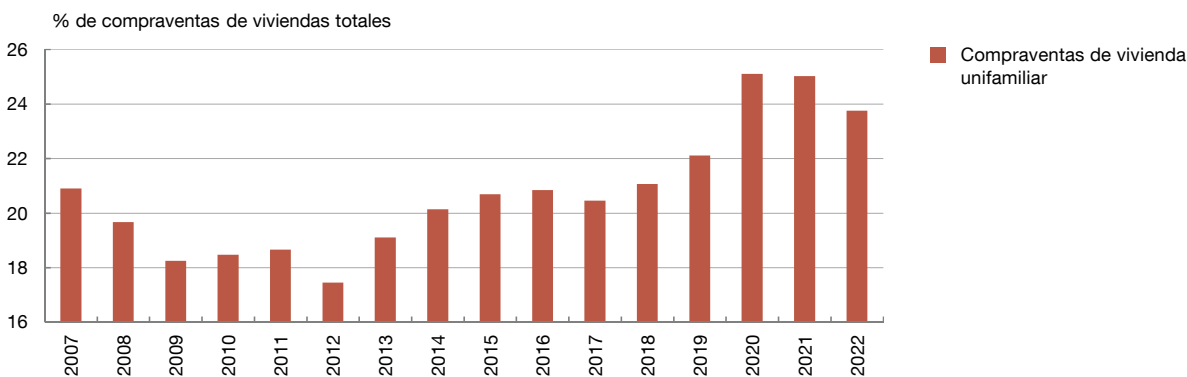
Gráfico 3

El volumen de vivienda nueva acumulada en el pasado no casa perfectamente con las necesidades de las familias surgidas con la pandemia

3.a A pesar de la escasa generación de vivienda nueva, su *stock* disponible apenas se ha reducido desde 2018...



3.b ... lo que sugiere una falta de adecuación de ese *stock* a las preferencias de las familias de antes de la pandemia y a las nuevas surgidas a raíz de esta, como su orientación hacia la vivienda unifamiliar



FUENTES: Centro de Información Estadística del Notariado y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.



En el caso de la oferta de vivienda nueva, su escasez no ha impedido que su *stock* sin vender, que disminuyó considerablemente desde la crisis financiera, haya permanecido apenas sin cambios desde 2018 (véase gráfico 3.a). Probablemente, ello se explica por el imperfecto grado de adecuación de este *stock* tanto a las preferencias de la demanda existentes antes de la pandemia como a las nuevas surgidas con su irrupción, como la orientación hacia la vivienda unifamiliar o plurifamiliar de mayor dimensión y con espacios abiertos, y energéticamente eficiente (véase gráfico 3.b).

Los desarrollos a escala regional

Dada su naturaleza de bien inmueble, resulta natural que el análisis de los desarrollos en el mercado de la vivienda tenga una perspectiva regional. Sin embargo, las limitaciones de la

información disponible dificultan la realización de un análisis geográfico muy desagregado, que idealmente debería adoptar una escala inferior a la del municipio. Sí se puede realizar, por comunidades autónomas (CCAA), un análisis similar al efectuado a escala nacional del desajuste entre oferta y demanda de vivienda tras la pandemia y su relación con los precios¹⁰.

A raíz de la pandemia, como en el conjunto de España, se encuentra para cada comunidad autónoma un mayor dinamismo de los precios de la vivienda en consonancia con una mayor escasez relativa de su oferta¹¹, relación que ha cobrado más intensidad respecto a años anteriores (véase gráfico 4.a)¹². En efecto, cuando se comparan entre sí los años 2022 y 2019, se observa un aumento de la escasez relativa de la oferta (aproximada esta vez por la ratio entre la demanda y la oferta de vivienda) en todas las CCAA (véase gráfico 4.b)¹³. Por otro lado, el desajuste tiende a ser más pronunciado en las capitales de las áreas metropolitanas (véase la parte derecha del gráfico 4.b). Adicionalmente, como cabría esperar, en este período pospandémico hay una relación positiva entre la creciente insuficiencia a escala regional de la oferta de vivienda para satisfacer la demanda y el crecimiento nominal de los precios de este activo (véase gráfico 4.c). Por consiguiente, el desajuste entre oferta y demanda parece haber contribuido a explicar la heterogeneidad en la evolución de los precios entre regiones, de modo que aquellas que han adolecido de una mayor insuficiencia de su oferta para satisfacer los relativamente elevados niveles de demanda han experimentado un mayor crecimiento de los precios.

