

# tinsa

## Notas de Coyuntura

MERCADO RESIDENCIAL

1<sup>er</sup> trimestre 2012



## ÍNDICE

### 1 | Mercado Residencial

1 1 Breve apunte económico.....	pag.2
1 2 Mercado hipotecario.....	pag.3
1 3 Compraventa de vivienda.....	pag.4
1 4 Balance de vivienda nueva.....	pag.4
1 5 Crédito dudoso y ejecuciones hipotecarias.....	pag.7
1 6 Consideraciones finales.....	pag.8
2   ÍMIE General y Grandes Mercados.....	pag.9

1 | MERCADO RESIDENCIAL

1 - 1 Breve apunte económico

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al cuarto trimestre de 2011, último disponible con carácter definitivo, mostraron de nuevo una variación negativa del PIB rompiendo un período de leves ascensos iniciado a principios de 2010. El descenso trimestral fue de tres décimas, y abre una etapa contractiva de la economía que se prolongará al menos durante 2012. En esta línea se postulan la mayor parte de los Centros de Estudios tanto nacionales como extranjeros, que sitúan la contracción económica para el conjunto del año en tasas superiores al 1%, y en algunos casos, más aislados, por encima del 2%. El propio Gobierno se encuentra entre los más pesimistas y estima una bajada interanual del Producto del 1,7%.

La principal consecuencia de la contracción del PIB es el descenso en el nivel de empleo. Recurriendo a los datos más recientes sobre el mercado laboral, correspondientes a la afiliación de trabajadores a la Seguridad Social en el mes de marzo, el contingente de trabajadores legalmente establecidos se ha reducido en cerca de 440.000 personas en un año, cantidad equivalente a una pérdida relativa de empleo del 2,5%. La contracción se habría intensificado especialmente desde julio de 2011, lo que explica el intenso ajuste del Producto que viene produciéndose en los últimos meses. Los pronósticos apuntan a que la sangría del empleo se mantendrá a lo largo de este año en tasas similares.

El descenso en el número de empleados, y su repercusión sobre el número de perceptores de ingresos por hogar, está afectando de manera negativa a la demanda solvente de vivienda como veremos más adelante. En correspondencia con el descenso del empleo se está produciendo un incremento de la bolsa de parados, cuya cuantía continuará aumentando hasta llegar, según la mayor parte de los pronósticos, a una tasa media superior al 23,5% en 2012, para acabar en el último trimestre del año por encima del 24%, todo ello en términos EPA.

El crecimiento del desempleo está incrementando la morosidad, que a finales de 2011 alcanzaba el 2,7% del crédito hipotecario vivo, aumentando además el riesgo percibido en las nuevas operaciones.

Gráfico 1. Evolución del PIB. Tasa de variación trimestral

Fuente: Contabilidad Nacional

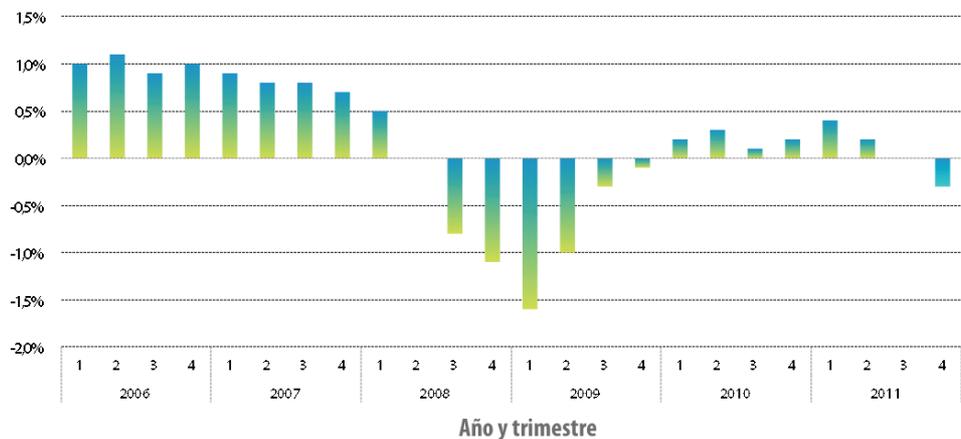
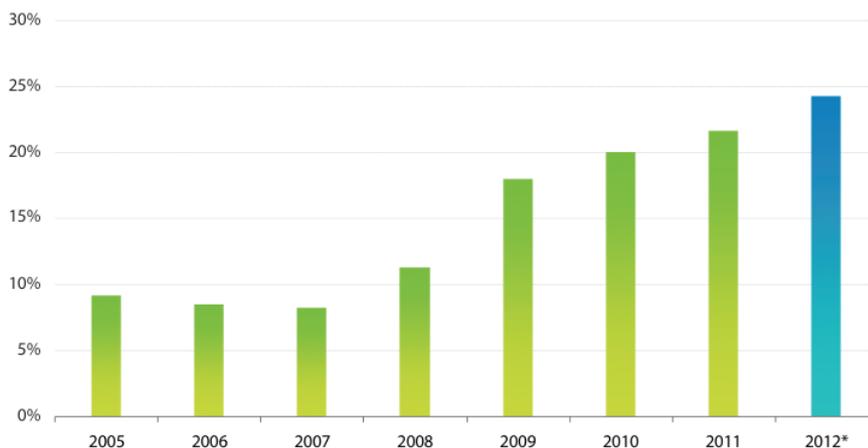


Gráfico 2. Tasa de paro  
\*Previsión Gobierno de España

Fuente: EPA y Ministerio de Economía y Competitividad



1 - 2 Mercado hipotecario

El repunte del riesgo desde el inicio de la crisis financiera se está haciendo notar en los tipos hipotecarios a través de los diferenciales sobre el euríbor. Cabe distinguir dos fases en este proceso, relacionadas con la evolución del mismo y su traducción en el aumento de las primas por operación: la primera abarca hasta el verano de 2007, momento en el que se empiezan a recibir las primeras señales de crisis, y que eclosiona un año después con el estallido de la burbuja financiera en EEUU. El diferencial asociado a esta parte del ciclo se mantiene en torno a 75 puntos básicos.

