Los ciclos en el mercado inmobiliario de Aragón. Paralelismos y aspectos diferenciales

Luis Alberto Fabra Garcés
Director de la Cátedra en Mercado Inmobiliario de la Universidad de Zaragoza

Resumen

El mercado inmobiliario residencial ha registrado una rápida e intensa recuperación a partir de los primeros meses de la crisis sanitaria, alcanzando niveles de actividad máximos de los últimos catorce años. La existencia de factores diferenciales con respecto al comportamiento clásico de la demanda han sido los causantes de esta reacción del mercado. Las cifras alcanzadas han llevado al recurrente paralelismo con el periodo de la "burbuja inmobiliaria", debiendo realizar un detallado análisis de los fundamentos que han configurado ambos ciclos alcistas, así como la identificación de los principales factores de riesgo.

Palabras Clave

Mercado inmobiliario, ciclos inmobiliarios, actividad inmobiliaria, factores de riesgo, burbuja inmobiliaria

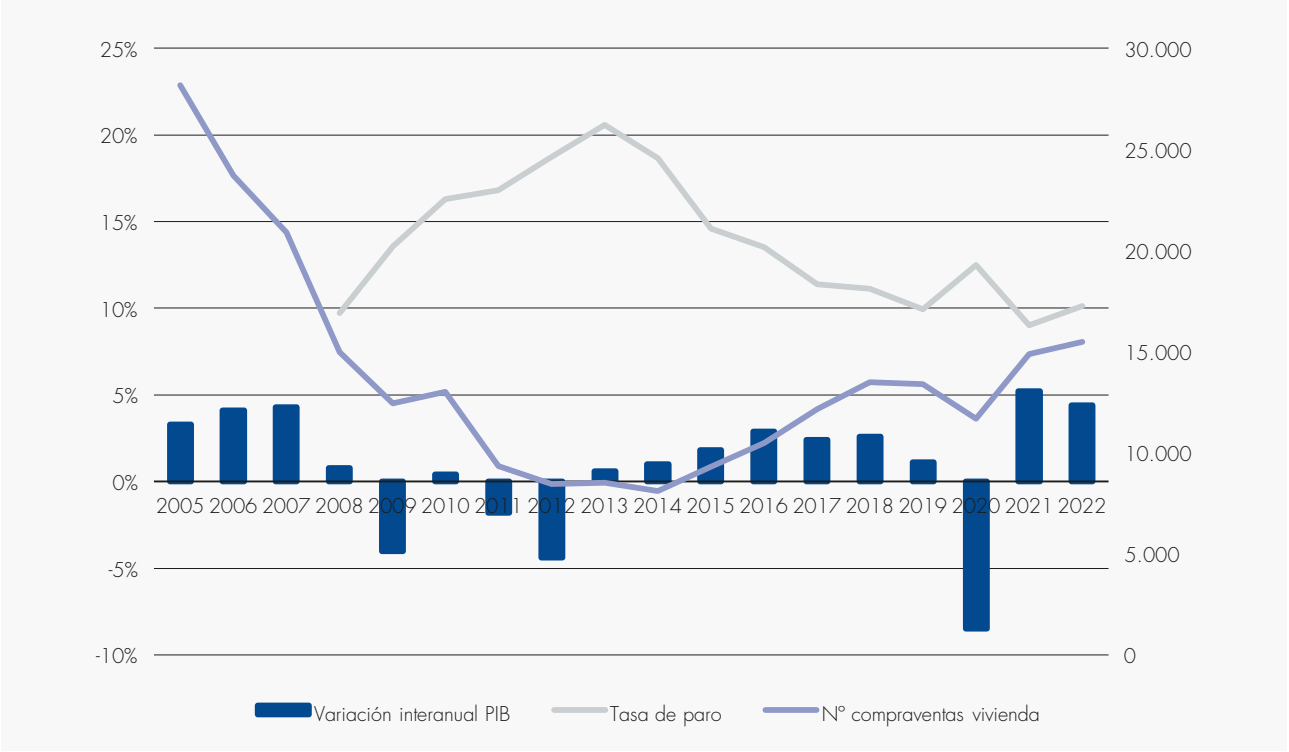
El comportamiento del mercado inmobiliario tradicionalmente está condicionado por la evolución de la situación económica general. Cuando se produce un crecimiento de la actividad económica, suele registrarse un incremento de la ocupación laboral y una reducción de la tasa de paro, provocando que un mayor número de personas pueda aproximarse al mercado inmobiliario, ya sea a través de la compra o el arrendamiento, en ambos casos con efectos positivos sobre el sector inmobiliario. La situación contraria provoca el camino inverso.

Los recientes ciclos inmobiliarios han presentado este comportamiento. Recuérdese los periodos alcistas de finales de los años 80 a comienzos de los 90, el famoso periodo 1997-2007 o el más reciente 2014-2019. El proceso contrario se sufrió durante el periodo 1992-1996 y, especialmente, de 2008 a 2013.

