

Informe monográfico

El proceso de ajuste del mercado inmobiliario español

Enero 2010

Elaborado por el Servicio de Estudios de Caixa Catalunya, con la colaboración del equipo de investigación del Departamento de Economía Aplicada de la UAB, dirigido por el catedrático de Economía Aplicada Josep Oliver Alonso

Los datos y las opiniones contenidos en este informe se basan en información obtenida de fuentes consideradas fiables, aunque no se garantiza su exactitud, integridad o corrección total. Este documento se distribuye únicamente con finalidad informativa, y, por lo tanto, no constituye ninguna propuesta o recomendación para la realización de inversiones financieras

Índice

Presentación	3
A. El proceso de ajuste del sector residencial en España: resultados y perspectivas	5
1. El avanzado proceso de ajuste en el mercado inmobiliario: actividad, empleo y crédito	6
2. Los desajustes en la oferta y las diferencias en su distribución territorial	16
3. El endeudamiento de los hogares españoles y las dificultades de su reducción en el medio plazo	19
B. La demanda de vivienda en el medio plazo y las condiciones de accesibilidad	25
4. La demanda de vivienda en el medio plazo: algunas reflexiones sobre la demografía y otras variables	26
5. Evolución de la accesibilidad en la actual década	36
5.1. Factores condicionantes de la accesibilidad de los hogares a la vivienda	37
5.2. Medidas de accesibilidad y evolución por decilas de renta y por Comunidades Autónomas	46
C. El cambio de dinámica en los precios de la vivienda	57
6. Un proceso de ajuste heterogéneo	57
Conclusiones finales	61

Presentación

La construcción de viviendas tuvo un papel muy relevante en la expansión de la economía española registrada desde mediados de los noventa hasta 2007, cuando inició un cambio de fase cíclica, acelerado por el estallido de la crisis financiera en EE.UU. y su contagio al resto del mundo. Durante un período prolongado, la construcción residencial aportó significativamente al crecimiento de la actividad, del empleo y de la financiación. A pesar de que una buena parte de este proceso estuvo soportado por fundamentos sólidos, como los efectos positivos de la integración en un área monetaria única (mayor estabilidad macroeconómica, reducción de costes financieros y aumento de renta permanente) o la dinámica demográfica (con intensos flujos de inmigración y una reducción del tamaño medio del hogar), lo cierto es que también se acumularon excesos para los que la coincidencia de la crisis financiera internacional con el final del ciclo de la construcción ha exigido una digestión más rápida de lo que podía esperarse.

El ajuste en el mercado inmobiliario residencial se encuentra en una fase avanzada en materia de actividad, empleo y financiación, mientras que se manifiesta gran heterogeneidad en la caída de los precios. La corrección de éstos refleja la existencia de excesos de oferta muy dispares según territorios, mayores conforme aumenta la desagregación geográfica. Además, existen diferencias entre las estimaciones oficiales de reducción del precio de la vivienda (nueva o de segunda mano) y las aproximaciones efectuadas por instituciones privadas o por agentes que operan en el mercado. Estas divergencias, además de reflejar un posible retraso de las estadísticas oficiales respecto del momento en que se publican, o discrepancias en los valores que capturan¹, sugieren que el ajuste en precios podría estar muy avanzado o concluido en determinados segmentos del mercado.

Pero, sean cuales sean las matizaciones que puedan formularse a la corrección bajista en los precios, lo cierto es que se convierte en el vehículo que permite recuperar la accesibilidad de las familias a una vivienda y realizar la demanda potencial existente. Las proyecciones demográficas anticipan para los próximos años una demanda potencial de vivienda principal que será sensiblemente inferior a la de los años de expansión. Y aunque a esa demanda hay que sumar un volumen no marginal de vivienda secundaria, dado el acceso de la generación del *baby-boom* a las edades de los potenciales demandantes, y la procedente del exterior, las predicciones que se acompañan en este trabajo sugieren un cambio sustancial en su volumen absoluto en el próximo quinquenio. En este contexto, la recuperación de la accesibilidad emerge como un elemento más

¹ El índice de precios de la vivienda del INE se construye a partir de los valores de las transacciones escrituradas que proporciona el Consejo General del Notariado. Por su parte, el Ministerio de la Vivienda utiliza los valores de tasación de las viviendas objeto de compraventa proporcionados por la Asociación Profesional de Sociedades de Valoración (ATASA). (ver el documento de *Notas Metodológicas* del Ministerio de la Vivienda en www.mviv.es/es/pdf/otros/NMPV.pdf).

que relevante para permitir reabsorber el exceso de oferta de forma ordenada en la mayoría de territorios.

El trabajo se organiza como sigue. En la primera parte (*A. El proceso de ajuste del sector residencial en España: resultados y perspectivas*) se revisan, en primer lugar, los principales indicadores del mercado inmobiliario y el grado de ajuste conseguido desde los máximos alcanzados en 2007. En este marco, dos aspectos merecen una consideración especial. El primero, abordado en el segundo apartado, hace referencia a los excesos de oferta acumulados en los últimos años del *boom*, presentando los resultados de una estimación propia de los excesos de oferta residencial, tanto para el conjunto de España como para las Comunidades Autónomas y las provincias, así como algunos apuntes municipales, incidiendo en la gran heterogeneidad del mercado de la vivienda. El segundo elemento condicionante del ajuste es de ámbito más general, los problemas de endeudamiento familiar, que quedan recogidos en el tercer apartado, en el que se muestra la dificultad de su reducción en el medio plazo.

La segunda parte (*B. La demanda de vivienda en el medio plazo y las condiciones de accesibilidad*) analiza los cambios que han experimentado las perspectivas de demanda, vinculadas directamente a la demografía y a otros factores (apartado cuarto), así como los derivados del deterioro de la accesibilidad a la vivienda en la actual década hasta la crisis y la mejora reciente (apartado quinto), detallando los resultados por niveles de renta y territorios.

Finalmente, la última parte del documento (*C. El cambio de dinámica en los precios de la vivienda*) analiza el proceso de reducción de los precios de la vivienda en España, destacando de nuevo su heterogeneidad, ya que existen áreas donde, tras la mejora de la accesibilidad y con reducidos excesos de oferta, se habría iniciado la reactivación del mercado.

A. El proceso de ajuste del sector residencial en España: resultados y perspectivas

Doble impacto sobre el sector residencial: corrección de los excesos acumulados en la expansión y ajuste severo a las nuevas condiciones de financiación internacional

El hecho de que la construcción residencial creció por encima de lo deseable en los años previos a la crisis es aceptado hoy de forma generalizada. El incremento de nuevas viviendas, empleo, crédito y endeudamiento acumulado por hogares y empresas del sector, en especial en el período 2003-2007, mostraba ya las dificultades, sino la imposibilidad, de su continuidad. Y por ello, no sorprendió cuando, a mediados de 2007, el sector comenzó a mostrar señales de agotamiento. Entonces, se esperaba que estos aumentos excesivos fueran reabsorbidos lentamente por una economía que podía continuar creciendo a tasas sólidas y substituir parte del impulso residencial por el de otras actividades. Lamentablemente, esto no ha ocurrido. En agosto de 2007 tuvo lugar el primer choque de la crisis financiera internacional, que, en septiembre de 2008, con la quiebra de *Lehman Brothers*, entró en una nueva fase especialmente severa. Para una economía como la española, que había estado financiando una parte muy importante de su gasto interno con cargo al ahorro exterior (cerca del 10% del PIB en los años anteriores a la crisis), el colapso del crédito en los mercados internacionales supuso un golpe especialmente duro, que se añadió al debilitamiento provocado por el final del *boom* de la construcción residencial. La simultaneidad de ambos procesos reforzó el ajuste de la economía, de forma que en escasos trimestres una parte de los desequilibrios generados se han absorbido, o están en camino de hacerlo.

En el ámbito de la construcción residencial, donde se habían acumulado una parte de esos desequilibrios, el proceso de reconducción y reajuste bajista ha sido especialmente intenso. Es cierto que, desde el punto de vista de la actividad y del empleo, esta severidad ha sido muy dañina para el sector y el conjunto de la actividad económica. Pero también conviene reconocer que sin la reabsorción de esos excesos difícilmente puede esperarse la emergencia de una nueva etapa de crecimiento sostenible. Por ello, la determinación de en qué punto se encuentra este proceso es de la máxima importancia, así como qué aspectos se han reconducido mejor y cuáles precisan, todavía, nuevos reajustes. En esta parte del documento se analiza, en primer lugar, la

reversión a la media, o su caída por debajo de ella, de las principales variables del mercado de la vivienda, que habían experimentado una fuerte expansión en la última década (1. *El avanzado proceso de ajuste en el mercado inmobiliario: actividad, empleo y crédito*). En el segundo y tercer apartado se profundiza en los dos elementos más problemáticos de los desajustes acumulados, y aquellos que más difícilmente se reconducirán en el futuro en algunos territorios. Por una parte, los excesos de oferta, con traducciones geográficas muy dispares (2. *Los desajustes en la oferta y las diferencias en su distribución territorial*), y, por otra parte, el elevado grado de endeudamiento familiar que la expansión deja, y cuya reducción precisará de un período de tiempo dilatado (3. *El endeudamiento de los hogares españoles y las dificultades de su reducción en el medio plazo*).

1. El avanzado proceso de ajuste en el mercado inmobiliario: actividad, empleo y crédito

La expansión del sector residencial en España en la década 1997-2007 supera ampliamente la experimentada en el período 1985-1992

El proceso de boom previo y el actual ajuste de la construcción residencial en España, encuentra en el período 1985-1992 ciertos paralelismos, tanto respecto del crecimiento del sector, su participación en el avance del PIB y del empleo, como del aumento del endeudamiento familiar. No obstante, la comparación de los resultados con los de la década 1997-2007 muestra que en la última fase expansiva de la construcción residencial todos sus indicadores superaron con creces el avance de la etapa anterior. En el ámbito de la ocupación, el crecimiento a finales de los ochenta significó un fuerte avance del empleo en el sector, por encima de sus valores medios de largo plazo, desde el mínimo histórico del 7,4% al 10,5%. Y el grado de endeudamiento de los hogares, la relación deuda/renta familiar, también experimentó un importante avance, desde el 74% en 1985 al 87% en 1992.

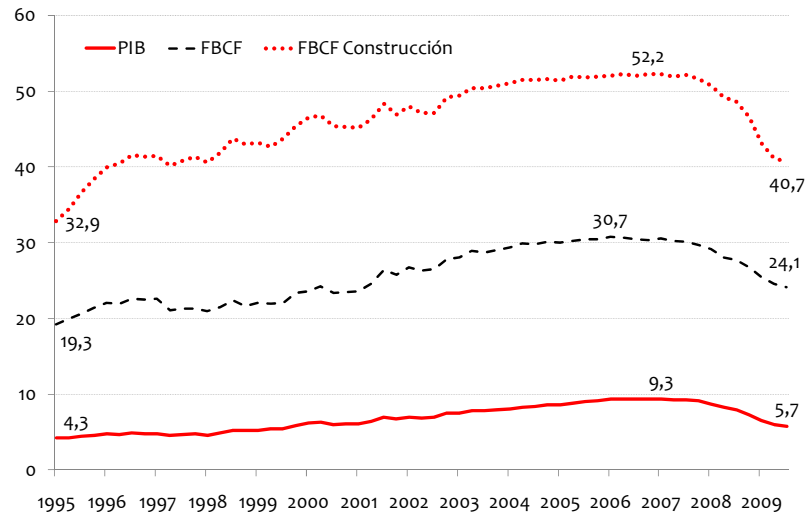
Fuerte reajuste en el peso de la construcción sobre el PIB (del 9,3% de 2007 al 5,7% en 2009), y contracción en el peso de la FBCF en construcción (del 52,4% al 40,7%)

La crisis de principios de los noventa supuso un reajuste en los niveles de producción y de empleo en la economía española, con efectos severos sobre el segmento de construcción residencial. A partir de entonces, la actividad constructora vinculada a la vivienda experimentó una considerable expansión, ganando protagonismo en la dinámica del conjunto de la economía. Desde mediados de los noventa hasta 2006, el sector de la construcción aumentó su peso de forma notable, pasando de

un 4,3% sobre el PIB al inicio de 1995 a un máximo del 9,3% en el primer trimestre de 2007, de un 19,3% del total de Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) a un 30,7% en el primer trimestre de 2006, y de un 32,9% sobre la FBCF en construcción hasta un 52,2% en el cuarto trimestre de 2006. El ajuste posterior del sector ha reducido estas ratios al 5,7%, 24,1% y 40,7% en el tercer trimestre de 2009, respectivamente, valores que sitúan la inversión en vivienda en niveles de finales de los noventa (panel A del gráfico 1).

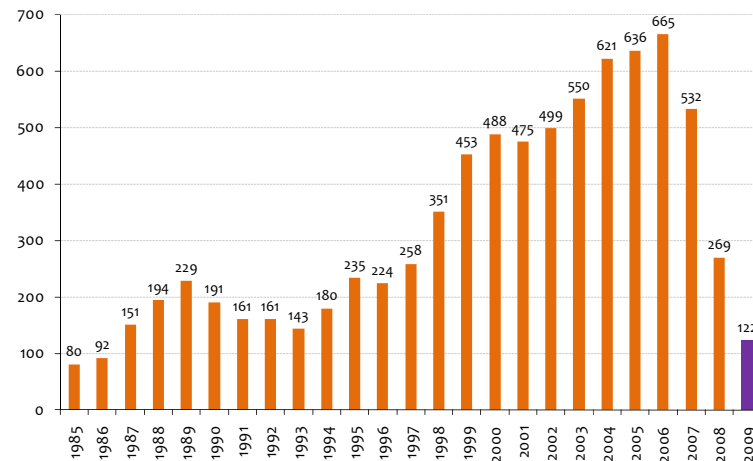
Gráfico 1. Indicadores de actividad del sector de la construcción y del subsector residencial

A. Peso de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) en vivienda
En porcentaje sobre el PIB, la FBCF total y la FBCF total en construcción



B. Viviendas libres iniciadas¹

Miles de unidades



¹2009: dato anualizado del primer semestre

Fuente: Caixa Catalunya a partir del INE y del Ministerio de la Vivienda

Corrección muy intensa en el número de viviendas libres iniciadas, desde las 665 mil de 2006 a las escasas 122 mil anualizadas en el primer semestre de 2009, una reducción del 85%,...

En el ámbito de la construcción residencial, el número de viviendas iniciadas, tras la crisis de principios de los noventa², comenzó a partir de mediados de la misma década una senda de continuado aumento, que situó la cifra en un máximo de 665 mil unidades en 2006, casi cinco veces más que en 1993 (panel B del gráfico 1). Como se ha indicado, ya antes de concluir este período de intensa expansión existía un consenso generalizado en torno a una futura corrección, iniciada a finales de 2006 y acelerada posteriormente, primero con el cambio de escenario financiero en 2007, después con el deterioro claro de las expectativas de crecimiento para 2008 y, finalmente, con la entrada de la economía en recesión a finales de ese mismo año. El resultado ha sido que el número de viviendas libres iniciadas se ha reducido drásticamente, un 20% en 2007 hasta 532 mil unidades, un 49% en 2008 hasta 269 mil y una caída adicional del 55% en 2009 sobre el dato anualizado del primer semestre, hasta las 122 mil, cifra claramente inferior a la de 1994, año de inicio de la expansión inmobiliaria. De esta forma, desde el máximo anual de 2006, la reducción acumulada en el número de viviendas libres iniciadas ha sido, ciertamente, excepcional, con una caída en torno al 85%.

...que refleja la fuerte caída de la demanda: reducción cercana al 58% de las transacciones entre 2006 y 2009, desde las 910 mil hasta 388 mil anualizadas del primer semestre

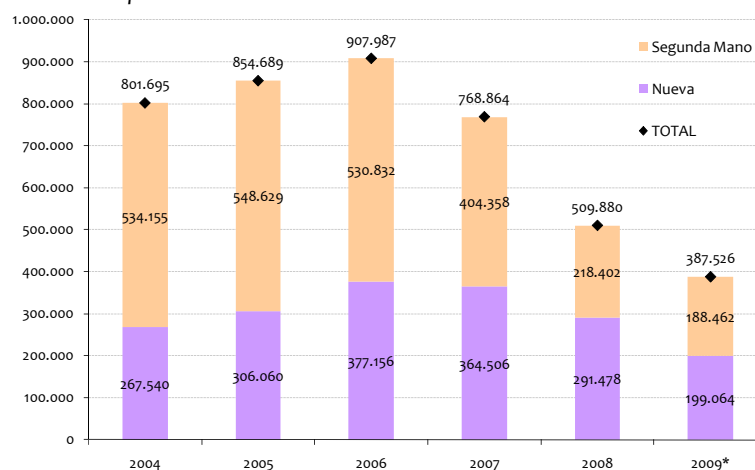
El deterioro de las expectativas de renta y empleo ha debilitado notablemente la demanda de viviendas a partir de 2007. Si se atiende al volumen de transacciones realizadas en el mercado inmobiliario³, se observa como después de alcanzar un máximo superior a 900 mil operaciones de compraventa de viviendas libres en 2006, en 2007 esta cifra se había reducido un 15,3% hasta algo menos de 770 mil. Este nivel ya era inferior al registrado en 2004, pero la corrección posterior ha sido mucho mayor, ya que en el conjunto de 2008 se produjo una contracción adicional del 33,7%, situando el número de transacciones de vivienda libre en poco más de 500 mil, un 56% de las realizadas en 2006. En el primer semestre de 2009 continuó esta tendencia y el valor anualizado se había reducido hasta 388 mil transacciones, un 24% por debajo de la cifra del conjunto de 2008. De forma acumulada hasta junio de 2009, las transacciones han caído un 57,3%, un total de 520 mil menos desde el máximo cercano a 910 mil en 2006 (gráfico 2).

² Las viviendas libres iniciadas experimentaron una caída del 38% entre 1989 y 1993, desde 229 mil a 143 mil unidades

³ Datos disponibles en el Ministerio de la Vivienda desde 2004.

Gráfico 2. Transacciones de vivienda libre

Número de operaciones



*Valor anualizado con datos del primer semestre

Fuente: Caixa Catalunya a partir del Ministerio de la Vivienda

El ajuste ha sido, sin embargo, dispar entre las viviendas libres nuevas y las de segunda mano, ya que, mientras las primeras retrocedieron en 2007 apenas un 3,4% y un 20,0% en 2008, las segundas ya habían descendido un 3,2% en 2006, cayendo después un 23,8% en 2007 y un 46,0% en 2008. El resultado fue que en 2008 las transacciones de vivienda libre nueva equivalían a un 77% de las operaciones de 2006, frente al 41% en el caso de las de segunda mano. Esta evolución divergente podría responder al hecho de que la demanda de vivienda nueva está más vinculada a zonas de expansión demográfica. Sin embargo, en el primer semestre de 2009, la tendencia se había modificado, ya que el valor anualizado se correspondía con una bajada del 32% en el caso de las nuevas y del 14% en las de segunda mano, lo que podría indicar la culminación en ambos segmentos del proceso de convergencia a niveles compatibles con una fase cíclica bien distinta a la de años anteriores. De esta forma, acumulando los cambios de los últimos tres años, desde 2006 al valor anualizado del primer semestre de 2009, las transacciones de viviendas libres nuevas han caído un 47,2% frente a una reducción del 64,5% de las de segunda mano.

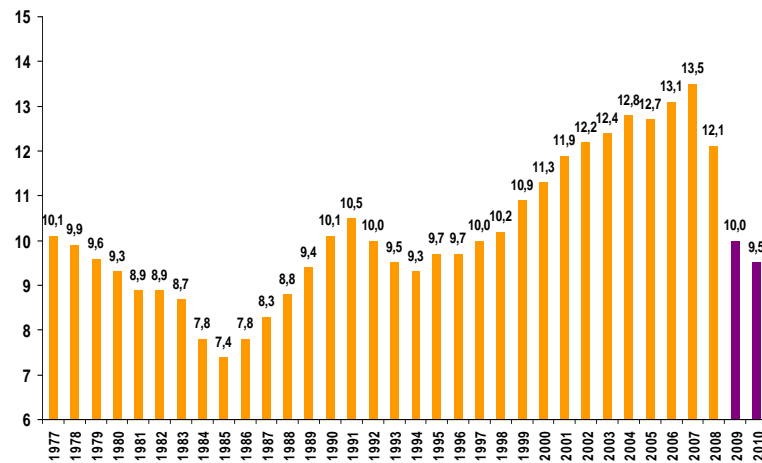
El empleo en la construcción pasará de representar un 13,5% en 2007 a un 9,5% en 2010, valor en torno al promedio histórico, pero lejos de los mínimos de la crisis de los ochenta (7,4% en 1986),...