Tras el fuerte repunte de finales de 2008, y la aplicación de medidas “no convencionales” por parte de los Bancos Centrales encaminadas a sofocar el problema de desconfianza instalado sobre el interbancario, se produce una cierta relajación de los diferenciales, que en media se han mantenido en los 150 puntos básicos durante los últimos tres años.

No obstante se observa un nuevo ascenso desde abril de 2011, en consonancia con el crecimiento del riesgo soberano, que se está trasladando en buena medida a las primas en las operaciones de crédito. De persistir la tendencia, los diferenciales sobre el euríbor retornaran a un escenario similar al del último trimestre de 2008 en breve espacio de tiempo.

Señalar, en relación al propio euríbor, su desacoplamiento respecto a la deuda pública a corto plazo desde abril de 2010, con la que mantiene desde entonces diferenciales negativos. Las últimas acciones coordinadas sobre la deuda les ha hecho converger temporalmente. El Banco de España está aconsejando abandonar como referencia hipotecaria y circunscribir las nuevas operaciones a otros indicadores como el IRS (Interest Rate Swap) a partir de mayo.

En paralelo al aumento de los márgenes se está produciendo una contracción del mercado de crédito, que se vuelve más selectivo dando acceso a la financiación a menos hogares pero con mayores garantías de pago, representantes de la demanda solvente.

Esta circunstancia tiene su reflejo cuantitativo en el número de hipotecas suscritas. El número de préstamos hipotecarios de vivienda concedidos en 2011 ascendió a 409.000 y estimamos que, dadas las circunstancias apuntadas anteriormente, el año 2012 cerrará con un nuevo descenso hasta situarse por debajo de las 250.000 operaciones

La hipoteca media, en consonancia con la bajada de precios de los inmuebles, ajustó su importe un 7% bajando desde los 114.000 euros del cuarto trimestre de 2010 hasta los 106.000 de finales de 2011, último trimestre completo disponible.

En la misma línea descendió la cuota a pagar por una hipoteca media, que corrigió su importe hasta los 6.750 euros anuales, de los cuales vuelven a ser deducibles hasta un 15%. En términos acumulados desde que la cuota anual alcanzó su máximo de 10.690 euros en el tercer trimestre de 2008, el descenso supera el 38%.

Gráfico 3. Diferencial IRPH - Euríbor y media por periodo

Fuente: Banco de España y elaboración propia

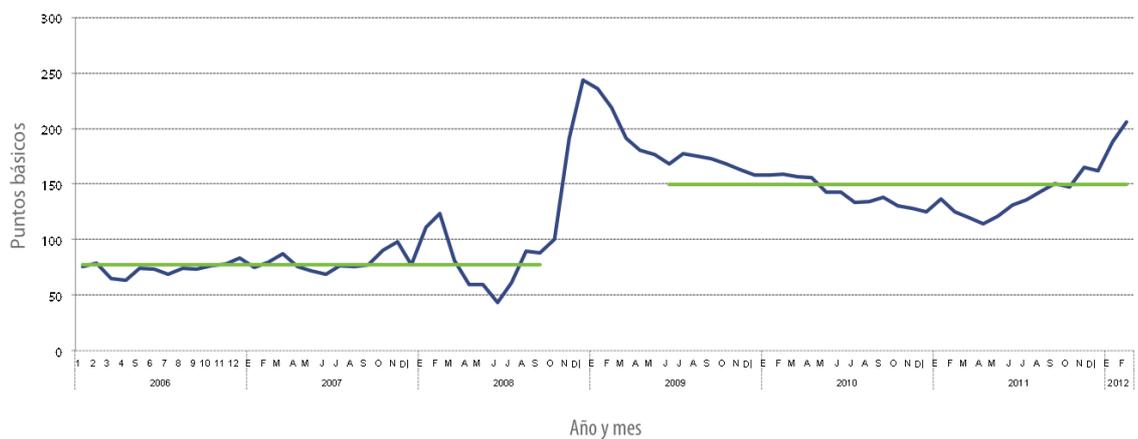
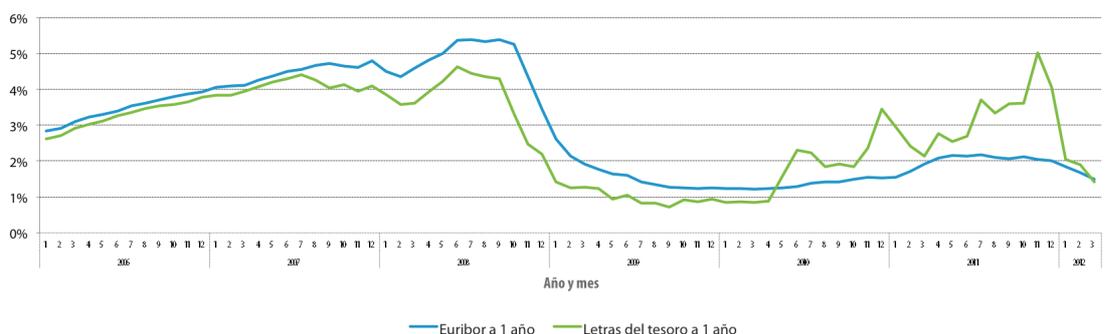


Gráfico 4. Euríbor y Deuda Pública a corto plazo (mercado primario)

Fuente: Banco de España



## 1 - 3 Compraventa de vivienda

A lo largo de 2011 se vendieron 347.000 viviendas, 127.000 nuevas y 220.000 usadas según datos procedentes de las Notarías y publicados por el Ministerio de Fomento. Estas cifras fueron un 37% y un 24% inferiores a las del año 2010 respectivamente. Sobre el número total de transacciones el descenso se situó en el 29%. La variación interanual en las compraventas debe interpretarse con precaución, pues incorpora los efectos del cambio en el IVA y el final de las deducciones fiscales circunscritos a 2010.