Otros factores, como las viviendas heredadas o las compraventas de ciudadanos extranjeros, han contribuido también a explicar la heterogeneidad regional en la evolución del precio de la vivienda, al alterar la oferta y la demanda, operando con distinta intensidad o signo a lo largo del período pospandémico. Así, en los primeros estadios de la pandemia se observó un aumento del peso de viviendas heredadas y una pérdida de dinamismo de las compraventas extranjeras, que

10 Para aproximar la oferta de vivienda de segunda mano en venta por CCAA se dispone de información del número de viviendas anunciadas para venta en el portal inmobiliario Idealista desde finales de 2020. Al agregar esta información a escala nacional, su discrepancia con la estadística de Tinsa (usada en la sección anterior) es muy reducida, del 3 % en el promedio del período común disponible. El resto de las variables de oferta y de demanda se aproximan según lo indicado para el ámbito nacional, es decir, la oferta de vivienda nueva con la cifra de certificaciones de fin de obra y la demanda con el número de compraventas de vivienda.

11 Esta relación es menos fuerte en el caso del segmento de vivienda nueva que en el de segunda mano (donde aumenta notablemente para todos los períodos considerados y para casi todas las CCAA). Ello podría deberse a que las compraventas de vivienda nueva y sus precios son el resultado de acuerdos donde es más difícil que el comprador potencial, que es precio-aceptante, pueda negociar el precio, en contraposición con el mercado de vivienda de segunda mano. Las promotoras de obra nueva fijan los precios de acuerdo con los costes de construcción previstos y sus márgenes, mientras que los compradores potenciales en este segmento no tienen capacidad por sí solos para mover el precio.

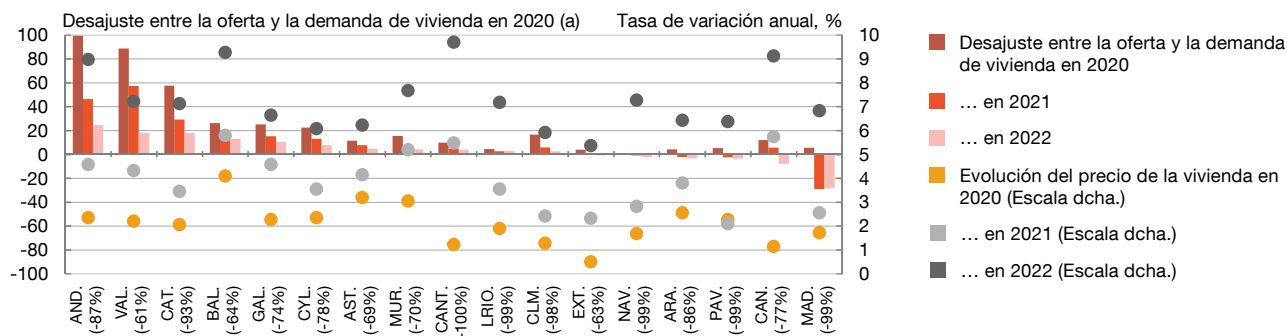
12 En el gráfico se muestra, entre paréntesis, junto a la abreviatura de cada comunidad autónoma, la correlación entre la variación de los precios y el desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda, medido como la diferencia entre ambas. Esta correlación es muy elevada para todas las CCAA. Al tomar los visados de obra nueva, en lugar de las certificaciones de fin de obra, como indicador de oferta, los resultados son similares.