Desde la óptica del empleo, el diagnóstico sobre la generación y corrección de excesos inmobiliarios es similar al efectuado para la actividad. La crisis de principios de los noventa supuso un choque negativo para la construcción, dada la intensidad de mano de obra en el sector. Si se toma como referencia el porcentaje de ocupados sobre el total de la economía, éste aumentó intensamente desde el mínimo del

7,4% de 1986 al 10,5% de 1991. A partir de ahí, la corrección generada por la crisis resituó este valor en el 9,3% en 1994. La expansión posterior supuso un incremento de esta ratio hasta niveles máximos del 13,5% en 2007, lo que suponía 4,2 puntos por encima del promedio 1977-2000, que podría considerarse el valor de largo plazo.

Gráfico 3. Ocupación en la construcción¹

Porcentaje sobre el total de ocupados



¹ Previsión Caixa Catalunya para 2009-2010

Fuente: Caixa Catalunya a partir del INE

...con una pérdida acumulada de 923 mil puestos de trabajo en la construcción desde el tercer trimestre de 2007, un 33% de sus efectivos

La corrección hacia estos niveles de largo plazo, analizada en otras ocasiones en las publicaciones de Caixa Catalunya⁴, suponía un ajuste de aproximadamente un millón de ocupados. El cuarto trimestre de 2007 fue el primero en registrar una caída de empleo en la construcción y, a partir de entonces, y hasta el tercer trimestre de 2009, se ha acumulado una destrucción de 923 mil puestos de trabajo, una cifra ya muy próxima al ajuste anticipado y un 33% de los efectivos existentes al inicio del proceso. La ratio de empleo sobre el total ya se redujo en 2008 hasta el 12,1%, 1,4 puntos menos que en 2007 y niveles similares a los de 2002. En el tercer trimestre de 2009 este peso ya había caído hasta el 9,8% y se espera que continúe este ajuste, situando la proporción de la construcción en el 9,5% en el conjunto de 2010 y en el 9,4% en el cuarto trimestre del mismo año, cuando se habrían perdido casi un millón de empleos en el sector.

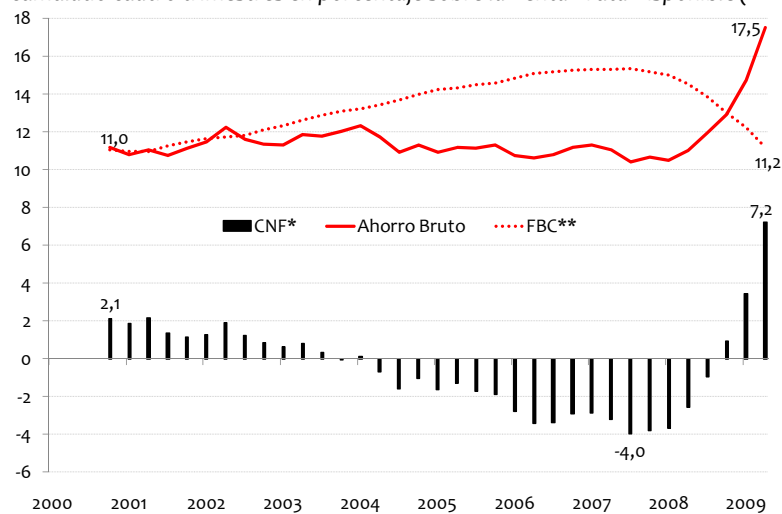
⁴ Por ejemplo en “El efecto sobre el mercado laboral español del ajuste en la construcción” en el Informe sobre la Coyuntura Económica número 122 (septiembre de 2008) y en “El ajuste de oferta de construcción residencial y su impacto en el mercado de trabajo: un análisis por provincias” en el Informe sobre la Coyuntura Económica número 123 (noviembre de 2008)

Fuerte corrección del desequilibrio en las cuentas de los hogares: de una necesidad de financiación del 4,0% de su renta disponible en el tercer trimestre de 2007 a una capacidad neta de ahorro del 7,2% en el segundo trimestre de 2009

Un tercer ámbito en el que mercado inmobiliario muestra un grado avanzado de ajuste es el de la financiación. Este aspecto es necesario ligarlo con la acumulación de desequilibrios en las cuentas del sector privado, que registró en la actual década un aumento considerable en sus necesidades de financiación, ampliándolas en el caso de las empresas e invirtiendo la tradicional posición superavitaria de los hogares. Con relación a éstos, en 2000 todavía mostraban una capacidad de financiación del 2,1% de su Renta Bruta Disponible (RBD), con un nivel de ahorro bruto y de inversión (en vivienda) equivalente al 11,0% de esta magnitud⁵. Esta situación se mantuvo relativamente estable en 2001 y 2002, pero a partir de 2003 el ahorro y la inversión de las familias comienzan sendas divergentes, con una lenta caída en el primer caso, hasta un mínimo del 10,4% de la RBD en el tercer trimestre de 2007, y un notable impulso en el segundo caso, hasta un máximo del 15,4% de la RBD en el mismo período.

Gráfico 4. Capacidad (+)/Necesidad (-) de financiación (CNF) de los Hogares¹

Acumulado cuatro trimestres en porcentaje sobre la Renta Bruta Disponible (RBD)



¹ Incluye Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH)

*CNF=Ahorro Bruto+Transferencias de Capital (netas)-Formación Bruta de Capital-Adquisición Neta de Activos No Financieros No Producidos

**FBC=Formación Bruta de Capital

Fuente: Caixa Catalunya a partir del INE

El resultado fue un cambio en los saldos financieros de los hogares, desde el 2,1% de capacidad neta de ahorro en 2000 a un déficit del 4,0% (una variación negativa de 6,1 puntos de la RBD). Con un nuevo escenario económico y financiero a partir de entonces, caracterizado por

⁵ Para calcular la capacidad o necesidad de financiación de un sector económico, a la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital hay que sumarle las transferencias de capital netas recibidas y restarle las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos.

una notable incertidumbre vinculada sobre todo al mercado laboral, el ajuste ha elevado el ahorro bruto hasta el 17,5% de la RBD en el período anual que finaliza en el segundo trimestre de 2009 (una cifra ciertamente histórica), al tiempo que se ha reducido la inversión familiar, hasta el 11,2%, recuperando así una capacidad de financiación del 7,2% de la RBD (gráfico 4). Cabe destacar que la corrección en curso refleja una muy rápida, e intensa, reversión a la tradicional posición acreedora de las familias españolas. Dicho de otra forma, lo excepcional ha sido el comportamiento de unos hogares que, por vez primera, habían pasado de ser oferentes netos de fondos, a demandarlos de forma creciente. Y ello por el proceso que había venido operando desde finales de los noventa: caída en la tasa de ahorro y aumento en la de inversión.

Vinculado a la evolución de los desequilibrios financieros del sector privado, el crédito destinado a hogares para la adquisición de una vivienda y el dirigido a empresas de construcción e inmobiliarias, creció de forma muy significativa durante la fase expansiva previa a la actual crisis. En el último trimestre de 1994, el volumen de crédito total concedido a empresas y hogares ascendía a 273 mil millones de euros, de los que un 8,5% se correspondía con la financiación de actividades de construcción, un 4,3% en el caso de las inmobiliarias y un 23,4% para la compra de un inmueble residencial por parte de hogares. Tomando el período de 10 años que se extiende desde el inicio del *boom* en 1998 a la crisis, los aumentos en el total del crédito concedido para actividades vinculadas a la construcción han superado, con creces, los avances nominales del PIB.

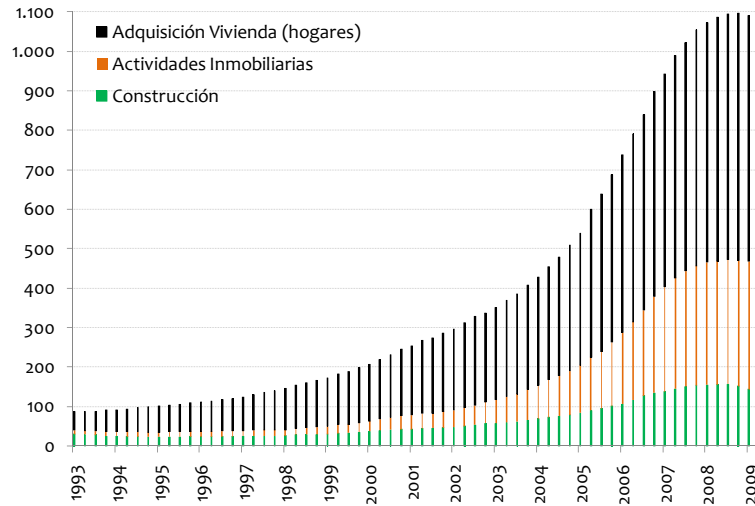
El stock de crédito vinculado a la construcción y a actividades inmobiliarias de empresas y hogares ha pasado de 165 mil millones de euros en 1998 (un 32% del PIB) a más de un billón a partir de 2007 (un 100% del PIB)

En 1998, el crédito total a las empresas de la construcción e inmobiliarias ascendía a 48 mil millones de euros, en torno a un 9% del PIB nominal de aquel año. A este valor, habría que añadir los 117 mil millones destinados a la compra de vivienda (o a su rehabilitación) por parte de los hogares. En total, la suma del crédito concedido a empresas vinculadas a la construcción y a los hogares para actividades inmobiliarias se situó en 165 mil millones de euros, aproximadamente un tercio del PIB de 1998. Diez años más tarde (a finales de 2008), esta cifra había aumentado hasta los 1,1 billones, algo más de un 100% del PIB de 2008, con un total de 470 mil millones concedido a las empresas de la construcción e inmobiliarias

(un aumento de casi diez veces el valor inicial) y de 626 mil millones para los hogares (5,3 veces más que en 1998).

Gráfico 5. Stock de crédito vinculado al mercado inmobiliario y al sector de la construcción

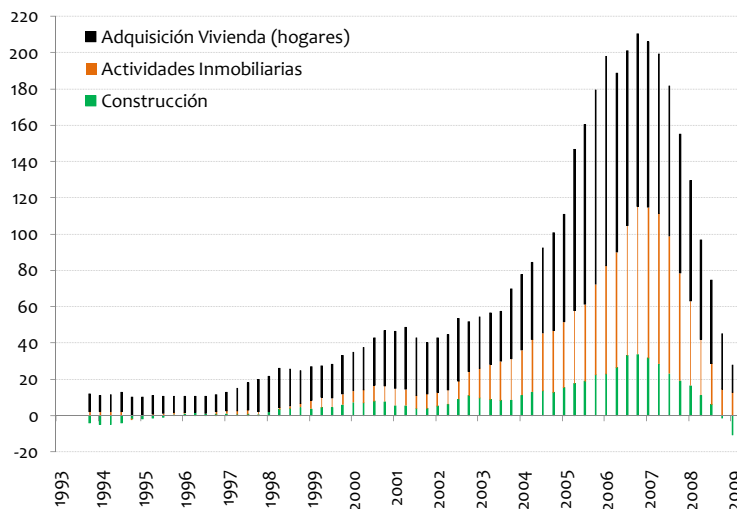
Miles de millones de euros



Fuente: Caixa Catalunya a partir del Banco de España

Gráfico 6. Nuevo crédito neto vinculado al mercado inmobiliario

Variación interanual del stock en miles de millones de euros



Fuente: Caixa Catalunya a partir del Banco de España

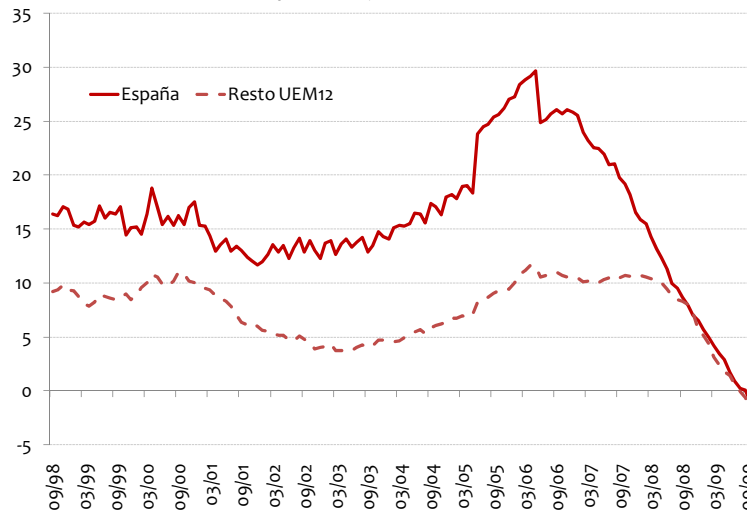
Intensa reducción de la nueva financiación a estos segmentos, de 210 mil millones en 2006 a 44 mil en 2008 y un saldo nulo en 2009

En términos de financiación, 2006 puede considerarse como el punto culminante del ciclo expansivo del mercado residencial. Entonces, el nuevo crédito neto al sector privado alcanzó un máximo histórico de 306 mil millones de euros, de los que un 11,0% se dirigió a financiar actividades de construcción, un 26,8% actividades inmobiliarias y un 31,0% se destinó a la compra de vivienda por parte de los hogares. Es decir, cerca de un 70% del total de nuevo crédito dirigido a empresas y familias

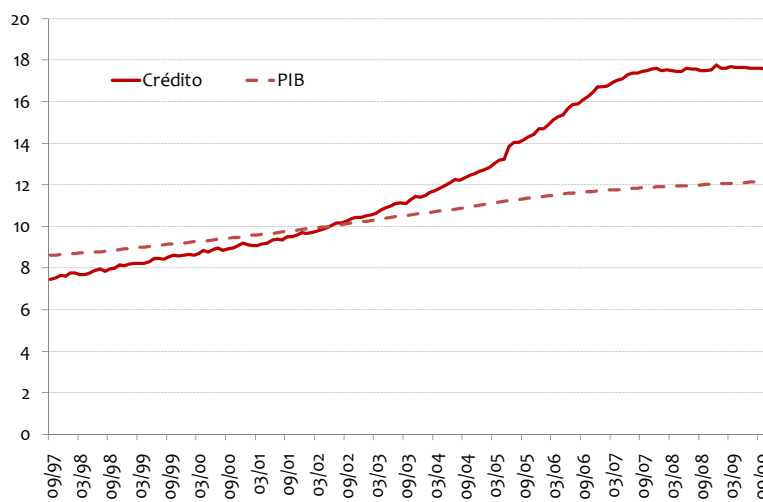
estuvo vinculado al mercado inmobiliario residencial (210 mil millones de euros). A partir de 2007 se inicia un cambio de tendencia, que reduce esta cantidad a 150 mil millones ese año y a 44 mil millones en 2008, incluida una reducción de stock en el caso de la financiación del sector de la construcción. Esta evolución ha tenido continuidad en el primer semestre de 2009, aunque la caída en el saldo conjunto de estas partidas está siendo lenta.

Gráfico 7. La expansión del crédito en España en el contexto del área del euro*

A. Crecimiento interanual en porcentaje



B. Peso sobre el total del crédito concedido en el área del euro



*12 países

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE

La fuerte expansión del crédito registrada entre 1998 y 2008 ha sido posible por la incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria (UEM). De todas formas, el intenso aumento de las necesidades de financiación de la economía también había alcanzado límites difíciles de mantener, al situarse los últimos años de la fase

expansiva en el entorno del 10% del PIB. La consecuencia ha sido que el peso del crédito concedido en España al sector privado respecto del total de la UEM no ha dejado de aumentar (panel B del gráfico 7), reflejando en gran medida los diferenciales de crecimiento respecto al resto del área del euro. Así, el ritmo medio de avance del crédito total en España entre 2000 y mediados de 2008 (panel A del gráfico 7) se situó en un elevado 18%, casi triplicando el avance del 7% del resto de economías (UEM menos España).

Fuerte reversión del intenso ritmo de avance del crédito en España hacia valores medios en el área del euro: de los cerca de 20 puntos porcentuales de diferencia a finales de 2006 a la convergencia desde verano de 2009, con caídas interanuales en octubre del 1,1% en España y del 1,6% en el resto del área

Sin embargo, desde los máximos de avance alcanzados en 2006 (cuando el crédito total creció más de un 25% en España, frente a valores en torno al 10% en el resto del área del euro), el proceso de convergencia hacia los valores de aumento de la UEM ha sido especialmente rápido. Así, en abril de 2008 la diferencia entre los ritmos interanuales de avance de ambas magnitudes era ya muy inferior (un 13,2% frente a un 10,2%) y, con la agudización de la crisis financiera internacional, las variaciones actuales son muy similares (una caída del 1,1% y del 1,6% en octubre de 2009, respectivamente).

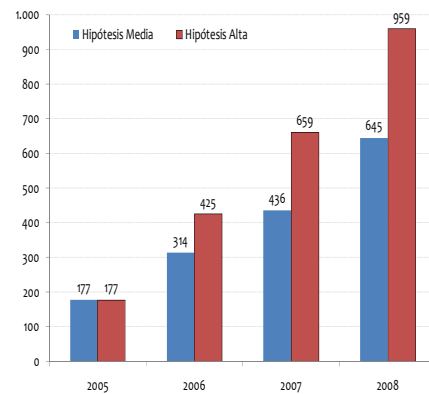
En síntesis, los fuertes ritmos de avance de las principales magnitudes expresivas de la dinámica del mercado inmobiliario, propias de la fase expansiva previa a la crisis, han dejado paso a contracciones severas. Éstas hay que interpretarlas como parte del inevitable proceso de ajuste de unas variables que, en la mayoría de los casos, habían estado aumentando muy por encima de valores sostenibles en el largo plazo. Esto es especialmente cierto en el caso del elevado peso de la ocupación en el sector de la construcción (con el mencionado millón de puestos de trabajo excedentarios), en la nueva oferta de viviendas libres y, en especial, en los intensos ritmos de crecimiento del crédito para hogares y empresas de la construcción e inmobiliarias.

2. Los desajustes en la oferta y las diferencias en su distribución territorial

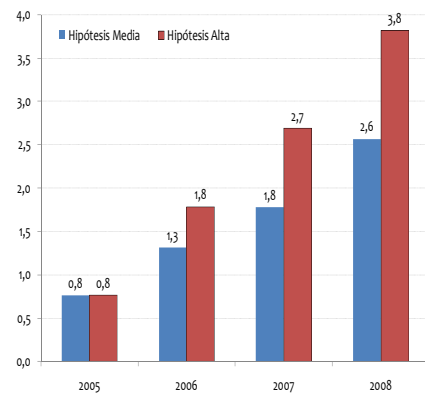
El proceso de ajuste en la actividad, empleo y financiación está muy avanzado, tal y como se ha visto en el apartado anterior. Sin embargo, ello no supone que algunos de los excesos de la fase expansiva, como el fuerte aumento en la oferta de nuevas viviendas, se hayan absorbido. Dadas las características propias del proceso de producción de una vivienda, que se prolonga durante 15-21 meses, el brusco cambio en la demanda ha provocado un importante proceso de acumulación de stock de viviendas sin vender. La cifra estimada a finales de 2008 se sitúa entre las 645 mil unidades de la hipótesis media⁶, un 2,6% del parque total, y las 959 mil de la hipótesis alta, un 3,8%.

