



¿El precio de los pisos nunca bajará?

Gonzalo Bernardos Domínguez

Director Máster de Asesoría y Consultoría Inmobiliaria. Universidad de Barcelona

La respuesta a esta pregunta, en contra de lo que la realidad parece empeñada en demostrar en los últimos años, es que el precio de la vivienda sí que podría bajar al igual que ya lo hizo en un pasado no tan remoto. El aumento de los tipos de interés, el stock de viviendas existente y la caída de la demanda por inversión podría provocar un importante ajuste de los precios de la vivienda

U

n elevado número de españoles cree que el precio de la vivienda puede haberse reducido en algunos periodos en

Japón, Reino Unido, Estados Unidos o en cualquier otro país del mundo, pero no en España. Para ellos, nuestra nación es diferente. Al menos, en materia de vivienda. Prácticamente, cualquier motivo (una elevada inmigración, la compra de apartamentos por extranjeros, la extensión del plazo de devolución de las hipotecas, etc.) sirve para justificar una evolución alcista del precio de los pisos. Pero, como se pretende demostrar en este artículo, el precio de la vivienda bajó en el pasado y puede volver a hacerlo en un futuro.

La defensa del mito está esencialmente basada en la evolución del precio de la vivienda en términos nominales durante la etapa 1986-2006 (Figura 1). En base a la variable precio, observamos en ella tres diferen-

tes etapas: dos expansivas (1986-91 y 1998-2006) y una de estabilización (1992-97). En esta última, el precio de la vivienda sólo disminuye en 1992 y 1993, haciéndolo en una cuantía escasamente significativa. Basándose en estos datos, los defensores del mito afirman que el precio de la vivienda en España aumenta considerablemente en las etapas de auge del mercado residencial y se estabiliza en los otros periodos. Además, aplicando una suposición muy popular en el sector inmobiliario de que "el futuro no es más que una repetición del pasado", llegan a la conclusión de que el precio de la vivienda nunca puede disminuir en valor absoluto en España.

No obstante, la interpretación realizada de los datos puede variar de forma considerable si en lugar de fijarnos en la variación de los precios en términos nominales, lo hacemos en la observada en términos reales. Es decir, si descontamos de la variación del precio de la vivienda la tasa de inflación del periodo (Figura 2). En ella, seguimos advir-

Autor: Gonzalo Bernardos Domínguez. Director del Master de Asesoría y Consultoría Inmobiliaria de la Universidad de Barcelona

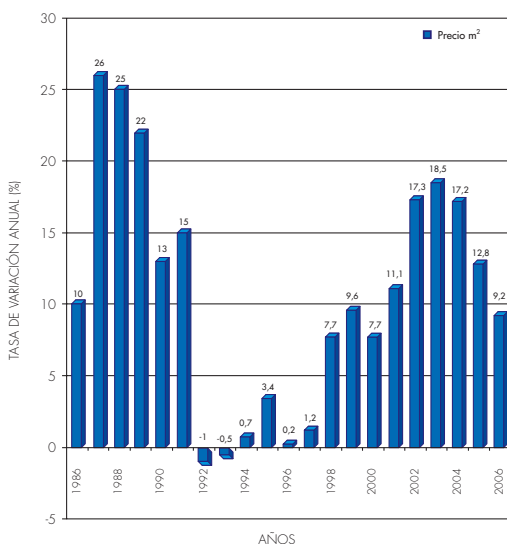
Título: ¿El precio de los pisos nunca bajará?

Fuente: Directivos Construcción nº 198 pág. 50. Marzo 2007.

Resumen: El estudio de la evolución del mercado residencial en las últimas décadas, permite asegurar al autor de este artículo que en 2007 el mercado previsiblemente entre en un periodo recesivo que se prolongará durante un significativo número de años. El ajuste de los precios será previsiblemente superior al experimentado en la anterior etapa de bajada de precios de la vivienda, la comprendida entre los años 1992-1997.

