

CARACTERÍSTICAS DE LA RECIENTE EXPANSIÓN INMOBILIARIA EN UNA PERSPECTIVA
DE MEDIO PLAZO

Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo

Este artículo ha sido elaborado por Concha Artola y Antonio Montesinos, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

A partir de la segunda mitad de la década pasada, la economía española ha experimentado una intensa expansión inmobiliaria, con fuertes tasas de crecimiento tanto de la inversión residencial como de los precios de la vivienda. Este ha sido un aspecto fundamental de la prolongada fase de auge de nuestra economía, pues ha impulsado el crecimiento de la demanda, ya sea de forma directa, como se observa en las cifras de inversión, o indirecta, a través del efecto riqueza que ha generado en las familias. Esta expansión está detrás del notable crecimiento de la actividad en construcción y de la generación de empleo en este sector. Además, este dinamismo se ha reflejado en el endeudamiento de las familias, que ha aumentado considerablemente, así como, en general, en la financiación ligada a la construcción y los servicios inmobiliarios, que se ha constituido en la partida más dinámica del crédito concedido a las empresas.

En este contexto, cabe preguntarse cuáles han sido los condicionantes de este ciclo de expansión inmobiliaria y en qué medida hay elementos —como la estabilidad macroeconómica que supone la pertenencia a la zona del euro— que hacen diferente este ciclo en relación con los observados en el pasado. En concreto, tiene interés repasar los elementos que caracterizaron la expansión ocurrida en la segunda mitad de los años ochenta y ponerlos en relación con la actual. Este es el objetivo de este artículo, en el que se describen los principales determinantes de la inversión inmobiliaria por el lado de la demanda y se examina la flexibilidad de respuesta de la oferta, los dos elementos que configuran la evolución de los precios.

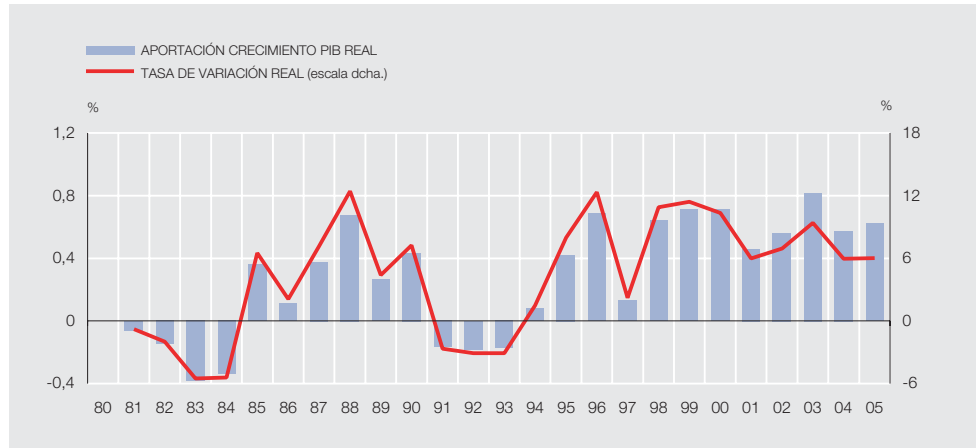
Principales rasgos de la inversión en vivienda en el ciclo expansivo 1985-1990 y en el actual

Históricamente, la inversión en vivienda muestra una mayor variabilidad que el PIB, de modo que su peso en el producto aumenta en las fases de auge y disminuye en las recesiones. Este es un hecho que se observa en la expansión inmobiliaria de la segunda mitad de los años ochenta, que se prolongó hasta 1990, durante el cual la tasa media de crecimiento de la inversión en vivienda se situó en el 6,6%, mientras que su participación en el PIB nominal aumentó 1 punto porcentual (pp), del 5,2% en 1985 al 6,2% en 1990. El ciclo expansivo de la inversión en vivienda finalizó en el año 1991, dando paso a un período, de 1991 a 1993, de caídas significativas de esa variable (véase gráfico 1). El ciclo expansivo actual presenta una intensidad y una duración muy superiores a la expansión inmobiliaria anterior; de hecho, la contribución de la inversión residencial al PIB nominal casi se ha duplicado, pasando del 5,9% en 1997 al 11% en 2005, como consecuencia del gran dinamismo tanto de la construcción de viviendas como de sus precios.