Por comunidades Autónomas las bajadas interanuales más destacadas se produjeron en La Rioja (-39,7%), Galicia (-38,4%), Aragón (-38,1%), Castilla y León (-36,6%) y Murcia (-35,9%). En el otro extremo se situaron Baleares (-18,7%) y Navarra (-13,4%)

## 1 - 4 Balance de vivienda nueva

Uno de los temas más controvertidos del análisis inmobiliario radica en la estimación del exceso de oferta de vivienda nueva, también denominado como stock. En este sentido queremos manifestar, en primer lugar, las limitaciones y supuestos a los que se halla sujeto este tipos de cálculos y que, dada su relevancia, deben ser citados con absoluta transparencia. Los más importantes introducidos en nuestra estimación son los siguientes:

1-Renunciamos a establecer un año de stock cero, circunscribiendo los resultados del análisis al balance entre oferta y demanda desde el año 2004, primero de la serie con información completa

2-Tomamos como censo de compraventas de vivienda nueva a los datos publicados por el Ministerio de Fomento procedentes de las Notarías.

3-Suponemos que la vivienda iniciada y terminada queda recogida en su totalidad en los datos de visados de obra nueva y certificados de final de obra publicados por Fomento, con origen en los Colegios de Aparejadores.

4-Asumimos que todas las transmisiones por compraventa se producen entre vendedor y comprador final

5-Consideramos a las viviendas promovidas por Personas Físicas, Comunidades y Sociedades Cooperativas como autopromoción.

6-Damos por hecho que las viviendas transmitidas cuyo contrato se eleva a escritura pública se encuentran finalizadas. Renunciamos a estimar qué parte de las mismas se ha terminado en el mismo año de la transacción.

	2010	2011*	Variación
España	491.287	347.296	-29,3%
Galicia	25.980	16.011	-38,4%
Asturias (Principado de)	11.826	7.775	-34,3%
Cantabria	8.395	5.594	-33,4%
País Vasco	23.324	16.697	-28,4%
Rioja (La)	4.378	2.640	-39,7%
Navarra (C. Foral de)	5.887	5.100	-13,4%
Castilla y León	30.407	19.286	-36,6%
Aragón	15.073	9.334	-38,1%
Cataluña	64.331	44.961	-30,1%
Madrid ( Comunidad de)	62.799	45.020	-28,3%
Comunitat Valenciana	64.805	48.028	-25,9%
Castilla-La Mancha	24.380	17.135	-29,7%
Extremadura	11.734	7.906	-32,6%
Andalucía	89.053	67.018	-24,7%
Murcia (Región de)	17.080	10.949	-35,9%
Canarias	19.553	14.130	-27,7%
Balears (Illes)	10.942	8.895	-18,7%
Ceuta	708	333	-53,0%
Melilla	632	484	-23,4%

Tabla 1. Compraventa de vivienda

Dato provisional en el 4º trimestre  
Fuente: Ministerio de Fomento, a partir de Notarías

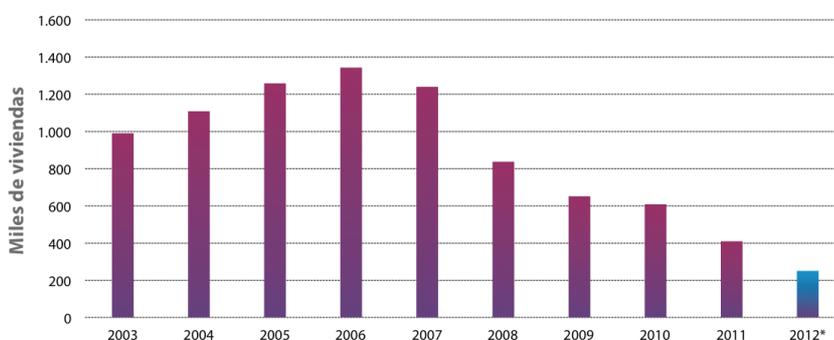


Gráfico 5. Hipotecas constituidas por año

\*Dato estimado  
Fuente: INE y elaboración propia

Señalados los principales supuestos y limitaciones, pasemos a definir el procedimiento. Abordamos la determinación del stock desde una doble vertiente, partiendo de la hipótesis de que haber comenzado el proceso constructivo de un inmueble (inicio de las obras) supone una clara intención de venta (oferta) al consumidor final en un plazo determinado, excepto en los casos de autopromoción señalados con anterioridad. Atendiendo a esta premisa, entendemos necesario evaluar el exceso de oferta tanto desde el punto de vista de la vivienda efectivamente terminada (el modo más habitual de estimar el stock de obra nueva) como del producto en curso no finalizado, obteniendo así un análisis más completo del funcionamiento del mercado.