El comportamiento del mercado inmobiliario a partir del origen de la crisis sanitaria ha sido relativamente diferencial con respecto a estas líneas generales. En 2020 se registró un intenso proceso de ajuste en la actividad económica como consecuencia de los efectos derivados del confinamiento domiciliario, recuperándose una parte de dicho ajuste con los crecimientos de 2021 y lo que se lleva de 2022.

Sin embargo, el mercado inmobiliario, al margen del intenso ajuste de finales del primer trimestre y el segundo trimestre de 2020, como consecuencia de la imposibilidad legal de realizar operaciones de compraventa, ha registrado un rápido e intenso proceso de recuperación, llevando a superar con solvencia niveles previos a la crisis sanitaria (2018 y 2019), alcanzando máximos en número de compraventas de vivienda de los últimos catorce años.

Evolución de la tasa de variación el PIB, la tasa de paro y el nº interanual de compraventas de vivienda en Aragón



La crisis sanitaria había provocado un comportamiento diferenciado por parte de los ciudadanos con respecto a la vivienda. ¿Qué aspectos habían cambiado para justificar esta intensidad en la demanda?

El confinamiento domiciliario provocó un uso intensivo de las viviendas, ejerciendo un auténtico proceso de auditoría sobre las mismas, que llevó a no pocos ciudadanos a concluir que debían cambiar de vivienda.

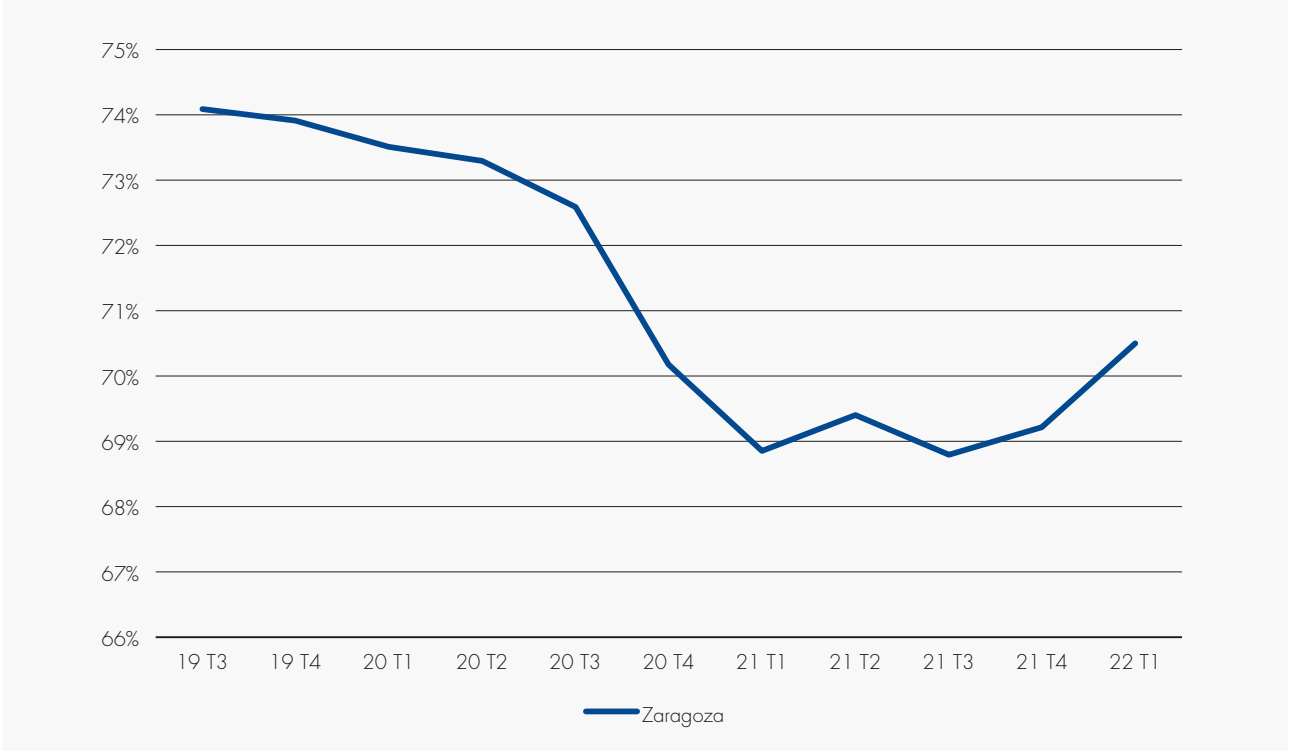
A su vez, el citado confinamiento domiciliario, inicialmente, y las limitaciones de movilidad, posteriormente, supusieron un intenso descenso del nivel de consumo en componentes del gasto tan relevantes como el turismo, la hostelería o el sector del automóvil, provocando crecimientos importantes en los niveles de ahorro.

La conjunción de ambos escenarios, percepción de necesidad de cambio de vivienda y altos niveles de ahorro, desencadenaron en la intensificación de la actividad inmobiliaria residencial, a pesar de la incertidumbre existente en el contexto socioeconómico.