Para comparar la intensidad de la inversión en vivienda y del crecimiento de sus precios en el ciclo expansivo actual en relación con el que transcurrió entre 1985 y 1990, se han construido índices base 100 en el año anterior al inicio del ciclo expansivo: 1984 y 1997, respectivamente. Como se observa en el gráfico 2, la fortaleza de la inversión inmobiliaria desde 1998 es claramente superior a la de la expansión de los años ochenta, que también tuvo una duración menor. El crecimiento acumulado de la inversión en vivienda entre 1984 y 1990 fue del 47%, en términos reales, mientras que en el conjunto de los seis primeros años del ciclo actual la inversión inmobiliaria aumentó un 69%, alcanzando un 90% cuando se considera el avance acumulado hasta 2005. El crecimiento de los precios de la vivienda en el conjunto del período 1985-1990 superó, en términos nominales, al crecimiento acumulado entre 1998 y 2005;

INVERSIÓN EN VIVENDA

GRÁFICO 1



FUENTES: INE y Banco de España.

INVERSIÓN Y PRECIOS EN LOS CICLOS EXPANSIVOS RECIENTES

GRÁFICO 2



FUENTES: Ministerio de Vivienda, INE y Banco de España.

sin embargo, cuando se analiza el comportamiento acumulado de los precios reales —esto es, deflactados con el IPC— se pone de manifiesto la mayor intensidad de la expansión actual. En el máximo del ciclo anterior, la revalorización llegó a ser del 115% —en relación con el año inicial 1984—, mientras que en el ciclo actual la revalorización de la vivienda en términos reales ha superado esa cota, situándose en un 130%, en relación con el año 1997. Finalmente, cabe destacar que el final del ciclo expansivo de la segunda mitad de los años ochenta supuso una caída de las tasas de la inversión residencial, pero una relativa estabilidad de los precios de la vivienda en términos nominales. Solo los precios en términos reales mostraron una disminución respecto a los niveles alcanzados durante el auge.

En los siguientes apartados se pormenorizan los factores —demográficos, sociales y financieros, entre otros— que han respaldado la evolución de la demanda de vivienda en los dos ciclos analizados.

Factores demográficos y demanda de viviendas

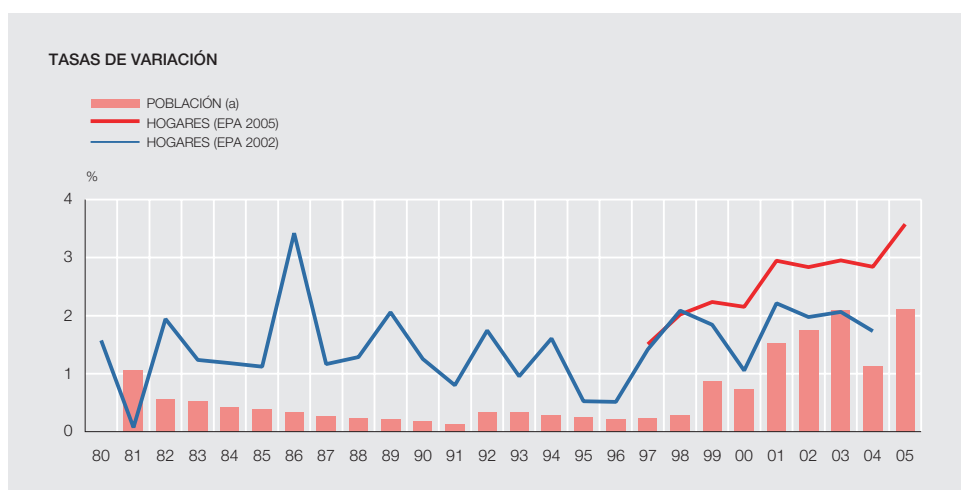
Por lo que se refiere a los factores de demanda, hay que destacar, en primer lugar, el crecimiento de la población y de los hogares. Atendiendo a la evolución de estas variables, en la segunda mitad de los años ochenta no se observó una expansión sustancial en comparación con los años anteriores o posteriores, sino que el ritmo anual de creación de hogares se mantuvo estable en torno a 150.000 (véase gráfico 3). Como se comentará más adelante, en ese período el proceso de expansión inmobiliaria estuvo vinculado a la demanda de segundas residencias, por parte de ciudadanos tanto españoles como extranjeros.

