

Termómetro inmobiliario de “la Caixa” Research

Nota metodológica 01/15

Mayo de 2015



“la Caixa” Research

www.lacaixaresearch.com

Ariadna Vidal Martínez
Economista

Departamento de Macroeconomía
ariadna.vidal@lacaixa.es

Resumen ejecutivo

- El termómetro inmobiliario de “la Caixa” Research nos permite hacer un seguimiento de la recuperación del sector inmobiliario, monitorizando sus constantes vitales para asegurarnos de que no se vuelven a cometer los errores del pasado.
- El termómetro inmobiliario se compone de tres sub-indicadores (oferta, demanda y precios), cuyo objetivo es medir la temperatura de cada una de las tres dimensiones.
- La radiografía global que revela el termómetro inmobiliario es que el pulso del sector empieza a recuperarse y que el recorrido al alza es amplio.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. CaixaBank no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© CaixaBank, 2015

© Ariadna Vidal Martínez

Quisiera agradecer las aportaciones de Joan Daniel Pina, Oriol Aspachs y Judit Montoriol.

Introducción

El sector inmobiliario se encuentra en un punto de inflexión. Después de seis años de ajuste, marcados por el desplome de la actividad en el sector y por una contracción de los precios del 30% en términos nominales, y del 37% en términos reales desde el máximo alcanzado en el 1T 2008, la mayoría de indicadores sugieren que el mercado inmobiliario se estabilizó durante 2014 y que ha dejado atrás una larga etapa contractiva (véase el primer gráfico). Los primeros síntomas de estabilización se empezaron a apreciar durante la primera mitad de 2014. Entre ellos destacan el incremento de las peticiones de visados para nueva construcción, el mayor volumen de compraventa de viviendas, gracias sobre todo a la demanda extranjera, y los incipientes avances de la ocupación en el sector. En la segunda mitad del año, estos síntomas de estabilización se consolidaron y algunos indicadores incluso empezaron a mejorar. En concreto, la inversión en construcción anotó la primera tasa de variación interanual positiva tras seis años de contracción; las transacciones para la compra de viviendas ganaron tracción, gracias, esta vez, a una demanda doméstica que empezaba a animarse; y, finalmente, el ajuste de los precios llegó a su fin en el último trimestre del año, registrándose la primera tasa de variación intertrimestral positiva.

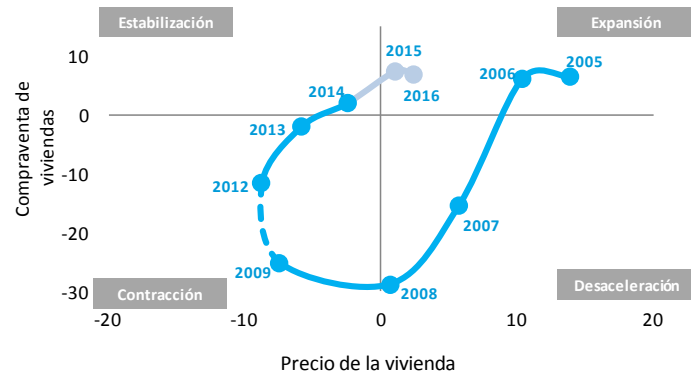
De cara a 2015, se espera que estos avances ganen vigor y que se consolide la tan esperada recuperación del sector. Para ilustrarlo y monitorizar las constantes vitales del mercado residencial, se ha desarrollado el termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research. Esta herramienta se compone de tres subindicadores (oferta, demanda y precios), contruidos para medir la temperatura actual de cada una de las tres dimensiones. Con el fin de poder evaluar el grado de frío y de calor de cada indicador, es necesario comparar los valores actuales con unos valores de equilibrio, por lo que se requieren series estacionarias. Ello nos permite valorar si la temperatura se encuentra por debajo de la zona de equilibrio, lo que indicaría que el sector se halla en zona de enfriamiento, o si, por el contrario, se encuentra por encima, lo que indicaría que el sector está sobrecalentado.

Es preciso apuntar que la heterogeneidad que caracteriza el mercado inmobiliario limita los resultados que se extraen de este análisis al conjunto del mercado español. Por ello, las conclusiones para algunos submercados pueden diferir.

A continuación se procede a describir la construcción de cada uno de los tres indicadores, detallando las variables que los componen y su evolución.