Descriptor: Vivienda/ Fase recesiva/ Reducción de precios/ Tipos de interés/ Tasa de inflación

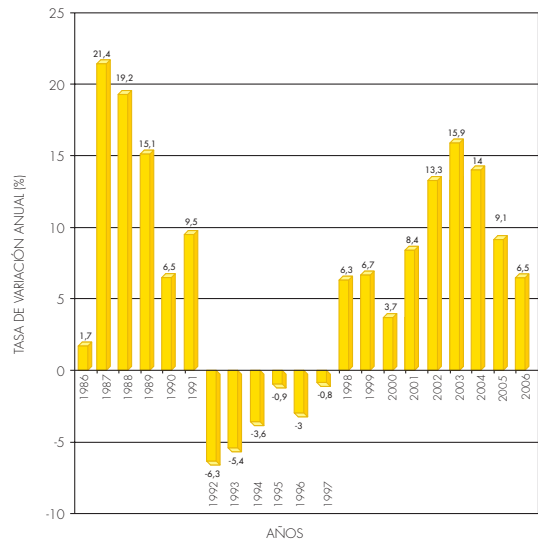
Variación del precio de la vivienda libre en términos nominales en España (1986 - 2006)



Fuente: Ministerio de Fomento y Sociedad de Tasación

Figura 1

Variación del precio de la vivienda libre en términos reales en España (1986 - 2006)



Fuente: Ministerio de Fomento, Sociedad de Tasación y elaboración propia

Figura 2

tiendo tres diferentes fases. Sin embargo, entre los dos periodos expansivos (1986-91 y 1998-2005), aparece una etapa recesiva (1992-97). En esta última, el precio de la vivienda en términos reales llega a disminuir hasta un 6,3% anual (en 1992) y en aproximadamente un 22% en el conjunto del periodo. En términos reales, el diagnóstico es claro: el precio de la vivienda ha bajado de forma sustancial en el pasado.

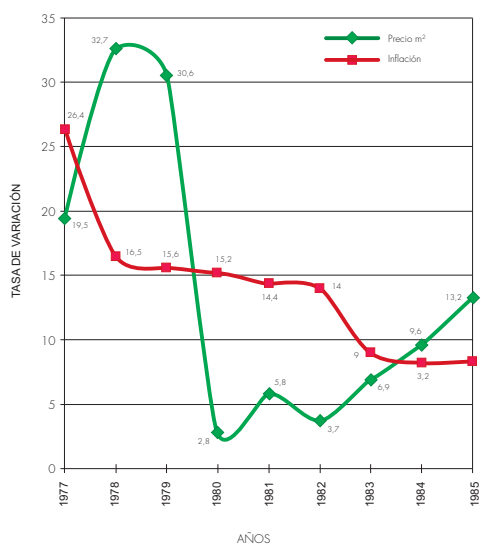
No obstante, un relativamente significativo porcentaje de la población española tiene dudas sobre cuál de los dos anteriores indicadores refleja más fielmente la situación del mercado de la vivienda. Desde mi perspectiva, la duda no existe: es el segundo. Así, la "verdadera" variación del precio de la vivienda es la que tiene en cuenta la tasa de inflación. Un ejemplo: en 1981 el precio de la vivienda en Madrid subió un 5,8%. Aparentemente, este dato sería indicativo de una buena evolución del mercado residencial en dicho ejercicio. No obstante, la sensación que tenían los profesionales de la época era que éste, desde 1980, estaba en recesión. La reducida demanda existente y el escaso número de transacciones realizadas motivaban tal impresión. Si introducimos en el análisis la tasa de inflación en 1981 (14,4%), observaremos que sus sensaciones eran correctas: el precio de la vivienda disminuyó en términos reales en dicho ejercicio un 8,6% (Figuras 3 y 4). Así pues, parece evidente que la variación del precio en términos nominales ofrece una información

incompleta de la situación del mercado residencial y, por tanto, en numerosas ocasiones, equivocada. En especial, cuando la tasa de inflación es relativamente elevada.

Los principales motivos de la elección del segundo indicador tienen que ver con la carestía o abaratamiento relativo de una vivienda y la rentabilidad "verdadera" obtenida por la realización de una inversión.