En contraste, el ciclo expansivo iniciado en 1998 ha estado respaldado por un importante incremento en el ritmo de creación de hogares. De acuerdo con la estimación realizada por el INE en el marco de la EPA-2005, la creación de hogares ha venido mostrando una tendencia creciente a partir de los últimos años de la década de los noventa. En 2005 había en España 15,5 millones de hogares, un 20% más que en 1998. El ritmo de crecimiento anual se situó en torno al 3% en el período 2001-2004, alcanzando el 3,6% en el año 2005. Este fenómeno es el resultado de un conjunto de transformaciones coincidentes en el tiempo, entre las que cabe destacar el aumento de la población impulsado por los flujos migratorios, el crecimiento del empleo y los cambios en la estructura de las familias.

El aumento del número de hogares responde a un intenso crecimiento de la población a partir de finales de los años noventa. Entre 1998 y 2005 la población residente en España se incrementó en un 10,7% —siendo el segundo país europeo por crecimiento del número de habitantes¹—, en un contexto en que la población europea (EU 15) se incrementó en tan solo un 3,2%. El gran dinamismo relativo de la población española desde 1998 ha sido consecuencia de la entrada masiva de trabajadores inmigrantes y, en menor medida, del colectivo de ciudadanos procedentes del resto de la UE y que residen habitualmente en España, en su mayoría jubilados procedentes de Alemania, Reino Unido y los países nórdicos. Los residentes de nacionalidad española han contribuido en tan solo un 27% al crecimiento de la población entre 1998 y 2005.

En principio, al estar el crecimiento de la población basado fundamentalmente en la inmigración, el incremento en el número de hogares debería haber sido más moderado que el de la población, dado el mayor tamaño medio de los hogares configurados por inmigrantes. En efecto, de acuerdo con la información del Censo 2001 existen diferencias apreciables en el tamaño medio del hogar en los tres grupos de población definidos por españoles, inmigrantes y comunitarios. Mientras que el tamaño medio de los hogares encabezados por un español

1. Situándose tan solo detrás de Irlanda, que registró un incremento del 11,3%.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Hasta 1998, estimaciones intercensales de EUROSTAT. Desde 1999, padrón continuo.