Gráfico 8. Estimación del stock de vivienda sin vender

A. Miles de unidades



B. Porcentaje del parque de viviendas



Fuente: Caixa Catalunya

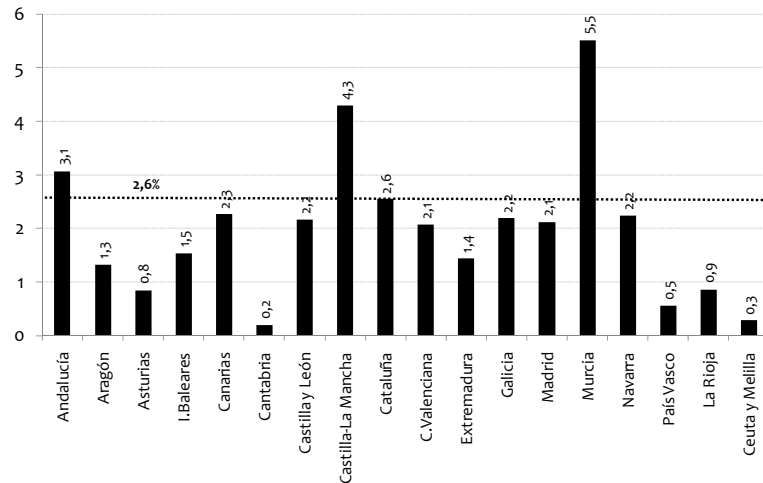
El stock de viviendas pendientes de venta se situaba en 2008 en el 2,6% del parque, con diferencias regionales notables: con Murcia (5,5%), Castilla-La Mancha (4,3%), y Andalucía (3,1%) con los valores más elevados

La cifra agregada esconde, no obstante, importantes diferencias territoriales en la acumulación de excesos de oferta, que se presentan a continuación referidos a las estimaciones de la hipótesis media. Por Comunidades Autónomas (CC.AA.), las que presentan los valores más elevados son la Región de Murcia (5,5%), Castilla-La Mancha (4,3%) y Andalucía (3,1%), por encima del conjunto de España. En el promedio está Cataluña y ligeramente por debajo están las Islas Canarias (2,3%), Navarra, Galicia (2,2%), Castilla y León (2,2%), la Comunidad Valenciana (2,1%) y la Comunidad de Madrid (2,1%). Finalmente, en valores significativamente más reducidos que la media nacional, se sitúan las Islas Baleares (1,5%), Extremadura (1,4%), Aragón (1,3%), La Rioja (0,9%), Asturias (0,8%), País

⁶ Cifra similar a la estimada por el Ministerio de la Vivienda en el "Estudio sobre el stock de viviendas, a 31 de diciembre de 2008" (junio de 2009).

Vasco (0,5%), las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla (0,3%) y Cantabria (0,2%).

Gráfico 9. Estimación del stock de vivienda sin vender por CC.AA. en 2008*
En porcentaje del parque



*La línea discontinua se refiere al dato nacional agregado

Fuente: Caixa Catalunya

Las provincias con mayor volumen de viviendas pendientes de venta con relación al total del parque son Toledo, Tarragona, Almería, Murcia, Segovia y Guadalajara

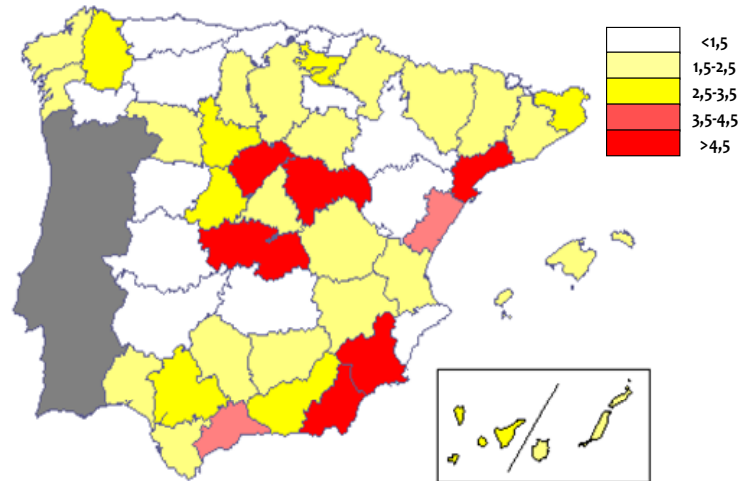
Estas diferencias regionales se amplían cuando la aproximación geográfica se desagrega más. El mapa adjunto muestra la distribución provincial de las viviendas pendientes de venta en relación al parque existente en 2008. Las que muestran un mayor porcentaje son Toledo (8,6%), Tarragona (5,6%), Almería (5,6%), Murcia (5,5%), Segovia (5,4%), Guadalajara (4,7%), Málaga (4,4%) y Castellón. De forma más moderada, pero también por encima del promedio nacional, quedan Lugo, Ávila, Girona, Tenerife, Valladolid, Granada y Álava. Sin embargo, la gran mayoría de provincias, 33 de las 50, presentan una ratio inferior al promedio nacional, 19 con valores entre el 1,5% y el 2,6% y las 14 restantes con cifras inferiores al 1,5%. Entre las provincias con menores ratios se identifican las cinco más pobladas: Sevilla (2,6%), Valencia (2,1%), Madrid (2,1%), Barcelona (1,8%) y Alicante (1,3%).

Las razones de esta distribución territorial de los excesos acumulados de viviendas sin vender son diversas. En el ámbito de la costa del Mediterráneo, los factores de demanda de segunda residencia parecen ser los más relevantes, mientras que en algunas provincias del interior de España, como Toledo, Segovia y Guadalajara, parece obedecer a movimientos poblacionales desde Madrid. En otros ámbitos, como Lugo o Álava, por ejemplo, puede tratarse de movimientos de población

que han sido sobreestimados en la fase final del ciclo y que han dejado, como legado, una situación de stock excesivo. Estas reflexiones son relevantes ya que apuntan a que la acumulación de oferta pendiente de venta está muy concentrada territorialmente, de forma que, dentro de cada provincia, pueden encontrarse áreas o municipios con situaciones muy dispares.

Mapa 1. Estimación del stock de vivienda sin vender por provincias (2008)

En porcentaje del parque



Fuente: Caixa Catalunya

Dos ejemplos de ellos son Cataluña y la Comunidad de Madrid. En el primer caso, el rango de estimación por agrupaciones comarcales oscila entre un mínimo del 1,6% en aquellas comarcas que definen el ámbito metropolitano de Barcelona y un máximo del 9,0% en el conjunto de más al sur de Cataluña, las denominadas Tierras del Ebro (que integran las comarcas alrededor del Ebro) en Tarragona, mientras que la diferenciación por municipios muestra en su máxima expresión la heterogeneidad del mercado de la vivienda. Los resultados indican que el conjunto de los de tamaño medio son los que presentan mayor exceso de oferta (un 5,1% los de 2.000 a 5.000 habitantes, un 4,2% los de 5.000-10.000 y un 3,7% los de 10.000-20.000), factor vinculado a expectativas de expansión demográfica desde los principales núcleos de población. Por el contrario, los municipios de menor dimensión y los de mayor tamaño muestran ratios sobre el parque total más reducidas, como el 0,6% de Barcelona capital. En el caso de la Comunidad de Madrid, por el contrario, el análisis municipal muestra como el valor regional inferior a la media española se explica por los municipios de mayor población, Madrid capital, Móstoles, Alcalá de Henares, Fuenlabrada y Alcorcón, que

presentan ratios de stock de vivienda pendientes de venta entre el 1% y el 2% del parque total.

Esta dispersión de realidades entronca con las diferencias en los procesos de ajuste de los precios, como se verá en el último bloque del estudio, y señala como en algunos lugares los excesos se absorben con más rapidez, lo que permite la vuelta a incrementos de la demanda y del propio valor de la vivienda

3. El endeudamiento de los hogares españoles y las dificultades de su reducción en el medio plazo

Dado el fuerte ajuste que ha tenido lugar en el mercado de la vivienda y la existencia de ámbitos espaciales en los que el exceso de oferta es considerable, es imprescindible evaluar los elementos que pueden facilitar la reactivación de la demanda y la reabsorción del stock pendiente de venta. Algunos de ellos se analizan en los apartados siguientes (los relativos a las perspectivas de la demanda, la evolución de la accesibilidad y el ajuste de los precios), mientras que aquí se revisa otra de las herencias del *boom* con efectos de largo alcance sobre la demanda de los hogares. Se trata del endeudamiento familiar, que, como se ha puesto de manifiesto al resumir en el punto primero de este trabajo los ajustes en curso, continúa situado en valores muy elevados. Además, la reducción de los precios asociada al cambio de fase cíclica está suponiendo un aumento en el número de familias con una deuda hipotecaria superior al valor de tasación. En caso de que uno de estos hogares quiera modificar su residencia deberá cubrir esa diferencia, restando rotación al parque de segunda mano. En síntesis, este apartado pretende situar, en el tiempo y en relación con otros países, el nivel de endeudamiento familiar. Además, posteriormente se simulan escenarios razonables de reducción de la ratio deuda/renta familiar, que sugieren que este proceso de “desapalancamiento” de las familias españolas va a ser lento y dilatado.

El punto de partida de este análisis debe ser, necesariamente, la comparación con episodios anteriores similares en la economía española. Los dos paneles del gráfico 10 reproducen la trayectoria de la ratio de endeudamiento familiar en las dos fases alcistas del mercado inmobiliario

por las que ha transitado la economía española desde mediados de los años setenta: la fase expansiva de la segunda mitad de los ochenta y de primeros de los noventa, y la que se inició a mediados de esa misma década y que se ha prolongado hasta finales de 2007. El panel A muestra el detalle anual de esta ratio y, como puede apreciarse, la expansión iniciada en 1985-1986 comportó, ciertamente, un incremento de la misma, desde valores en el entorno de 73-74% en los primeros dos años a otros por encima o alrededor del 85% desde 1989. Es decir, una ganancia significativa, de diez-doce puntos porcentuales, en el momento máximo del ciclo expansivo anterior.

El aumento del endeudamiento familiar en esta expansión supera ampliamente el experimentado en la fase alcista de los ochenta y primeros años de los noventa: el máximo del 87% en 1992 contrasta con el 137% en 2007,...

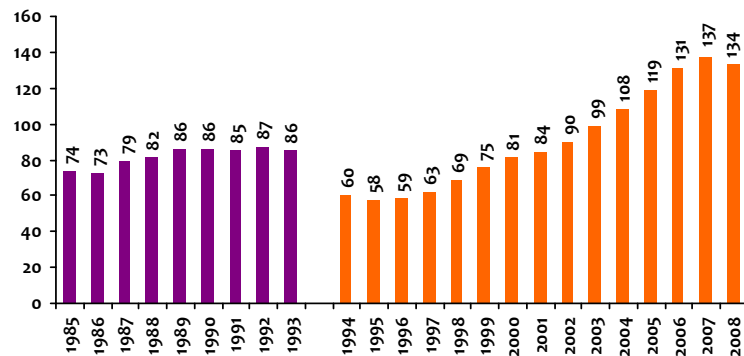
A partir del inicio de la última expansión a mediados de los noventa, el proceso de creciente endeudamiento bruto de los hogares españoles ha sido muy intenso, de forma que de valores mínimos cercanos al 60% de la renta disponible en los primeros años de la recuperación, se pasó a cerca del 80% a principios de siglo y a casi el 140% en 2007. El aumento del endeudamiento sobre la renta de los hogares no es un proceso negativo en sí mismo, ya que está asociado en su estadio inicial con la eliminación de restricciones financieras y, posteriormente, con mejoras estructurales, como la reducción del tipo de interés o el aumento de la renta permanente.

Sin embargo, la caída de los tipos de interés durante la actual década, y el aumento de la renta permanente a ellos vinculada, aparecen ahora como un fenómeno temporal, que provocó decisiones de gasto de largo alcance. Además, en un nuevo equilibrio existe también una referencia de deuda por encima de la cual existen riesgos de solvencia relevantes, por lo que una expansión indefinida sobre la renta no es sostenible. Y esto es más notorio cuando, como ahora, no sólo el momento del ciclo es bajo sino que el crecimiento potencial de las economías, también la española, ha quedado mermado en el medio plazo por efecto de la crisis.

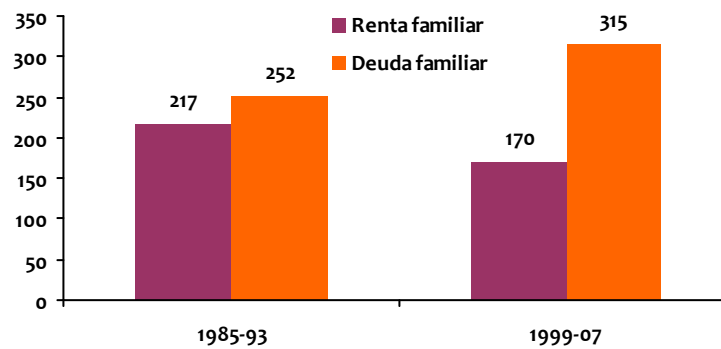
En suma, agregando el crecimiento acumulado de la renta nominal y de la deuda bruta de los hogares en las dos fases consideradas, el contraste es, ciertamente, muy acusado. En el período 1985-1993, la renta aumentó un 217% en términos nominales, frente al 170% de los años 1999-2007. Por el contrario, la deuda bruta creció un 252% en la expansión de los ochenta y un 315% en la más reciente.

Gráfico 10. Un crecimiento del endeudamiento de los hogares españoles muy superior al de la fase expansiva anterior*

A. En porcentaje sobre la Renta Familiar Bruta Disponible (RFBD)



B. Crecimiento acumulado en porcentaje de la renta y de la deuda familiar



*El salto en 1994 se corresponde con un cambio metodológico

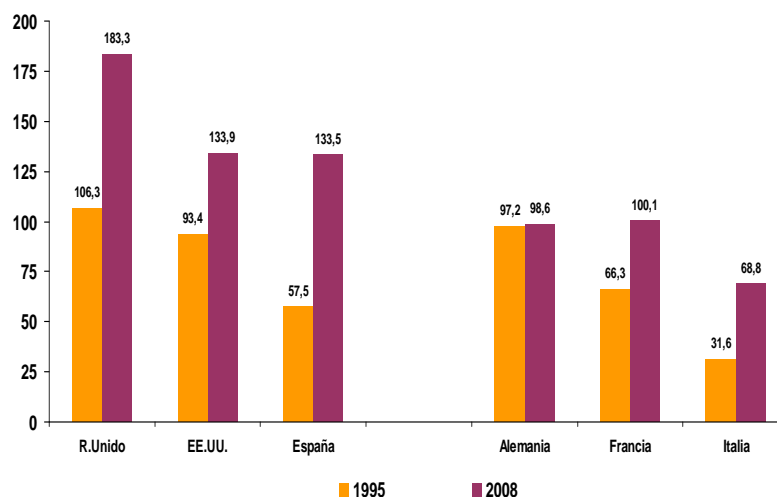
Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de las Cuentas Financieras del Banco de España (diversas ediciones)

Este fuerte aumento del endeudamiento de los hogares españoles desde mediados de los noventa ha seguido un patrón parecido, en especial, al que han experimentado países anglosajones como el Reino Unido y los EE.UU. Y aunque la disponibilidad de crédito que generó la constitución del área del euro y el proceso de liberalización financiera de los noventa se encuentra tras esta fuerte expansión, otros factores, estrictamente domésticos, tienen que haber operado en esa misma línea. Entre ellos, seguro que ha jugado un papel no menor un mercado inmobiliario destinado, básicamente, a la compra de vivienda, con un segmento relativamente menor destinado al alquiler (sólo cerca del 15% de los hogares españoles se encuentran en esta situación, frente a valores muy superiores en Alemania o Francia, por ejemplo). También debió jugar un notable impacto el proceso de brusca, e importante, caída de los tipos de interés hipotecarios en España, que se habían situado en valores de dos dígitos hasta 1996. Finalmente, el proceso de liberalización financiera en España y la especial intensidad de la

competencia entre instituciones, han favorecido también la expansión de la deuda de los hogares.

Gráfico 11. La deuda de las familias españolas en el contexto internacional

En porcentaje de la Renta Familiar Bruta Disponible (RFBD)



*2007 para Italia

Fuente: OCDE, Banco de España e INE

... al tiempo que España ha convergido en los últimos años al nivel de endeudamiento de las familias de los Estados Unidos, superando el 130% de la renta, por encima del 100% de países como Alemania y Francia

Sean cuales fueren las razones últimas de ese crecimiento, hay que destacar que la considerable expansión de la deuda familiar, sobre todo hipotecaria, presenta una evolución similar a la registrada en países anglosajones, y supera ampliamente a otras grandes economías europeas. En 1995 la ratio sobre renta bruta disponible no alcanzaba el 60%, frente a cifras por encima del 90% en los EE.UU. y Alemania y del 100% en el Reino Unido. En 2008, el valor para España había aumentado más de 50 puntos porcentuales, situándose por encima del 130%, referencia similar a la de EE.UU. y muy por encima de las de Alemania y Francia, en torno al 100%, e Italia, ligeramente por debajo del 70%. Entre los países analizados, Reino Unido se consolidó como la economía con una mayor ratio, ampliándolo hasta superar el 180%, casi el doble de la renta disponible de los hogares británicos.

En el escenario central, la ratio de deuda de las familias sólo se habrá reducido a finales de la próxima década hasta los niveles de 2005

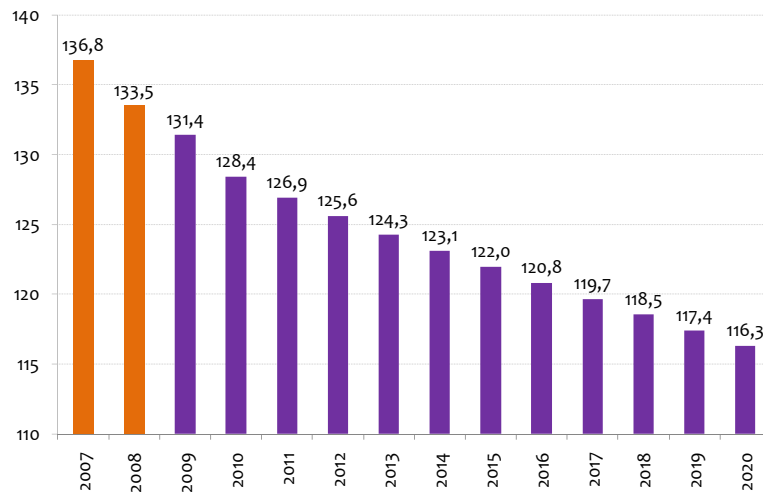
La importancia de estos valores tan elevados de deuda familiar dista de ser menor. Y ello porque en cualquier simulación razonable de la evolución previsible de deuda y renta, el descenso de estos valores tan elevados es muy lento. Desde este punto de vista, la corrección del endeudamiento de las familias será más lenta de lo observado en otras variables del mercado inmobiliario, ya que se anticipa una pausada transición en próximos años. En este contexto de previsible moderación

en el aumento de los ingresos de las familias, la ratio de endeudamiento sólo se moderará ligeramente. El escenario central contempla para 2009 un estancamiento de la renta familiar media y una contracción cercana al 2% de la deuda, mientras que en 2010 debería iniciarse una senda más favorable en ambas variables, aunque en los dos casos los ritmos serán moderados durante un buen número de ejercicios. La velocidad de cruceo podría alcanzarse en 2014-2015, momento a partir del cual la renta familiar media recuperaría niveles en torno al 6% y el endeudamiento del 5%. Bajo estas condiciones, al final de la próxima década se habrá conseguido reducir la ratio en 18/20 puntos porcentuales con relación al nivel máximo de 2007, hasta niveles sólo de 2005 (panel A del gráfico 12).

