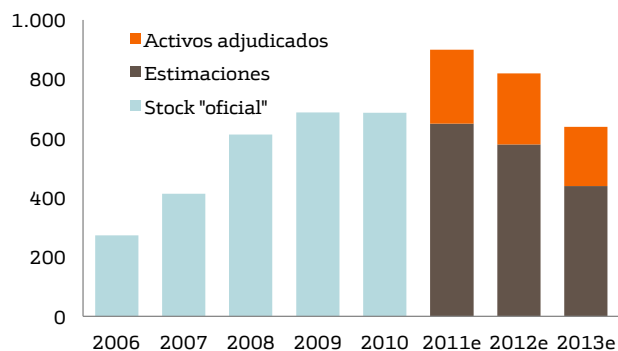


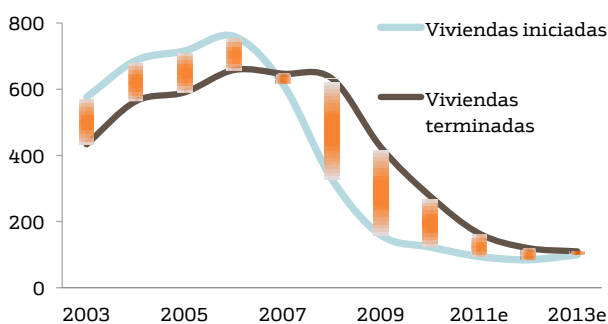
El sector de la vivienda continuará en un bucle de prolongada recesión

Gráfico 1: Stock de vivienda nueva



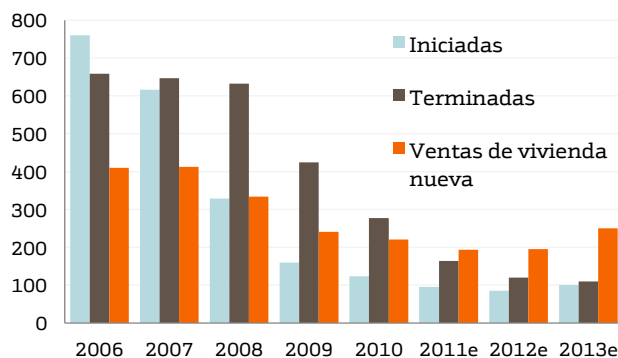
Fuente: Datos históricos del Ministerio de Fomento (2006-10) y estimaciones Bankinter (años 2011-13) incluyendo adjudicados

Gráfico 2: Evolución de la actividad promotora



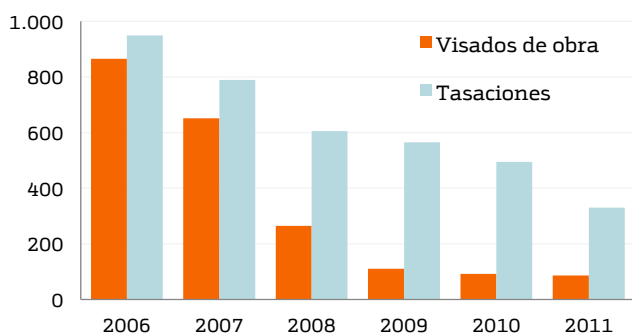
Fuente: INE y Ministerio de Fomento

Gráfico 3: Perspectivas de oferta y demanda



Fuentes: INE, Ministerio de Fomento y elaboración propia

Gráfico 4: Indicadores adelantados del ciclo inmobiliario



Fuentes: INE, Ministerio de Fomento y elaboración propia

Resumen.- La demanda de vivienda nueva descenderá en 2011 por cuarto año consecutivo, y se mantendrá en niveles mínimos durante los dos próximos años como consecuencia del elevado desempleo. La debilidad de la demanda continuará siendo un factor de presión a la baja para los precios, que podrían caer un 6% adicional hasta finales del año 2013. La escasa demanda de vivienda provocará que el stock actual, que situamos en unas 850k-900k viviendas, se consuma de forma muy lenta. Por lo tanto, creemos que hasta el año 2014 no se registrará una reducción significativa del stock de vivienda ni aumentarán los precios, lo que aplaza la reactivación de la actividad promotora al último trimestre de 2014. Esta estimación supone retrasar en 12 meses la recuperación del mercado inmobiliario con respecto a la visión expresada en nuestro anterior informe publicado en abril¹. La ralentización del crecimiento económico español, el menor incremento de la población y la contracción del crédito son los factores principales que explican esta revisión.