13 A diferencia del gráfico 4.a, en el gráfico 4.b, a efectos comparativos entre regiones, se utiliza como indicador de desajuste la ratio entre el número de compraventas de vivienda totales (para aproximar la demanda), que figura en el numerador, y, como denominador, el número de viviendas anunciadas para venta en el portal inmobiliario Idealista (que aproxima la oferta de vivienda de segunda mano en venta) más la cifra de certificaciones de fin de obra (que aproxima la oferta de vivienda nueva). Los resultados son similares si se reemplazan las certificaciones de fin de obra por los visados de obra nueva como indicador de oferta de vivienda nueva.

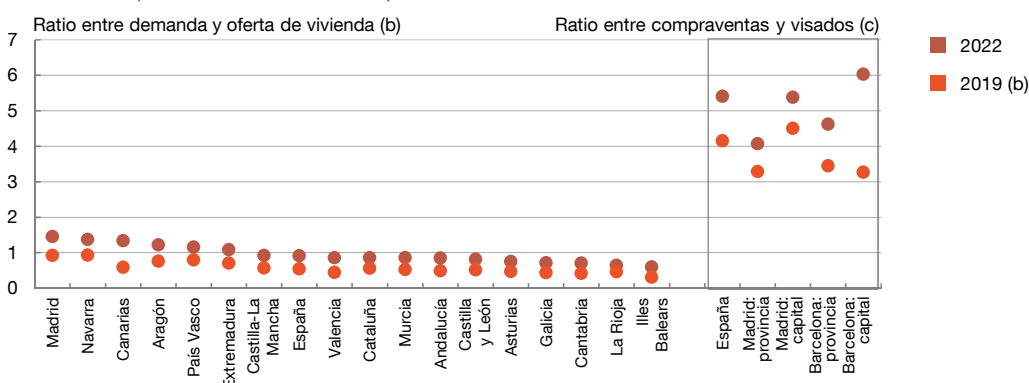
Gráfico 4

Dinamismo de los precios más elevado en aquellas regiones que han experimentado un mayor desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda

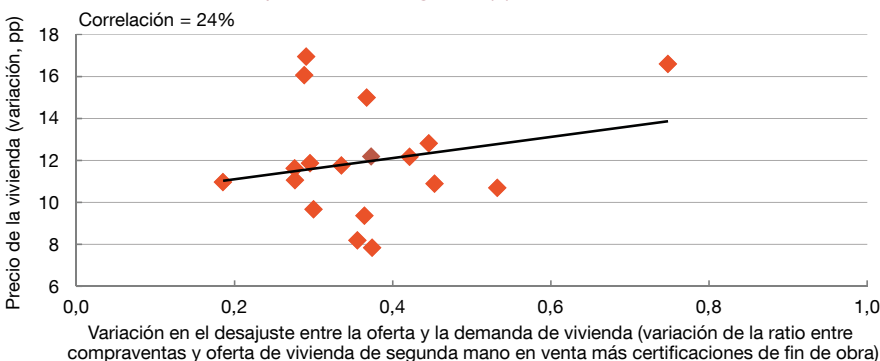
4.a A raíz de la pandemia, en cada comunidad autónoma se observa un mayor dinamismo del precio de la vivienda en consonancia con una mayor escasez relativa de su oferta, relación que ha adquirido más fuerza respecto a años precedentes



4.b Esta menor suficiencia de la oferta para satisfacer la demanda de vivienda tras la pandemia tiende a ser más destacada en las capitales de las áreas metropolitanas



4.c El mayor desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda habría contribuido a explicar una parte de la heterogeneidad en la evolución de los precios entre regiones (d)



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística, Idealista y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