Reloj inmobiliario

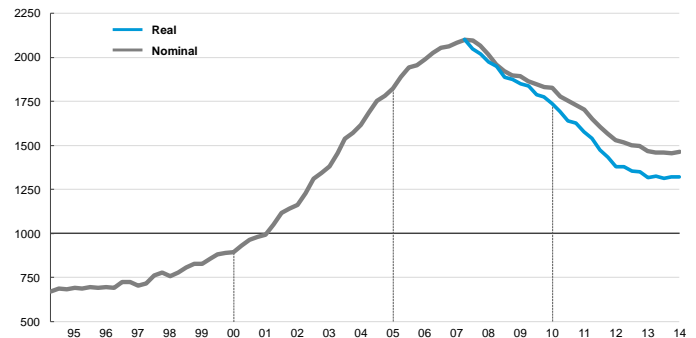
Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Fomento y del INE.

Precio de la vivienda

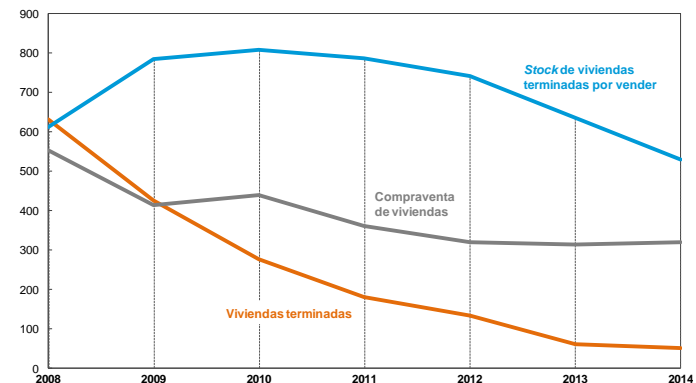
(Euros/m²)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Fomento y del INE.

Viviendas

(Miles de viviendas)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Fomento y del INE.

Indicador de oferta

El indicador de oferta pretende registrar la temperatura de la actividad en la construcción. Para conseguirlo, se nutre de variables que miden tanto el flujo como el *stock* de viviendas. Se construye a partir de la inversión residencial, de la depreciación del parque de viviendas y del *stock* de viviendas terminadas por vender. La metodología utilizada consiste en una normalización de las tres variables que forman el indicador, a partir del promedio de un período en el que se considera que el mercado se hallaba en equilibrio (entre 1997 y 2000) y de la desviación estándar de toda la serie. Estas tres variables normalizadas se agregan en un solo indicador usando una media ponderada. En particular, los pesos usados son: 40% para la inversión residencial, 40% para la depreciación del parque y 20% para el *stock* de viviendas por vender.

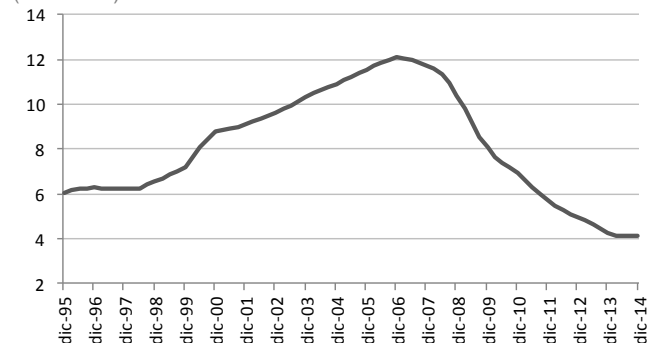
La variable de inversión se construye a partir de la inversión residencial bruta sobre el PIB. Con ella se pretende capturar la entrada de inversión para la construcción de viviendas respecto a la producción total del país. Como se observa en el gráfico correspondiente, entre 2004 y 2007, en pleno *boom* inmobiliario, la inversión residencial alcanzaba cerca del 12% del PIB, claramente por encima de los estándares históricos. Tras el desplome de la inversión durante la crisis, todo indica que ha tocado fondo y que empieza a mostrar signos de incipiente mejoría en los últimos trimestres del 2014.

La variable de depreciación del parque de viviendas se construye a partir de las viviendas terminadas sobre el parque total de viviendas. Con esta variable se pretende cuantificar el exceso de la actividad sobre la construcción de viviendas necesarias para suplir la depreciación anual del parque de viviendas. Durante el *boom* inmobiliario, cada trimestre se terminaban entre 2 y 3 viviendas por cada 100 viviendas del parque, muy por encima del promedio histórico, de 1,7. En cambio, en la actualidad esta variable se encuentra por debajo de este promedio, dados los bajos niveles de actividad.