El stock ha dejado de crecer pero no se reduce

El elevado nivel de stock de vivienda continúa siendo uno de los principales problemas del sector inmobiliario español. A finales del año 2010, el stock formal, según el Ministerio de Fomento, ascendía a 687k viviendas (ver gráfico 1). Tras un periodo de 4 años en los que el stock creció a una tasa anual compuesta de +37%, en 2010 se registró un descenso testimonial de -0,01% del parque de viviendas disponibles a la venta. Sin embargo, este pequeño cambio de tendencia no puede interpretarse como un verdadero punto de inflexión en la evolución del mercado inmobiliario, ya que las cifras más recientes muestran una evidente ralentización de la demanda. En los primeros 8 meses de este año se han vendido 128k viviendas nuevas, lo que representa un descenso interanual del 18% y apunta a una cifra de ventas de viviendas nuevas inferior a 200k en el conjunto de 2011. Para situar estos datos en el contexto más reciente, se trata de la cifra más baja de los últimos 8 años y supone un retroceso del 55% con respecto a 2007, año de mayor demanda histórica con 412k viviendas vendidas.

Además del "stock oficial", habría que considerar las viviendas que figuran en el balance de las entidades financieras como activos adjudicados por impago de las deudas hipotecarias. El volumen de activos adjudicados en el sector financiero español ascendería a unos 68.000 m€, según nuestras estimaciones a partir de los datos presentados por cada entidad. Asumiendo que un 55% de esos activos adjudicados son viviendas terminadas o en fase final de construcción, al precio medio actual obtendríamos un volumen aproximado de 200k viviendas adjudicadas. Por lo tanto, aplicando el mismo método de estimación que en informes anteriores, obtenemos un stock real en el rango 850k-900k viviendas disponibles para la venta.

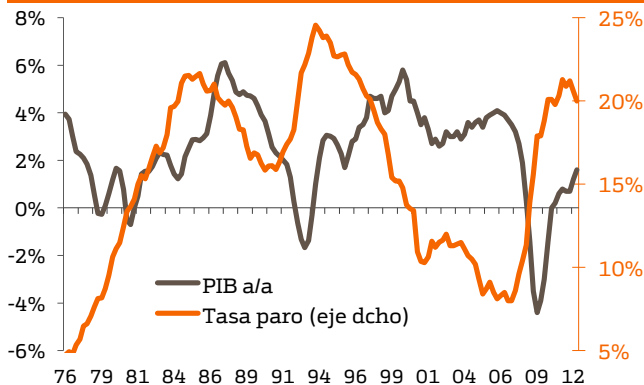
El desempleo impedirá el despegue de la demanda durante los dos próximos años

El año 2011 terminará con un retroceso en las compraventas de vivienda con respecto al año anterior y la debilidad de la demanda se mantendrá al menos durante los próximos 20 meses. Por lo tanto, no esperamos un repunte significativo de la misma hasta finales del año 2013, lo que implica retrasar en 12 meses la recuperación del mercado inmobiliario con respecto a las estimaciones publicadas en nuestro informe del mes de abril. Identificamos tres razones fundamentales que explican esta visión:

1. Mínimo crecimiento económico y elevada tasa de paro. La economía española se encuentra en una fase de lento crecimiento, caracterizado por la contracción de la demanda interna. En nuestra opinión, la economía española cerrará el año 2011 con un crecimiento de +0,7%, que se incrementará hasta +1,2% en 2012 y +1,6% en el año 2013². Sin embargo, la amenaza de suave recesión en la Eurozona puede dar lugar a un escenario más severo, en el que la recuperación económica se frene en mayor medida. Este ritmo de crecimiento es, a nuestro juicio, insuficiente para generar empleo, que es la variable determinante para el mercado inmobiliario. La economía española sólo es capaz de reducir la tasa de paro cuando el crecimiento del PIB supera el 2% interanual, cifra que no se alcanzará, en nuestro escenario central, hasta finales de 2013 (ver gráfico 5). Por lo tanto, las reducidas expectativas de mejora del empleo seguirán lastrando la demanda de vivienda durante los próximos 2 años.

