



La construcción de un nuevo sector inmobiliario: *allegro ma non troppo*

SI BIEN MUCHOS INDICADORES CRECEN YA A DOS DÍGITOS, EL SECTOR VA A SEGUIR MUY CONDICIONADO POR LA EVOLUCIÓN DE LA COYUNTURA ECONÓMICA.

Por JOSÉ GARCÍA MONTALVO
Catedrático de Economía. Universidad Pompeu Fabra

Las cifras del sector inmobiliario durante 2015 son relativamente optimistas, al menos comparadas con los indicadores desastrosos de años anteriores. Los datos de la estadística registral sitúan el crecimiento de los precios en el 6,6% mientras las transacciones crecían un 11,2% y el crédito nuevo a los hogares con finalidad de compra de vivienda crecía un 22,4%. Las viviendas terminadas están creciendo al 21%. Como se puede comprobar, muchos indicadores del sector crecen a dos dígitos, aunque esto es reflejo de una industria inmobiliaria retornando a una cierta situación de normalidad tras unos años de bajísima actividad. La transacción de viviendas aún representa solo el 45% de las realizadas en 2007. La iniciación de viviendas es solo el 7% de los visados de los buenos tiempos. Es verdad que los afiliados al sector de la construcción están creciendo al 4% pero la construcción y los servicios inmobiliarios habían destruido 1,7 millones de

puestos de trabajo desde el comienzo de la crisis.

La mayor alegría del sector inmobiliario en el último año ha llevado a algunos opinadores a volver a hablar de la posibilidad de una burbuja. Ciertamente los precios han crecido significativamente durante 2015 pero los registrales siguen un 29% por debajo de los precios del pico de la burbuja. La producción de nuevas hipotecas está creciendo muy rápido, aunque condicionada por el escaso número de hipotecas concedidas en años pasados. El crédito no parece estar hinchando otra burbuja, al menos por ahora. Se podría argumentar que la disputa por el negocio hipotecario está provocando un crecimiento intenso del nuevo crédito que podría impulsar el precio de la vivienda, como sucedió en la etapa de la burbuja. No obstante, hay señales que permiten descartar, por el momento, esta hipótesis. Si bien es cierto que hay una intensa competencia vía los diferenciales de los préstamos hipotecarios, no se está produciendo una reducción en la capacidad de pago exigida para la concesión del préstamo. Esta reducción fue, en última instancia, la causa de los problemas del pasado. De hecho la sobretasación del pasado se ha convertido en infratasación en la actualidad, a juzgar por la evolución de los precios del Ministerio de Fomento, basados en tasaciones.

En cualquier caso, la evolución futura del sector estará muy condicionada, al igual que sucede con el resto de la economía, por los vientos de frente que empiezan a soplar en la economía internacional y las dificultades políticas





LA MAYOR ALEGRÍA DEL SECTOR EN EL ÚLTIMO AÑO HA LLEVADO A ALGUNOS OPINADORES A VOLVER A HABLAR DE LA POSIBILIDAD DE UNA BURBUJA.

ES CONVENIENTE ESTAR ATENTOS Y EVITAR QUE PUEDA GENERARSE UNA ESPIRAL DE EXPECTATIVAS DE PRECIOS DE LA VIVIENDA.



internas. Los problemas geopolíticos internacionales (Siria, Yemen, Ucrania, norte de África, etc.), los problemas de la UE (*brexit* y crisis de los refugiados), la dificultad de formar gobierno en España, la caída de las bolsas o la desconfianza sobre la capacidad de China para seguir tirando de la economía internacional, han empezado a hacer mella en la confianza del consumidor español. Los datos de principio de año muestran una enorme caída de la confianza centrada en las expectativas sobre el futuro más que en la situación actual. Las consecuencias de esta menor confianza tendrán impacto tanto en el consumo en general como en la demanda de vivienda, aunque por el momento, la inercia de 2015 sigue empujando a la economía.

LA VIVIENDA COMO INVERSIÓN

Aunque es cierto que la demanda de vivienda como bien de consumo duradero que presta unos servicios puede verse afectada por los condicionantes macroeconómicos, la vivienda como inversión presenta la otra cara de la moneda. En los últimos meses todas las clases de activos han presentado rentabilidades negativas: fondos de acciones, fondos de materias primas, deuda a corto, deuda a largo, deuda corporativa de alto riesgo, e incluso fondos monetarios están cosechando rentabilidades negativas. Solo hay una clase de activos que tiene una rentabilidad positiva: la vivienda. La rentabilidad del alquiler en las grandes ciudades (Madrid y Barcelona) está entre el 6,5 y el 7% y las ganancias de capital en el último año han sido del 6,6%. Este hecho hace de la inversión en vivienda una opción atractiva para los ahorros de muchos pequeños inversores y algunos grandes fondos de inversión. No es infrecuente que, ante el vencimiento de un depósito y el propósito del comercial bancario de renovarlo al 0,2%, el cliente invierta los fondos en comprar una vivienda de coste reducido que paga al contado. La proporción de compras de vivienda con pago al contado había llegado a alcanzar casi el 65% de las compras. Durante 2015 se había producido una caída, coincidiendo con el aumento del crédito para la adquisición de vivienda, aunque en los últimos meses se observa de nuevo un cierto aumento del pago al contado. El efecto de la compra con motivo de inversión, espoleada fundamentalmente por unos tipos de interés muy bajos que reducen