Una vivienda es relativamente más barata si, bajo idénticas condiciones de financiación, su precio sube en menor medida que la renta familiar. Dada la gran relación existente entre ésta y la tasa de inflación del periodo, es posible indicar que la accesibilidad a la vivienda mejora cuando su precio disminuye en términos reales. La situación sería exactamente la contraria si el valor de mercado de los pisos disminuyera, pero lo hiciera en menor medida que la tasa de inflación (un escenario de "deflación corrosiva"). En este caso, la capacidad de adquisición de una vivienda por parte de las familias se reduciría y, por tanto, ésta sería observada como un activo relativamente más caro. No obstante, este último es un escenario más hipotético que real, dado que en un marco de "deflación corrosiva" (la situación de Japón durante los primeros años de la actual década), la caída del precio de la vivienda suele ser superior a la disminución de la tasa de inflación.

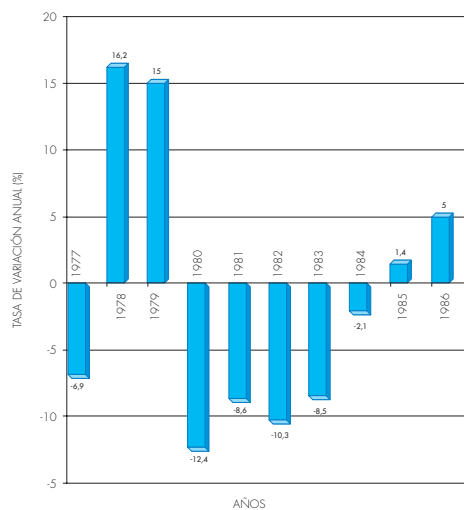
Variación anual del precio de la vivienda libre en Madrid versus la tasa de inflación (1977 - 1986)



Fuente: Tecnigrama y INE

Figura 3

Variación anual en términos reales del precio de la vivienda libre en Madrid (1977 - 1986)



Fuente: Tecnigrama y elaboración propia

Figura 4

Desde una perspectiva económica, una inversión es rentable cuando su rendimiento supera a la tasa de inflación del periodo. Es decir, cuando el inversor obtiene una rentabilidad real positiva y ve incrementado su poder adquisitivo. Si la rentabilidad nominal es positiva, pero inferior a la tasa de inflación, la inversión realizada ha constituido una equivocación. El motivo es la reducción de la capacidad de adquisición del inversor. Por tanto, sólo si permite incrementar la riqueza del comprador, la vivienda puede ser considerada en términos económicos como una adecuada inversión. Este aspecto únicamente sucede cuando la subida de su precio supera a la tasa de inflación del periodo, es decir, si incrementa su valor de mercado en términos reales.

cambios en la coyuntura económica y en la normativa fiscal redujeron aún más la demanda solvente. En 1992, la elevada reducción del crecimiento económico, el continuado aumento de los tipos de interés y los efectos de la eliminación de la desgravación fiscal a la segunda vivienda (efectuada en 1991), provocaron una considerable disminución de la demanda de residencias. Dicha disminución conllevó un gran decremento del volumen de transacciones, la aparición de un considerable stock de viviendas pendientes de venta y, finalmente, un ajuste de precios. Éste no fue nada suave. Así, el precio de la vivienda pasó en términos reales de incrementar a un ritmo del 9,5% en 1991 a reducirse en un 6,3% en 1992. En términos nominales, la intensidad del ajuste fue similar: a un aumento

Este año, el mercado residencial entrará en un periodo recesivo y el precio de la vivienda disminuirá alrededor de un 4%

Un significativo incremento del tipo de interés puede ser el desencadenante inicial de una próxima fase recesiva en el mercado residencial español. Así sucedió en 1991. En dicho año, el Bundesbank (banco central alemán) inició una serie de subidas de su tipo de interés de referencia. Su objetivo era reducir la relativamente elevada tasa de inflación de Alemania, consecuencia de la aplicación, con posterioridad al proceso de reunificación, de una combinación de política fiscal y monetaria expansiva. Para evitar una súbita devaluación de la peseta (acontecida posteriormente entre septiembre de 1992 y mayo de 1993), el Banco de España decidió seguir la tendencia impulsada por el Bundesbank e incrementó también el tipo de interés en nuestro país. Las negativas repercusiones del incremento del coste del endeudamiento sobre el consumo y la inversión privada, unido a la ralentización del gasto público en bienes y servicios, contribuyeron decisivamente a la entrada de la economía española en recesión en el primer trimestre de 1993.