- a La oferta de vivienda comprende las modalidades de segunda mano (aproximada por el número de viviendas anunciadas para venta en el portal inmobiliario Idealista disponible desde finales de 2020) y nueva (aproximada por la cifra de certificaciones de fin de obra). La demanda de vivienda se aproxima por el número de compraventas de vivienda. El desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda se mide como la diferencia entre ambas, expresada en miles de unidades. Junto a la abreviatura de cada comunidad autónoma, entre paréntesis, figura la correlación entre la evolución de los precios de la vivienda y el indicador de desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda para cada comunidad autónoma entre finales de 2020 y finales de 2022.
- b Por CCAA, la oferta y la demanda de vivienda se aproximan según lo indicado en la nota al pie anterior. No obstante, a efectos comparativos entre regiones, el desajuste se representa, en lugar de en diferencias entre la oferta y la demanda, como la ratio entre la segunda y la primera (un mayor valor indica mayor desajuste o mayor escasez relativa de la oferta). Por ausencia de datos antes de 2020 para las CCAA para la variable que aproxima la oferta de vivienda de segunda mano, se considera dicho año como punto de referencia inicial, en lugar de 2019.
- c Con mayor detalle geográfico que el visto para las CCAA, no se dispone de información que pueda aproximar la oferta de vivienda de segunda mano. Por ello, en el lado derecho de este gráfico se considera únicamente la oferta de vivienda nueva, aproximada por la cifra de visados (los de obra nueva junto con los de ampliación y reforma, al no estar disponibles las certificaciones de fin de obra ni los visados exclusivamente de obra nueva para la capital). A efectos comparativos, se usa este mismo indicador para aproximar la oferta de vivienda nueva para la provincia y para el conjunto de España.
- d Se representa, con datos por CCAA, la correlación (y la recta de regresión) entre la evolución de los precios de la vivienda entre 2020 y 2022 y la variación en el desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda en ese período. A efectos comparativos entre regiones, el desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda en un determinado año se calcula como la ratio definida en el gráfico anterior para las CCAA. El punto más oscuro representa al conjunto de España y se excluye de la regresión.



ejercieron presiones bajistas sobre los precios (véase gráfico 5.a)¹⁴. En la actualidad, el primer factor habría perdido intensidad y el segundo actuaría presionando al alza los precios¹⁵.

Algunos apuntes sobre las perspectivas futuras

El actual episodio inflacionista y el consiguiente endurecimiento de la política monetaria y, por ende, de las condiciones de financiación están afectando negativamente al dinamismo del mercado de la vivienda¹⁶. No obstante, existen factores mitigadores de la incidencia de estos elementos. Como se indicó anteriormente, los compradores actuales son, en general, hogares de rentas medias y altas, de mediana edad, con un patrimonio preexistente de cierta entidad (inmobiliario y financiero), por lo que no financian con crédito una proporción muy elevada del coste de la compra de vivienda^{17, 18}. Adicionalmente, estos hogares no se encuentran entre aquellos cuyo poder adquisitivo de sus rentas se ha visto afectado en mayor medida por el aumento de la inflación¹⁹. Estos factores deberían contribuir a mitigar la prolongación en un futuro de la pérdida de dinamismo de las transacciones que ya se ha observado. Además, es probable que, de materializarse, el relativo sostenimiento de las compraventas ayude también a que los precios, en términos nominales, muestren cierta resistencia a la baja, a lo que contribuirían, además, la escasez de obra nueva y los elevados niveles de costes de los materiales de construcción²⁰. De hecho, hasta el momento no se ha producido una traslación plena del alza de los costes de construcción, en particular de los materiales, a los precios de la vivienda (véase gráfico 1.c), al tiempo que estos costes apenas han descendido, como los costes de sus *inputs* energéticos.

14 Alves y San Juan (2021) encuentran que la mayor exposición de algunas áreas geográficas, como el arco mediterráneo y los archipiélagos, al turismo exterior habría contribuido a la mayor debilidad relativa de sus precios durante el período de mayores restricciones a la movilidad internacional.

15 La correlación entre la incidencia de las viviendas heredadas y la evolución del precio de la vivienda con datos por CCAA es, respecto a 2022, algo mayor en 2021 —cuando el número de viviendas heredadas alcanzó su máximo histórico—. El peso de las viviendas heredadas en el total de viviendas transmitidas ha retornado a sus valores prepandémicos, mientras que las compraventas extranjeras alcanzaron su máximo histórico en 2022.