Por último, la variable del *stock* de viviendas terminadas por vender se estima a partir de las viviendas terminadas y de las compraventas. En este caso, el valor de equilibrio se calcula a partir de los años necesarios para vaciar el *stock* de viviendas por vender (0,8 años) y el volumen de compraventas en un período de equilibrio (220.000 viviendas). En cuanto a la evolución, al principio de la crisis se observa una rápida acumulación en el *stock* de viviendas a causa del desplome de la demanda. En cambio, en los últimos dos años, el exceso de *stock* ha empezado a reducirse de forma paulatina debido, sobre todo, a una actividad todavía débil.

Inversión residencial

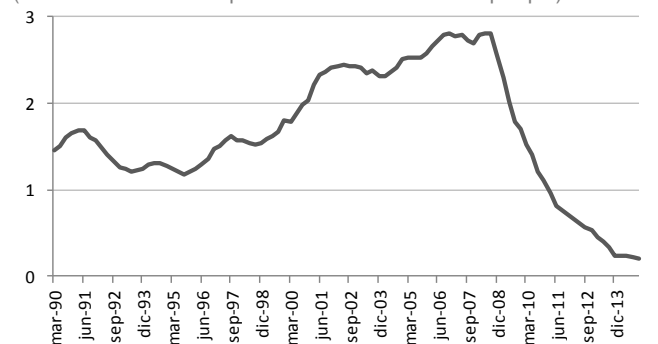
(% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Depreciación del parque de viviendas

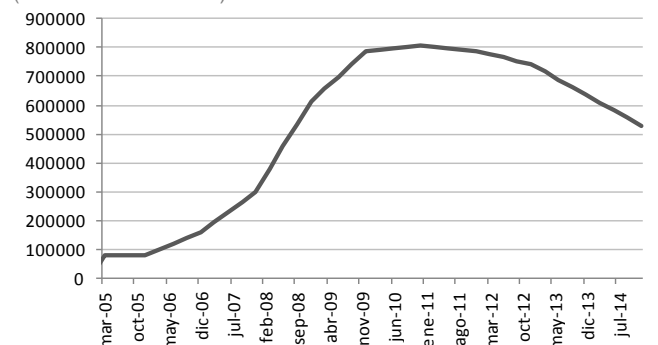
(Viviendas terminadas por cada 100 viviendas del parque)



Fuente: "la Caixa" Research a partir de datos de Fomento y Banco de España.

Stock de viviendas terminadas por vender

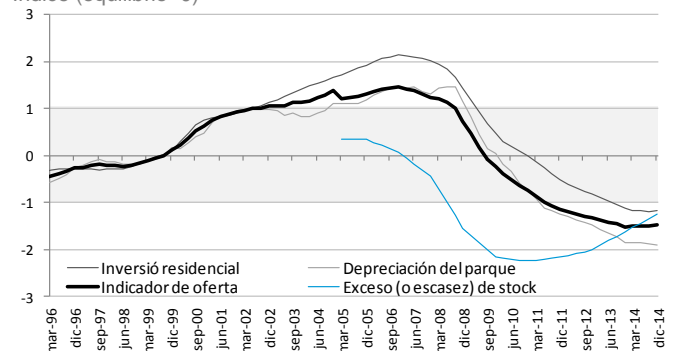
(Número de viviendas)



Fuente: "la Caixa" Research a partir de datos de Fomento e INE.

Indicador de oferta normalizado

Índice (equilibrio=0)



Fuente: "la Caixa" Research a partir de datos de Fomento, INE y Banco de España.

Indicador de demanda

El indicador de demanda pretende medir el pulso de la demanda de viviendas diferenciando entre los distintos demandantes, puesto que sus decisiones de compra se determinan a través de variables distintas. En concreto, la demanda se descompone en tres grupos: la doméstica de primera residencia, la doméstica de segunda residencia y la extranjera. Se aplica la misma metodología que en el indicador de oferta: cada variable se normaliza utilizando el promedio de 1997 a 2000 y la desviación estándar de toda la serie. Los pesos asignados para la agregación son del 75% para la demanda de primera residencia, del 15% para la demanda de segunda residencia y del 10% para la demanda extranjera.