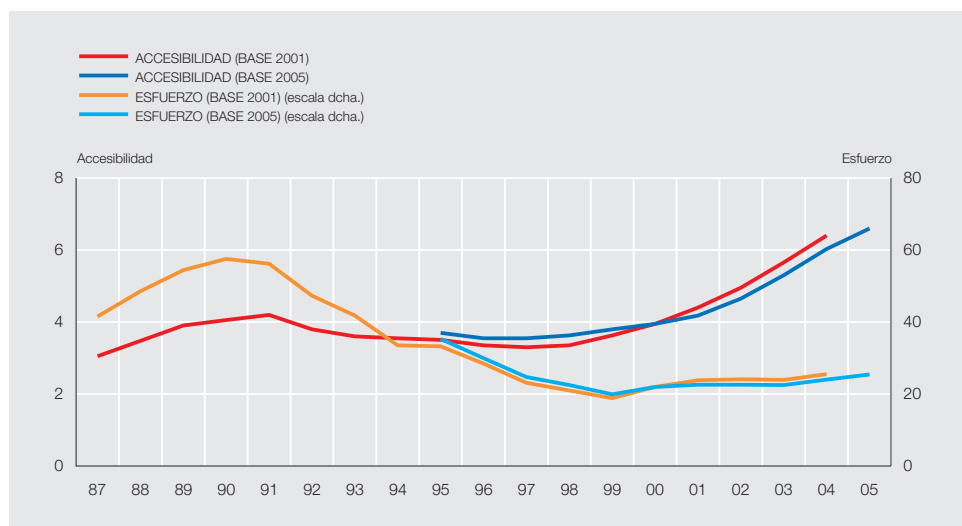
era, en 2001, de 2,85 personas, en el caso de los ciudadanos procedentes de UE 15 la dimensión del hogar medio era de 2,09 personas, al tratarse de un colectivo de edad superior a la media. Lo contrario ocurre en el caso de los hogares cuyo cabeza de familia es un inmigrante, cuyo tamaño medio es de 3,72 personas. Sin embargo, en el período 1998-2005 se ha observado una evolución contraria a la esperada, con un ritmo de incremento del número de hogares superior al de la población, lo que sugiere que otros factores han impulsado la creación de hogares.

En este sentido, la intensa creación de empleo a lo largo de los últimos años —a tasas superiores al 3% desde 2000— y, en particular, la gran reducción de la tasa de paro —especialmente, de los menores de 25 años, que pasó del 43% a mediados de los años noventa hasta situarse en torno al 20% a partir de 2001²— han desempeñado un papel fundamental para promover el ritmo de creación de hogares, impulsando la salida de los jóvenes del ámbito familiar. Un tercer elemento que ha debido contribuir al crecimiento del ritmo de creación de hogares es el aumento de la tasa de divorcios, que supone un desdoblamiento de los hogares y contribuye a la disminución de su tamaño medio. De acuerdo con los datos procedentes del Consejo General del Poder Judicial, el número de divorcios superó los 130.000 en 2004, lo que supone un aumento del 43% en relación con el año 1998. También es posible que el envejecimiento de la población, el aumento de la esperanza de vida y la menor dependencia del núcleo familiar de las personas de la tercera edad hayan contribuido a incrementar el número de hogares y, con ello, la demanda de vivienda.

Accesibilidad a la vivienda y condiciones financieras

Hay diversas formas de examinar las implicaciones que las condiciones financieras y los niveles alcanzados por los precios de la vivienda tienen para las posibilidades de acceso de las familias a la adquisición de una vivienda. Si se examina la evolución de la ratio de accesibilidad a la vivienda, definida como el cociente entre el precio medio de una vivienda y la renta bruta por hogar, se observa que en 1987 el precio de una vivienda mediana suponía la renta anual de tres años para una familia tipo (véase gráfico 4). El fuerte incremen-

2. La reducción está sin duda exagerada como resultado del cambio metodológico sufrido por la Encuesta de Población Activa en el año 2001. En todo caso, la diferencia entre la tasa de paro de los menores de 25 años según la nueva y la antigua metodología es de 3,5 pp en el año 2001.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. La accesibilidad, medida como precio de una vivienda libre de tamaño mediano en relación con la renta bruta estimada del hogar mediano. El esfuerzo es el importe bruto de la cuota que se ha de pagar en porcentaje de la renta bruta disponible neto de deducciones fiscales. Véase Martínez Pagés (2005). El sufijo base 2001 o base 2005 hace referencia a la utilización de la serie de precios del Ministerio de Vivienda base 2001 o base 2005.

to de los precios en la expansión de la segunda mitad de los años ochenta deterioró apreciablemente la accesibilidad, de modo que en 1991 el precio de una vivienda representativa suponía más de cuatro veces la renta del hogar mediano. La contención de los precios de la vivienda de los años posteriores mejoró apreciablemente esta ratio, llegando a situarse en un nivel de 3,3 en 1997. Las condiciones financieras relativamente restrictivas existentes en la segunda mitad de los años ochenta —con tipos de interés hipotecarios en torno al 15%, plazos medios de 12 años³, racionamiento de crédito en algunos momentos— hicieron que el deterioro de la accesibilidad se trasladara plenamente al esfuerzo anual requerido para financiar la adquisición de una vivienda, de modo que la cuota anual a pagar teniendo en cuenta las bonificaciones fiscales⁴ superaba el 50% del salario medio anual en 1990.