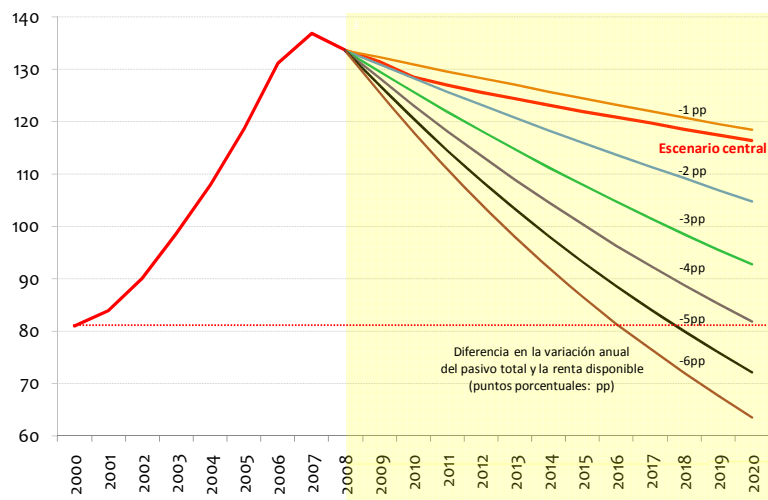
Gráfico 12. Previsiones de deuda bruta de los hogares en España¹

En porcentaje de la renta familiar bruta disponible

A. Escenario central hasta 2020



B. Escenarios alternativos hasta 2020



¹Previsiones Caixa Catalunya a partir de 2009

Fuente: Caixa Catalunya

Una idea de la dificultad de reducir el nivel de “apalancamiento” de las familias se obtiene al considerar un escenario de nulo aumento de la deuda de forma permanente (panel B del gráfico 12). En este contexto, ligado a una situación de relativo estancamiento del consumo de bienes duraderos y de inversión en vivienda, la renta de las familias debería crecer a un ritmo anual superior al 4% para recuperar en 2020 una ratio de endeudamiento similar a la de principios de la década. Desde otro punto de vista, si la renta de las familias creciera como en 2000-2008, un 6,8% en promedio anual, escenario poco factible al menos en el próximo quinquenio, el pasivo total de los hogares no podría aumentar más de un 2% anual. Esta hipótesis sería compatible sólo con una senda de consumo e inversión muy suave durante mucho tiempo. Por ello, el escenario más probable estaría más cerca de que la brecha con relación a los niveles de endeudamiento de 2000 no se cierre en la próxima década.

B. La demanda de vivienda en el medio plazo y las condiciones de accesibilidad

Los apartados del punto anterior han puesto de relieve hasta qué punto parte de los desajustes provocados por el boom inmobiliario han sido ya corregidos. Éste es, ciertamente, el caso de las magnitudes directamente vinculadas a la actividad del ejercicio, es decir, a magnitudes flujo como inversión en inmuebles o nueva financiación. No obstante, de las consideradas variables de stock, que reflejan la acumulación de los ejercicios pasados, sólo el mercado de trabajo ha experimentado en términos generales una brusca adaptación a las nuevas condiciones. En cambio, la oferta de nueva vivienda ha quedado parcialmente “embalsada” en algunos territorios, y la ratio de endeudamiento familiar inicia una lenta y prolongada disminución.

En síntesis, el punto de partida de la recuperación del sector inmobiliario ofrece grados de ajuste diferenciados, muy notables en la actividad y la inversión de los hogares, con una elevada heterogeneidad geográfica en la asimilación de los stocks existentes y de lenta digestión de la herencia de deuda recibida. Así, esta segunda parte del trabajo se orienta a explorar las perspectivas de la demanda en el medio plazo y, sobre todo, el papel que en su recuperación juega la mejora de las condiciones de accesibilidad de las familias a la compra de una vivienda. Por ello, el apartado cuarto del documento, que sigue a continuación, ofrece algunas claves demográficas de interés para evaluar los elementos fundamentales de progresión de la demanda de viviendas (*4. La demanda de vivienda en el medio plazo: algunas reflexiones sobre la demografía y otras variables*), mientras que el posterior se dedica a analizar, con cierto detalle, la evolución de la accesibilidad en la actual década, tanto por decilas de ingreso familiar como por regiones, destacando la mejoría reciente por la caída de precios y reducción de los tipos de interés (*5. Evolución de la accesibilidad en la actual década*). Las conclusiones que pueden extraerse de ambos ejercicios sugieren que, en los próximos años, en un contexto demográfico de menor presión y con unos avances de renta potenciales menos intensos también (con efectos sobre la demanda de segunda residencia), el elemento más relevante que puede permitir aflorar la demanda potencial es el relativo a la mejora de la accesibilidad. Y ello es más importante todavía en el escenario analizado

anteriormente, de unos hogares con un nivel de endeudamiento relativamente elevado, y cuyo “desapalancamiento” va a ser, también, lento.

4. La demanda de vivienda en el medio plazo: algunas reflexiones sobre la demografía y otras variables

Aumento muy importante en el total de hogares en la actual década: de una media anual de 144 mil entre 1977 y 1995 a 418 mil entre 2000 y 2008, con una elevada contribución de la inmigración, un 50% del total de nuevos hogares

Junto a la evolución de la renta, la riqueza y las variables financieras, otro de los elementos que ha condicionado la fuerte expansión del mercado inmobiliario en España ha sido el de los cambios demográficos que España ha experimentado desde finales de la pasada década. Este proceso refleja la caída tendencial del número de personas por hogar, por motivos vinculados al aumento de la esperanza de vida y a cambios en las condiciones sociales, así como la entrada de las últimas cohortes de los denominados *baby boomers*, elementos a los que hay que sumar el importante factor de la inmigración⁷. Así, mientras que entre mediados de los años setenta y noventa, la media de nuevos hogares que generaba la sociedad española se situaba en 144 mil por año (panel A del gráfico 13), a partir de finales de la pasada década y, especialmente, entre 2002 y 2006, el choque inmigratorio provocó una verdadera explosión del total de nuevas familias, alcanzando una media anual de 418 mil en el período 2000-2008⁸.

Este salto de escala, prácticamente multiplicando por tres el valor de referencia de los años anteriores, refleja, ciertamente, tanto la incorporación de nueva inmigración como, muy particularmente también, la llegada a la edad de formar nuevos hogares de una buena parte de la importante generación de *baby boomers* (aquella parte de esta cohorte nacida entre 1965 y 1975). La importancia de la inmigración en este proceso de intensa expansión de la base demográfica de la demanda de vivienda se detalla en el panel B del gráfico 13, en el que se reproduce el peso de aquellos nuevos hogares inmigrantes sobre el total. Tomando valores medios del período 2000-2008, la inmigración habría

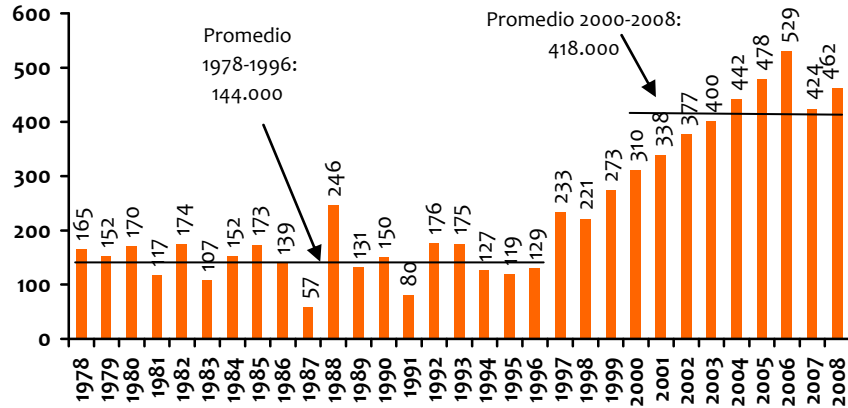
⁷ En todo lo que sigue, una persona es inmigrante si ha nacido fuera de España, tenga o no la nacionalidad española. Por su parte, los hogares inmigrantes se definen como aquellos en los que la persona de referencia no ha nacido en España.

⁸ La media de 418 mil hogares por año parece un valor muy ajustado a lo que realmente ha sucedido, incluso teniendo en cuenta que la EPA puede haber sobrevalorado la generación de nuevos hogares inmigrantes.

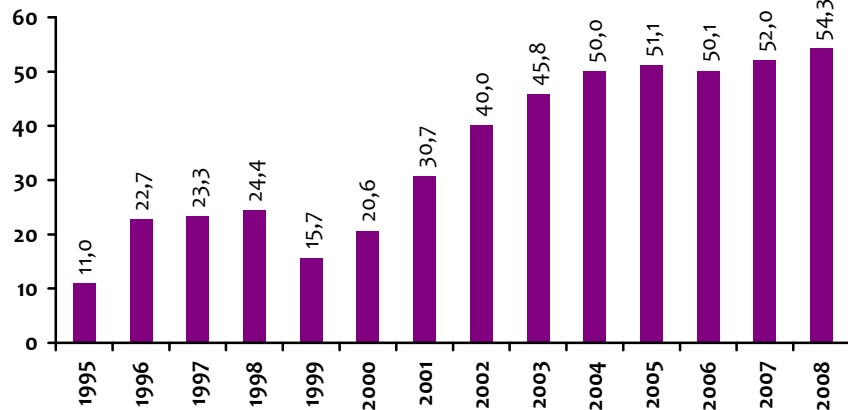
contribuido con cerca del 50% de los nuevos hogares creados: un total de 1,8 millones, de las cerca de 3,7 millones de nuevas familias.

Gráfico 13. Nuevos hogares en España 1978-2008

A. Miles de hogares por año



B. El peso de la inmigración en los nuevos hogares



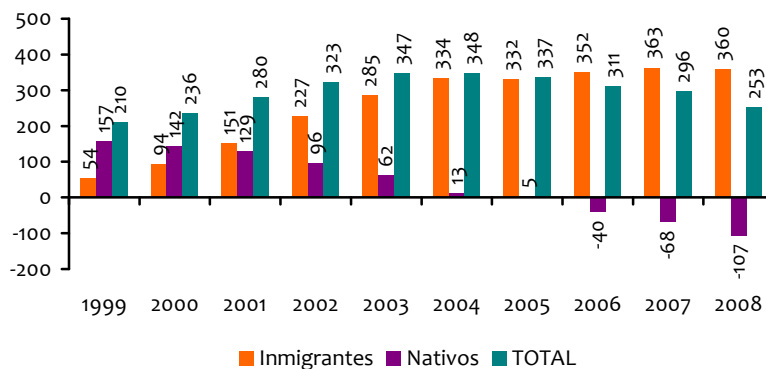
Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE

La irrupción de la crisis y su importante impacto en el mercado de trabajo han alterado substancialmente el comportamiento de la inmigración, aunque esos efectos no han comenzado a percibirse más que a partir de 2009. En efecto, tomando como indicador de las nuevas entradas de inmigrantes los cambios experimentados por la población extranjera de 16 y más años (aquella potencialmente activa), el volumen de ésta se ha mantenido relativamente estable en los tres primeros trimestres de 2009, alcanzando incluso una salida neta de población extranjera en el último.

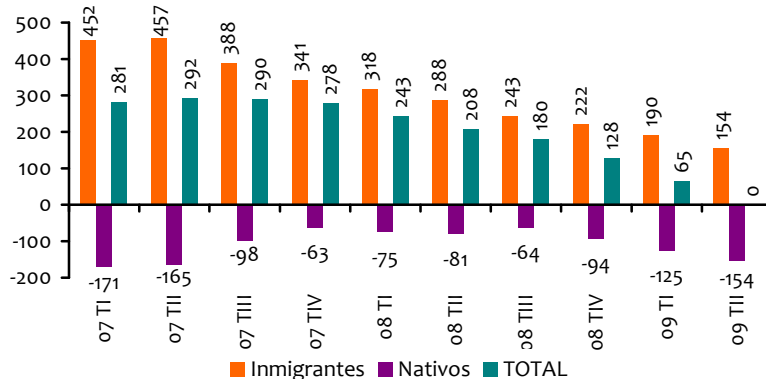
Tras los máximos de 2004-2006, con cerca de 350 mil nuevos individuos de 25 a 44 años por año, ha comenzado a reducirse y ya en 2008 el avance había sido de sólo 250 mil personas, por la fuerte caída de los efectivos nativos,...

Dado el muy importante papel que ha tenido la inmigración en el crecimiento de la población y del total de hogares en los últimos años, y en las circunstancias que pueden preverse, todo apunta a que el ritmo de avance de la población, y de los hogares, se va a contener en España de forma intensa en los próximos años, por la inevitable frenada de la inmigración que ya se ha puesto de relieve en 2009 y la pérdida de efectivos de 25 a 44 años nativos. El gráfico 14 muestra los resultados de los dos últimos años. Justo antes del inicio de la crisis, el volumen de nuevos individuos inmigrantes de 25 a 44 años que se incorporaban anualmente a la población española estaba estabilizado, tomando medias móviles trianuales para evitar el efecto de errores de muestreo, en el entorno de los 350/400 mil personas a partir de 2004, tras unos primeros años de la década con una marcada tendencia ascendente (panel A del gráfico 14).

Gráfico 14. La variación de los efectivos de 25 a 44 años en el período 1999-2009
A. Medias móviles de tres años. 1999-2008



B. Detalle trimestral de la variación interanual. 2007-2009



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE

Por su parte, los nativos mostraban la conocida tendencia decreciente, de forma que habrían pasado de añadir del orden de 100 mil efectivos anuales a las cohortes de 25 a 44 años en los primeros años de

la actual década a restar una cifra similar en 2008. En conjunto, pues, el total de nuevos individuos en edades de formación de nuevos hogares que se incorporaban a esta franja de edad, ha disminuido desde los cerca de 350 mil en los años centrales de la década a 250 mil en 2008, reflejando la fuerte caída de los efectivos nativos. Así pues, una característica muy relevante de lo que ha sucedido con la inmigración es que, al menos hasta finales de 2008, su evolución no ha reflejado el creciente deterioro del mercado de trabajo español.

...a lo que hay que sumar el menor incremento, a partir del tercer trimestre de 2007, de los inmigrantes de 25 a 44 años: desde cerca de 450 mil en la primera mitad de 2007 a unos 150 mil en el segundo trimestre de 2009

En cambio, cuando de las medias móviles anuales se pasa a los datos trimestrales (más volátiles, cierto, pero también más indicativos de la tendencia reciente), a la caída de los efectivos nativos se suma la del colectivo de los inmigrantes (panel B del gráfico 14). En efecto, los no nacidos en España, con edades comprendidas entre los 25 y los 44 años, comienzan a presentar variaciones interanuales más moderadas a partir del tercer trimestre de 2007, de forma que de la media próxima a los 450 mil nuevos individuos en los seis primeros meses de 2007 se pasa a 150 mil en el segundo trimestre de 2009, una reducción de 300 mil. Sumada a la caída de los efectivos nativos en esas edades (en el entono de los 100 mil en todo el período), el resultado es una brusca disminución de los efectivos de 25 a 44 años, desde los cerca de 300 mil en los primeros trimestres de 2007 a variaciones muy próximas a cero en la primera mitad de 2009.

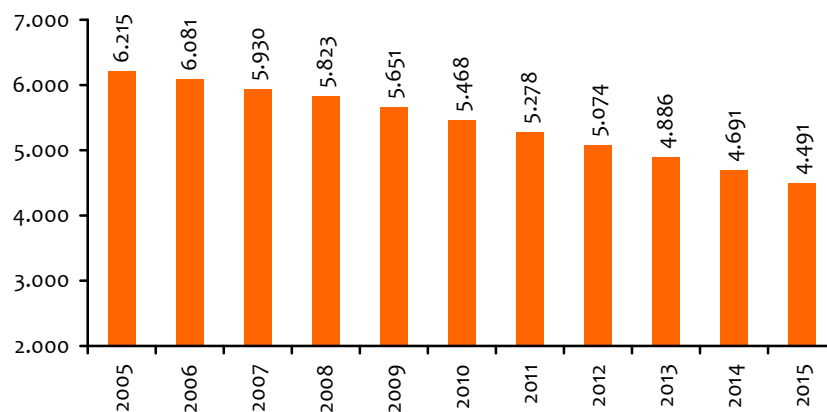
Con esta importante reducción de los flujos de inmigración en esas edades, y la caída absoluta de los nativos, ¿qué futuro cabe esperar a la formación de nuevos hogares? Ciertamente es que su número depende no sólo del volumen de nuevos efectivos en edad de formar familias, sino de otros elementos demográficos (como el alargamiento de la esperanza de vida, que amplía por la parte superior de la pirámide poblacional el número de hogares), así como por modificaciones en el comportamiento (mayor número de personas que viven solas, creciente peso de las familias monoparentales,...). Lógicamente, estos hogares potenciales, por efecto de la demografía, se harán efectivos si las condiciones del mercado de trabajo permiten la emancipación de los jóvenes u otros comportamientos que implican reducción en el tamaño del hogar y, por ello, reducción de las economías de escala que la formación de una familia implica. Además, y aunque una vez la economía recupere un

cierto crecimiento y la demanda de trabajo inmigrante vuelva a recuperarse, siquiera sea parcialmente, ahora es ciertamente difícil anticipar el momento y la intensidad de ese proceso⁹.

Gráfico 15. La prevista reducción de los efectivos de 25 a 34 años. 2008-2015

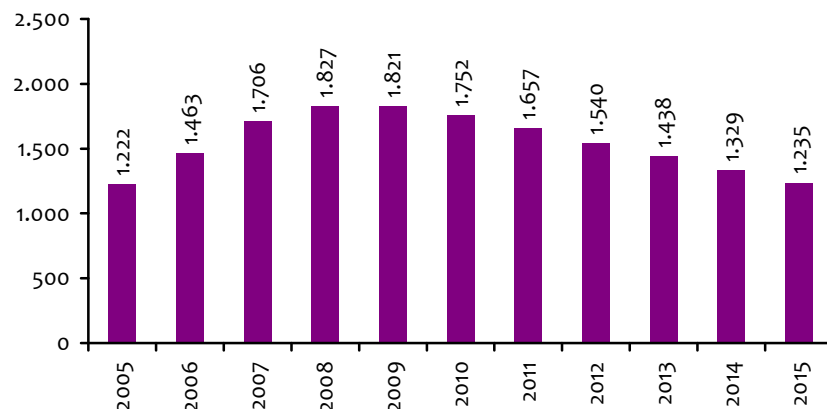
A. Población nativa

En miles de personas



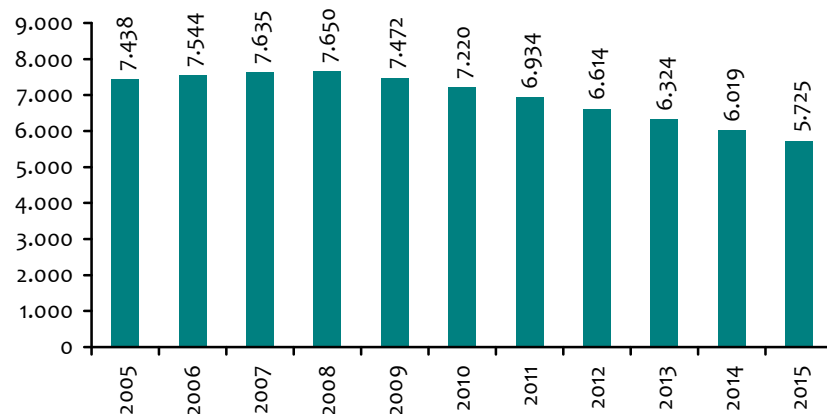
B. Población inmigrante

En miles de personas



C. Población total

En miles de personas



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE

⁹ La existencia de amplios colectivos de parados con baja cualificación en la situación actual es perfectamente compatible con una demanda de cualificaciones elevadas que no encuentren la oferta adecuada, una vez la economía recupere su senda potencial de crecimiento.

La población nativa entre 25 y 34 años se reducirá desde los 5,8 millones de 2008 a los 4,7 de 2015

Por ello, puede situarse el suelo de la población potencial en edad de generar nuevos hogares a partir de simular el mantenimiento de la existente en 2008, de forma que la inmigración ni añada ni reste efectivos. Desplazando estrictamente la población existente en 2008 y aplicando tasas de mortalidad por edad y sexo promedio de los últimos veinte años, se anticipa una reducción de las cohortes nativas con mayor propensión a formar hogares, aquellas con edades entre los 25 y los 34 años, consecuencia del agotamiento de los efectos del *baby-boom*, y, también de los de los inmigrantes (derivada del supuesto conservador de cero entradas). Así, de los 5,8 millones de personas nativas en la franja de edad de 25-34 años registrado en 2008, se espera que esta cifra se reduzca hasta los aproximadamente 4,5 millones de personas en 2015 (panel A del gráfico 15).