Una tercera vía no citada, pero utilizada en ocasiones para estimar el exceso de oferta, consiste en añadir al stock total definido anteriormente el número de viviendas proyectadas en suelo urbanizable, fórmula que no vamos a utilizar aquí. Dicho cálculo es más complejo y admite numerosos matices e interpretaciones que, no obstante, abordaremos en próximos informes.

Comencemos el análisis por la oferta. Atendiendo a las peticiones de visados para inicio de obra publicadas por el Ministerio de Fomento, el año 2011 se cerró con algo más de 78.000 solicitudes, un 15% menos respecto al año 2010. Se observa en esta variable cierta tendencia a la estabilización, gracias a la creciente importancia de las viviendas de autopromoción sobre el total (más del 50% de los visados en el último año) sujetas en general a menores variaciones respecto a las promovidas por Sociedades Mercantiles. No obstante y a pesar de la tendencia a la estabilización, 2012 cerrará con un nuevo recorte dejando la cifra por debajo de 60.000 viviendas iniciadas. El contraste con las 850.000 solicitudes de 2006 pone en evidencia el ajuste acumulado.

El proceso productivo de las viviendas culmina con las certificaciones de final de obra, representativas del número de viviendas terminadas. Señalar que a lo largo de 2011 se concluyeron en torno a un 35% menos de inmuebles, en consonancia con el fuerte ajuste de la vivienda iniciada en años anteriores e inducido por la contracción observada en la demanda.

Los datos de viviendas terminadas presentan a su vez una doble lectura vinculada al ritmo de evolución de las obras. Consecuencia del exceso de expectativas previas a la eclosión de la crisis en 2007 y al declive del mercado a partir de ese mismo año, la diferencia entre la teórica finalización de inmuebles (supuestos dos años de obra a partir de los visados) y la efectivamente terminada recogida en los certificados de final de obra, ha sido más que notable. Esta circunstancia queda reflejada de manera explícita en el gráfico 7, donde se comparan ambas magnitudes. La diferencia entre ambas representa el stock en curso. La ralentización en el ritmo de producción responde estrictamente a la necesidad de acoplamiento entre oferta y demanda.

Atendiendo a su evolución, puede apreciarse una primera fase hasta 2009 con predominio de la oferta teórica frente a la efectivamente terminada, que se tradujo de manera simultánea en un incremento de la producción paralizada, retrasada en su ejecución e incluso, en cierta proporción, no iniciada debido a las circunstancias del mercado. Durante este período se formó la parte del exceso de oferta correspondiente al producto en curso.

Gráfico 6. Certificados de final de obra y visados de obra nueva

\*Datos estimados  
Fuente: Ministerio de Fomento a partir de colegios de aparejadores y elaboración propia

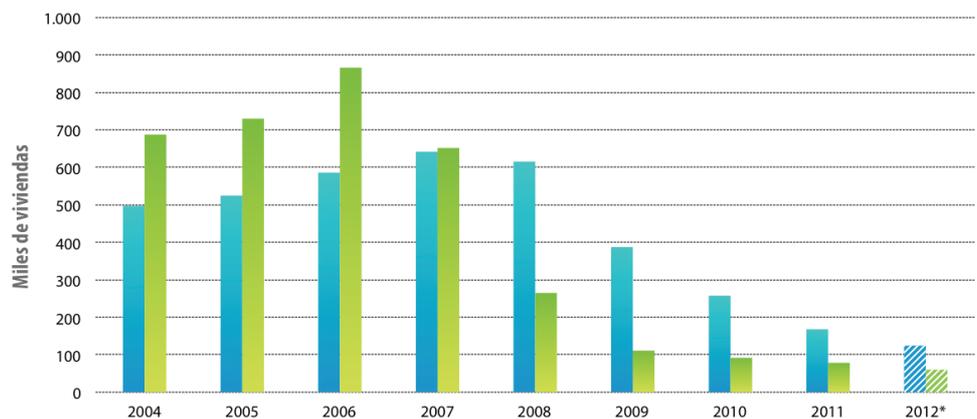
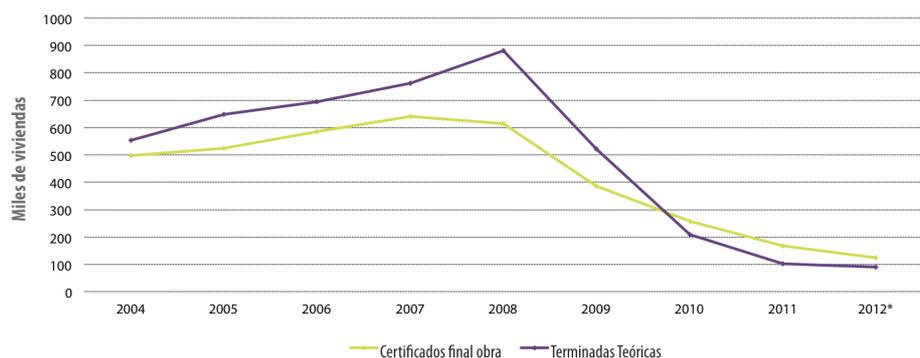


Gráfico 7. Certificados de final de obra y viviendas terminadas teóricas

\*Dato estimado para Certificados. La serie de terminadas teóricas está estimada en su totalidad  
Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia



En una segunda fase a partir de 2010, la diferencia negativa entre ambas señala un mayor ritmo en la culminación de viviendas frente a su potencial, consecuencia de la finalización de inmuebles cuyo inicio de obra se remonta a un plazo superior a dos años. Estas viviendas se han superpuesto a los inmuebles terminados en su plazo natural, produciéndose durante esta fase un drenaje del stock en curso o latente.