El actual ciclo alcista de precios de la vivienda también ha incrementado sustancialmente el ratio de accesibilidad, de modo que en 2005 el precio de la vivienda suponía más de 6,5 años de la renta de una familia tipo. Sin embargo, este fuerte aumento no se ha traducido en un incremento de magnitud similar en el esfuerzo necesario para adquirir una vivienda, es decir, en los pagos anuales por cuotas, que ha aumentado desde el 32,7% en 1997 al 36,3% en 2005, debido tanto a la disminución de los tipos de interés como al alargamiento de los plazos de los préstamos. En efecto, los tipos hipotecarios han pasado de unos niveles medios del 7,7% en el período 1995 a 1999, al 3,4% en 2005 —lo que supone de hecho que las familias se han financiado a tipos de interés reales negativos—, mientras que, de acuerdo con la información procedente de los registros de la propiedad, los plazos medios de los nuevos préstamos hipotecarios suscritos en el primer trimestre de 2006 se han situado por encima de los 26 años.

³ Es este uno de los aspectos del mercado inmobiliario del que se carecía de información precisa hasta que en 2004 se empezó a publicar la Estadística Registral Inmobiliaria. Con anterioridad a esa fecha, los plazos medios son estimaciones producidas por la Asociación Hipotecaria de España. ⁴ Véase Martínez Pagés (2005). Solo se dispone de una medida equivalente del esfuerzo inversor neto de bonificaciones fiscales a partir de 1999.

| | Censo (miles) | | | SEOPAN | Variación (miles) | | Tasa de variación (%) | |
|----------------------------|---------------|--------|--------|--------|-------------------|-----------|-----------------------|-----------|
| | 1981 | 1991 | 2001 | 2004 | 1991 -1981 | 2001-1991 | 1991-1981 | 2001-1991 |
| TOTAL | 14.726 | 17.206 | 20.947 | 22.500 | 2.480 | 3.741 | 16,8 | 21,7 |
| Principales | 10.432 | 11.736 | 14.187 | 15.000 | 1.304 | 2.451 | 12,5 | 20,9 |
| No principales | 4.294 | 5.470 | 6.760 | 7.500 | 1.176 | 1.290 | 27,4 | 23,6 |
| Secundarias | 1.898 | 2.923 | 3.360 | 4.000 | 1.025 | 437 | 54,0 | 15,0 |
| Desocupadas y de otro tipo | 2.396 | 2.547 | 3.400 | 3.500 | 151 | 853 | 6,3 | 33,5 |

FUENTES: INE, SEOPAN y Banco de España.

La demanda de vivienda no principal

Los censos ofrecen información del *stock* de viviendas que se mantienen, clasificadas por el uso que los propietarios hacen de ellas. Sin embargo, únicamente se dispone de esa información con retraso y para momentos espaciados en el tiempo, por lo que solo pueden extraerse algunas consideraciones generales de estos datos. Así, si se comparan los censos de 1981 y 1991, entre los que se situó el primer ciclo expansivo del mercado inmobiliario, se observa que el *stock* de viviendas aumentó casi un 17%, hasta alcanzar más de 17 millones de unidades (véase cuadro 1). Lo más destacable de este período fue el fuerte incremento del parque de viviendas secundarias, que aumentó un 54% en relación con el año 1981, con un millón de unidades adicionales construidas. Este dato es coherente con el hecho de que, como se vio anteriormente, la creación de hogares no fue especialmente intensa en ese período. Posiblemente, la mejora de las perspectivas económicas en la segunda mitad de los ochenta, tras la incorporación a la UE y en un contexto de dinamismo de la actividad y el empleo, impulsó la demanda de ese tipo de viviendas, para la que la renta per cápita es un determinante relevante.