Igualmente, el movimiento puramente demográfico de la inmigración (la sustitución de la cohorte de 25 a 34 años por las de menor edad) genera, también, una disminución en este colectivo, desde los 1,8 millones de 2008 a 1,2 millones en 2015 (panel B del gráfico 15), una reducción de 600 mil personas. Es cierto que cabe esperar que, una vez el mercado de trabajo se recupere, la inmigración debería tomar un nuevo impulso, como más abajo se comenta, pero, en términos estrictamente demográficos y sin ninguna entrada (ni salida) de población inmigrante, la dinámica de los próximos años del colectivo de 25 a 34 años está determinado por la estructura demográfica hoy existente.

En ausencia de modificaciones por entradas o salidas de población inmigrante, aquella entre 25 y 34 años se reducirá desde los 7,7 millones de 2008 a los 5,7 de 2015,...

Globalmente, la transición demográfica española, incluso con la aportación que ha generado la inmigración, es más que relevante: de los 7,7 millones de personas entre los 25 y los 34 años en 2008 a los 5,7 millones en 2015, una caída de 2 millones.

A partir de esta base demográfica se establece una simulación conservadora del crecimiento potencial de hogares en España (considerando que ni entra ni sale inmigración), que es la que recoge el gráfico 16, que se obtiene aplicando a la población total existente en España en el primer semestre de 2009 las correspondientes tasas de jefe de hogar (porcentaje de la población de una edad que es persona de referencia).

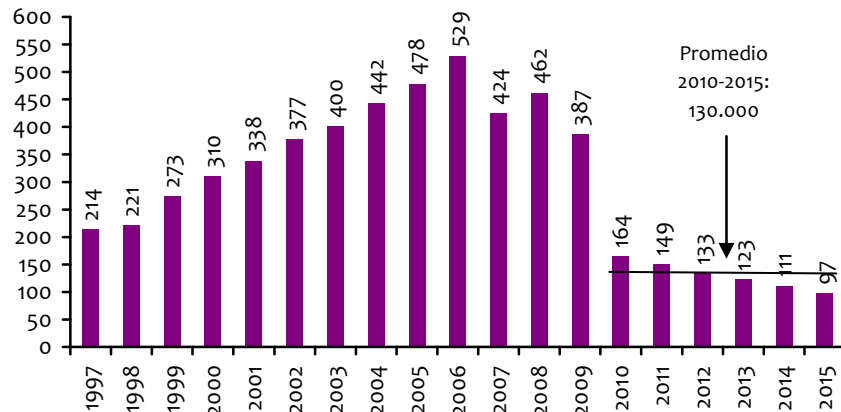
...aunque el número de hogares continuará progresando a una tasa anual de 130 mil entre 2010 y 2015

La simulación base (considerando una entrada nula de nueva inmigración) implica una generación de nuevos hogares situada en el entorno de los 130 mil en media anual para el próximo quinquenio. Cabe destacar que esta simulación, y la siguiente, en la que se incluye la entrada de un cierto contingente inmigratorio, no considera los cambios sociales o en las condiciones de salud que puedan operarse en los próximos años, y sólo incluye la tasa de formación de hogares por edades de la población nativa e inmigrante.

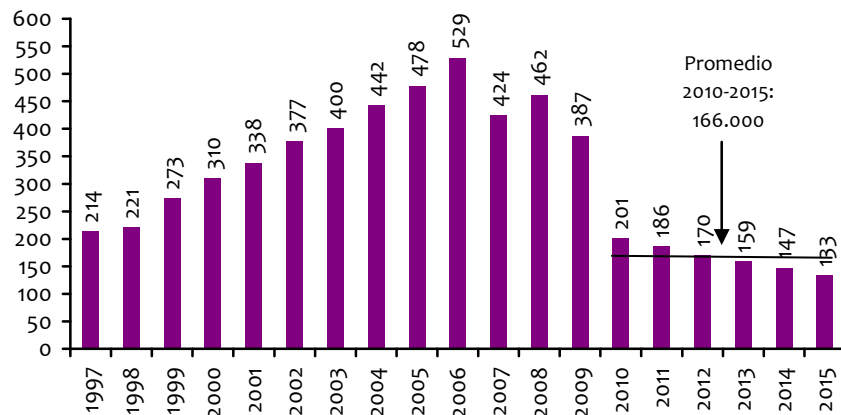
Gráfico 16. Nuevos hogares por año

En miles

A. Sin entradas ni salidas de inmigración



B. Con entradas de inmigración (a partir de las proyecciones del INE)



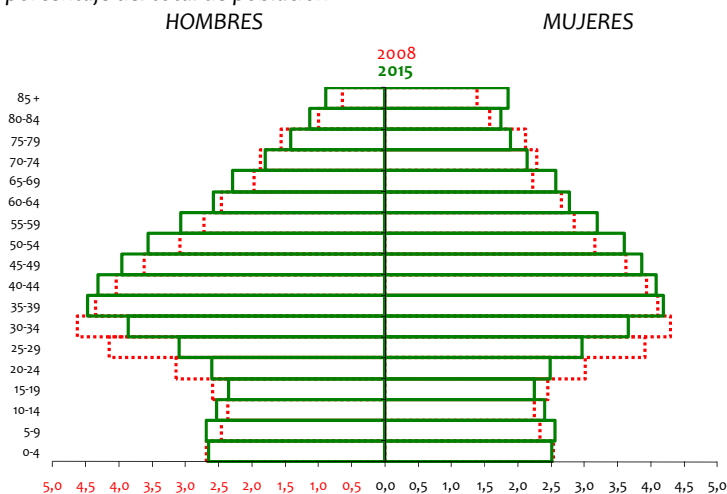
Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE

Un escenario alternativo, más optimista en cuanto a la cantidad de nuevos hogares que se incorporan, sería el que incluye nuevas entradas de inmigración. Y aunque es cierto que en los nueve primeros meses de 2009 la nueva mano de obra inmigrante prácticamente no ha aumentado, lo cierto es que la comparación entre la pirámide de población actual y la prevista para 2015 pone de relieve la demanda

latente de mano de obra extranjera en nuestra economía durante los próximos años (gráfico 17). Si se quiere recuperar un crecimiento razonable y sostenible del PIB, o bien se aumenta la tasa de actividad y ocupación de forma continuada, o bien se mejoran los niveles de productividad, o bien se incrementa el flujo de entrada de inmigrantes. Y aunque cabe esperar aumentos de la productividad en los próximos años, en parte consecuencia del menor avance de actividades como la construcción, lo cierto es que, incluso en un escenario de crecimiento bajo, la demanda de mano de obra de la inmigración se reactivará, en especial para las cualificaciones medias y medias altas y en los colectivos más jóvenes.

Gráfico 17. Pirámide de población en 2008 y 2015*

En porcentaje del total de población



*Previsión 2015 de Caixa Catalunya

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE

Incluyendo unas entradas de inmigración decrecientes (horizonte del INE), se elevarían los nuevos hogares del próximo quinquenio a un promedio de 166 mil

Este escenario alternativo, más realista, es el que se ofrece en el panel B del gráfico 16, estimado calculando las tasas de formación de hogares a partir de las proyecciones del INE de nueva población inmigrante. Tomando en cuenta estas entradas, el total anual de nuevos hogares para el próximo quinquenio se elevaría a 166 mil.

Por tanto, en los próximos años, hasta 2015, cabe esperar una demanda media de nueva vivienda por factores estrictamente demográficos situada cerca de 170 mil unidades por año, de las que más de un 75% (130 mil) corresponderían a hogares cuya persona de referencia es nativa y el resto con el cabeza de familia inmigrante. En síntesis, la demanda acumulada de nueva vivienda principal entre 2010 y

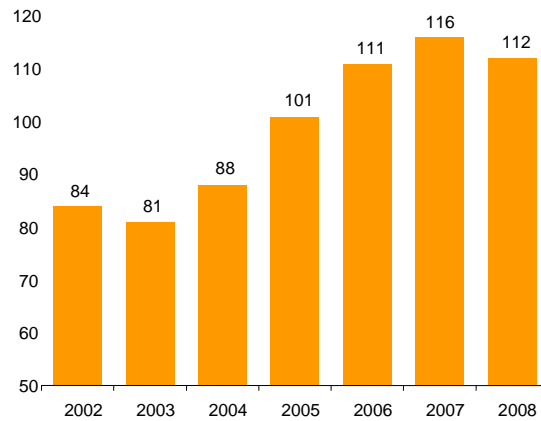
2015 aproximadamente debería situarse en el entorno de las 850 mil, siempre que las condiciones de accesibilidad lo permitan.

Al margen de la demanda de vivienda principal, existen otros segmentos de demanda potencial no marginales en el mercado residencial español. Son los vinculados a la vivienda secundaria, tanto de nacionales como extranjeros. En el primer caso, el soporte procede del acceso progresivo de la generación del *baby-boom* a edades más elevadas, y con ingresos, por tanto, también más altos. El hecho de que el volumen de población sea en estas nuevas cohortes superior al precedente debería evitar correcciones muy significativas respecto a la fase expansiva previa a la crisis.

Gráfico 18. Indicadores de demanda de vivienda secundaria en España

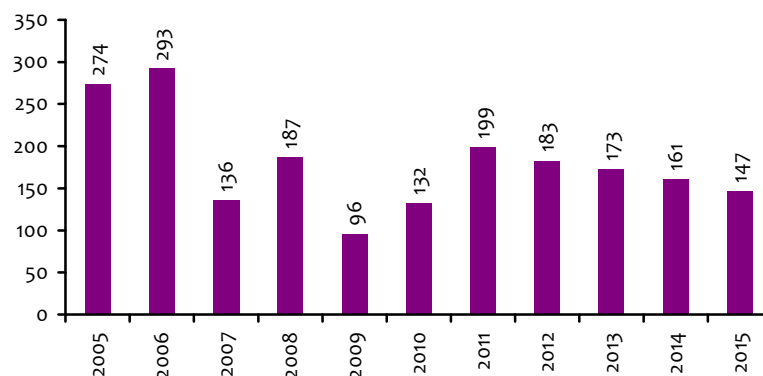
A. Variación anual del parque de segunda residencia

Miles de viviendas



B. Hogares cuya persona de referencia tiene entre 40 y 55 años en España

En miles

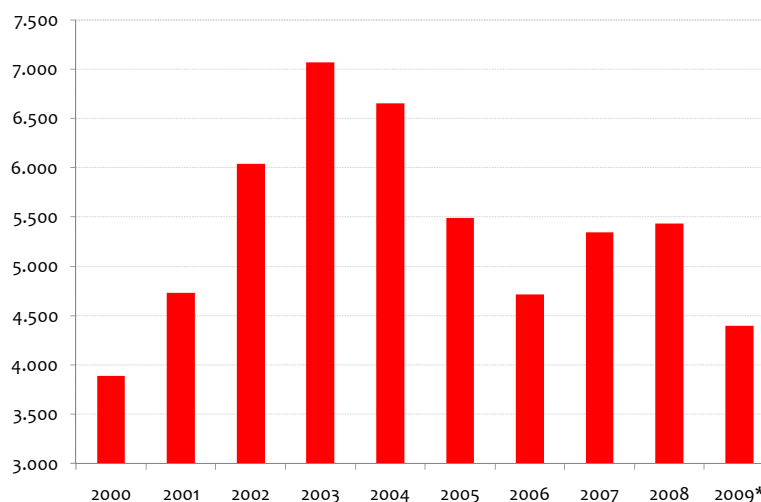


Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE

La importancia de la segunda residencia como fuente potencial de nueva demanda inmobiliaria no es menor. El panel A del gráfico 18 muestra los cambios en el stock de viviendas secundarias¹⁰, y su valor, en el entorno de las 100 mil nuevas viviendas anuales en el cuatrienio 2004-2008 es indicativo del potencial que tiene esta demanda. Y ello, en especial, en un contexto demográfico en el que los hogares cuya persona de referencia tiene entre los 40 y los 54 años (los candidatos naturales de esta demanda) no dejarán de aumentar en los próximos años. En efecto, la ratio de nueva segunda residencia sobre hogares con persona de referencia entre 40 y 54 años se había situado cerca del 60% entre 2002 y 2008. Una estimación conservadora de esta demanda podría situarse en el 20/25% de esos hogares para los próximos años, lo que añadiría unas 40 mil nuevas viviendas a la demanda de la principal antes analizada.

Gráfico 19. Entrada de inversión extranjera directa en inmuebles

Acumulado 12 meses en millones de euros



*Acumulado hasta junio de 2009

Fuente: Caixa Catalunya a partir del Ministerio de Vivienda y del Banco de España

En el caso de la inversión extranjera directa en inmuebles, a pesar de la caída experimentada desde los máximos de 2003, cuando ascendió a 7 mil millones de euros, ha mantenido un nivel similar e incluso superior al registrado en los primeros años de la década. Esto es indicativo de que el mercado español continúa conservando su atractivo, especialmente en un contexto de acelerado envejecimiento de la población en Europa, aumentando así la demanda potencial de personas que abandonan la vida laboral en los países de nuestro entorno. Considerando la hipótesis

¹⁰ Estimación de la demanda de segunda residencia manteniendo el peso de estas viviendas sobre el total de las "no principales" del Censo de 2001 del Ministerio de la Vivienda.

que sobre el total de inversión extranjera en inmuebles un 50-70% se destina a la compra de vivienda residencial, y estimando el total de entradas en el entorno de los 5 mil millones de euros anuales para la próxima década, ello implica (a precios medios de España y para viviendas en el entorno de los 100 metros cuadrados), unas 15 mil nuevas viviendas al año.

La demanda potencial de nueva vivienda, por factores demográficos y segunda residencia, se sitúa en las 220 mil viviendas por año en el horizonte 2015

En resumen, a pesar de la dureza del ajuste inmobiliario en curso, y del proceso todavía pendiente, el mercado residencial en España presenta una demanda potencial relativamente elevada, situada en el entorno de las 166 mil viviendas por año para la residencia principal, a las que podrían sumarse del orden de 40 mil para segunda residencia y del orden de 15 mil para la inversión extranjera. Un total, pues, en el entorno de las 220 mil viviendas por año. Lógicamente, esta cifra, por un lado, está muy directamente relacionada con la recuperación en curso de la accesibilidad, y, por otro lado, de registrarse un ritmo más elevado de inmigración o de crecimiento de la renta, se correspondería con el mínimo del próximo quinquenio.

5. Evolución de la accesibilidad en la actual década

El deterioro de la accesibilidad a la compra de una vivienda ha sido otro de los factores característicos de la última fase expansiva. En esta evolución ha tenido un papel predominante el comportamiento alcista de los precios, sólo parcialmente compensado por la caída de los costes financieros y el crecimiento de la renta. Por ello, este apartado está dedicado a los cambios en la accesibilidad de las familias a una vivienda en los últimos años, centrando la atención primero en los factores condicionantes de la misma y, posteriormente, definiendo y analizando la evolución de algunas medidas de esta variable. Los resultados y las proyecciones son el punto de partida para dibujar, junto al análisis del exceso de oferta y del elevado endeudamiento de los hogares, el escenario de ajuste de precios durante el cambio de fase cíclica.

Cabe destacar en este punto que cualquier medida de accesibilidad es, por definición, un ejercicio teórico, que no puede tomar en consideración un conjunto de factores excesivamente amplio. En

especial, en las páginas que siguen no se ha considerado la existencia previa de capital inmobiliario como fuente de financiación de una nueva vivienda. Ello constituye un supuesto especialmente restrictivo para un mercado, como el español, en el que un importante número de hogares son propietarios de la vivienda en la que residen habitualmente (el 82% de las familias españolas se encuentran en esta situación, según datos de la Encuesta de Condiciones de Vida del INE para 2008). Además, una proporción significativa de los hogares españoles no sólo son propietarios de su vivienda sino que la tienen pagada en su totalidad. Tampoco se pueden incluir en el análisis los activos financieros de los hogares, que pueden cubrir total o parcialmente la compra de una nueva vivienda con cargo al patrimonio.

Lamentablemente, España no dispone de estimaciones de distribución de la renta y de la riqueza por decilas o territorios. Por ello, el ejercicio que se presenta más adelante contempla únicamente la accesibilidad vinculada al crédito, es decir, la evolución conjunta de la renta de los hogares, de los tipos de interés, de los períodos de amortización y, en especial, del precio de la vivienda. Y aunque esta definición de accesibilidad es, ciertamente, muy restrictiva, su evolución permite capturar el fenómeno que se ha producido, *ceteris paribus*, en la última década y el cambio de tendencia reciente.

5.1. Factores condicionantes de la accesibilidad de los hogares a la vivienda

La accesibilidad a la vivienda, como se ha indicado, puede definirse como la capacidad de una unidad familiar para adquirir la propiedad de un inmueble residencial mediante sus recursos de renta o/y riqueza. Las variables que condicionan esta situación para un hogar concreto son, por tanto, la generación de un flujo de ingresos periódico, definido aquí por la renta familiar bruta anual media, el stock de riqueza financiera disponible, el precio de la vivienda y las condiciones de financiación que se aplican al préstamo solicitado, que comprenden tanto el porcentaje del valor de tasación que se concede (denominado en inglés *Loan-To-Value* y abreviado de aquí en adelante LTV), como el plazo y el tipo de interés. Respecto a la evolución reciente de este conjunto de variables se considera un horizonte temporal que comprende los años

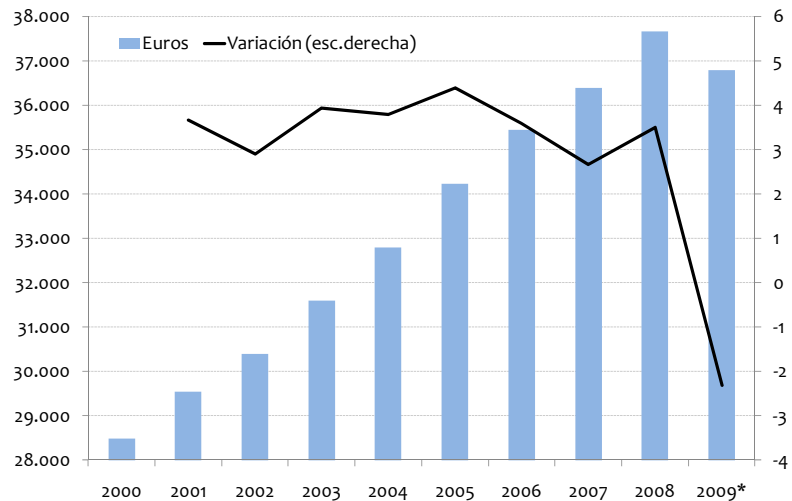
transcurridos en la actual década, que incorporan así la fase más expansiva de la economía (2000-2006), el inicio del cambio cíclico en 2007 y la recesión posterior desde finales de 2008.

La renta familiar bruta media aumentó un 3,6% anual entre 2000 y 2008, apenas dos décimas por encima del incremento del IPC

Con relación a la renta familiar bruta media, según datos del INE, su valor aumentó de 28.494 euros en 2000 a 37.668 euros en 2008, una variación acumulada del 32% y un avance anual promedio del 3,6% en términos nominales. Este crecimiento se ha producido en un contexto de expansión notable del número de nuevos hogares, en torno a un 3,0% al año, resultado de la reducción de su tamaño medio, de 3,0 a 2,7 personas, y de una expansión demográfica notable en comparación con décadas anteriores, un 1,4% en 2000-2008 en contraste con el 0,3% de 1990-1999. Considerando que el IPC aumentó en promedio un 3,4% en el mismo período, la renta familiar bruta media apenas ganó capacidad adquisitiva en 0,2 puntos porcentuales, cifra que, como se verá más adelante, es muy baja si se compara con la revalorización real de la vivienda. A estos elementos, hay que sumar el cambio de tendencia operado desde finales de 2008 por la intensa destrucción de empleo, que supondrá en 2009 una caída de la renta de los hogares ligeramente superior al 2%.