El análisis detallado de cómo estaba siendo el crecimiento de la actividad inmobiliaria residencial nos proporcionaría un conocimiento más profundo acerca del motivo de este crecimiento. De este modo, comprobamos cómo teníamos tres aspectos fundamentales que se habían visto modificados en el mercado de compraventa de vivienda como consecuencia de la crisis sanitaria:

1. Pérdida de relevancia del factor localización. El factor localización se ha configurado tradicionalmente como el factor explicativo más relevante en la toma de decisiones de compra de una vivienda por parte de sus demandantes. Sin embargo, constatamos cómo dicho factor estaba perdiendo relevancia, en favor de las características físicas de la vivienda.

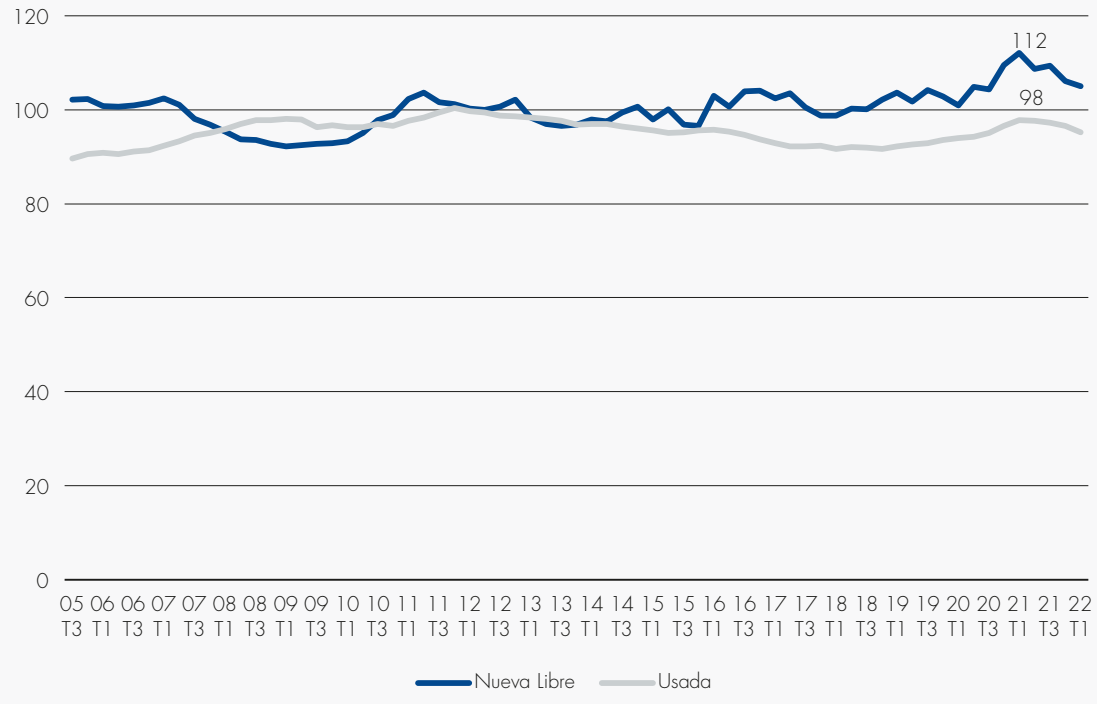
Evolución de la cuota de mercado en número de compraventas de vivienda Zaragoza municipio con respecto a su provincia



Para ratificar este hecho, tomamos las capitales de provincia, que normalmente corresponden a municipios con un mayor número de habitantes con respecto a su entorno geográfico próximo, y constituyen un factor de atracción desde el punto de vista de la demanda. Analizamos la evolución del porcentaje de compraventas de vivienda en dichos municipios con respecto a su provincia. Comprobamos cómo, de las cincuenta capitales de provincia, durante los trimestres más intensos de la crisis sanitaria, más de cuarenta perdían peso relativo. Paralelamente, los municipios próximos a dichos municipios más poblados crecían intensamente en número de compraventas. Zaragoza, por ejemplo, en el cuarto trimestre de 2019 alcanzaba el 73,91% del total de compraventas de vivienda de la provincia, cerrando el tercer trimestre de 2021 en el 68,8%. Algo parecido ocurría en Huesca, Teruel y la mayor parte de capitales de provincia españolas. Por el contrario, a mediados de 2021 los municipios del entorno de Zaragoza crecían con fuerza en número de compraventas de vivienda interanuales: Cuarte de Huerva 103%, La Muela 62%, María de Huerva 25,51%... Los compradores de vivienda estaban flexibilizando sus decisiones de compra por lo que respecta al factor localización, potenciando la relevancia de las características físicas.