El censo de 2001 cifró el *stock* de viviendas en casi 21 millones en ese año, un 22% más que en 1991, de las cuales algo más de dos terceras partes (14 millones) correspondían a viviendas principales, distribuyéndose el 32% restante, a partes iguales, entre viviendas secundarias (3,4 millones) y viviendas desocupadas (3,4 millones). En el caso de los dos últimos censos, ha sido el *stock* de viviendas desocupadas el que ha experimentado un mayor incremento (33,5%) entre 1991 y 2001. Las estimaciones más recientes —sin carácter oficial— cifran el número de viviendas vacías en 3,5 millones. El importante aumento del *stock* de viviendas desocupadas está probablemente vinculado a la elevada rentabilidad de la inversión en vivienda frente a activos alternativos, a lo largo de los últimos años, y a las expectativas de revalorización, en un contexto de ausencia de incentivos claros para el alquiler. Tal y como se refleja en el gráfico 5, la inversión en vivienda ha generado una rentabilidad muy superior a la ofrecida ex post por otros activos y, en particular, ha constituido una forma muy rentable de colocación de la riqueza en los años en que las bolsas de valores registraron importantes descensos, como los observados entre 2000 y 2002. De hecho, el año 2005 ha sido el primero desde 1999 en que la rentabilidad de la renta variable ha superado a la revalorización de la inversión en vivienda.

El parque de viviendas secundarias también se ha expandido a lo largo del período 1991-2001. Junto con la demanda de las familias españolas, vinculada, como se comentó antes, a elementos de mejora de las perspectivas económicas o renta permanente⁵, los ciudadanos

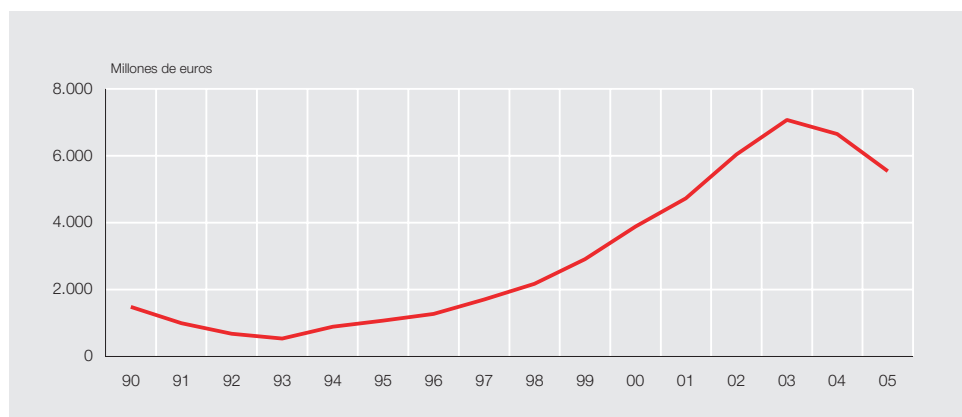
5. De acuerdo con la Encuesta Financiera de las Familias, un 30% de los hogares españoles poseía en 2002 propiedades inmobiliarias adicionales a la vivienda principal [véase Banco de España (2004)].



FUENTES: CNMV, INE y Banco de España.

a. La rentabilidad de la vivienda se estima como suma de la rentabilidad del alquiler más variaciones del precio. El sufixo base 2001 o base 2005 hace referencia a la utilización de la serie de precios del Ministerio de Vivienda base 2001 o base 2005.