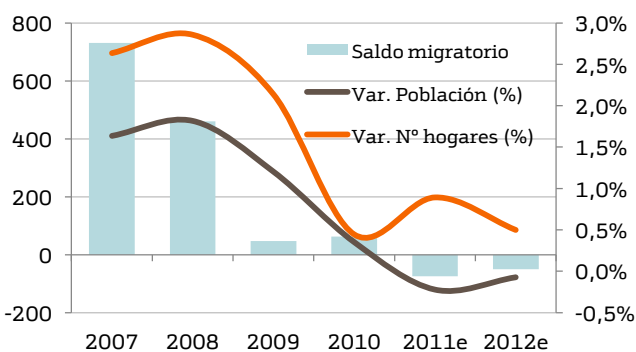
2. Factores sociodemográficos. El incremento de la población y el cambio en algunos hábitos sociales fueron dos factores que impulsaron el incremento de la demanda y de los precios de la vivienda en los años anteriores. En el periodo 2002-2008, la población española se incrementó un 10,5%, debido al crecimiento vegetativo y a un aumento de la inmigración exterior superior a 600k inmigrantes anuales. Asimismo, las ventas de vivienda también aumentaron como consecuencia de la mayor demanda de segundas residencias por parte de las familias españolas. Sin embargo, estas tendencias están cambiando en la actualidad. En primer lugar, las estimaciones a corto plazo del INE apuntan a una reducción de la población residente en España en el periodo 2011-2015 (ver gráfico 6).

Gráfico 5: PIB y desempleo en España



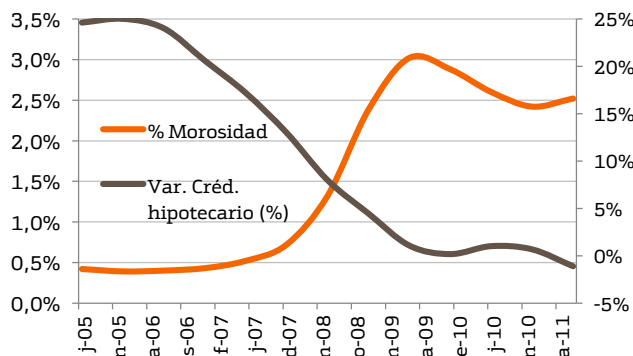
Fuentes: INE y estimaciones Bankinter

Gráfico 6: Estimaciones de población



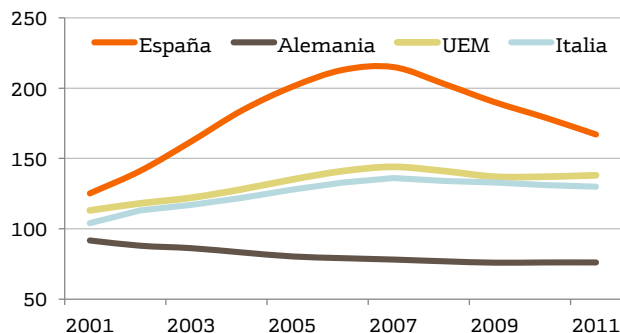
Fuentes: INE y Banco de España

Gráfico 7: Evolución del crédito hipotecario a familias en España y la morosidad hipotecaria



Fuente: Banco de España

Gráfico 8: Comparativa de precios (base=100)



Fuente: Síntesis de Indicadores BdE

Por primera vez en los últimos 10 años, el saldo migratorio neto será **negativo en 2011**, año en el que unas 70k-75k personas residentes en España emigrarán al exterior. En segundo lugar, la crisis económica también acentúa el **descenso de la demanda estructural de vivienda**. Las pobres expectativas de empleo están reduciendo las posibilidades de emancipación familiar, los matrimonios y los divorcios, por lo que el número de personas por hogar se ha estabilizado en torno a 2,7 tras un largo proceso de reducción. Por último, creemos que las compraventas de viviendas realizadas por no residentes se limitarán a unas 30k viviendas anuales. Estos factores provocan que la demanda estructural de vivienda se reduzca, en el periodo 2011-2013, desde las 360k viviendas anuales estimadas en nuestro informe anterior, hasta un rango de 280k-300k viviendas (ver tabla 1).