2. Demanda de vivienda con mayor superficie media. Tras el confinamiento domiciliario la superficie de vivienda transmitida, que normalmente había sido una variable relativamente estable, comenzó a crecer con relativa intensidad, alcanzando en no pocos ámbitos geográficos niveles máximos históricos. En Aragón, en vivienda nueva libre, se alcanzó el máximo histórico el primer trimestre de 2021 con 112 m2. En vivienda usada también se registró

Evolución de la superficie media de compraventas de vivienda en Aragón (m²)

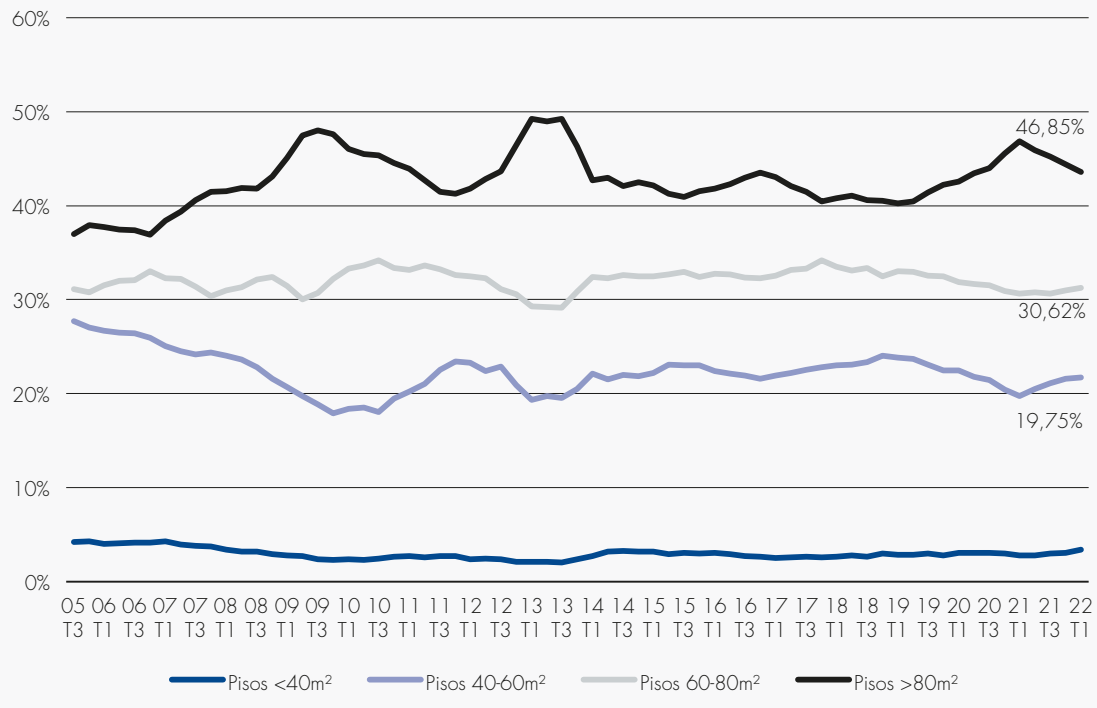


un intenso crecimiento, alcanzando los 98 m2 en el primer trimestre de 2021, a dos metros del máximo de la serie histórica.

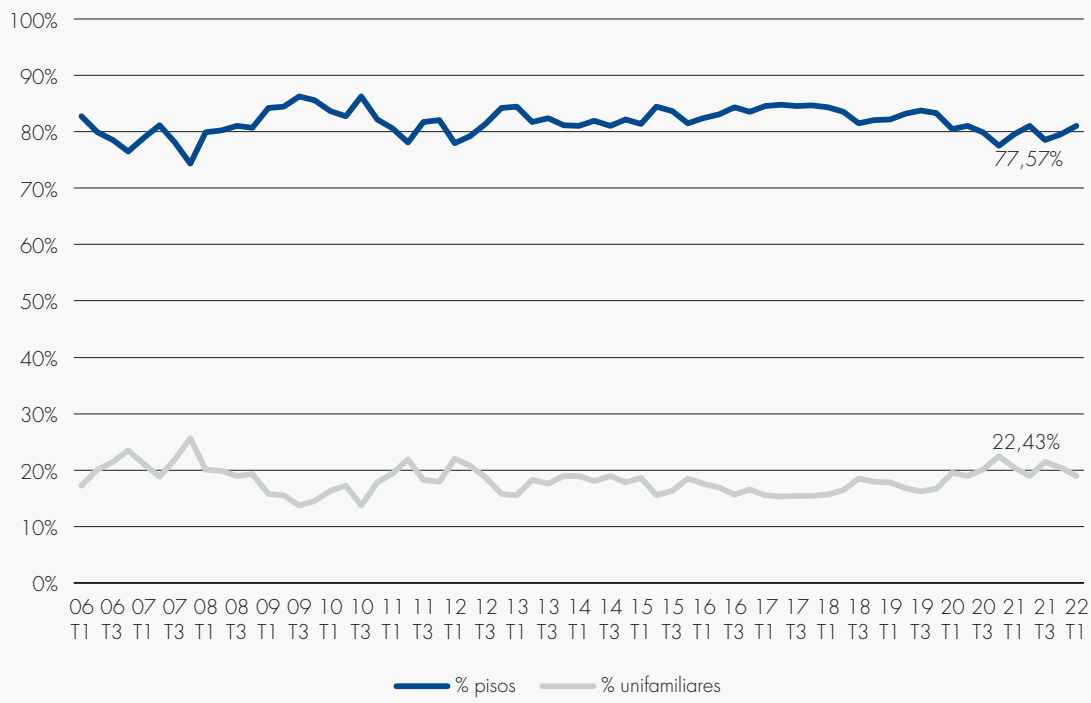
Excluyendo la vivienda unifamiliar, es decir, tomando únicamente las compraventas de vivienda colectiva (pisos) y estratificando por tramos de superficie media, se registró un intenso crecimiento en el peso de compraventas de pisos con más de 80 m2, pasando de suponer el 42,5% de las compraventas antes de la crisis sanitaria, a cerca del 47% en el primer trimestre de 2021. Los demandantes de vivienda buscaban viviendas con mayor superficie, aunque para ello, manteniendo su presupuesto, tuvieran que suavizar el peso del factor localización, tal y como se ha constatado en el apartado anterior.