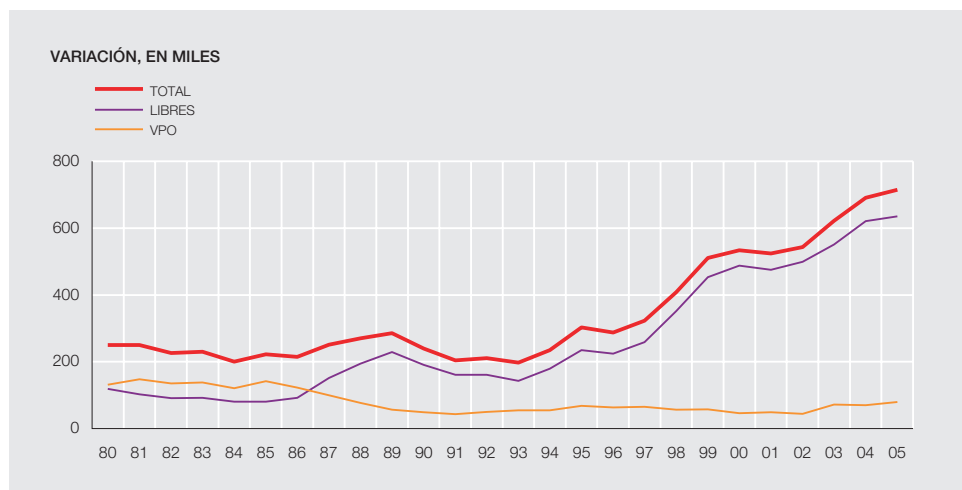
INVERSIONES DIRECTAS EN ESPAÑA. INMUEBLES



FUENTE: Banco de España (Balanza de Pagos).

extranjeros han tenido un gran protagonismo en el incremento de la demanda de viviendas secundarias en ese período. De acuerdo con las cifras publicadas por la Balanza de Pagos, la inversión extranjera en inmuebles ha sido desde 1994 una de las rúbricas más dinámicas de los flujos de entrada de inversión directa extranjera en España (véase gráfico 6)⁶. Pese a su reducción en los dos últimos años, su peso continúa siendo importante, pues supuso el 30% de los flujos de entrada en 2005. Con todo, hay razones para pensar que estas cifras representan una cota mínima del volumen de transacciones inmobiliarias realizadas por ciudadanos extranjeros⁷.

6. Para valorar adecuadamente el peso de la demanda de vivienda por parte de ciudadanos comunitarios, debe tenerse en cuenta que las cifras de inversión extranjera en inmuebles procedentes de la Balanza de Pagos recogen no solo inversión en vivienda, sino también en otro tipo de bienes inmuebles, como el suelo, y los pagos derivados de la adquisición de vivienda usada. 7. Esta rúbrica de Balanza de Pagos refleja únicamente las transacciones realizadas a través de cuentas corrientes de no residentes, por lo que puede haber transacciones que no se liquiden mediante ese trámite.



FUENTE: Ministerio de Vivienda.

La oferta de vivienda en perspectiva

Tras este repaso de los factores que han impulsado la demanda de vivienda en España, parece razonable examinar en qué medida la oferta ha respondido con flexibilidad a esos impulsos. Para ello se ha acudido a analizar la evolución del número de viviendas iniciadas, para las que existe información homogénea durante un período prolongado (véase gráfico 3). Antes del primer ciclo expansivo analizado, se iniciaban en torno a 220.000 viviendas al año, con un mayor protagonismo de la vivienda con algún tipo de protección, frente a la libre. El ciclo alcista posterior dio lugar a un repunte de las viviendas iniciadas, basado, sobre todo, en el dinamismo de las viviendas libres, comenzando un proceso de declive de la vivienda protegida. En 1989 se alcanzó un máximo cercano a las 300.000 viviendas iniciadas, un 50% más que la media de la primera mitad de la década.