En la etapa 1986 - 1991, el precio de la vivienda aumentó un 174,6% y un 97,5% en términos nominales y reales, respectivamente. A finales de 1991, esta elevada subida convirtió la vivienda en un activo inasequible para una elevada proporción de la población. No obstante, substanciales

del 15% en 1991, le siguió una reducción del 1% en 1992 (Figuras 1 y 2)

EFFECTOS DE LA SUBIDA DE TIPOS

En la etapa actual, las subidas del tipo de interés del BCE (iniciadas en diciembre de 2005) pueden realizar una función relativamente similar a la que tuvieron las efectuadas por el Bundesbank, aproximadamente quince años atrás. Especialmente, si tal como parece, la subida del IVA en Alemania y la progresiva recuperación económica de la UME contribuyen a generar en 2007 una tasa de inflación en la zona euro superior al 2% y obligan al BCE a situar su tipo de interés de referencia por encima del 4%. Esta coyuntura económica probablemente comportará a medio plazo una sustancial reducción del ritmo del crecimiento de la economía española y la prolongación de la recesión del mercado residencial iniciada en 2006. No obstante, a diferencia del año 1993, queda prácticamente descartada una caída del PIB en España (crecimiento económico negativo).

El inicio de la fase recesiva actual del mercado residencial tuvo lugar en 2006. En dicho ejercicio, la elevada carestía de la vivienda, el continuado incremento de los tipos de interés, la disminución de las facilidades crediticias otorgadas por las enti-



El elevado stock de viviendas sin vender y la reducción de la demanda conllevarán una caída en los precios de la vivienda

dades financieras y el mejor comportamiento relativo del mercado bursátil, conllevaron un considerable decremento de la demanda de vivienda y una elevada disminución del volumen de transacciones. Dada la gran oferta existente, el resultado fue un importante aumento del stock de viviendas pendientes de venta. No obstante, el precio de la vivienda continuó subiendo. El motivo fue que éste fue fijado principalmente por los vendedores (promotores y propietarios) en base a las expectativas del pasado (gran facilidad de venta) en lugar de la realidad del presente (reducción de la demanda). Por tanto, se produjo un elevado desajuste entre oferta y demanda y el tiempo medio de venta de una vivienda se incrementó sustancialmente.

En el año 2007, el mercado residencial previsiblemente entrará plenamente en un periodo recesivo

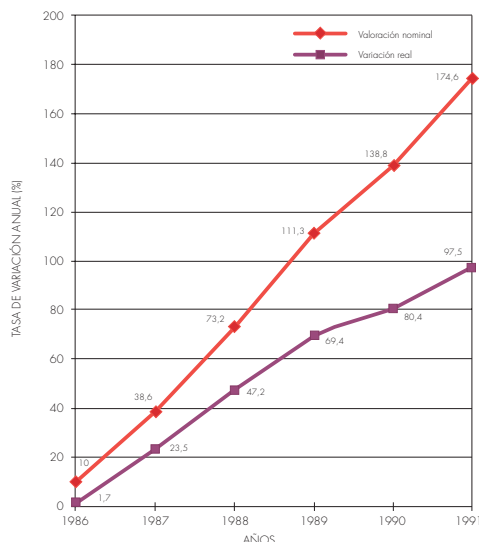
que se prolongará durante un significativo número de años. A diferencia del ejercicio anterior, el precio de la vivienda disminuirá alrededor de un 4%. Esta disminución no será un aspecto absolutamente excepcional sino que es muy probable que dicho precio continúe reduciéndose en los próximos ejercicios. Esta opinión está sustentada principalmente en tres motivos: la existencia de un elevado stock de viviendas sin vender, una reducción esperada de la demanda y una gran oferta prevista.