3. Incremento del peso de compraventas de vivienda unifamiliar. La búsqueda de viviendas con mayor superficie, tanto interior como exterior, y la flexibilización del factor localización, originó un auge en la demanda de vivienda unifamiliar, presente en mayor medida en municipios menos poblados, por sus características urbanísticas y, especialmente, en municipios de los entornos próximos a las grandes ciudades. Aragón cerraba el año 2019 con un peso de compraventas de vivienda unifamiliar del 16,67%, mientras que un año después nos situábamos en el 22,43%, manteniendo niveles por encima del 20% de forma estable durante los trimestres más intensos de la crisis sanitaria, siendo que tradicionalmente se habían venido alcanzando pesos próximos al 15%.

Evolución de la distribución de pesos de compraventas de pisos según superficie en Aragón



Evolución del peso de compraventas de vivienda colectiva (pisos) vs unifamiliar en Aragón



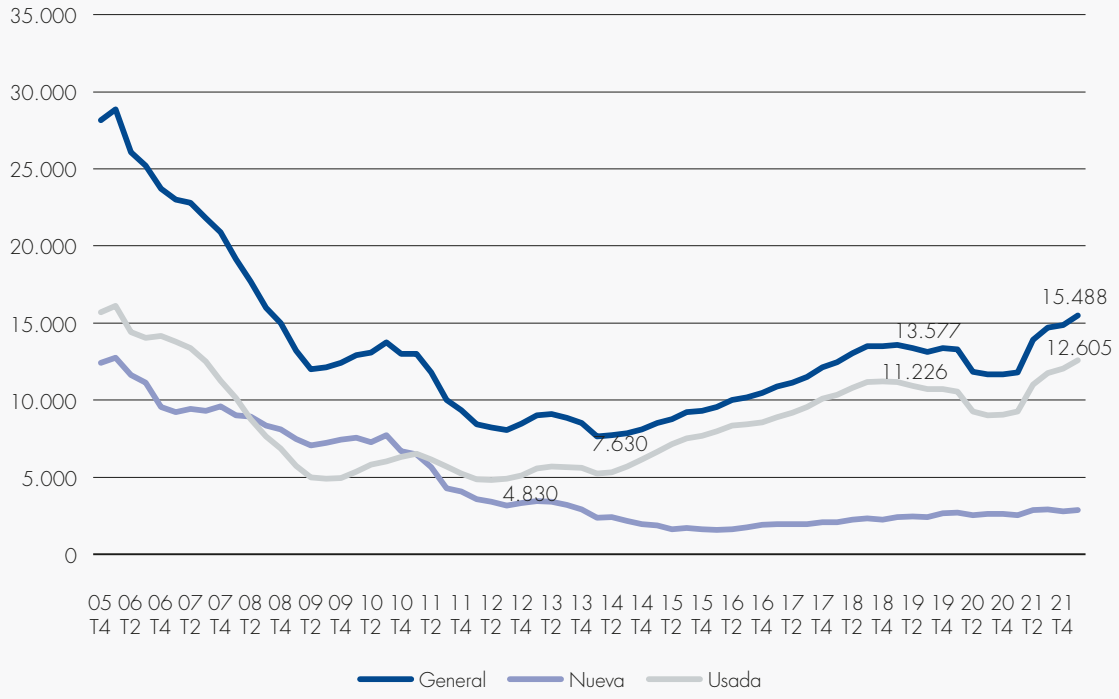
El mercado inmobiliario había cambiado, no sólo por lo que respecta al intenso crecimiento de la demanda, situándose la vivienda en el foco de la toma de decisiones de gasto/inversión de no pocas familias, sino también por lo que respecta a las características de dichas viviendas transmitidas, factor explicativo del comportamiento de la demanda.

La gran sorpresa, por lo que respecta a la evolución del mercado, fue constatar que la recuperación de la actividad en el mercado inmobiliario residencial, en constante crecimiento desde 2015, no sólo iba a alcanzar las excelentes cifras de 2018 o 2019, sino que iba a rebasar con cierta holgura dichos niveles. Debe recordarse que el mercado tocó suelo a comienzos de 2014 con 7.630 compraventas de vivienda interanuales en Aragón, desde las cerca de 29.000 de comienzos de 2006, dando paso a un nuevo ciclo alcista, que llevó a niveles próximos a las 13.500 compraventas de vivienda a lo largo de 2018 y 2019.