3. Contracción del crédito hipotecario. El volumen de crédito hipotecario concedido a las familias para compra de vivienda, que había crecido ininterrumpidamente desde 1995, se está reduciendo a una tasa interanual de -1,1% (ver gráfico 7). Además, la **caída en el número de hipotecas formalizadas** alcanza el 31%. La dificultad de acceso a la financiación mayorista debida a la crisis de deuda europea obliga a los bancos a ser más selectivos en la concesión de crédito, ya que **la tasa de morosidad de los créditos hipotecarios ha repuntado de nuevo en los 2 últimos trimestres** (ver gráfico 7). Por último, las entidades financieras que tienen un peso significativo de crédito a promotores inmobiliarios en su balance tienden a ofrecer condiciones de financiación ventajosas tan solo para la adquisición de viviendas que figuran en su **cartera de activos adjudicados** por impago de deudas, lo que supone una dificultad añadida para la financiación del resto de viviendas.

En definitiva, consideramos que **el número de viviendas nuevas vendidas en 2011 será ligeramente inferior a 200k**. Este nivel de 200k viviendas nuevas vendidas se mantendrá en el año 2012, debido a las restricciones al crédito, los menores flujos de población y, especialmente, las pobres perspectivas de empleo (ver gráfico 2). El continuo descenso en el número de tasaciones, que anticipan las operaciones de compraventa, también parece confirmar esta visión. **Tan solo una mejora del contexto económico en el segundo semestre de 2013 permitirá que las ventas se sitúen ese año en unas 250k viviendas nuevas anuales.**

Lento consumo del stock: sin estímulo para la actividad promotora

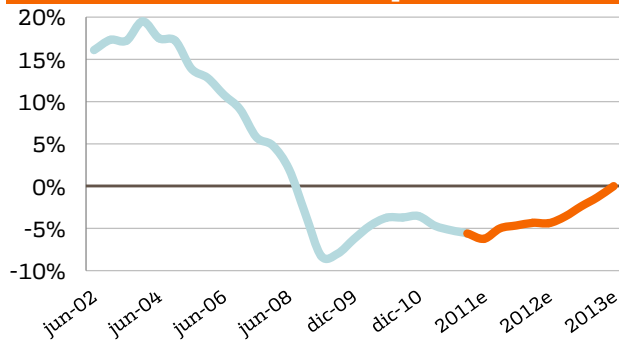
El duro ajuste del sector inmobiliario se hizo patente en el parón en la actividad promotora de los años 2008 y 2009, durante los cuales el número de viviendas iniciadas se redujo un 46,6% y un 51,5% respectivamente. Actualmente, en España se inicia la construcción de unas 100k viviendas anuales (media móvil de los últimos 12 meses). Consideramos que **el año 2012 constituirá un mínimo histórico en el número de viviendas iniciadas, que se situará en un rango de 90k-100k unidades**. El descenso de un 15% en el número de nuevos visados de obra, considerado un indicador adelantado de la construcción, parece sostener esta perspectiva (ver gráfico 4). La reducción de viviendas terminadas fue más progresiva (-19,4% anual compuesta en el periodo 2006-10), debido a que el ciclo de construcción de una vivienda se sitúa en unos 18-24 meses. El número de viviendas terminadas retrocederá a medida que se reduzca el inicio en la construcción de nuevas viviendas, hasta situarse en un rango estimado de 100k-120k viviendas terminadas anuales en 2012 y 2013. El frenazo en la promoción de viviendas nos lleva a **estimar una cifra de viviendas terminadas en 2011 en el rango 160k/170k, un 40% menos que en 2010**. En conjunto, las cifras de viviendas terminadas y ventas sugieren una reducción del stock de vivienda en unos 25k unidades en 2011, nivel insuficiente para reactivar la actividad del sector inmobiliario (ver gráfico 3).

En definitiva, **el consumo del stock de vivienda en los dos próximos años no será fruto de un repunte de la demanda, sino que se debe atribuir al dramático ajuste de la actividad constructora y la reducción de la nueva oferta de vivienda**. Situamos el consumo total de stock de en el periodo 2011-2013 en un rango 220k-250k viviendas (ver gráfico 1). En nuestra opinión, **la actividad promotora no se retomará con vigor hasta que el stock de vivienda hay descendido por debajo de las 500k unidades, algo que no sucederá hasta finales de 2014.**

¿Ha terminado el ajuste de los precios?