El primer aspecto es observado en las calles del país por cualquier persona que preste un mínimo de atención al entorno que le rodea. Hay una auténtica proliferación de propiedades con el cartel "en venta", imposible de observar en los periodos inmediatamente precedentes. En el segmento de obra nueva, escasas promociones son vendidas en su totalidad sobre plano. Incluso, cada vez es más frecuente observar cómo, en el momento de constitución de la correspondiente comunidad de propietarios, más de un 50% de los pisos de la misma continúan siendo propiedad del promotor (especialmente en las provincias de Madrid, Málaga y Alicante). En la modalidad de vivienda usada, principalmente en las ciudades de Barcelona y Madrid, ha crecido espectacularmente el número de pisos que están a la venta desde hace más de un año.

La reducción de la demanda de viviendas afectará tanto a la efectuada por motivo uso como a la que tiene por finalidad la inversión. Las principales causas de la disminución de la primera tendrán que ver con el decremento de la capacidad financiera de las familias y con el menor crecimiento de la ocupación. La continuidad del alza del tipo de interés (el euríbor a 1 año puede situarse en el 4,75%) encarecerá el acceso al crédito, reducirá la capacidad de pago por una residencia de numerosas familias y, por consiguiente, afectará negativamente a la demanda de viviendas. El menor vigor del consumo privado (gasto de las familias) y la reducción del número de viviendas iniciadas generarán una inferior creación de empleo. Esta situación previsiblemente retrasará en un número significativo de parejas el cambio de una vivienda de alquiler por otra de propiedad o la emancipación, mediante la adquisición de un piso, del núcleo familiar original.

La demanda por motivo inversión también disminuirá sustancialmente. En este caso, las primordiales razones serán un elevado exceso de oferta y la subida prevista del tipo de interés. El primer factor hará prácticamente imposible "dar el pase" (com-

Variación acumulada en términos nominales y reales del precio de la vivienda libre en España (1986 - 1991)



Fuente: Elaboración propia

Figura 5

prar y vender, obteniendo una elevada plusvalía, sin llegar a escriturar la vivienda). El segundo provocará que numerosos inversores patrimonialistas, que destinan el piso adquirido al arrendamiento, ya no puedan pagar la cuota hipotecaria generada por la vivienda comprada con el importe del alquiler recibido. En la actualidad, la demanda por motivo inversión, especialmente la de carácter especulativo, se está trasladando principalmente al Este de Europa. Para un elevado número de especuladores, ahora el "Eldorado Inmobiliario" ya no se encuentra en España, sino en los nuevos países de la Unión Europea (Polonia, Hungría, Rumanía, etc.).

En el año 2006 el número de viviendas visadas rozará las 925.000 unidades. Constituirá un récord histórico y más que cuadruplicará el observado en el último año alcista del anterior "boom" inmobiliario (en 1991 se visaron 200.000 viviendas). Esta elevada oferta responde principalmente a tres causas: las grandes facilidades crediticias otorgadas a los promotores por parte de las entidades financieras (en algunas ocasiones, el importe del crédito cubre el precio del solar y el IVA generado), la creencia por parte de numerosos promotores de que el precio de la vivienda no puede bajar en España, y la entrada en la actividad promotora de numerosos advenedizos atraídos por los elevados beneficios obtenidos por el sector en años anteriores. Aunque el número de residencias visadas disminuirá en el 2007, las 725.000 nuevas unidades continuarán siendo superiores a la demanda prevista (alrededor de 350.000 viviendas).

INTENSIDAD DEL AJUSTE

El próximo ajuste de precios de la vivienda es sumamente probable que sea de superior intensidad al observado en el periodo 1992-97. Esta distinta intensidad tiene esencialmente que ver con la evolución de la demanda por motivo inversión, el tipo de interés y la oferta de viviendas.

En la etapa 1998-2005, la demanda por motivo inversión tuvo una importancia notablemente superior a la observada en el periodo 1986-91. Las principales claves fueron la disponibilidad de unas mejores condiciones de financiación por parte de la inversión y la consideración, especialmente entre marzo de 2000 y 2003, de la vivienda como activo refugio. Así, mientras en el periodo 1986-91, el tipo de interés real llegó a situarse en alguno de los años considerados por encima del 9% (Figura 6), en la mayoría de los últimos ejercicios,