Gráfico 20. Renta familiar bruta media

En euros y variación nominal en porcentaje



*Previsión Caixa Catalunya

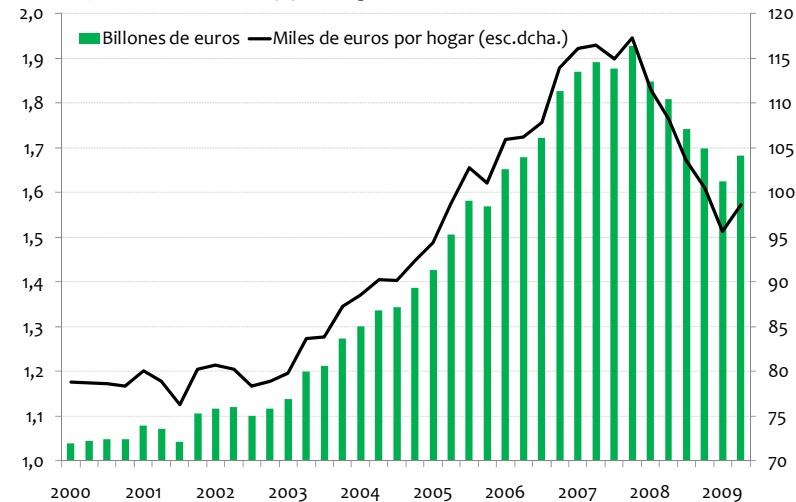
Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE

La riqueza financiera de los hogares pasó de algo más de 1,1 billones de euros en 2002 a 1,9 billones en 2007, contrayéndose después por la crisis un 16%

La riqueza neta de los hogares es otra importante variable que define su capacidad de adquisición de una vivienda. Ello es así, tanto en el caso de la riqueza inmobiliaria, potencial fuente de apalancamiento financiero adicional, como de la riqueza financiera. Esta última es relevante para la accesibilidad, en tanto que define la capacidad de financiación fuera del sistema crediticio, que en condiciones normales no cubre el 100% del valor de la vivienda. En su evolución, a partir de los datos proporcionados por el Banco de España, durante la actual década cabe diferenciar tres períodos. Uno primero, que comprendería los años 2000-2002, con un relativo estancamiento en torno a valores totales del activo de 1-1,1 billones de euros y un promedio por hogar de 75-80 mil euros.

Gráfico 21. Riqueza financiera de los hogares¹

Activos financieros totales y por hogar



¹Incluye Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH)

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España y del INE

Una segunda fase de clara expansión entre 2003 y 2007, en la que se pasó de 1,1 billones a 1,9 billones, un incremento acumulado superior al 70%, situándose el promedio por hogar en 115 mil euros en el cuarto trimestre de 2007. La tercera fase se corresponde con la actual, reflejada en una contracción del activo financiero de las familias del 16% hasta el primer trimestre de 2009, situándose en niveles de principios de 2006. La cifra media por hogar al inicio del pasado año ascendió a 96 mil euros, casi un 18% menos que al cierre de 2007. Sólo la recuperación de las cotizaciones bursátiles ha permitido cierto freno en la caída a partir del segundo trimestre de 2009.

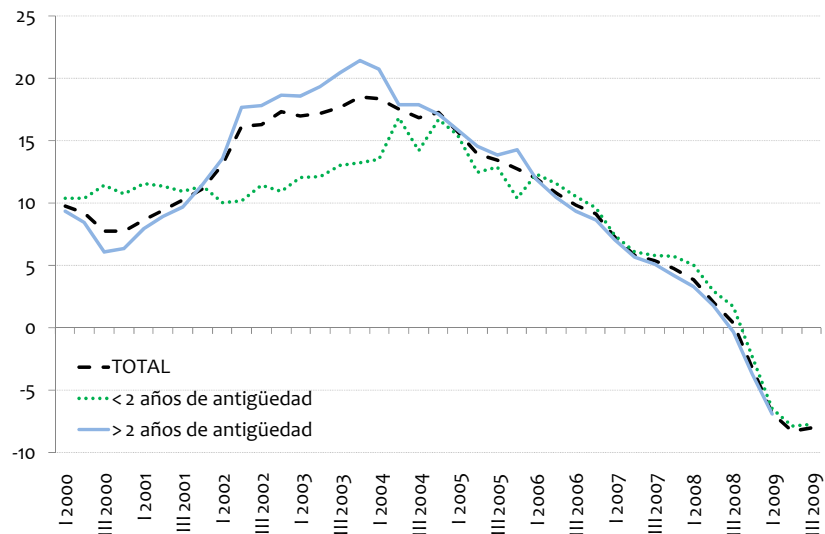
La existencia previa de propiedades inmobiliarias para la adquisición de una nueva vivienda altera substancialmente la capacidad financiera de los hogares y, por tanto, de su accesibilidad. Como se ha indicado anteriormente, dada la elevada proporción de familias que en España son propietarias de la vivienda en la que residen y sin ninguna carga hipotecaria sobre la misma, la movilidad de estos hogares en la escala de tamaño de la vivienda ha constituido una de las fuentes de demanda inmobiliaria. Sin embargo, al igual que con la riqueza financiera, la ausencia de estadísticas de distribución de la riqueza (física y financiera) por decilas de renta o por otras segmentaciones (territoriales, por ejemplo), obliga a que el análisis de la accesibilidad se circunscriba a los cambios en la renta familiar y las modificaciones en los precios de las viviendas y en las condiciones del crédito.

Los precios de la vivienda aumentaron más de un 150% entre 1999 y 2008 y su corrección alcanza ahora el 9,5%, según cifras oficiales

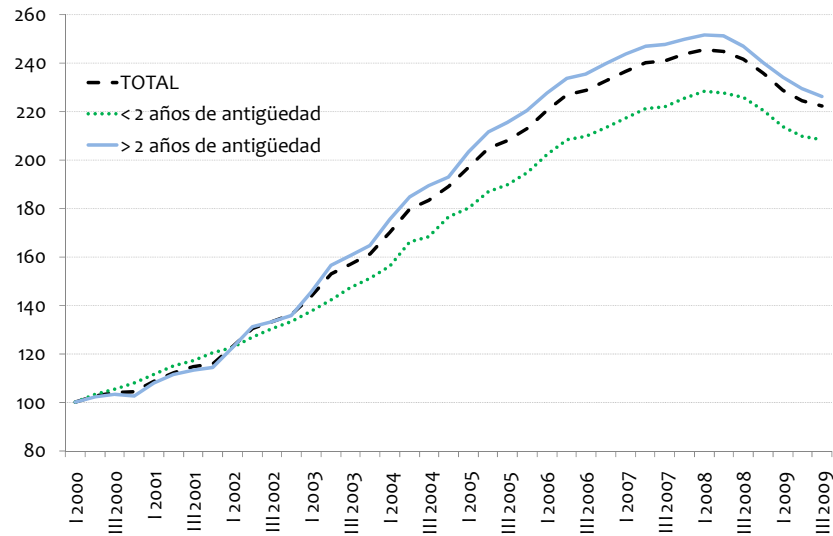
Respecto a la dinámica de precios de la vivienda, pueden diferenciarse también varias fases en su comportamiento durante los últimos años. Según los datos oficiales del Ministerio de la Vivienda, elaborados a partir de tasaciones, el metro cuadrado de las viviendas libres aceleró su encarecimiento en el período 2000-2004, duplicándose de 800 a 1.600 euros en apenas cuatro años (panel A del gráfico 22). Posteriormente inició una senda de aumentos más moderados, que se mantuvieron en dos dígitos hasta finales de 2006, situándose cerca de 2.000 euros por metro cuadrado, y que se convirtieron en caídas interanuales sólo a partir del cuarto trimestre de 2008, tras alcanzar el valor más elevado en 2.100 euros en el primer semestre de 2008.

Gráfico 22. Precio del metro cuadrado de vivienda libre

A. Variación interanual en porcentaje



B. Índice 100 = primer trimestre de 2000



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Ministerio de la Vivienda

En términos acumulados, entre el último cuarto de 1999 y el valor máximo del primer trimestre de 2008, el avance fue del 153%, lo que supone un incremento medio anual del 11,9%. Esta evolución apenas ha sido compensada por la caída posterior del 9,5% hasta el tercer trimestre de 2009, que sitúa el avance para todo el período en el 129% y el medio en el 8,9%, cifra todavía muy superior al 3,6% que se comentaba anteriormente para la renta familiar bruta. Existen algunas diferencias si se utilizan precios de viviendas de menos o de más de 2 años de antigüedad, ya que el encarecimiento acumulado desde 1999 ha sido superior en las segundas, un 9,1% medio anual frente al 8,1% de las primeras.

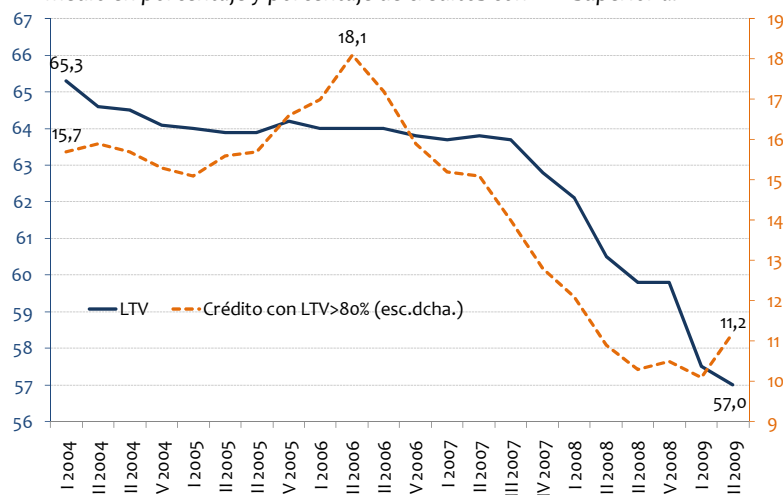
La adquisición de una vivienda se realiza normalmente a través de la aportación de recursos propios de los hogares (riqueza financiera o física) y/o el acceso a un préstamo concedido por una entidad bancaria. Como se ha indicado en varias ocasiones, la ausencia de información desagregada sobre la distribución de la riqueza, obliga a efectuar las simulaciones sobre el cambio en la accesibilidad a partir de las modificaciones en los precios de la vivienda, en las condiciones de los préstamos obtenidos y en la renta familiar. Respecto a los condicionantes financieros asociados a estos préstamos, cabe distinguir aquí dos restricciones posibles, una derivada del nivel de riqueza financiera que la unidad familiar puede utilizar para la compra de la

vivienda, y otra de la capacidad de generación de renta para la devolución del capital y el pago de intereses.

El porcentaje de hipotecas con una ratio préstamo-valor superior al 80% se ha reducido de más de un 18% en 2006 a valores ligeramente por encima del 10% desde finales de 2008

La primera está relacionada con lo que se denomina LTV (o ratio de préstamo sobre valor), que es el porcentaje del valor de tasación de una vivienda que la entidad concede al solicitante. Existe un umbral, establecido en un 80%, que rebajaría el riesgo de crédito y que cubriría potenciales minusvalías del inmueble con el que se garantiza el préstamo. Sin embargo, en el período de bonanza reciente, con liquidez abundante en los mercados y expectativas de continuada revalorización de la vivienda, este umbral ha sido superado. Según datos del Banco de España, de las nuevas hipotecas concedidas en 2006 se llegaron a conceder más de un 18% con un LTV superior al 80%, cifra que, ante las dificultades financieras originadas por la crisis internacional, se redujo a valores ligeramente por encima del 10% desde finales de 2008. En promedio, el LTV se situó alrededor del 64% en 2004-2007, bajando del 60% desde el segundo semestre de 2008 hasta el 57% en el segundo trimestre de 2009. Esta discrepancia entre un volumen no despreciable de hipotecas con un LTV superior al 80% y un promedio muy inferior se entiende por la realización de operaciones de compra financiadas con ventas previas.

Gráfico 23. Relación préstamo valor de la vivienda (LTV) de nuevas hipotecas
LTV medio en porcentaje y porcentaje de créditos con LTV superior al 80%



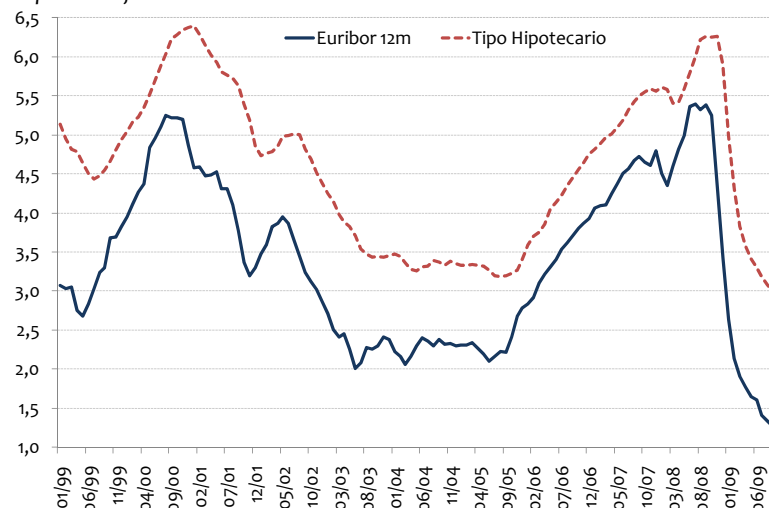
Fuente: Banco de España a partir del Colegio de Registradores

La segunda restricción en el acceso a préstamos bancarios es la corriente de flujos de ingresos periódicos. La referencia habitual en este caso es que la cuota hipotecaria resultante del crédito no supere en términos anuales una tercera parte de la renta. Además del volumen total de financiación concedido, que depende del valor de tasación de la vivienda y del LTV, dos factores adicionales determinan el valor de la cuota hipotecaria: el tipo de interés de referencia empleado y el plazo del préstamo.

Desde la creación del área del euro, los tipos hipotecarios han experimentado dos períodos de fuerte bajada, el comprendido entre 2000 y 2004 y el iniciado a finales de 2008

Respecto al primer elemento, en España la referencia habitual es el tipo de interés interbancario a 12 meses, antes el MIBOR y ahora el EURIBOR desde la creación del área del euro en 1999, al que se le aplica un diferencial para determinar el tipo de interés final. De aquí en adelante se utiliza como indicador la referencia hipotecaria publicada por el Banco de España¹¹, cuya evolución presenta también diferentes períodos en la actual década. En primer lugar la caída producida entre 2000 y 2004, desde un máximo cercano al 6,5% hasta un valor en torno al 3,25%. Posteriormente se inició un nuevo ciclo de subidas de tipos de interés, que en verano de 2008 habían recuperado los valores máximos mencionados.

Gráfico 24. Tipo de interés de referencia del mercado hipotecario y Euribor
En porcentaje



Fuente: Euribor y Banco de España

¹¹ Tipo medio de los préstamos hipotecarios a más de tres años para la adquisición de vivienda libre concedidos por el conjunto de entidades. Información disponible en el capítulo 19.1. del Boletín Estadístico.

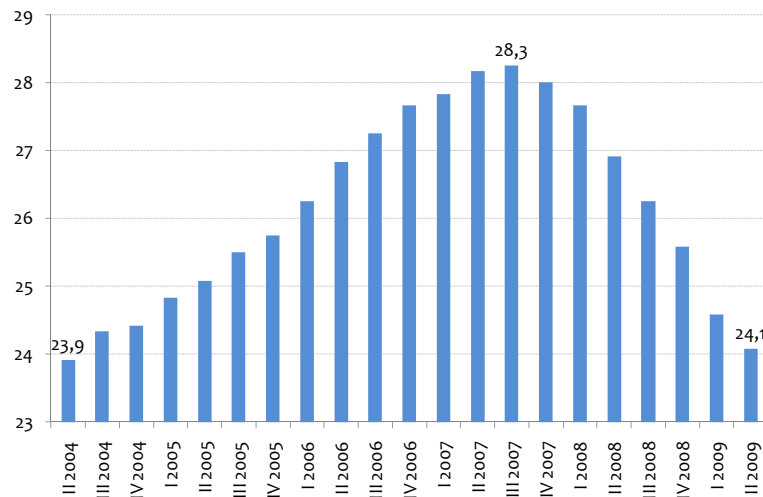
Con el agravamiento de la crisis financiera a finales de 2008, los bancos centrales de las economías avanzadas adoptaron una política monetaria muy expansiva, que en el caso del área del euro ha llevado a que el tipo de interés interbancario a 12 meses se haya situado por debajo del 1,5% por primera vez desde la creación de la unión monetaria, lo que ha rebajado el tipo de interés medio aplicado a préstamos hipotecarios hasta niveles similares a los de 2004 (2,9% en octubre de 2009).

El plazo medio de las hipotecas aumentó de 24 a 28 años entre 2004 y 2007, aunque en el segundo trimestre de 2009 ya se había revertido este incremento

Respecto al plazo de los créditos para la adquisición de vivienda, la incidencia sobre la cuota hipotecaria es doble, ya que, por un lado, determina lógicamente el valor inicial de la misma, y, por otro lado, condiciona su sensibilidad a variaciones de tipos de interés, aumentándola cuanto mayor sea la duración del préstamo. En cuanto a su evolución, según datos del Banco de España, elaborados a partir del Colegio de Registradores, en el período disponible desde 2004, después de un aumento significativo hasta 2007, de una media de 23,9 a 28,3 años en nuevas hipotecas, se ha producido un descenso hasta 24,1 años en el segundo trimestre de 2009, nivel similar al de 2004. Esta corrección se ha producido como consecuencia del endurecimiento de las condiciones establecidas por las entidades a raíz del estallido de la crisis financiera en EE.UU. en verano de 2007.

Gráfico 25. Plazo medio de nuevas hipotecas

En porcentaje



Fuente: Banco de España a partir del Colegio de Registradores

A modo de resumen sobre los condicionantes de la cuota hipotecaria, se presentan aquí los resultados para el valor de la misma en cuatro momentos de la actual década, para hipotecas de nueva constitución y, por tanto, incorporando las modificaciones medias en las distintas variables que las determinan. El primero es el año 2000, momento previo a la fuerte revalorización de la vivienda y a la extraordinaria mejora en las condiciones de financiación. Para una vivienda libre media de 90 metros cuadrados, el valor de tasación podía ascender a 80 mil euros. Si se considera un LTV umbral del 80%, la cuantía resultante del préstamo sería de 64 mil euros, que financiada a 20 años al tipo de interés vigente del 5,75%, suponía una cuota anual de 5.467 euros. El segundo año considerado es 2004, cuando el metro cuadrado de la vivienda libre se había encarecido más de un 70% desde 2000, el plazo medio para nuevas hipotecas había aumentado hasta 24 años y el tipo de interés había caído al 3,35%. El resultado es una cuota anual de 6.865 euros, 1.398 más que en 2000, aumento explicado por la contribución de 4.100 euros por el incremento del precio de la vivienda, compensado sólo parcialmente por la bajada de tipos de interés y la ampliación del plazo, que restaron 2.702 euros.

Cuadro 1. Simulación de cuotas para un préstamo hipotecario

	2000	2004	2008	2009*
Valor de la vivienda (euros)	80.000	140.000	185.000	170.000
<i><impacto en cuota anual></i>		[+4.100]	[+2.207]	[-895]
LTV (%)	80%	80%	80%	80%
Valor del préstamo (euros)	64.000	112.000	148.000	136.000
Plazo (años)	20	24	27	24
<i><impacto en cuota anual></i>		[-485]	[-497]	[+594]
Tipo aplicado (%)	5,75%	3,35%	5,85%	3,40%
<i><impacto en cuota anual></i>		[-1.025]	[+1.936]	[-2.572]
Efecto conjunto de tipos y plazo		[-1.193]	[+526]	[+218]
CUOTA ANUAL (euros)	5.467	6.865	11.036	8.380
		[+1.398]	[+4.170]	[-2.655]

*Previsión Caixa Catalunya

Fuente: Caixa Catalunya

La revalorización de la vivienda encareció de forma notable las cuotas hipotecarias en el período 2000-2004, a lo que se unió hasta 2008 el aumento de los tipos de interés, efecto que se ha revertido en 2009

En tercer lugar, en 2008, año del techo en precios de la vivienda, tras el encarecimiento de la financiación, hasta el 5,85%, y una ampliación adicional en el plazo de amortización, por ejemplo hasta 27 años, la cuota hipotecaria se situó en 11.036 euros, 4.170 más que en 2004. Este mayor aumento es el resultado a partes similares entre la revalorización de la vivienda, que aportó 2.207 euros y el incremento de tipos de interés, 2.462 euros, incluyendo el efecto combinado con el aumento en el plazo.