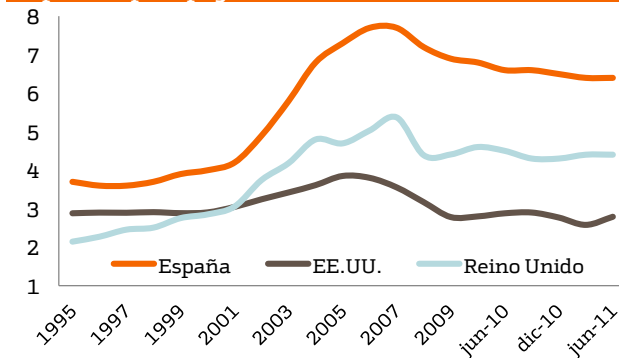
En los 9 primeros meses de 2011, el precio medio de la vivienda en España ha caído un 5,6%, una cifra equivalente a nuestras estimaciones anteriores. **El descenso de los precios desde el nivel máximo registrado en 1T'08 alcanza el 17,7% en términos nominales según los datos oficiales del INE**, lo que implica un descenso aproximado del 25% en términos reales. En los próximos trimestres, los precios de la vivienda deben proseguir su ajuste para que el stock pueda ir consumiéndose, aunque lo haga de forma muy lenta.

Gráfico 9: Evolución estimada del precio (var. a/a)



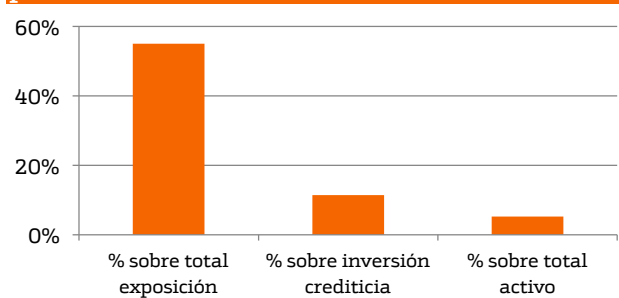
Fuentes: INE y estimaciones Bankinter (en color naranja)

Gráfico 10: Esfuerzo medido en años de renta familiar disponible para pagar la vivienda.



Fuentes: Banco de España, Bloomberg, NAR y Nationwide

Gráfico 11: Exposición problemática al sector promotor



Fuente: Informe de Estabilidad Financiera, BdE

Tabla 1: Demanda de vivienda. Grupo de población *

Matrimonios	160.000
Parejas de hecho	30.000
Divorcios	70.000
Turistas residentes	30.000*
Total	290.000

Tabla 2: Comparativa con estimaciones anteriores

Estimado en:	Oct '10	Abr '11	Nov '11	Real
Var. 2010	-4,9%		n.a.	-3,6%
Var. 1S'11	-5,5%	-5,3%	n.a.	-5,2%
Var. 2S'11	-3,4%	-7,3%	-6,2%	--
Var. 2012	n.a.	0,0%	-4,4%	--

Creemos que la caída de los precios continuará al menos hasta finales de 2013 y los primeros incrementos de precios no llegarán hasta principios de 2014 (ver gráfico 9). Esta perspectiva supone retrasar 12 meses la recuperación del mercado con respecto a las estimaciones de precios que habíamos publicado en abril. La causa que justifica esta revisión es el retraso en la recuperación de la economía española, que impedirá la creación de empleo y lastrará la demanda. En nuestra opinión los precios medios de la vivienda sufrirán un ajuste adicional de un 6%, lo que situaría la caída total desde el inicio de la crisis en un 22,1% nominal, prácticamente un 30% en términos reales. No obstante, nos parece relevante señalar que esta estimación corresponde a la media de los precios por m² de la vivienda en España, pero no reflejará las notables diferencias entre las diferentes localizaciones. Mientras que en algunas zonas *premium* de las grandes ciudades el ajuste en precios parece haber concluido, continúa existiendo un gran número de viviendas situadas en las zonas más alejadas del extrarradio de las grandes ciudades o en áreas costeras con clara sobreoferta. Estas viviendas constituyen un activo prácticamente "invendible", que ciframos en unas 200k y no se consumirá si antes no se produce un ajuste en precio que podría alcanzar el 50%.