éste ha sido negativo. También ha sido importante en la mejora de las condiciones de financiación el alargamiento del plazo de devolución de los créditos hipotecarios. A principios de los 90, éste era como máximo de 15 años. En cambio, en la actualidad, es absolutamente normal la concesión de hipotecas cuya duración inicial prevista es de 30 y 40 anualidades. El papel de las inversiones alternativas también ha sido diferente. En la primera etapa, la Bolsa fue siempre observada como una adecuada alternativa de inversión a la vivienda. En cambio, en la última, el estallido de la burbuja especulativa de la "nueva economía", el atentado de las Torres Gemelas, los escándalos empresariales (Enron, WorldCom, Tyco, etc.) y la guerra contra Irak, incrementaron notablemente el riesgo de invertir en Bolsa y convirtieron a la vivienda en un activo refugio. Esta característica no la tuvo dicho activo en la anterior etapa. Debido a ello, la tradicional desaparición de la demanda por motivo inversión en las fases recesivas afectará en mayor medida al mercado en los próximos años de lo que hizo en la etapa 1992-97.

Las tres devaluaciones de la peseta ocurridas entre septiembre de 1992 y mayo de 93 conllevaron una disminución del riesgo país y una reducción del tipo de interés en España. Esta disminución continuó en los años siguientes como consecuencia de la reducción de la tasa de inflación estructural lograda por las importantes reformas económicas realizadas en 1994. En cambio, en un futuro



Fuente: Banco de España y elaboración propia

Figura 6



En el segmento de obra nueva, en estos momentos, son escasas las promociones que se venden en su totalidad sobre plano

próximo, el tipo de interés previsiblemente seguirá subiendo y, por tanto, tomará una dirección contraria a la observada en la anterior etapa. La recuperación de Alemania, y progresivamente la del resto de la zona euro, provocará una significativa subida del tipo de interés real y hará que éste pase de negativo a positivo (situación ya observada en

2006). Por consiguiente, la función del tipo de interés en los años venideros será muy distinta de la que tuvo en la etapa 1992-97. Así, mientras en dicha etapa contribuyó a incrementar la demanda de viviendas, en un futuro próximo provocará una reducción de la misma. Por tanto, en lugar de adoptar un papel estabilizador del mercado residencial (función efectuada en el periodo anterior), en los próximos ejercicios actuará como un factor desequilibrante del mismo.

En la etapa 1998-2005, la oferta de viviendas fue muy superior en cualquiera de los ejercicios analizados a la observada en el periodo 1986-91 (Figura 7). Esta diferencia fue consecuencia principalmente de las mejores condiciones de financiación ofrecidas a los promotores por el sistema financiero y de la participación de algunos bancos y cajas en el capital de determinadas empresas promotoras. La existencia de una oferta superior muy probablemente hará que, en los próximos años, el stock de viviendas pendientes de venta sea superior al observado en la anterior fase recesiva. Por tanto, en el periodo venidero, los incentivos para reducir precios, con la finalidad de disminuir el stock de viviendas, serán notablemente superiores a los observados en la etapa anterior.

El crecimiento económico y la creación de empleo en la etapa 2007-09 serán probablemente superiores a los observados en los ejercicios 1992-94. Ambas variables contribuirán a generar comparativamente una mayor demanda de vivienda. No obstante, su influencia sobre la coyuntura del mercado residencial será notablemente inferior a la lograda por las anteriores variables. A diferencia de otros analistas del mercado inmobiliario, no considero a la inmigración futura (de escaso poder adquisitivo inicial) un factor fundamental en la demanda de vivienda de los próximos ejercicios y una diferencia significativa con el periodo recesivo anterior (la llegada de inmigrantes fue muy reducida). Una elevada inmigración es una gran fuente de demanda de vivienda en un marco económico de elevada creación de empleo. Por el contrario, ésta es una vía secundaria en un periodo, como previsiblemente será el observado entre 2007 y 2009, cuando existirá una escasa (o incluso negativa) generación de ocupación.

En definitiva, el mercado residencial ha cambiado de ciclo y la recesión ya ha llegado. Tardará bastante tiempo en desaparecer y su intensidad será notablemente superior a la observada en el periodo 1992-97. ■



Fuente: Consejo Superior de Arquitectos y elaboración propia

Figura 7