SOLO HAY UNA CLASE DE ACTIVOS CON UNA RENTABILIDAD POSITIVA: LA VIVIENDA, UNA OPCIÓN ATRACTIVA PARA LOS AHORROS DE INVERSORES.

las alternativas rentables de inversión, podría ejercer un contrapeso sobre la posible reducción de la demanda de vivienda asociada con una compra para vivir.

Por otra parte, las perspectivas de la oferta de viviendas son optimistas. Muchas entidades financieras y plataformas inmobiliarias han comenzado a desarrollar promociones en suelo adjudicado que está bien localizado y que tiene un elevado nivel de provisiones. La relación entre bancos y promotores también ha cambiado. Ante los enormes problemas del pasado y la falta de profesionalidad de algunos de los operadores en el mercado de la promoción, los bancos han vuelto a los estándares del pasado: para financiar una promoción es preciso tener la propiedad del suelo

y un nivel sustancial de preventas. En este aspecto quizá podrían preocupar algunas noticias internas al sector que señalan que algún banco ha financiado parcialmente la compra de suelos, lo que nos devolvería a las prácticas que tantos problemas causaron en el pasado, cuando el promotor no arriesgaba nada de sus fondos y descansaba completamente en préstamos bancarios tanto para financiar el suelo como la construcción. En cualquier caso, no parece que estas prácticas sean frecuentes en el sector financiero en la actualidad.

ACCESO A LA VIVIENDA Y PRECIOS

La última cuestión tiene que ver con la accesibilidad de la vivienda. Si nos guiamos por el indicador tradicional (la proporción de la renta familiar destinada a pagar la hipoteca), nos encontramos en un momento inmejorable dados los bajos tipos de interés y el gran descenso de los precios de la vivienda en los últimos años. Sin embargo, este indicador no es una buena medida del esfuerzo de



una familia para comprar una vivienda. La medida adecuada, el ratio del precio de la vivienda sobre la renta familiar disponible, sigue siendo elevado para los estándares históricos y comparados (6,3 años completos de renta para comprar una vivienda media), pues aunque los precios han caído bastante, la renta disponible de las familias también ha caído en los últimos años impidiendo que el indicador vuelva a la normalidad (en torno a 4 o 4,5 años). El ajuste futuro podría producirse fundamentalmente por el aumento de la renta de las familias, siempre que la economía no se vea impactada negativamente por los vientos de frente que se están produciendo en la actualidad. También será necesario que los precios dejen de subir al ritmo que lo han estado haciendo el último año, pues la renta familiar no parece que pueda seguir ese ritmo incluso si la economía mantiene su inercia.

Sin embargo, hay un aspecto que provoca cierta preocupación. De nuevo, como ya sucedió en la época de la

LOS BANCOS VUELVEN A LOS ESTÁNDARES: PARA FINANCIAR UNA PROMOCIÓN ES PRECISO TENER LA PROPIEDAD DEL SUELO Y BUEN NIVEL DE PREVENTAS.

burbuja, tenemos un efecto de amplificación del incremento de los precios por la publicación de noticias sobre distintos índices de precios que se refieren al mismo período. Existen diversas fuentes de precios de la vivienda en España (INE, registradores, notarios, Ministerio de Fomento, etc.), algunos tienen incluso la misma fuente primaria. La publicación asincrónica de esta información y su impacto en el imaginario público a partir de su publicación en los medios de comunicación pueden provocar la sensación de que los precios suben incluso más deprisa que la subida real. Por ejemplo, los datos del INE y los registradores se basan exactamente en los mismos precios y se refieren al mismo lapso. La única diferencia es la metodología aplicada para agregar los

precios individuales. Sin embargo, para un ciudadano no especialista, cuando se publican en distintas semanas la sensación es de que los precios están disparados, pues ha recibido dos impactos mediáticos en poco tiempo. Este proceso de amplificación psicológica del incremento de precios fue muy evidente en el período de la burbuja inmobiliaria. En el contexto actual este efecto se ve multiplicado por la baja rentabilidad del resto de los activos. La confluencia de ambos procesos podría generar unas expectativas excesivamente optimistas sobre la evolución futura de los precios de la vivienda y un trasvase de inversión que podría generar una profecía que se autocumple. En cualquier caso, con los datos estadísticos disponibles no se ven signos claros de esta formación de expectativas exageradas. En todo caso, es conveniente estar atentos y evitar que pueda generarse una espiral de expectativas de precios de la vivienda. Por tanto, y por ahora, el inmobiliario va *allegro ma non troppo*. ■