Entre los factores que seguirán presionando los precios a la baja, podemos destacar el aumento del tipo de interés variable medio aplicado a las hipotecas, que se ha incrementado más de 100 p.b. en el último año. En segundo lugar, el ratio de esfuerzo financiero para la adquisición de una vivienda se sitúa en 6,4 años de renta familiar disponible. A pesar de que este ratio se ha reducido desde un máximo de 7,7 años, consideramos que el ajuste de los precios debe continuar para que el ratio de esfuerzo se aproxime al de otros países como Reino Unido (4,4 años) o EE.UU. (2,9 años) (ver gráfico 10).

Los incentivos fiscales no son suficientes. ¿Hacia la creación de un "banco malo"?

En los próximos meses, creemos probable que se aprueben algunas medidas incentivadoras de la compra de vivienda, como un IVA inferior, una reducción en el ITP aplicable a la vivienda usada o la recuperación de la deducción fiscal por compra de vivienda. Aunque estas medidas pueden suponer un ligero alivio a la difícil situación del mercado inmobiliario, no creemos que vayan a propiciar por sí solas una mejora rotunda del contexto. A finales del año 2010, se produjo un aumento puntual de la demanda de vivienda previa al fin de la deducción fiscal, pero el efecto de esta medida fue tan solo la anticipación de algunas decisiones de compra y no una reactivación del sector. Por lo tanto, consideramos que estas medidas son simplemente cuidados paliativos en espera de que llegue la verdadera medicina para el mercado inmobiliario, que no es otra que el empleo.

Un factor con mayor impacto sobre el mercado sería una modificación de la normativa del BdE acerca de los activos adjudicados que poseen los bancos. Esta norma obliga a provisionar un máximo del 30% del valor de los activos adjudicados, por lo que las entidades financieras no tienen un incentivo para vender estas propiedades con un gran descuento. ¿Existe una solución a este problema? Creemos que existe una elevada probabilidad de que el gobierno resultante de las elecciones promueva activa y rápidamente la creación de un "banco malo", que englobara los activos inmobiliarios problemáticos, con una valoración ajustada a la depreciación sufrida. Un plan de esta naturaleza ya fue puesto en marcha en Irlanda con el NAMA (National Asset Management Agency), dedicado a adquirir préstamos en situación problemática concedidos a la promoción inmobiliaria, con un descuento medio del 58%. La creación de un "banco malo" y un ajuste significativo en el valor de los activos estimularía a las entidades financieras a aplicar importantes descuentos en la venta de su cartera de adjudicados. Esta medida permitiría acelerar la demanda de vivienda y reducir la exposición problemática (dudosos, adjudicados y normales bajo vigilancia) vinculada a la actividad de promoción inmobiliaria, que en este momento asciende a 176.000 m² (ver gráfico 10).

Conclusión. El mercado inmobiliario español proseguirá su travesía del desierto durante los dos próximos años. La demanda de vivienda nueva continuará mostrando una gran debilidad, lo que provocará que se mantenga un gran excedente de viviendas a la venta. El consumo muy lento del stock actual y la reducción continuada de los precios serán la tendencia dominante en los dos próximos años. La economía española no será capaz de generar empleo de forma sólida hasta finales de 2013, lo que retrasa la recuperación de la demanda hasta ese año y la reactivación de la actividad inmobiliaria hasta finales de 2014.

1. Esta nota es una actualización a la publicada por Análisis Bankinter el 11 de abril de 2011, en la que exponíamos nuestra visión de conjunto sobre el sector inmobiliario en España y sus perspectivas de actividad y precios, que no han cambiado en sus aspectos principales.

2. Consultar: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=ASES&subs=TTTS&nombre=Estrategia 4T 11.pdf>

* Estimamos que oferta por defunciones y demanda por inmigración se compensan en un año normalizado. **Demanda residencial estimada en 2011

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe)
David García Moral

Ramón Forcada
Beatriz Martín

Eva del Barrio
Victoria Sandoval

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 3 de 3)

28046 Madrid

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.