Para 2012 estimamos que se repita el mismo esquema, con una finalización en torno a los 120.000 inmuebles en consonancia con la demanda y, dado que las viviendas efectivamente terminadas serán superiores al potencial, continuará drenándose el exceso de obra en curso retrasada o paralizada, procedente de períodos anteriores.

Por otro lado surge la comparación entre las viviendas efectivamente terminadas y la demanda de vivienda nueva, que da lugar al stock de vivienda terminada. La demanda queda definida en este análisis como la suma de las transmisiones por compraventa procedentes de las Notarías, con las viviendas desarrolladas en régimen de autopromoción extraídas de los propios Certificados de fin de obra.

En su evolución pueden señalarse igualmente dos etapas, en consonancia con las establecidas para la oferta. La primera entre 2004 y 2009 presenta un claro distanciamiento a la baja respecto al producto final, que ha ido engrosando paulatinamente el stock de vivienda terminada. La brecha entre demanda y oferta terminada toca a su fin en 2010, acomodándose plenamente la una a la otra en ese año y el siguiente, como puede observarse en el gráfico 9, con diferencias apenas significativas hasta ahora.

Haciendo balance de ambos tipos de stock, y ciñéndonos a las limitaciones temporales de las fuentes utilizadas para las que se dispone de datos completos, estimamos para el período 2004 a 2011 un exceso de oferta en curso de entre 600 y 700 mil viviendas, equivalente al número de inmuebles que deberían haberse finalizado y no lo han hecho. En el mismo intervalo se situaría el exceso de vivienda terminada. Estimamos que el producto en curso tiene un porcentaje medio de obra concluido del 58%-60%, obtenido de nuestras valoraciones de edificios en construcción.

Esperamos para 2012 un volumen de demanda que oscilará entre las 110 y 140 mil unidades. Si la demanda superase significativamente el dato de vivienda terminada, podríamos dar por sentado que se estará produciendo un drenaje de la bolsa de producto terminado. Si por el contrario se ubicase en el punto intermedio (representado en el gráfico 9) implicaría repetir la tónica de convergencia de los dos últimos años entre oferta terminada y demanda, sin apenas variación del stock de vivienda finalizada. Consideramos muy improbable que la demanda se sitúe significativamente por debajo del producto terminado.

Gráfico 8. Demanda de vivienda nueva (compraventa + autopromoción). Previsión (escenarios optimista y pesimista)

Fuente: Ministerio de Fomento (a partir de Notarías) y elaboración propia

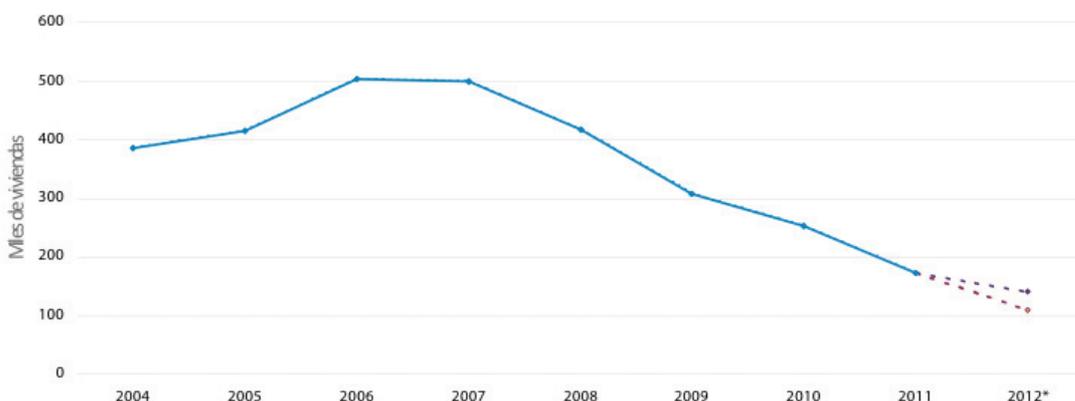
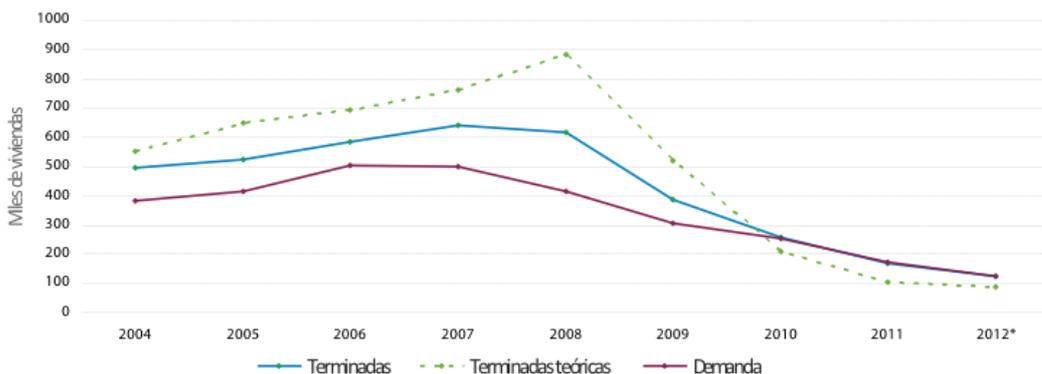


Gráfico 9. Oferta efectiva (viviendas terminadas), Oferta latente (viviendas terminadas teóricas) y Demanda de vivienda nueva (compraventas + autopromoción). Previsión escenario central

Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia



Para concluir, volvamos al punto inicial del proceso, donde estimábamos para 2012 un inicio de obra equivalente a 60.000 inmuebles. Suponiendo que la demanda se sitúe en el punto medio de la estimación para este año (125.000 viviendas) el stock global (producto en curso + terminado) se reduciría en torno a 65.000 viviendas. Es decir, el excedente total se minoraría en esa cuantía, mientras que la bolsa de viviendas terminadas se mantendría prácticamente invariable. Sólo el escenario optimista, como hemos mencionado en el párrafo anterior, supondría un drenaje de éstas últimas.