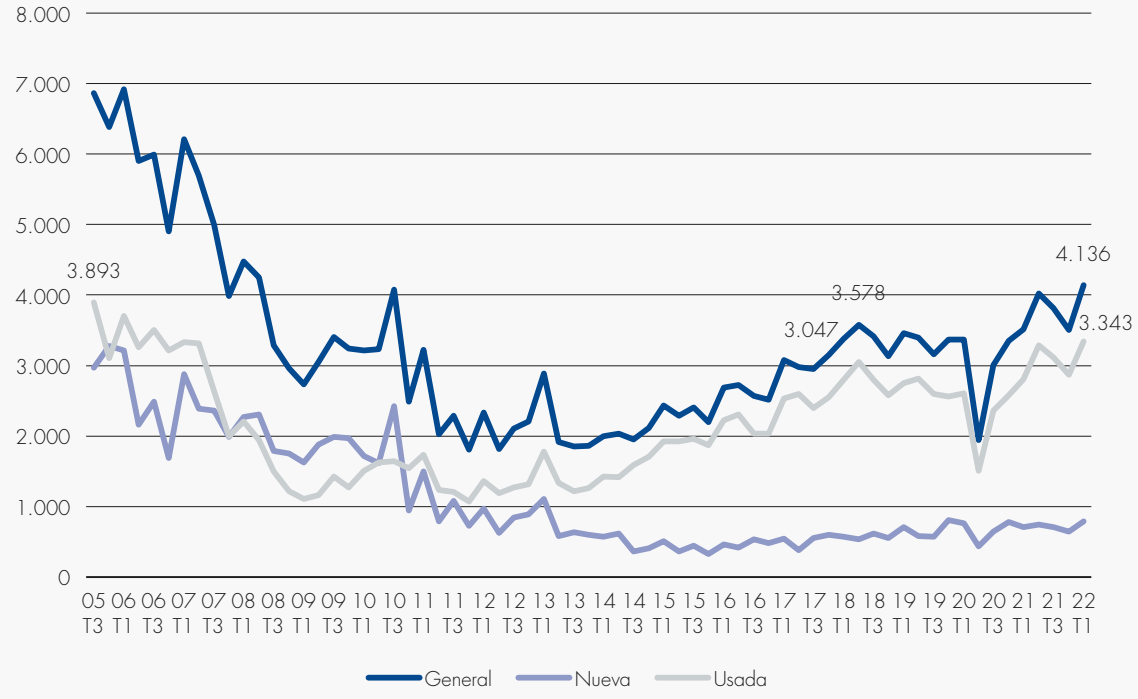
Desde esos niveles de cierta estabilización en cifras muy destacadas durante 2018 y 2019, superando las 10 compraventas anuales por cada mil habitantes, pasamos a un 2020 en el que, a mediados de marzo, se producía el confinamiento domiciliario, periodo en el que resultaba ilegal salir de casa y, por tanto, imposible formalizar una compraventa de vivienda. Este hecho provocó un descenso en las cifras del primer trimestre y, sobre todo, en el segundo trimestre.

A partir de dicho punto, el mercado fue recuperando progresivamente su actividad, escalando inicialmente hasta las 3.200-3.400 compraventas trimestrales de 2018 y 2019,

Evolución del número interanual de compraventas de vivienda registradas en Aragón



Evolución del número trimestral de compraventas de vivienda en Aragón



para dar posteriormente paso a niveles superiores a las 4.000 compraventas trimestrales, alcanzando las 4.135 compraventas en el primer trimestre de 2022, nivel máximo desde 2008, siendo destacable la cifra alcanzada en vivienda usada, con máximos desde 2006.