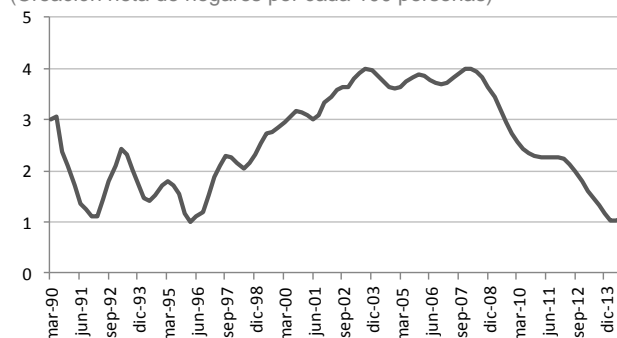
La variable de demanda doméstica de primera residencia se computa como la ratio de la creación de hogares netos sobre la población en edad potencial de crear un nuevo hogar (asumiendo que forma mayoritariamente este grupo la población entre 25 y 39 años). El tirón de la demanda entre 1997 y 2007 se explica, en parte, por factores demográficos como la inmigración, que se multiplicó por seis entre 1998 y 2006, y, en menor medida, la emancipación de la última generación de *baby boomers*. Tras el inicio de la crisis, la demanda doméstica se desplomó debido a un entorno económico desfavorable, a la salida del país de inmigrantes y de jóvenes en paro, y a las bajas tasas de emancipación. En la actualidad, la demanda doméstica de primera residencia empieza a recuperarse gracias a un entorno económico propicio y a la mejora de las condiciones financieras.

La demanda doméstica de segunda residencia se computa a partir de una estimación de las transacciones de compra de viviendas de segunda residencia sobre la población en edad potencial de adquirirla (se asume que es la población mayor de 40 años). La estimación de la compraventa de viviendas de segunda residencia se elabora a partir de las compras de viviendas en una provincia distinta de la residencia habitual del comprador. Se observa que esta demanda residencial también se vino abajo durante la crisis, y que se ha mantenido en niveles mínimos desde entonces.

Finalmente, la última variable de demanda se construye a partir de las compraventas de viviendas por parte de extranjeros entre la población extranjera residente. Como la del resto de demandantes, esta se contrajo de forma acusada durante los primeros años de la crisis, aunque a partir de 2009 se observa una ligera tendencia alcista fruto del atractivo de España como destino turístico y como inversión, dadas las fuertes correcciones de los precios.

Demanda doméstica de primera residencia

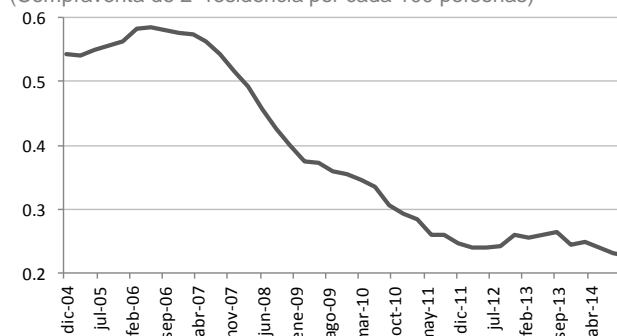
(Creación neta de hogares por cada 100 personas)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Demanda doméstica de segunda residencia

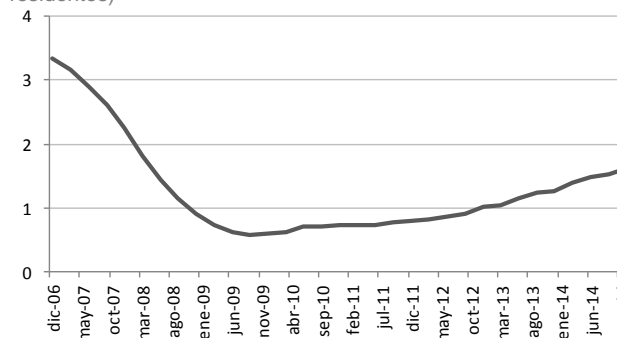
(Compraventa de 2ª residencia por cada 100 personas)



Fuente: "la Caixa" Research a partir de datos del INE y Fomento.