Queremos reseñar finalmente que el análisis del balance aquí reproducido no contempla ni la demanda de alquiler ni otras formas de enajenación de los inmuebles distintas a la transmisión onerosa de la propiedad. Aunque se trate de un reducido segmento dentro del mercado de vivienda nueva (fundamentalmente destinado a la compraventa), es un fenómeno que está cobrando relevancia conforme se cierran los canales de financiación a la compra.

1 - 5

## Crédito dudoso y ejecuciones hipotecarias

La otra cara del stock de vivienda tiene que ver con los hogares económicamente insolventes, incapaces de hacer frente de manera regular a los pagos de la hipoteca e inmersos en un proceso de ejecución conducente al desahucio. Las viviendas procedentes de impagos pasan habitualmente a engrosar, tras un proceso de subasta, las carteras de inmuebles de las entidades de crédito. Es decir, lo que un día no contabilizó como stock, regresa y se une en el balance a los inmuebles nuevos no vendidos.

Las causas del impago atienden habitualmente a dos parámetros básicos: en primera instancia a la pérdida o deterioro de los ingresos procedentes del trabajo y, en segundo lugar al incremento de los costes de financiación (subida de tipos) que sitúa como insolventes a familias receptoras de ingresos que, previamente, se hallaban en el límite de pago de las obligaciones contraídas. No vamos a cuantificar cuál de las dos causas tiene más incidencia sobre la morosidad. Sencillamente queremos resaltar la importancia de su seguimiento periódico y su incidencia directa sobre la evolución del crédito impagado y la bolsa de inmuebles vacíos en manos, directa o indirectamente, del sistema financiero.

El gráfico 10 ilustra la correspondencia entre dudosisidad en el crédito a la vivienda y el euríbor. Recordemos que en general las variaciones del euríbor se trasladan a las hipotecas con un año de retraso. El gráfico 11 establece la correspondencia entre paro y dudosisidad. A continuación (gráfico 12) se muestra la relación entre la tasa de dudosisidad y las ejecuciones hipotecarias presentadas, paso inmediato en la gestión de un procedimiento por impago. Por último juntamos en el mismo gráfico las ejecuciones hipotecarias presentadas y los lanzamientos (desahucios). Las series son todavía cortas pero, con cierto retraso, una buena parte de los procesos de ejecución se deberían convertir en desahucios.

Gráfico 10. Crédito dudoso para compra de vivienda con garantía hipotecaria (en % sobre el total) y euríbor a 1 año (media trimestral)

Fuente: Banco de España

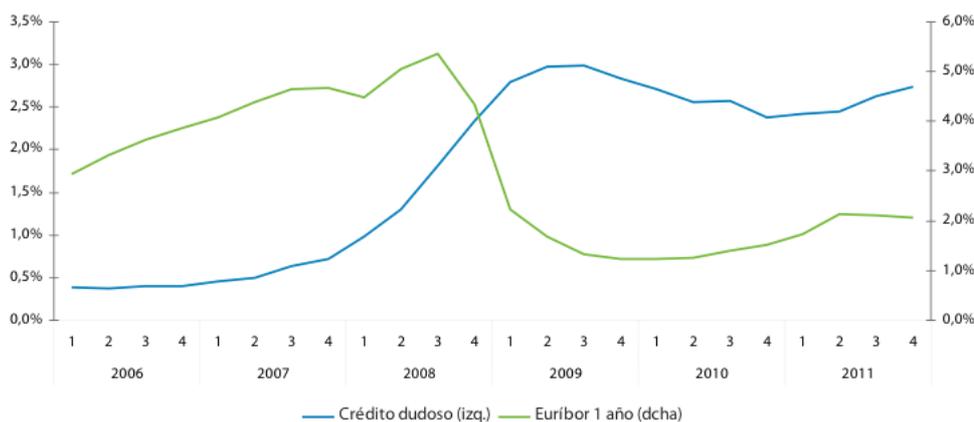
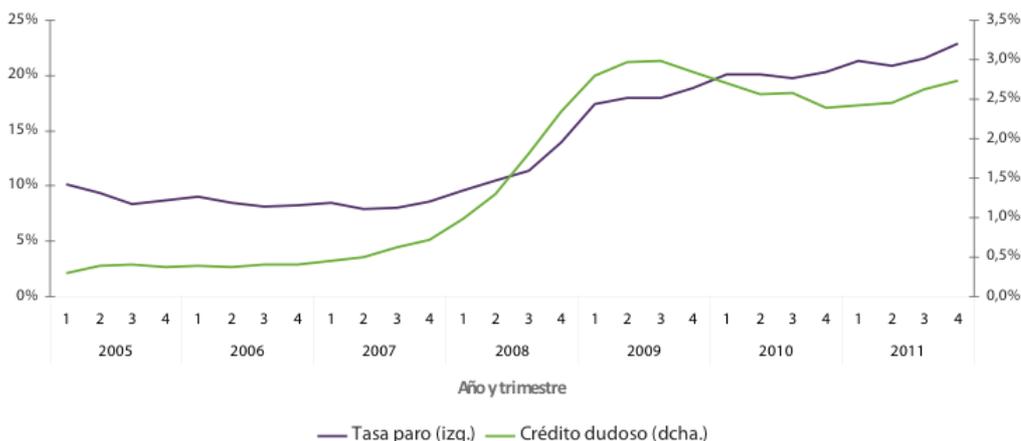