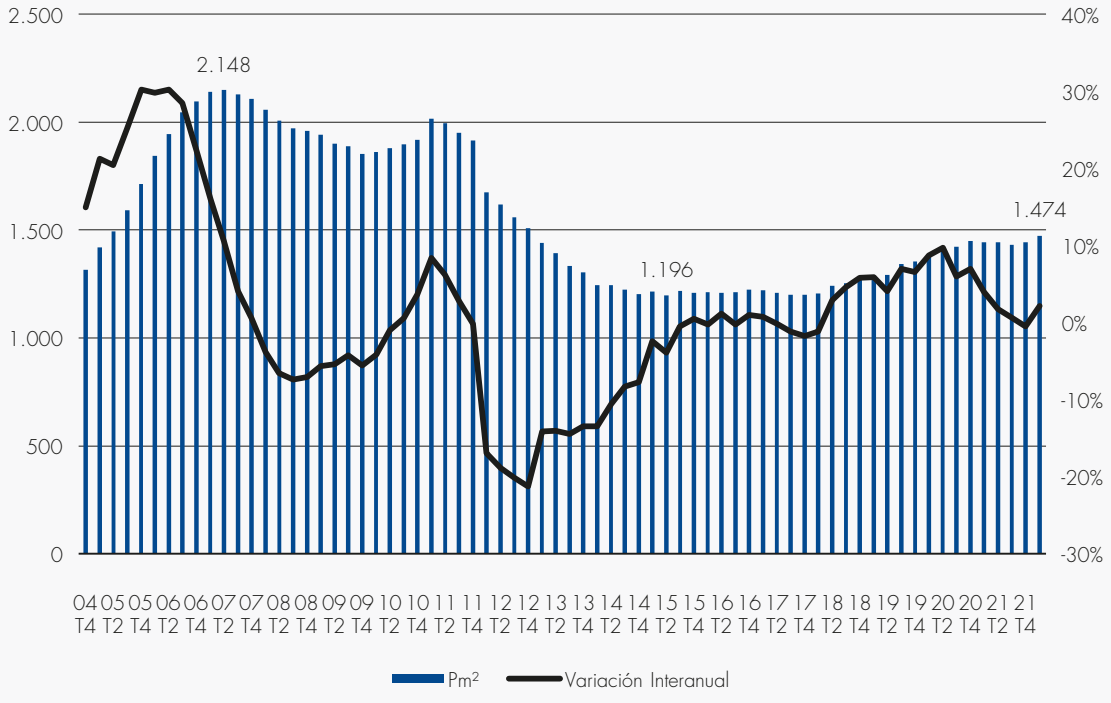
En términos anualizados, Aragón cerraba 2021 con cerca de 15.000 compraventas de vivienda (14.886) y el primer trimestre de 2022 alcanzaba las 15.488 compraventas interanuales, niveles máximos desde el tercer trimestre de 2008.

Estas cifras, de relativo vértigo, suelen llevar a la recurrente búsqueda de paralelismos con la denominada "burbuja inmobiliaria" (1997-2007). Es en este punto cuando deben analizarse detenidamente ambos ciclos alcistas para constatar que su configuración poco tienen que ver entre sí, excepto porque en ambos se ha producido un importante crecimiento en el número de compraventas de vivienda.

Los siguientes cuatro aspectos del mercado resultan determinantes:

1. Comportamiento de los precios. En el mercado inmobiliario el comportamiento del precio suele ser el resultado de la mayor o menor actividad inmobiliaria a través del número de compraventas. El precio llega "tarde a la fiesta", constatándose cómo normalmente tiene un retardo de tres o cuatro trimestres con respecto al cambio de tendencia en la actividad. Obsérvese en el gráfico cómo, mientras el número de compraventas de vivienda comenzó su recuperación en 2014, el precio por metro cuadrado no alcanzó el signo positivo (tasa interanual) hasta avanzado 2015. En todo caso,

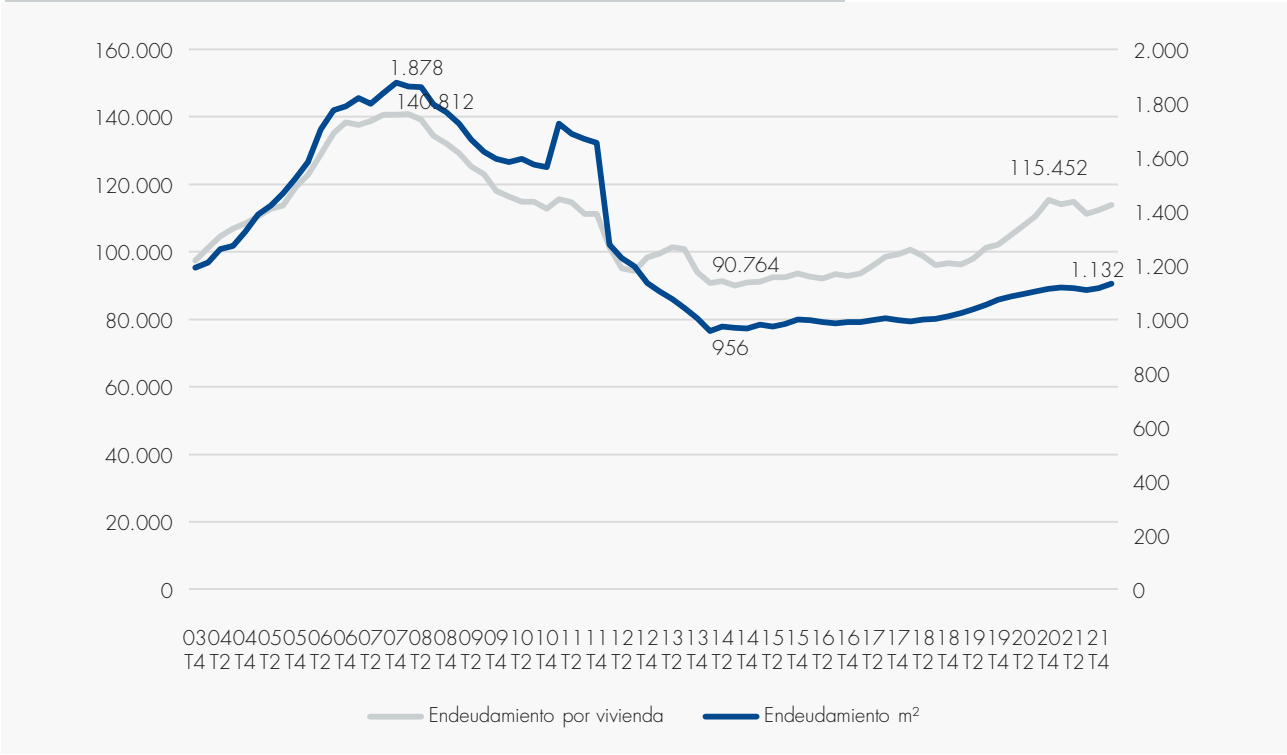
Evolución del precio de la vivienda en Aragón y tasa de variación interanual