16 En el primer trimestre de 2023, las compraventas de vivienda, en términos desestacionalizados, se situaban casi un 11 % por debajo de su nivel del segundo trimestre de 2022, cuando habían alcanzado un máximo desde el tercer trimestre de 2007. Por su parte, el precio de la vivienda se desaceleró en la segunda mitad de 2022, hasta registrar un crecimiento interanual del 5,5 % en el último trimestre de ese año (desde avances superiores al 8 % en el primer semestre).

17 La información del Instituto Nacional de Estadística (INE) muestra que el colectivo joven, con edades entre 16 y 29 años, presenta el porcentaje de régimen de tenencia de vivienda en propiedad más bajo (30,7 % en 2022), así como el que ha acusado un mayor descenso desde 2007 (entonces se situaba en el 58,1 %), si bien se ha incrementado moderadamente tras la pandemia (25,5 % en 2019), lo que podría estar relacionado con el aumento de las herencias y donaciones a favor de este colectivo a raíz de esta. Este colectivo precisamente se encuentra, en una mayor proporción, en la cola inferior de la distribución de la renta.

18 De acuerdo con la información notarial, el porcentaje de compraventas de vivienda financiadas con hipoteca se situaba en el primer trimestre del año por debajo del 44 %, valor inferior al observado antes de la pandemia (algo más del 48 % en el primer trimestre de 2019). Asimismo, el importe del préstamo en el primer trimestre de 2023 se encontraba alrededor del 71 % del precio (frente a valores en torno al 75 % en el primer trimestre de 2019). El porcentaje de compraventas financiadas y el del precio financiado reanudan e intensifican, respectivamente, desde septiembre pasado su tendencia a la baja.

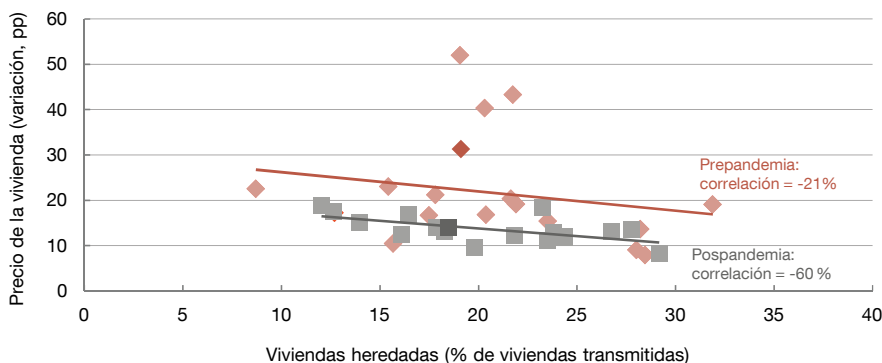
19 Basso, Dimakou y Pidkuyko (2023). En particular, los autores estiman que, en 2021, la inflación para los hogares de mayores ingresos (cuartil superior) fue 2 puntos porcentuales (pp) inferior a la de los hogares de menores ingresos (cuartil inferior).

20 Un factor de soporte adicional del mercado inmobiliario en la actualidad es la favorable situación patrimonial de cada sector institucional en su conjunto (Banco de España, 2020). A ello han contribuido varios desarrollos tras la crisis financiera global, como la aplicación de criterios y condiciones crediticias más prudentes por parte de las entidades de crédito, la evolución más ordenada del nuevo crédito hipotecario (cuyo volumen fue incluso menor que el de amortizaciones hasta finales de 2020 y que supuso una disminución paulatina de su saldo vivo) o la reducción del saldo de crédito destinado al sector de la construcción e inmobiliario.