Finalmente, cabe mencionar los cambios acontecidos de forma más reciente. En 2009, el precio de la vivienda presenta una corrección sobre 2008, que, de acuerdo a la estimación para el conjunto del año rebajaría la cuota hipotecaria en casi 900 euros, cifra compensada parcialmente por el efecto contrario por la reducción en el plazo hipotecario, que se ha situado nuevamente en torno a 24 años. El principal factor de cambio sería, como entre 2000 y 2004, la reducción del tipo de interés, que de un promedio de 5,85% en 2008 pasaría al 3,40% en 2009, valor que podría haber sido inferior si los diferenciales de crédito no hubiesen aumentado de un promedio de 76 puntos básicos (pb) en 2006-2007 a 144 pb en 2008-2009. El resultado del menor coste de financiación ha sido la reducción en la cuota anual del préstamo tipo de 2.655 euros respecto a 2008, más de un 20%.

5.2. Medidas de accesibilidad y evolución por decilas de renta y por CC.AA.

Una vez que se han definido los principales condicionantes de la accesibilidad de las familias a una vivienda, aquí se presentan algunos indicadores habituales para medir su evolución de forma sintética. El primero es el número de años necesarios de renta familiar para la adquisición de un inmueble residencial, mientras que el segundo, denominado esfuerzo financiero teórico, incorpora factores financieros además de las variables de renta y precio, definiéndose como la ratio entre la cuota hipotecaria y la renta familiar. En ambos casos se incorpora al análisis la visión por estratos de renta, en este caso por decilas, y el enfoque geográfico a través de los resultados por CC.AA.¹² La disponibilidad de datos desagregados alcanza 2008, pero para 2009 es aplicable en general el cambio de tendencia experimentado, siendo válidas las consideraciones sobre los niveles relativos según ingresos y lugar de residencia.

El aumento medio anual del precio de la vivienda fue del 9,7% entre 2000 y 2008, 6,1 puntos por encima del de la renta familiar

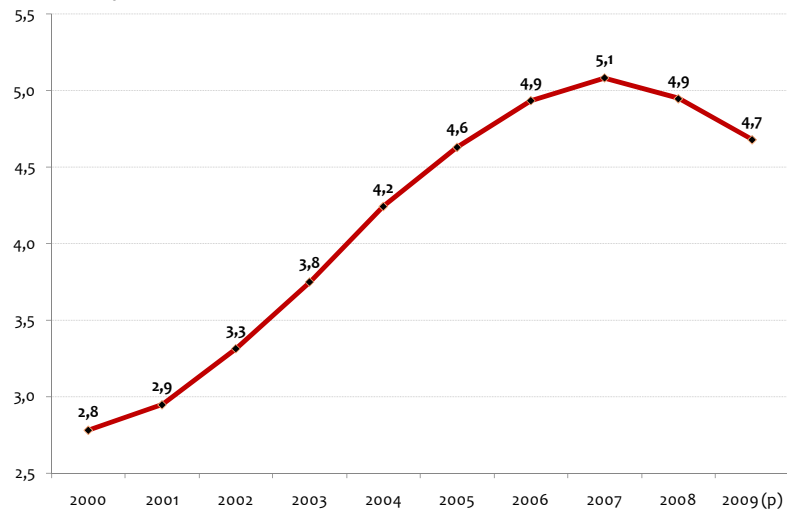
Con relación al primero, se veía anteriormente la existencia de una profunda discrepancia entre la evolución en la actual década de la renta familiar bruta, con un avance promedio del 3,6% en el período 2000-

12 Las decilas de renta utilizadas en este trabajo y la desagregación territorial del ingreso por CCAA se han obtenido a partir de la estimación previa de una función de ingresos laborales (con datos de la *Encuesta de Estructura Salarial* y *Encuesta de Condiciones de Vida* del INE) y, por tanto, sólo incluyen rentas vinculadas al trabajo (asalariado, autónomo o pensiones o transferencias públicas de cualquier tipo). A estos ingresos por rendimientos del trabajo se les han aplicado los correspondientes descuentos vinculados al IRPF para obtener la renta de cada unidad familiar.

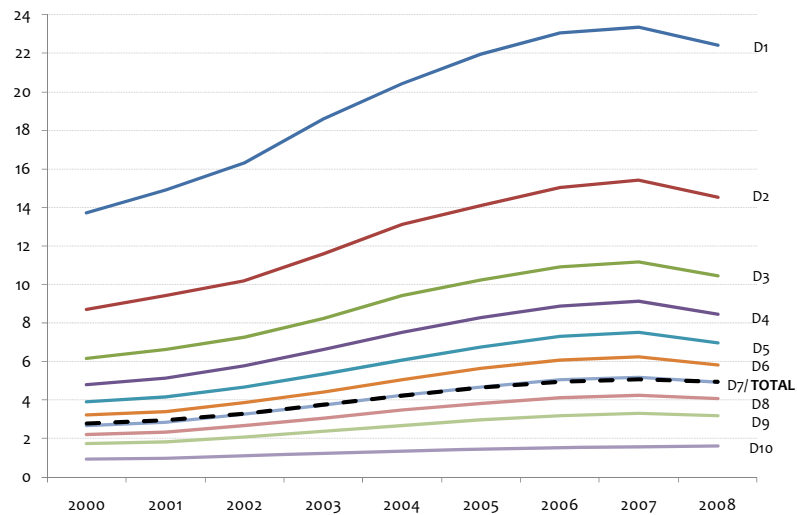
2008, y el precio de la vivienda libre, que se ha revalorizado a un ritmo anual del 9,7%. El resultado, para un inmueble de 90 metros cuadrados, ha sido que de una ratio de 2,8 en 2000 se pasó a un máximo de 5,1 años en 2007, moderándose sólo ligeramente en 2008 hasta 4,9. Para 2009, la estimación sitúa la reducción en otras dos décimas, como consecuencia de una caída de los precios oficiales superior a la de la renta (-7,6% y -2,3%, respectivamente), alcanzando un valor de 4,7 años, similar al de 2005.

Gráfico 26. Relación precio vivienda nueva libre y renta familiar bruta
 Número de años necesarios para la compra de una vivienda nueva libre de 90 metros cuadrados a precios medios

A. Total España



B. Por decilas de renta¹



¹Hogares ordenados de menor a mayor renta

Fuente: Caixa Catalunya a partir del INE y el Ministerio de la Vivienda

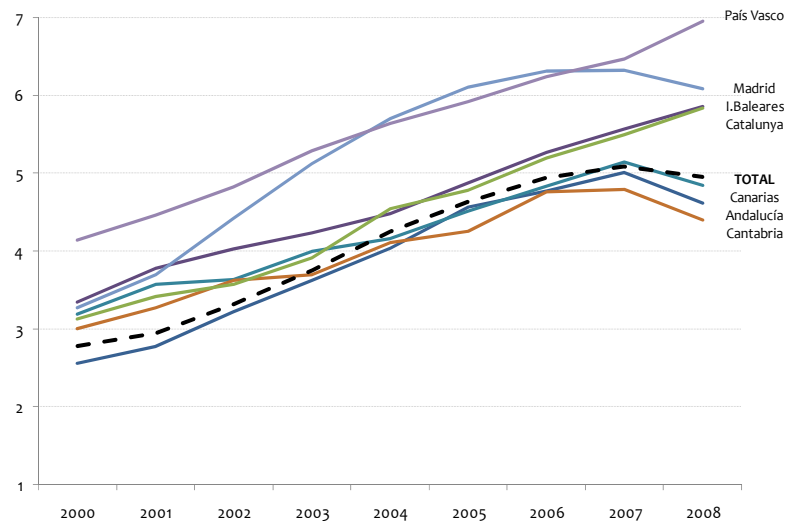
Por segmentos de ingreso, considerando que el precio de una vivienda es homogéneo para todos los hogares, se observa como hasta siete decilas de renta presentaban en 2008 ratios de precios sobre renta

superiores, o similares, al promedio. En el conjunto del período desde 2000, el mayor deterioro relativo en el nivel de accesibilidad, de acuerdo a este indicador, se produjo en las rentas medias-altas, si bien la diferencia no es extraordinaria y las rentas bajas partían de condiciones mucho más negativas.

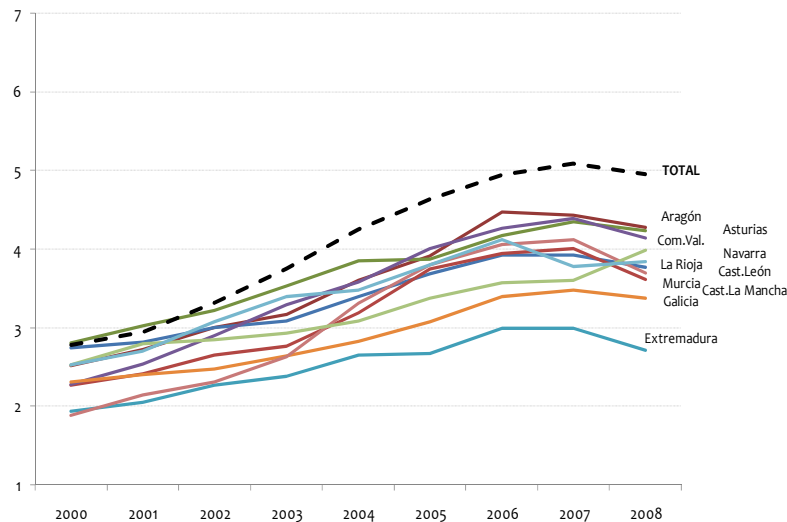
Gráfico 27. Relación precio de una vivienda libre y renta familiar bruta por CC.AA.

Número de años necesarios para la compra de una vivienda nueva libre de 90 metros cuadrados a precios medios

A. CC.AA. con valores más elevados



B. CC.AA. con valores más reducidos



Fuente: Caixa Catalunya a partir del INE y el Ministerio de la Vivienda

País Vasco, Madrid, Islas Baleares y Cataluña, mostraban en 2008 la ratio precio-renta más elevada,...

Si se traslada el estudio de este indicador a las diferentes CC.AA., ahora con los valores medios de precios de la vivienda y la renta familiar para cada región, en su evolución durante la década existen diferencias más notables que por segmento de renta. Un primer grupo estaría

formado por el País Vasco, la Comunidad de Madrid, las Islas Baleares y Cataluña, CC.AA. que partían de una ratio precio-renta más elevado que la media en 2000 (4,1, 3,3, 3,3 y 3,1 años frente a los 2,8 años de promedio), y que habían mantenido esta condición en 2008 (7,0, 6,1, 5,9 y 5,8 frente a 4,9). Incluso, salvo Madrid, habrían aumentado más la ratio el año final del período analizado, cuando en el conjunto de España disminuyó. Un segundo grupo sería aquel integrado por las Islas Canarias, Cantabria y Andalucía, CC.AA., con valores superiores o similares a la media en 2000 (3,2, 3,0 y 2,6 años) y que terminaron por debajo de ésta en 2008 (4,8, 4,4 y 4,6 años).

...mientras que los valores más bajos correspondían a Extremadura, Galicia, Castilla-La Mancha y Murcia,

Finalmente, un tercer grupo sería el compuesto por el resto de CC.AA., todas ellas con ratios iniciales inferiores al promedio nacional en 2000 y que ampliaron esta diferencia negativa hasta 2008. Las mayores desviaciones absolutas se produjeron en Extremadura, que aumentó su ratio 0,8 años (de 1,9 a 2,7), Castilla y León, 1,1 años (de 2,7 a 3,8), y Galicia, también 1,1 años (de 2,3 a 3,4), frente al incremento de 2,1 años en el conjunto de España (de 2,8 a 4,9). Variaciones inferiores a la media se produjeron también en Castilla-La Mancha y La Rioja (1,3 años en ambos casos), Asturias (1,4), Navarra (1,5), Murcia y Aragón (1,8 en ambos casos), y la Comunidad Valenciana (1,9).

Una segunda medida de accesibilidad es el esfuerzo financiero teórico de un hogar para adquirir una vivienda. Este indicador se define como la ratio entre la cuota hipotecaria anual de un préstamo hipotecario y la renta familiar, considerando que no hay restricciones de riqueza, es decir, que al menos ésta es igual o superior al 20% del valor de tasación de la vivienda, de forma que el préstamo cubre hasta el 80% del valor del inmueble. Aplicando en cada año el tipo de interés hipotecario correspondiente, así como actualizando el precio medio sobre un inmueble de 90 metros cuadrados y los ingresos medios anuales de un hogar, puede dibujarse la senda temporal de los pagos para diferentes plazos de un préstamo.

El porcentaje de la cuota hipotecaria sobre la renta familiar aumentó en 10-15 puntos entre 2000 y 2008 dependiendo del plazo del préstamo, tendencia invertida en 2009, año en el que se habrían recuperado valores de 2005

Así, para una hipoteca concedida a 20 años, el esfuerzo financiero teórico de una familia habría aumentado de un 19,0% en 2000 a un 34,1% en 2008, cifra ésta por encima del umbral de referencia de un tercio habitualmente manejado en términos de riesgo. Para una hipoteca a 25 y

30 años, lógicamente la ratio de esfuerzo es inferior en todo el período, pero la variación relativa es similar, pasando de un 17,0% a un 30,5% y de un 15,8% a un 28,3%, respectivamente. En síntesis, entre 2000 y 2008 se produjo un incremento sustancial del esfuerzo financiero de los hogares para la adquisición de una vivienda. Esta tendencia se habría invertido en 2009 con el descenso de los precios y de los tipos de interés, que, según las estimaciones, habrían llevado la ratio para los diferentes plazos a niveles de 2005, hasta el 26,2% a 20 años, el 22,5% a 25 años y el 20,2% a 30 años.

Gráfico 28. Relación cuota hipotecaria sobre renta familiar bruta por plazo del préstamo

En porcentaje



(p) Previsión Caixa Catalunya

Fuente: Caixa Catalunya a partir del INE, el Ministerio de la Vivienda y el Banco de España

¿Cuáles son los factores que han determinado este comportamiento? Para el conjunto del período 2000-2008, y considerando un préstamo a 25 años, el aumento del precio de la vivienda fue, sin duda, el elemento explicativo fundamental. Del incremento de 13,5 puntos en el esfuerzo financiero, el crecimiento de esta variable aportó 23,0 puntos, frente a la contribución negativa de la renta familiar, de 5,5 puntos en total, y la aportación próxima a cero de los cambios en la cuota hipotecaria.

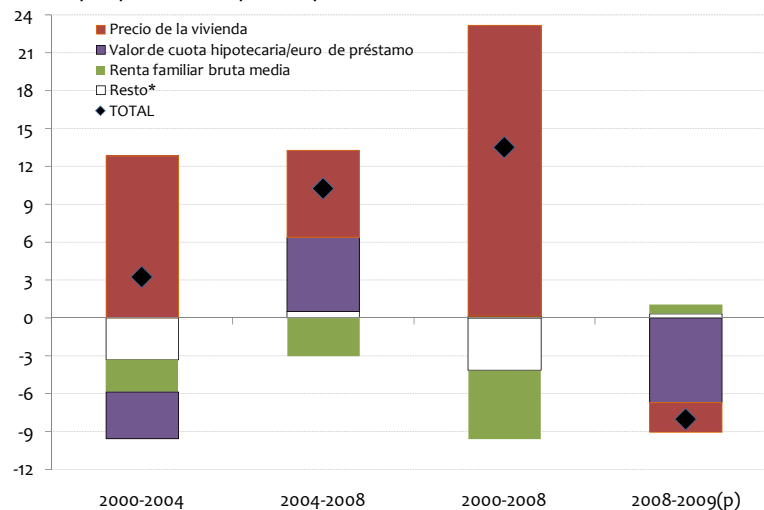
Pueden distinguirse, sin embargo, dos períodos con un ritmo de aumento diferenciado. Un primero, entre 2000 y 2004, con crecimientos moderados, y un segundo, hasta 2008, con una pendiente más acusada. En el primer período, el aumento del precio de la vivienda habría

El aumento del precio de la vivienda ha sido el factor fundamental del incremento de la ratio cuota hipotecaria sobre renta hasta 2008, mientras que la caída de tipos de interés explica buena parte de la caída de este indicador durante 2009

aportado 12,9 puntos al incremento de la ratio, de 3,3 puntos sobre la renta familiar. Sin embargo, el aumento de la renta familiar, el abaratamiento de la cuota hipotecaria por unidad de euro y el efecto combinado de todos los factores, restaron 2,6, 3,8 y 3,3 puntos, respectivamente, lo que dejó el aumento de la ratio en 3,3 puntos, situándola en un 20,3% en 2004. Con relación al período 2004-2008, el incremento total del esfuerzo financiero fue de 10,3 puntos, el triple que en la fase anterior. Esto se debió a que a la contribución positiva del precio de la vivienda, de 6,9 puntos, inferior a la de 2000-2004, se unió la aportación del encarecimiento de la cuota hipotecaria unitaria por la subida de tipos de interés, que sumó 5,9 puntos. Sólo el aumento de la renta familiar restó recorrido al alza, 3,0 puntos, mientras que el efecto combinado de las variables fue prácticamente nulo.

Gráfico 29. Factores de variación en la relación cuota hipotecaria sobre renta familiar bruta para un préstamo a 25 años

Cambio por periodos en puntos porcentuales



*Efecto combinado de cambios en todos los factores

(p) Previsión Caixa Catalunya

Fuente: Caixa Catalunya a partir del INE, el Ministerio de la Vivienda y el Banco de España

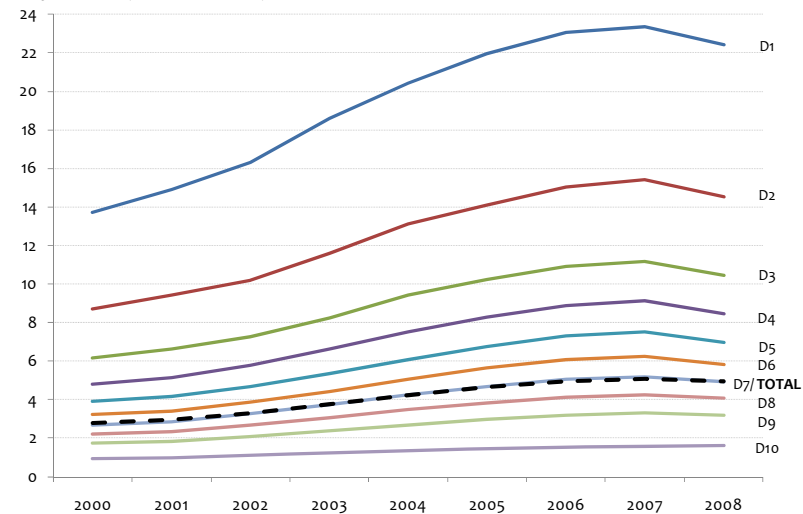
En 2009, la tendencia alcista del indicador de esfuerzo financiero se habría modificado, como resultado, no tanto de las caídas de precios de la vivienda, que habrían sido compensadas en parte por la contracción de la renta media, sino de la reducción en el coste de financiación, como se comentó anteriormente. Respecto a 2008, la estimación para 2009 sitúa la caída de la ratio de la cuota hipotecaria sobre la renta en 8,0 puntos para un préstamo a 25 años, hasta niveles cercanos a los de 2005.

La quinta decila de renta, equivalente a la mediana, mostró un aumento del esfuerzo financiero del 23,8% en 2000 al 43,1% en 2008

El análisis desagregado por decilas de renta y CCAA, también para un préstamo de 25 años, ofrece resultados muy similares a los incorporados en la otra medida de accesibilidad antes comentada. En cualquier caso, resulta de gran interés hacer mención a las diferencias estructurales de relieve que existen entre las diferentes unidades de análisis. Por un lado, la desagregación por estratos de ingreso, muestra ratios de esfuerzo financiero muy elevados en 2008 para la mediana de los hogares. Ésta, equivalente a la quinta decila, muestra un valor del 43,1% de la renta, en claro contraste con el 23,8% registrado en 2000, por lo que la ratio se habría multiplicado por 1,8 en todo el período considerado. Incluso la sexta decila llegó a superar en 2007 y 2008 la referencia de un tercio de la renta (36,3% y 35,9%, respectivamente), a la que se aproximó en esos mismo años la séptima (ligeramente por encima del 30% en ambos ejercicios), desde valores iniciales inferiores al 20%.