Gráfico 11. Crédito dudoso para compra de vivienda con garantía hipotecaria (en % sobre el total) y tasa de paro

Fuente: EPA y Banco de España



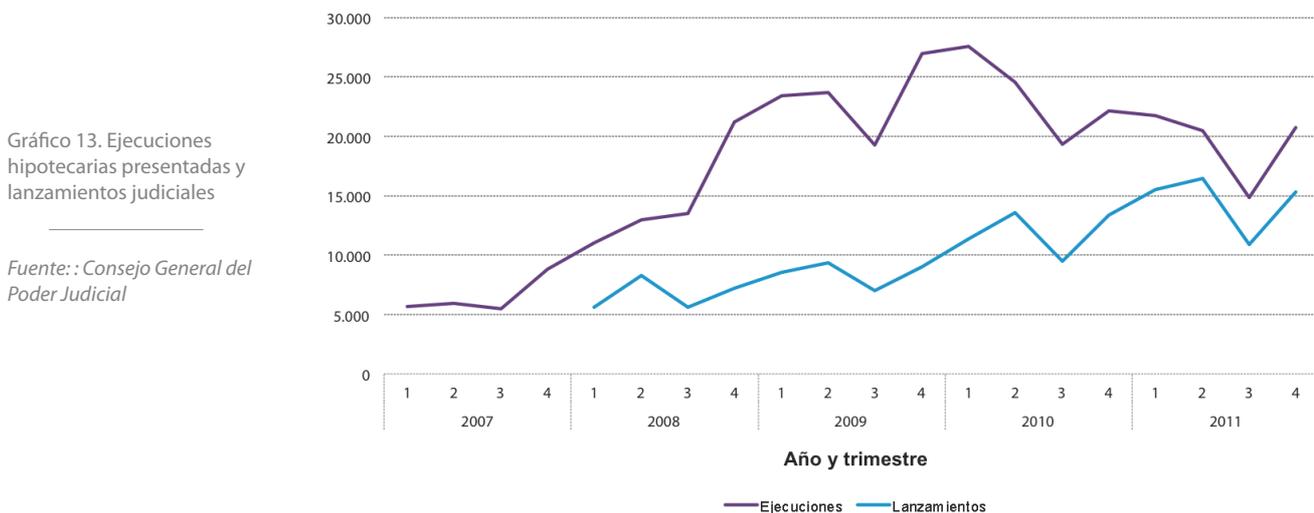
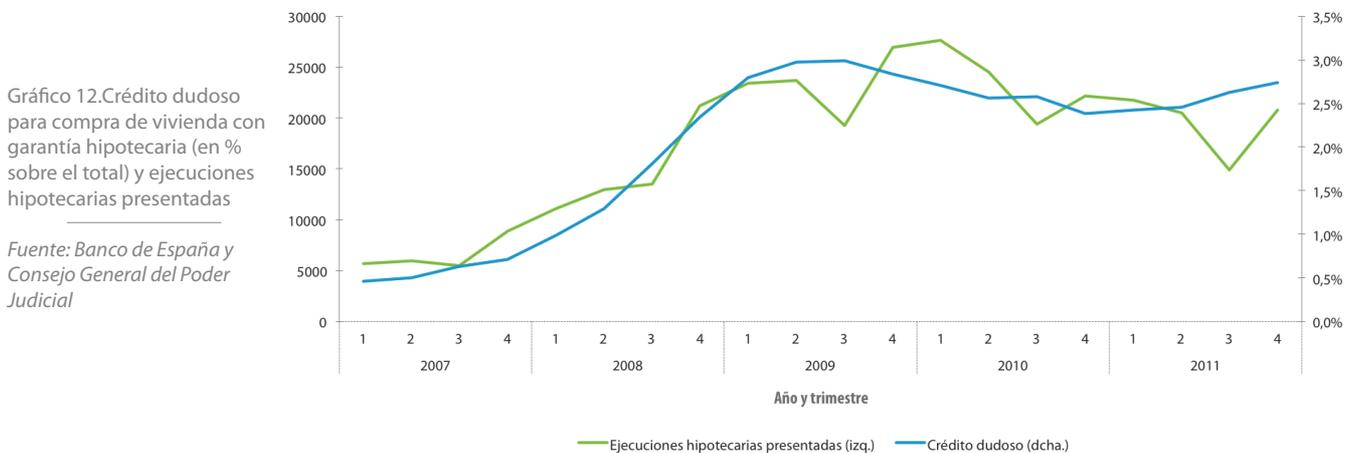
A lo largo de 2011 se abrieron, en términos absolutos, cerca de 78.000 procedimientos de ejecución hipotecaria. Los lanzamientos, en el mismo período, ascendieron a 58.000 y su tendencia es creciente. No se especifica el tipo de inmueble al que corresponde la hipoteca impagada ni el tipo de pagador, pero con seguridad una buena parte corresponderá a familias que adquirieron su vivienda en los últimos años del boom.

## 1 - 6 Consideraciones finales

El cuadro macroeconómico previsto para el 2012 pone en perspectiva negativa la recuperación del mercado residencial a lo largo de este ejercicio. El deterioro nominal de los principales agregados de la Contabilidad Nacional va a impactar de lleno sobre economía real y, en especial, sobre su principal representante: el empleo. Este hecho se traducirá, como hemos visto, en una nueva contracción de la demanda y, muy probablemente, en que continúe descendiendo el valor de las viviendas.