Demanda extranjera

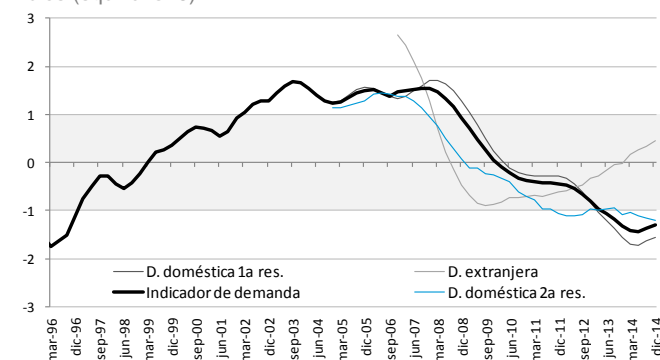
(Compraventa por parte de extranjeros por cada 100 extranjeros residentes)



Fuente: "la Caixa" Research a partir de datos del INE y Fomento.

Indicador de demanda normalizado

Índice (equilibrio=0)



Fuente: "la Caixa" Research a partir de datos del INE y Fomento.

Indicador de precios

El indicador de precios pretende recoger la dinámica del precio de la vivienda teniendo en cuenta la capacidad de compra de los hogares. Por ello se combina el análisis de la evolución del precio de la vivienda con medidas de la evolución de las rentas de los hogares y de las condiciones financieras. Concretamente, se utiliza una variable de precio de la vivienda, una variable de esfuerzo financiero y la rentabilidad bruta del alquiler. La metodología aplicada es la misma que para los indicadores de oferta y demanda. Los pesos asignados para la agregación son del 50% para el precio de la vivienda, del 30% para el esfuerzo teórico y del 20% para la rentabilidad del alquiler.

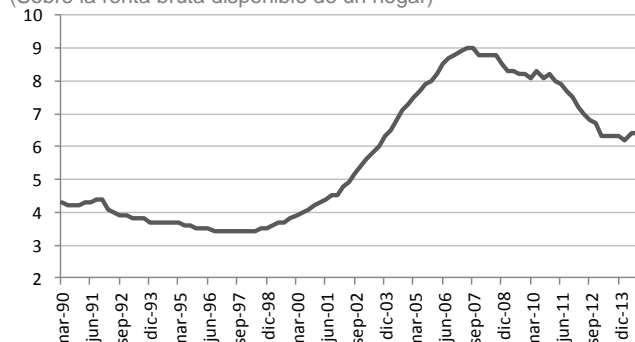
La variable con mayor influencia en el indicador se construye en función del precio de la vivienda sobre la renta bruta disponible para un hogar mediano. En ella se observa claramente el ajuste de precios que se produjo tras la crisis, donde el precio de la vivienda pasó a ser de 9 a 6 veces la renta bruta disponible de un hogar. Asimismo, en los últimos trimestres se observa que esta ratio se ha estabilizado, acercándose a lo que consideramos una nueva zona de equilibrio. De ahora en adelante, se espera que los precios crezcan en línea con la renta bruta disponible, por lo que el esfuerzo para acceder a la vivienda se mantendría alrededor de la zona de equilibrio.

La variable de esfuerzo teórico se define como la proporción de la renta bruta disponible que se utiliza para pagar la primera cuota anual de la hipoteca. En cuanto a la evolución de esta variable, se observa que durante el *boom* inmobiliario creció más de un 100% debido en gran parte al crecimiento de los precios y también a que el tipo de interés hipotecario también aumentó en línea con la evolución del mercado monetario. Desde el inicio de la crisis, esta variable se ha ajustado sustancialmente, hasta alcanzar el 34,8% de la renta bruta disponible al finalizar 2014, como consecuencia de la corrección del precio de la vivienda y del entorno monetario acomodaticio de bajos tipos de interés.

Finalmente, la última variable que se utiliza en el indicador de precios es la rentabilidad bruta del alquiler, una variable que pretende medir cuán atractiva es la vivienda como inversión, es decir, si el precio de compra de una vivienda comporta una rentabilidad bruta razonable. Durante la crisis, la contracción de los precios ha comportado un aumento de la rentabilidad del alquiler, que ha ganado atractivo como bien de inversión.