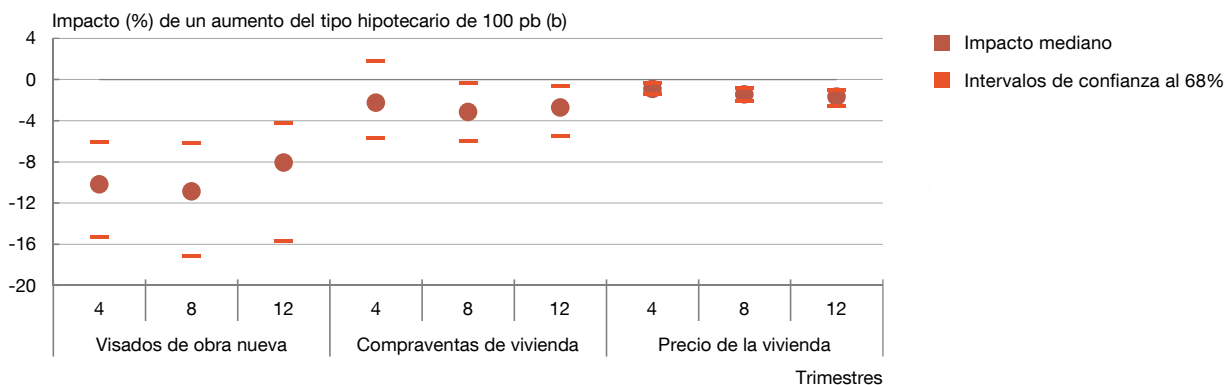
Gráfico 5

La creciente insuficiencia de la oferta para satisfacer la demanda de vivienda está contrarrestando otros factores que presionan a la baja sobre su precio

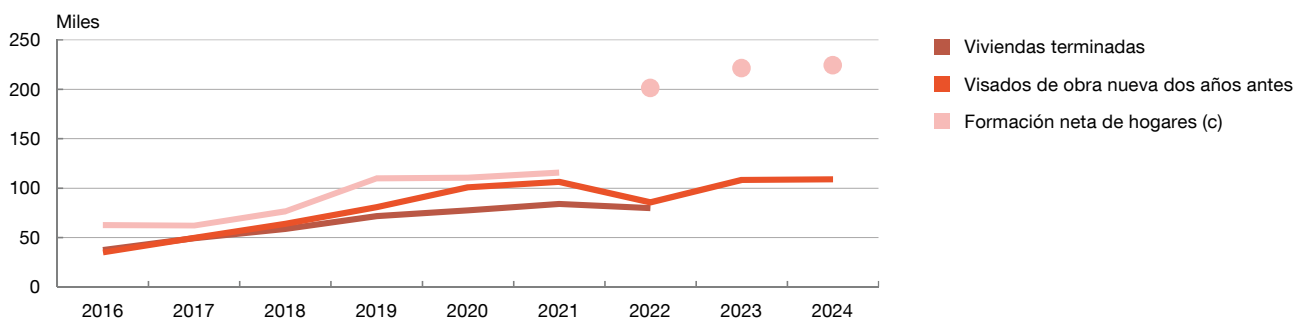
5.a El aumento de las viviendas heredadas por los efectos de la pandemia ha podido ejercer presiones bajistas sobre el precio de la vivienda (a)



5.b El encarecimiento gradual del crédito bancario está afectando negativamente al mercado residencial, con un efecto significativo en cantidades y precios



5.c Sin embargo, la producción actual de viviendas es insuficiente para las necesidades existentes, lo que genera rigideces a la baja en el precio de la vivienda