La crisis de los primeros años noventa redujo el volumen de iniciación de viviendas, que en 1993 se situó por debajo de las 200.000, la cota más baja de los últimos 25 años. A partir de entonces se inició una recuperación en el volumen de viviendas iniciadas, que fue especialmente intensa a partir de 1997. En 2003 el número de viviendas iniciadas se duplicó respecto de la cifra de 1997, en 2005 se superaron las 700.000 viviendas iniciadas, y en 2006 el dinamismo continúa, pues se estima que en el primer semestre se han iniciado 380.000 unidades, un 15% más que en el mismo período de 2005. Este auge es especialmente notable cuando se compara con el conjunto de la UE 15: de acuerdo con la información publicada por el Consejo Superior de Colegios de Arquitectos, en España se construyen 18,1 viviendas por 1.000 habitantes, frente a una media europea de 5,7. Esta expansión se ha basado fundamentalmente en la vivienda libre, mientras que las viviendas de protección oficial apenas representan el 10% del total.

El fuerte incremento de la oferta ha sido desigual en términos geográficos: junto con el dinamismo de la inversión en viviendas en el arco mediterráneo, que se encuentra vinculado a la vivienda vacacional, destaca la fuerte expansión observada en los últimos años en las áreas de influencia de las grandes ciudades, alimentada por un segmento de la demanda que no está en condiciones de acceder a viviendas en ciudades como Madrid y Barcelona, donde el incremento de los precios de la vivienda ha reducido significativamente la accesibilidad para una parte importante de la población.

Conclusiones

En este artículo se han repasado los principales determinantes que han configurado la evolución de la demanda y de los precios en los dos últimos ciclos inmobiliarios de la economía española. En el auge observado durante el período 1985-1990, la demanda de viviendas

mostró su habitual comportamiento cíclico, más dinámico que el del PIB en las fases de crecimiento, en el contexto de mejora de las perspectivas económicas que supuso la incorporación a la UE; no obstante, el entorno de condiciones financieras relativamente restrictivas, con elevados tipos de interés, tanto nominales como reales, y una escasa flexibilidad en la oferta de instrumentos de crédito tendieron a contener la demanda. La oferta de viviendas, por su parte, reaccionó de forma moderada a los impulsos de la demanda, de modo que estos se reflejaron en acusados incrementos de los precios.

En el ciclo que se inició en la segunda mitad de los años noventa, y que todavía perdura, los factores de demanda han sido mucho más potentes que en el ciclo anterior. La prolongada expansión de la economía española, con incrementos sustanciales del empleo, ha supuesto una mejora considerable en las perspectivas de renta de las familias, que ha animado tanto la creación de hogares —que desean adquirir una vivienda principal— como la demanda de viviendas secundarias. Por otra parte, el aumento de la población —sobre todo, por la incorporación de inmigrantes— no es ajeno a este auge económico y también ha impulsado la demanda de inmuebles. La estabilidad macroeconómica alcanzada y la propia modernización del país han favorecido la inversión residencial por parte de los ciudadanos extranjeros. Finalmente, el mantenimiento de unas condiciones financieras holgadas durante un largo período, junto con la gran flexibilidad que han mostrado las entidades de crédito para ofrecer productos financieros que facilitaran el acceso a la vivienda, ha supuesto un factor de empuje considerable en la demanda de viviendas.

Frente a estos elementos, la oferta ha mostrado una notable capacidad de respuesta, con incrementos sustanciales en el número de viviendas iniciadas. Con todo, la extraordinaria magnitud y simultaneidad de los impulsos de demanda, junto con el carácter estructural de algunas de las transformaciones experimentadas, han inducido un significativo encarecimiento de la vivienda, que, si se mide en términos relativos con la evolución del IPC, ha superado al que tuvo lugar en la segunda mitad de los ochenta.

19.7.2006.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA (2004). «Encuesta financiera de las familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares», *Boletín Económico*, noviembre, pp. 63-82.

CONSEJO SUPERIOR DE ARQUITECTOS DE ESPAÑA (2004). *Informe de coyuntura*.

MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2005). «Indicadores de accesibilidad y esfuerzo en el mercado de la vivienda», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España, pp. 65-71.