Precio de la vivienda

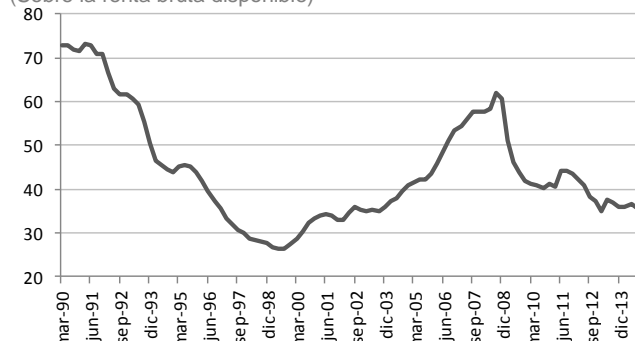
(Sobre la renta bruta disponible de un hogar)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

Renta destinada al pago de la cuota hipotecaria

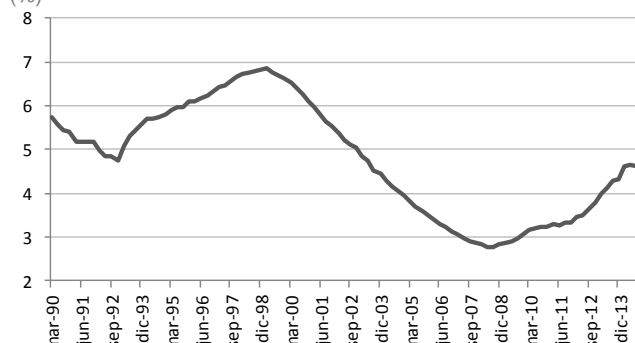
(Sobre la renta bruta disponible)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

Rentabilidad bruta del alquiler

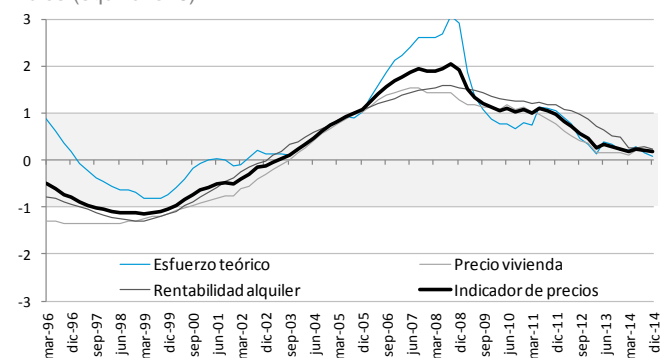
(%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

Indicador de precios normalizado

Índice (equilibrio=0)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

Conclusiones

La radiografía global que revela el termómetro inmobiliario es que el pulso del sector empieza a recuperarse. Concretamente, el indicador de demanda muestra un ligero aumento en los últimos meses, aunque la demanda todavía se encuentra por debajo de los niveles considerados de equilibrio. De momento, el avance está siendo impulsado por la compraventa de viviendas por parte de extranjeros. A pesar de esta mejoría, todavía queda camino por recorrer para llegar a los niveles de equilibrio y, para conseguirlo, es imprescindible que la demanda doméstica se sume al crecimiento. En este sentido, se espera que la demanda doméstica gane vigor en 2015, gracias a un entorno económico más propicio, con un crecimiento del PIB y del empleo cercano al 3% y una mejora de las condiciones de financiación.