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

- a Se representan dos regresiones que relacionan el peso de las viviendas heredadas en el total de viviendas transmitidas y el aumento de los precios de la vivienda (en pp) con datos por CCAA. Cada regresión corresponde a un período diferente: i) prepandemia (2013-2019), donde el peso de las herencias se refiere a 2013 y la variación de los precios de la vivienda es aquella acumulada desde ese año hasta 2019, cuyos puntos, representados mediante rombos, y recta de regresión son marrones, y ii) pospandemia, donde el peso de las herencias se refiere a 2022 y la variación de los precios de la vivienda es aquella acumulada desde 2019 hasta 2022, cuyos puntos, representados mediante cuadrados, y recta de regresión son de color gris. Se muestra la correlación entre ambas variables en ambos períodos. Los puntos más oscuros representan al conjunto de España y se excluyen de las regresiones.
- b Se muestra la respuesta mediana del precio de la vivienda, las compraventas y los visados a un aumento del tipo hipotecario de 100 pb en un modelo BVAR estimado con datos trimestrales entre 2004 y 2022 en el que como variables endógenas, además de las anteriores variables, se considera la inversión en vivienda, y como variables de control, indicadores del estado de la economía (el PIB y el índice armonizado de precios de consumo) y las condiciones financieras y crediticias (el tipo de interés interbancario a un año y el saldo vivo de préstamos para adquisición de vivienda). Adicionalmente, se representan los intervalos de confianza al 68%.
- c Los puntos para el período 2022-2024 corresponden a las últimas cifras disponibles de la proyección de hogares publicada por el INE (octubre de 2022).



Para analizar el efecto de un incremento de los tipos de interés sobre el mercado inmobiliario, se ha realizado un ejercicio en el que se hace uso de un modelo vectorial autorregresivo bayesiano (BVAR, por sus siglas en inglés), estimado con datos trimestrales desde 2004 hasta 2022. El modelo incluye, como variables endógenas, las compraventas, el precio nominal y los visados de obra nueva. El modelo incorpora, además, el PIB y el índice armonizado de precios de consumo (como variables de control que tratan de reflejar el estado de la economía), y el tipo de interés interbancario a un año y el saldo vivo de los préstamos para adquisición de vivienda (para captar las condiciones financieras y crediticias). De acuerdo con los resultados obtenidos, mostrados en el gráfico 5.b, el impacto mediano, tanto sobre las variables de cantidades (visados de obra nueva y compraventas) como sobre los precios, de un aumento del tipo hipotecario de 100 puntos básicos (pb) (magnitud similar al incremento observado entre finales de 2021 y finales de 2022) es negativo y estadísticamente significativo²¹. Por ejemplo, transcurridos ocho trimestres, el impacto mediano sobre los visados de obra nueva y las compraventas de vivienda sería, respectivamente, de casi el 11 % y algo más del 3 %²². El efecto es de una magnitud inferior en el caso de los precios (algo menos del 2 % al cabo de dos años)^{23, 24}.

En los próximos años, la evolución de la relación entre la oferta y la demanda de vivienda estará sometida, especialmente, al comportamiento de los flujos migratorios netos. De cumplirse las proyecciones del INE, que contemplan un aumento significativo del número de hogares hasta 2024, cabe esperar una prolongación del tensionamiento en algunos mercados locales, dadas las cifras relativamente reducidas de visados de obra nueva concedidos en los últimos dos años, que son los que, aproximadamente, darán lugar a las viviendas terminadas en el próximo bienio. Como sugiere el gráfico 5.c, ese volumen de viviendas terminadas sería insuficiente para la formación esperada de hogares.

Desde el punto de vista de la política económica, una posible conclusión del artículo, dado el desajuste mencionado entre la oferta y la demanda de vivienda, es la conveniencia de revisar los

21 Se obtienen los valores medianos de las funciones de impulso respuesta del BVAR, donde el impulso es un *shock* al tipo de interés hipotecario equivalente a su desviación estándar en el período de estimación. Puesto que el modelo es lineal, se escalan los impactos para aproximar los efectos de una subida en el tipo hipotecario de 100 pb. Los impactos son estadísticamente significativos, con una probabilidad del 68 %, excepto para las compraventas en los primeros trimestres, lo que puede sugerir cierto efecto anticipatorio de los potenciales compradores de vivienda ante expectativas de aumentos en los tipos de interés hipotecarios. Estos resultados son robustos a cambios de orden de las variables, omisión de algunas de ellas o inclusión de más retardos.