Sin embargo donde hay problemas también pueden detectarse oportunidades. Este año debe ser el del ajuste definitivo de los precios, hasta un nivel sostenible y acorde con las posibilidades reales de nuestra economía. También debe ser el período en el que eclosionen la consolidación del sistema financiero, fortalecido por la presencia de menos entidades pero más solventes. De este nuevo esquema financiero volverá a brotar el crédito, líquido que hace posible el funcionamiento de las distintas piezas del engranaje económico. Y, como no, también debe ser el año de la puesta en valor de nuestros activos, una vez ajustados en su precio, de tal manera que se despejen los nubarrones que impiden ver la rentabilidad potencial que atesoran muchos de ellos. Y para los que no, habrá que hacer un plan creíble, gestionado a través de la fórmula que se considere más procedente, con las ayudas necesarias, y repartiendo de manera justa pero económicamente eficiente las pérdidas producidas por unas expectativas gestadas en otra época, y que no han resultado ciertas.

Se han dado muchos pasos en el camino correcto, pero hasta que no se corrijan completamente los desequilibrios, difícilmente vamos a poder abandonar las políticas defensivas de gasto por otras más activas, relacionadas con la inversión productiva y su financiación aparejada, orientadas a la rentabilidad y razonablemente libres de la incertidumbre que ahora les asfixia. Esperemos que ese escenario tarde poco en llegar.



## 2 | ÍMIE General y Grandes Mercados

En cuanto a la evolución de los valores medios, el IMIE General alcanzó el máximo descenso interanual de la serie histórica durante al mes de marzo, con un 11,5%, lo que condujo al índice a los 1631 puntos. El descenso acumulado desde que el valor de las viviendas alcanzó su punto más alto en diciembre de 2007 aumentó hasta situarse exactamente en el 28,6%.

Respecto al comportamiento de las zonas, fueron nuevamente las “Capitales y Grandes Ciudades” las que presentaron un descenso interanual más acusado durante el mes de Marzo, con un 12,6%, seguidas en esta ocasión por el “Resto de Municipios” que presentaron una bajada del 12% sobre el mismo mes del año anterior. En ambos casos el recorte fue superior a la media del mercado.

Atendiendo a los recortes acumulados por zonas desde que éstas alcanzaron su valor más alto, la “Costa Mediterránea” situó su descenso durante el mes de marzo en el 34,9%; le siguieron las “Capitales y Grandes Ciudades” con el 30,8%, las “Áreas Metropolitanas” con un 29,4%, las “Islas Baleares y Canarias” con el 25% y, cerrando la serie, el “Resto de Municipios” no incluidos en las divisiones anteriores con el 24,9%.

Por debajo del mercado se quedaron los municipios de la “Costa Mediterránea” cuyo descenso interanual fue del 10,8%, seguidos por las “Islas Baleares y Canarias” y las “Áreas Metropolitanas” que presentaron idéntica caída del 9,8%.

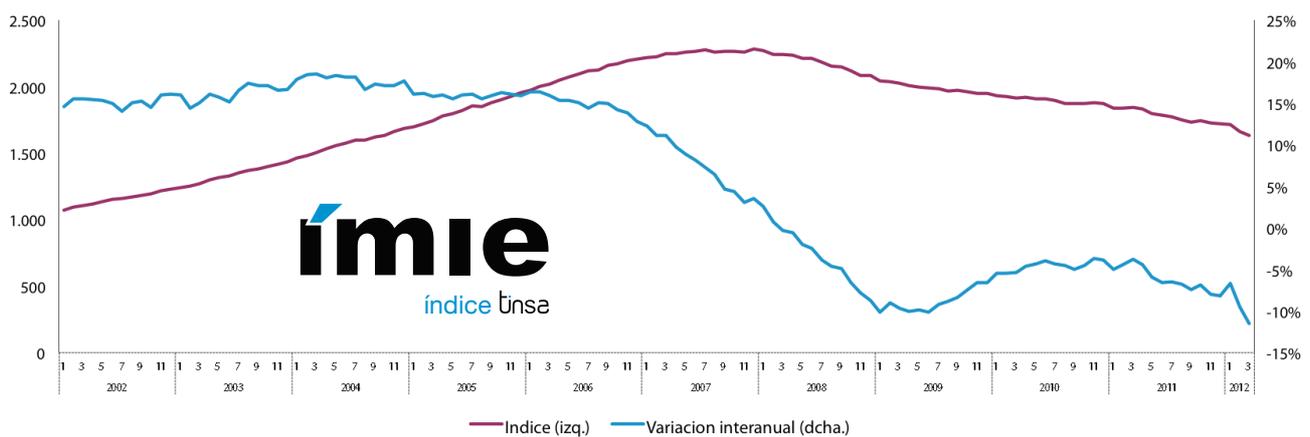


Gráfico 14. Índice IMIE general y variación mensual interanual

Fuente: Tinsa

### Variación Interanual

Tabla 2. Variación interanual de los IMIE General y Grandes Mercados (marzo de 2012)

Fuente: Tinsa

Grandes Ciudades y Capitales	-12,6%
Áreas Metropolitanas	-9,8%
Costa Mediterránea	-10,8%
Baleares y Canarias	-9,8%
Resto de Municipios	-12,0%
General	-11,5%

Oficinas Centrales: José Echegaray, 9 "Parque Empresarial" | 28232 - Las Rozas (MADRID)

(+34) 91 372 75 00 (+34) 91 372 75 10 | [tinsainfo@tinsa.es](mailto:tinsainfo@tinsa.es)

tinsa