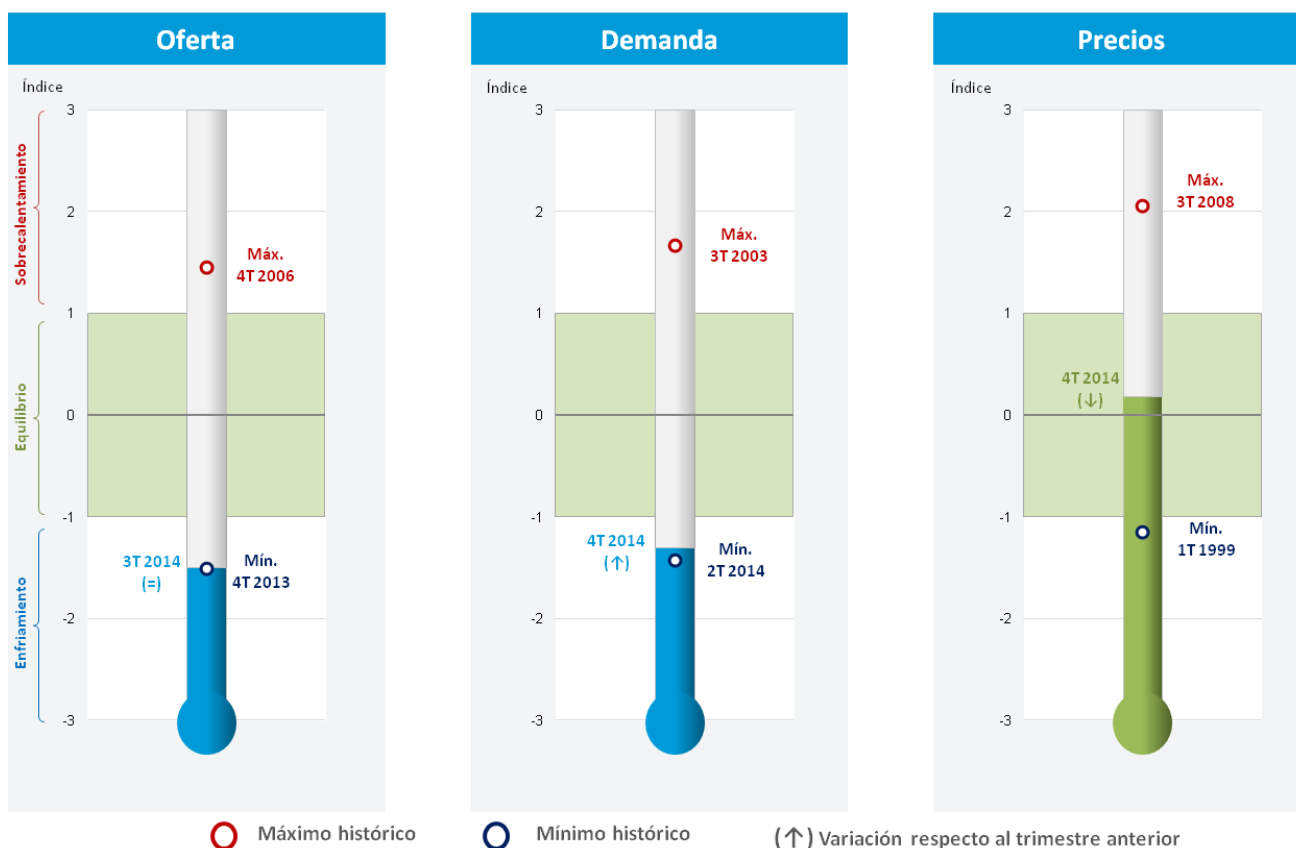
En cuanto al indicador de oferta, todavía se encontraba en niveles mínimos al finalizar 2014, aunque los síntomas incipientes de mejora observados en los últimos meses anticipan un buen 2015. En particular, destaca el aumento de la inversión residencial, de las peticiones de visados para nueva construcción y de la ocupación en el sector. Estas tendencias deberían consolidarse en 2015, aunque el *stock* de viviendas por vender, todavía muy elevado en algunas regiones, comportará que la recuperación sea gradual en conjunto.

Finalmente, el indicador de precios muestra que, en conjunto, los precios ya se encuentran en niveles de equilibrio, lo que ya se dejaba entrever en la evolución reciente de los precios, que se estabilizaron en el último trimestre de 2014, después de sufrir un descenso del 30% en términos nominales (del 37% en términos reales) desde el 1T 2008. La mejora de las condiciones financieras y del mercado laboral también está contribuyendo a que el esfuerzo de los hogares para adquirir una vivienda se sitúe en cotas sostenibles.

En definitiva, el termómetro muestra que el pulso del sector inmobiliario empieza a recuperarse, y que el recorrido al alza de la demanda y la oferta es amplio. En ambos frentes, sin embargo, se espera que la recuperación sea gradual. Para la demanda, es clave que se consolide la recuperación del mercado laboral ahora que las medidas adoptadas por el BCE permiten pensar que las condiciones financieras serán favorables durante mucho tiempo. En cambio, la recuperación de la oferta sigue estando muy condicionada por el *stock* de viviendas. En este sentido, es preciso apuntar que es importante tener en cuenta la heterogeneidad entre regiones. De hecho, en algunas el exceso de oferta es prácticamente inexistente, y ya se aprecia una recuperación de la actividad.

El nuevo ciclo empieza con unas constantes vitales saludables, pero será imprescindible ir tomando la temperatura al sector para asegurarnos de que no se vuelven a cometer los errores del pasado.

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research



Fuente: "la Caixa" Research.