22 Como variable de oferta residencial, en este ejercicio se considera únicamente la de obra nueva, aproximada por la cifra de visados, en línea con la literatura encontrada. Los visados son más volátiles y su volumen es mucho menor que la oferta total de vivienda, mucho más rígida a corto plazo (porque incluye, además, el *stock* de vivienda de segunda mano puesto a la venta y el *stock* de vivienda nueva que no se haya podido vender hasta el momento). Por tanto, los visados reaccionarán en mucha mayor medida que la oferta total de vivienda a cambios en las condiciones económicas y financieras.

23 El impacto sobre precios y cantidades será mayor cuando haya culminado la transmisión de los tipos de interés de mercado a los del crédito. En ese caso, dado que el repunte del euríbor a un año desde sus mínimos registrados en diciembre de 2021 hasta la actualidad asciende a unos 435 pb, mientras que el aumento del tipo hipotecario en ese período es notablemente inferior (menos de 220 pb), la transmisión plena del primero al segundo se traduciría, a la luz del modelo presentado, en un impacto mediano sobre el precio de la vivienda de algo más del 6 % en dos años.

24 Estudios referidos al área del euro y a Estados Unidos encuentran efectos algo mayores que los obtenidos en este artículo para el caso español. Para el área del euro, Battistini, Gareis y Roma (2022) encuentran, para el período prepandemia, que una subida de 100 pb en los tipos de interés hipotecarios conducía, al cabo de dos años, a descensos del 8 % y del 5 % de la inversión residencial y los precios de la vivienda, respectivamente. Vašíček y Žďárek (2022), para el área del euro, y Liu, Lucca, Parker y Rays-Wahba (2021), para Estados Unidos, evidencian también una reacción algo mayor de las variables de actividad residencial que la del precio de la vivienda ante movimientos en los tipos hipotecarios.

procedimientos de gestión del suelo urbanizable para que la producción de viviendas pueda responder con más agilidad a las necesidades existentes²⁵.

BIBLIOGRAFÍA

- Alves, Pana, y Lucio San Juan. (2021). "El impacto de la crisis sanitaria del COVID-19 sobre el mercado de la vivienda en España". *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2021, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16540>
- Banco de España. (2020). "El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019". Documentos Ocasionales, 2013, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10442>
- Basso, Henrique, Ourania Dimakou y Myroslav Pidkuyko. (2023). "How inflation varies across Spanish households". Documentos Ocasionales, 2307, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/29792>
- Battistini, Niccolò, Johannes Gareis y Moreno Roma. (2022). "Box 4. The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market". En *Economic Bulletin - European Central Bank*, 6/2022. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202206_04~786da4a23a.en.html
- Liu, Haoyang, David Lucca, Dean Parker y Gabriela Rays-Wahba. (2021). "The Housing Boom and the Decline in Mortgage Rates". *Liberty Street Economic - Federal Reserve Bank of New York*, September 7. <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/09/the-housing-boom-and-the-decline-in-mortgage-rates>
- Vašíček, Bořek, y Václav Žďárek. (2022). "Chapter II. Links between housing and real economy in the euro area". *Quarterly Report on the Euro Area - European Commission*, 21(3). <https://doi.org/10.2765/866812>

Cómo citar este documento

San Juan, Lucio. (2023). "El desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda, y su relación con los precios". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 09. <https://doi.org/10.53479/30189>

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2023

ISSN 1579-8623 (edición electrónica)

25 En la actualidad, según el Sistema de Información Urbana del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, con información urbanística del 65 % de los municipios españoles (que abarcan cerca del 73 % y del 98 %, respectivamente, del territorio y la población en España), cerca del 24 % de los planeamientos urbanísticos tienen una antigüedad inferior a 1992, mientras que apenas un 30 % es posterior a 2008. Ello subraya la necesidad de revisar y actualizar las figuras de los planeamientos más antiguos con el fin de aumentar el suelo disponible para producción de vivienda y así atender los cambios y nuevas necesidades de la demanda. Por otra parte, el número de viviendas previstas en las áreas de desarrollo de dichos planeamientos (que aproximarían la capacidad del suelo sujeto a transformación para albergar nuevos hogares) asciende a más de 9,2 millones de unidades, de las cuales algo más del 70 % no se habrían ejecutado.