Gráfico 30. Relación cuota hipotecaria sobre renta familiar por decilas de renta* para un préstamo a 25 años

En porcentaje de la renta familiar



¹Hogares ordenados de menor a mayor renta

Fuente: Caixa Catalunya a partir del INE y el Ministerio de la Vivienda

Madrid y Cataluña registraron entre 2000 y 2008 el mayor incremento en el esfuerzo financiero para la adquisición de una vivienda, superando el 35% de la renta en ambos casos

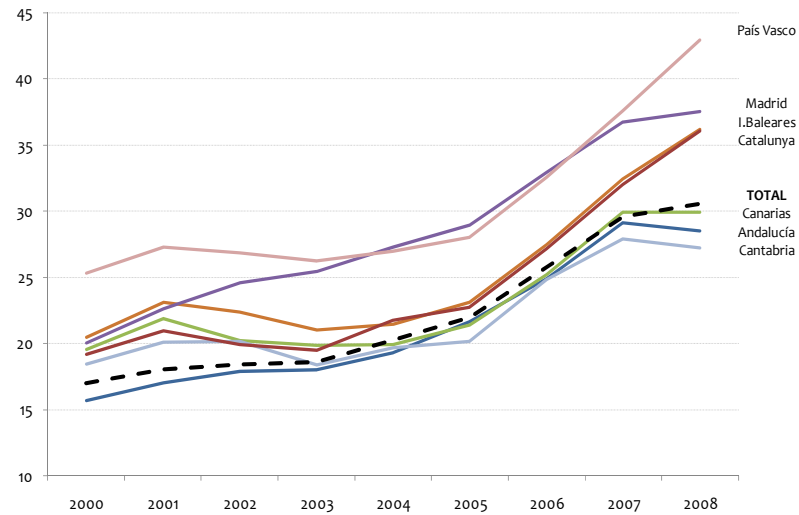
Con relación a los niveles teóricos de esfuerzo financiero por CC.AA., tanto la Comunidad de Madrid como Cataluña experimentaron entre 2000 y 2008 un aumento absoluto y relativo superior al promedio de España. En el primer caso se pasó de una ratio del 20,0% a un valor del 37,5%, mientras que en el segundo de un 19,2% a un 36,0%, lo que supuso multiplicar por 1,9 el valor inicial y sumar 17,5 y 16,9 puntos, respectivamente. El País Vasco y Baleares aumentaron también más que la media su ratio de esfuerzo financiero en términos absolutos, 17,6

puntos hasta el 43,0%, el valor regional más alto, y 15,7 puntos hasta el 36,2%, respectivamente. Estas cuatro CC.AA. son las únicas que superaron en 2008 el dato para el conjunto nacional y también la referencia de un tercio de la renta.

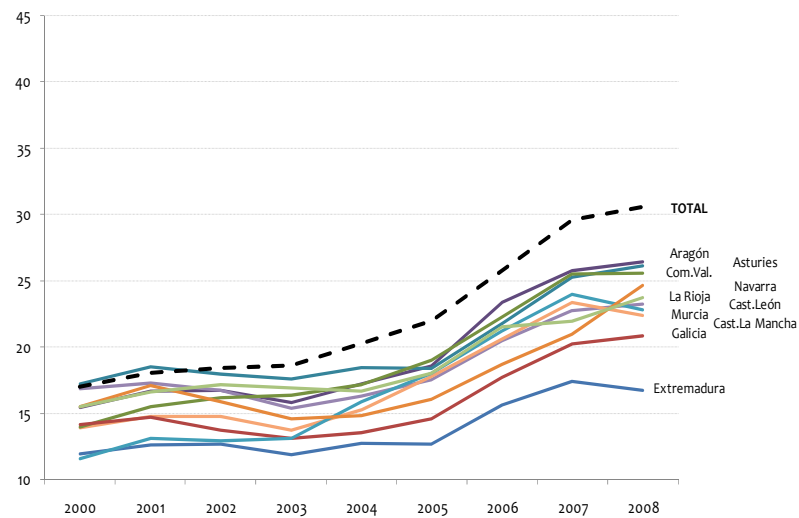
Gráfico 31. Relación cuota hipotecaria sobre renta familiar por CC.AA. para un préstamo a 25 años

En porcentaje de la renta familiar

A. CC.AA. con ratios más elevados



B. CCAA con ratios más reducidos



Fuente: Caixa Catalunya a partir del INE y el Ministerio de la Vivienda

Del resto de regiones, Andalucía, la Comunidad Valenciana y Murcia mostraron también entre 2000 y 2008 una variación absoluta de la ratio ligeramente inferior al promedio, 12,8, 11,6 y 11,3 puntos, respectivamente, pero un aumento relativo ligeramente mayor. Los niveles alcanzados en 2008 fueron, en cualquier caso, menores a los del conjunto de España, con un 28,5% en Andalucía, un 25,6% en la Comunidad Valenciana y un 22,8% en Murcia. Pueden distinguirse también

Aragón y las Islas Canarias, CC.AA. con un aumento absoluto y relativo de la ratio cercano al promedio, sumando 11,0 y 10,4 puntos entre 2000 y 2008 hasta el 26,4% y el 29,9%, respectivamente. Finalmente, hay un grupo numeroso de regiones, correspondientes al área central y noroeste de la Península, con incrementos significativos, pero más modestos, en el nivel de esfuerzo financiero. Dentro de este conjunto de CC.AA. se registraron aumentos absolutos entre los 4,9 puntos en Galicia y los 8,9 puntos en Asturias, y relativos entre 1,4 y 1,6 veces el valor de 2000, lejos del promedio respectivo de 13,5 puntos y un factor de multiplicación de 1,8.

A modo de cierre de este apartado se incorpora aquí el concepto de grado teórico de exclusión del mercado de la vivienda. Éste se define como el porcentaje de familias que superan un nivel de esfuerzo financiero superior al umbral de un tercio de la renta anual. El análisis se realiza por decilas de renta para las diferentes CC.AA. Cabe matizar que la situación aquí descrita de exclusión queda asociada al conjunto de hogares ya formados que quisieran adquirir una vivienda al precio de mercado vigente, por lo que se incluye un grupo muy heterogéneo de familias, incorporando un porcentaje significativo de personas que ya tienen un inmueble en propiedad y no son demandantes activos, y excluyendo también a los hogares potenciales, grupo clave en la valoración de demanda futura. Por tanto, el ejercicio se circunscribe a analizar la evolución del peso de la cuota hipotecaria/renta familiar para hogares que necesitan financiar el 80% del valor del inmueble.

**Los hogares que habrían
afrentado una cuota
hipotecaria superior a un
tercio de su renta
alcanzaba el 30% en 2000,
cifra que se habría
duplicado en 2007 y 2008**

De acuerdo a los parámetros descritos, en el año 2000, el grado teórico de exclusión alcanzaba en torno a un 30% de los hogares en España, con un mínimo del 20% en Andalucía, la Comunidad Valenciana, Extremadura, Galicia y Murcia, valores del 40% en las Islas Baleares, las Islas Canarias y Cataluña, un máximo del 50% en el País Vasco, y un 30% en el resto. Hasta 2003 la situación se mantuvo relativamente estable, incluso con alguna disminución puntual, pero entre ese año y 2007 aumentó el grado teórico de exclusión hasta niveles del 60% de los hogares, con valores del 70% en las Islas Baleares, la Comunidad de Madrid y el País Vasco. Sólo Extremadura, con un 30%, y Galicia y Navarra, con un 40%, mantenían un grado de exclusión inferior a la mitad de los hogares. En 2008, gracias a la moderación de precios de la vivienda, hasta

seis CC.AA. pudieron reducirla en una decila, aunque otras dos la aumentaron en la misma proporción, Navarra, hasta el 50%, y el País Vasco, hasta el 80%.

Cuadro 2. Grado teórico de exclusión por CC.AA. para un préstamo a 25 años
En porcentaje de hogares de cada CC.AA.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Andalucía	20	30	30	30	40	40	50	60	50
Aragón	30	30	30	30	30	40	50	50	50
Asturias	30	30	30	30	30	30	40	50	50
Baleares	40	40	40	40	40	40	60	70	70
Canarias	40	40	40	40	40	40	50	60	60
Cantabria	30	40	40	30	40	40	50	60	50
Castilla y León	30	30	30	30	30	30	40	50	40
Castilla-La Mancha	30	30	30	20	30	30	40	50	40
Catalunya	40	40	40	40	40	50	50	60	70
Comunidad Valenciana	20	30	30	30	30	40	50	50	50
Extremadura	20	20	20	20	20	20	30	30	30
Galicia	20	30	20	20	20	30	40	40	40
Madrid	30	40	50	50	50	60	60	70	70
Región de Murcia	20	20	20	20	30	30	40	50	40
Navarra	30	30	30	20	20	30	30	40	50
País Vasco	50	50	50	50	50	50	60	70	80
La Rioja	30	30	30	30	30	30	40	50	50
Suma 17 CCAA	29	34	35	34	37	42	49	57	56
España	30	30	30	30	40	40	50	60	60

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE y el Ministerio de la Vivienda

C. El cambio de dinámica en los precios de la vivienda

El deterioro de la accesibilidad a la vivienda en la actual década hasta el inicio de la crisis se ha debido, como se ha remarcado en el bloque previo, a un incremento de los precios muy superior al de la renta, que no ha quedado compensado por la mejoría en las condiciones de financiación. A esta situación se han unido otros elementos, objeto de análisis en apartados precedentes. El primero es el exceso de oferta acumulado, con un porcentaje elevado del mismo sobre el parque en determinados territorios, y el segundo es el alto endeudamiento de los hogares, cuya corrección será lenta y limitará la capacidad de reactivación inmobiliaria. Considerando estos factores, al cierre del apartado final (6. *Un proceso de ajuste heterogéneo*) se presentan algunos escenarios de caída de precios compatibles con la vuelta a niveles de accesibilidad razonables y el reequilibrio del mercado en la mayoría de áreas geográficas, con un volumen todavía significativo de demanda potencial.

6. Un proceso de ajuste heterogéneo

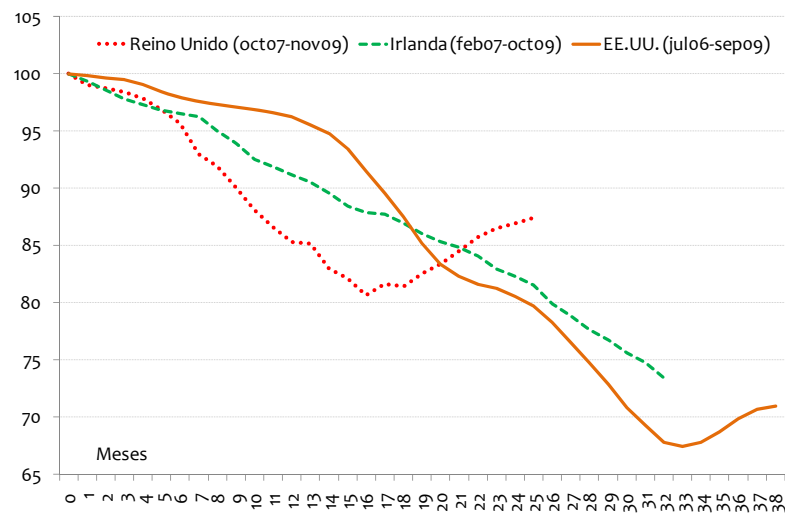
La fuerte caída de la demanda y la acumulación de excedentes de oferta no provocaron el inicio del ajuste de precios de la vivienda hasta principios de 2008, cuando el VAB en el sector comenzó a ajustarse de forma notable. Hasta ese momento, las cuentas de resultados de las empresas pudieron asumir una reducción del beneficio por menores ventas sin repercutir a la baja en precios. Pero el rápido e intenso cambio de sentimiento en el mercado ha provocado que desde crecimientos interanuales del valor de los inmuebles todavía de dos dígitos en 2007 se haya pasado a caídas medias del 8% en el segundo y en el tercer trimestre de 2009, según los datos del Ministerio de la Vivienda. Hay que considerar además que existe un amplio consenso acerca del retraso con el que las estadísticas oficiales recogen las variaciones de precios, y, por ello, las caídas que en ellas se expresan pueden estar ocultando que el ajuste de precios se está produciendo en mayor medida de lo que indican aquellas cifras. Por lo tanto, las reflexiones que se presentan a continuación consideran una intensidad de ajuste para el conjunto del período de corrección, independientemente de la fuente que quiera emplearse, ya que así se anulan las diferencias cronológicas de registro.

La caída de precios superó el 30% en los EE.UU., se aproximó al 20% en el Reino Unido y acumula un descenso mayor al 25% en Irlanda,...

Una primera referencia para evaluar el ajuste de precios que en promedio se estaría produciendo en España es la comparación internacional con economías que han experimentado procesos de expansión inmobiliaria semejantes. En este sentido, en los EE.UU., desde los máximos alcanzados en el segundo trimestre de 2006, el precio de la vivienda libre descendió más de un 30% en tres años hasta los mínimos de abril de 2009, momento a partir del cual ha recuperado una senda moderadamente alcista (un 5% hasta septiembre). Algo similar ha sucedido en el Reino Unido, con un descenso cercano al 20% entre octubre de 2007 y febrero de 2009, acumulando desde entonces una revalorización del 8%. Finalmente, Irlanda es el único país de los analizados que todavía no parece haber concluido el ajuste en sus precios, superando ya el 25% de caída entre febrero de 2007 y octubre de 2009, situándose en niveles de finales de 2003.

Gráfico 32. Precio de la vivienda libre en algunos países de referencia

Índice 100 = máximo del ciclo



Fuente: Caixa Catalunya a partir de la *Nationwide Building Society* para el Reino Unido y *Permanent TSB* para Irlanda y de *Standard&Poors* (índice *Case-Shiller* para las 20 primeras áreas metropolitanas) para los EE.UU.

Las perspectivas de demanda potencial y el significativo deterioro de la accesibilidad a la vivienda durante la actual década hasta la crisis, aspectos analizados con anterioridad, convergen en unas condiciones de precios determinadas. En efecto, ante el cambio de fase cíclica de la economía y la corrección de expectativas para los próximos años, se está produciendo un ajuste a la baja en los precios de inmuebles residenciales acorde al producido ya en materia de actividad, empleo y financiación. En

este punto cabe preguntarse cuál es la magnitud de caída durante el conjunto del período compatible con la recuperación de una situación de relativo equilibrio en el mercado de la vivienda. Con este objetivo se plantean aquí dos escenarios ligados al retorno a niveles de accesibilidad más razonables que los de años anteriores. Hay que tener en cuenta que la heterogeneidad del mercado residencial es grande en España, como se vio en el apartado de excesos de oferta, por lo que el reequilibrio de demanda y oferta podría haberse alcanzado ya en algunos territorios, sin un recorrido adicional significativo en la bajada de precios.

Antes de concretar los resultados de los escenarios planteados, conviene hacer referencia a las hipótesis consideradas. Respecto a la evolución de la renta media por hogar, la estimación señala que se reducirá un 2,3% en 2009, aumentará un 0,4% en 2010, un 2,3% en 2011 y un 3,3% en 2012, mientras que el tipo hipotecario se mantendrá relativamente estable en el horizonte de previsión, bajando del 3,4% medio de 2009 al 3,0% en 2010 y repuntando sólo ligeramente en 2011 hasta el 3,2% y en 2012 al 3,4%.

...mientras que el precio medio de la vivienda en el conjunto de España habrá descendido en torno a un 20% al final del período de ajuste

El primer escenario recoge la vuelta de la ratio renta sobre precio al valor que tenía en 2003, 3,8 años. De acuerdo a esta referencia, el descenso acumulado del precio medio de la vivienda en España desde 2008 debería ser del 24,0%. El segundo escenario considera como indicador de accesibilidad el esfuerzo financiero teórico, que era del 18,6% en 2003 para un préstamo a 25 años. En este caso, la corrección sería algo menor, del 17,9% en el conjunto nacional. En definitiva, el cambio de fase cíclica en el mercado inmobiliario español comportará una reducción acumulada del precio de la vivienda en torno a un 20% en el conjunto del período, descenso similar al registrado en los EE.UU., el Reino Unido o Irlanda. Cabe recordar nuevamente, que la magnitud de la caída y los tiempos de recuperación de nuevos aumentos dependerán de las condiciones particulares de cada mercado geográfico, existiendo áreas con presión demográfica y sin excesos acumulados que habrían superado ya la fase de ajuste, como las áreas urbanas de Barcelona y Madrid.

Conclusiones finales

El ajuste del mercado inmobiliario en términos de actividad, empleo y financiación se ha producido con notable rapidez en el conjunto de España, especialmente en aquellos territorios donde las expectativas de demanda fueron sobrestimadas. En este contexto, los precios de la vivienda se están reduciendo, aunque las diferencias geográficas son muy relevantes en el mercado, dada la heterogeneidad en los excesos de oferta acumulados. Las estimaciones presentadas en este documento sitúan la demanda potencial de vivienda en torno a las 220 mil unidades anuales entre 2010 y 2015. Este volumen es, lógicamente, inferior al del período expansivo previo, pero continúa siendo notable y permitirá absorber el *stock* pendiente de venta en las zonas con crecimiento demográfico, siempre que se consolide la mejoría en la accesibilidad producida a lo largo de 2009 por la caída de los precios y de los tipos de interés.

Entre finales de los noventa y el momento álgido de la crisis en otoño de 2008 se produjo un deterioro considerable en la capacidad de los hogares para adquirir una vivienda, principalmente por el aumento de los precios, muy superior al de la renta media, efecto reforzado desde 2004 por el encarecimiento de la financiación. Esta evolución tuvo un impacto mayor sobre los segmentos de demanda que partían de una situación más adversa, como los hogares de rentas bajas o los ámbitos territoriales con un mayor precio relativo. Sin embargo, las condiciones de accesibilidad se han modificado sustancialmente a lo largo de 2009, permitiendo un menor esfuerzo financiero por la reducción del valor de la cuota hipotecaria en un 20/25% respecto al año anterior.

A ello hay que sumar una reducción de los precios de la vivienda, que, en el conjunto de España, podría situarse en torno al 20% durante el período de ajuste en curso, una magnitud similar a la registrada en países anglosajones con dinámicas expansivas previas similares. El descenso de los precios permitirá recuperar niveles de accesibilidad de 2003, año en el que el parque de viviendas sin vender estaba determinado únicamente por fricciones de mercado y no por excesos de oferta. Las estimaciones de este estudio presentan para finales de 2008 una situación bien diferente, con un volumen de viviendas en esta situación entre 645 y 959

mil unidades. Los porcentajes regionales y provinciales sobre el parque total se sitúan, sin embargo, en un rango muy amplio, reflejo de que la producción en algunos territorios se venía realizando sobre expectativas de demanda excesivas una vez que las condiciones económicas y financieras han cambiado drásticamente. Esta lectura diferenciada es igualmente válida en la desagregación por municipios, poniendo de relieve que el margen e intensidad de reactivación es bien diferente según el área geográfica.

Un elemento común, sin embargo, es la herencia de endeudamiento familiar que deja la prolongada expansión previa, que ha pasado de un 70% de la renta a finales de los noventa a niveles cercanos al 140% una década después. La disminución del volumen de endeudamiento será un lento proceso, ya que necesita de crecimientos de la renta sistemáticamente superiores a los del crédito familiar. Dicho en otros términos, el proceso de “desapalancamiento” de los hogares españoles implica menor consumo y menor inversión residencial en el medio plazo. Por tanto, aunque se avance en dicho proceso, constituye un importante elemento de freno a la realización de la demanda potencial en el conjunto de España.