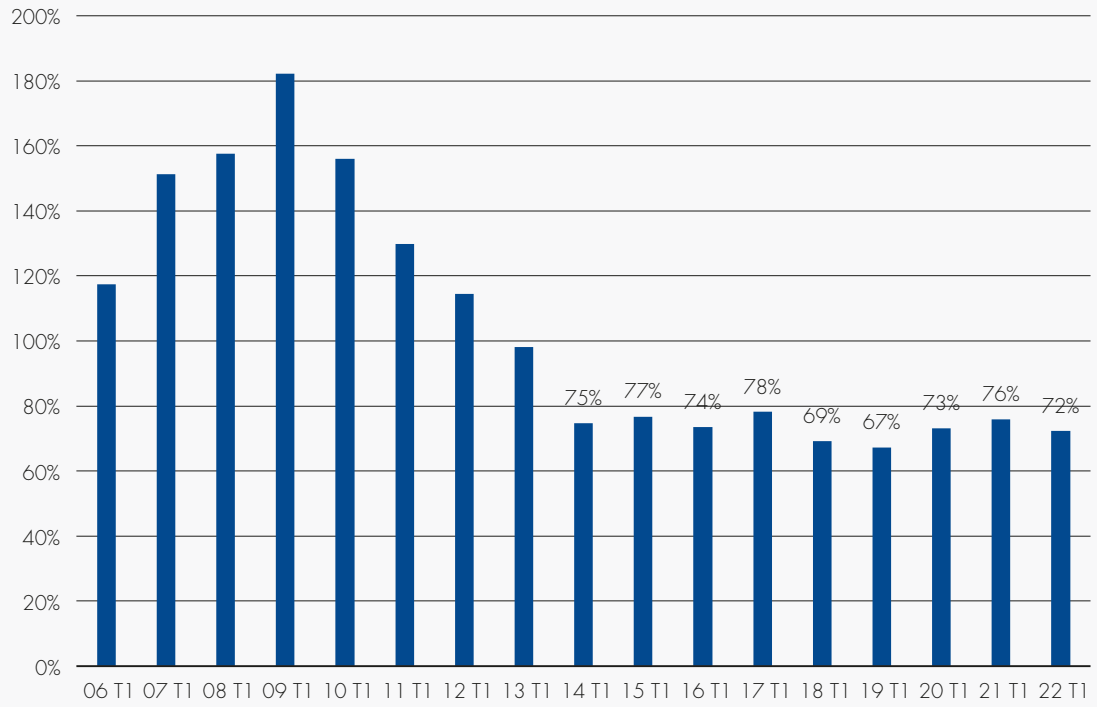
desde la comparación de los ciclos alcistas, puede comprobarse cómo el mercado inmobiliario ha crecido con cierta intensidad en actividad desde 2014 hasta 2022, pero los precios han marcado una pauta relativamente contenida, que en muy pocas ocasiones del actual ciclo inmobiliario ha superado niveles de crecimiento interanuales por encima del 5%, fundamentalmente en 2018 y 2019. Por el contrario, durante el anterior ciclo alcista el crecimiento interanual del precio de la vivienda se consolidaba con claridad en tasas por encima del 15%, dando lugar a que, en la actualidad, a pesar de acumular siete años de crecimientos, los resultados absolutos en Aragón (1.474 €/m2 1T22) se encuentren muy alejados de los máximos del anterior ciclo alcista (2.148 €/m2 2T07). Los niveles mínimos se alcanzaron a comienzos de 2015 en 1.196 €/m2, por debajo de las cifras actuales, pero notablemente distantes de los citados máximos. El mercado ha crecido intensamente en actividad, pero con un moderado aumento de los precios.

2. Endeudamiento hipotecario. Los niveles de endeudamiento hipotecario por m2 o por vivienda han registrado crecimientos durante el actual ciclo inmobiliario. El primero se ha situado en niveles próximos a los 1.130 €/m2, desde los mínimos de poco más de 950 €/m2 de 2014, pero muy alejados de los cerca de 1.900 €/m2 con los que cerró 2007. Algo similar ha ocurrido en el segundo caso, alcanzándose un endeudamiento hipotecario por vivienda de entre 110.000 y 115.000 € durante los últimos trimestres, desde los poco más de 90.000 € de 2014, pero muy por debajo de los más de 140.000 € registrados

Endeudamiento hipotecario por m² y por vivienda en Aragón



% compraventas de vivienda con hipoteca en Aragón



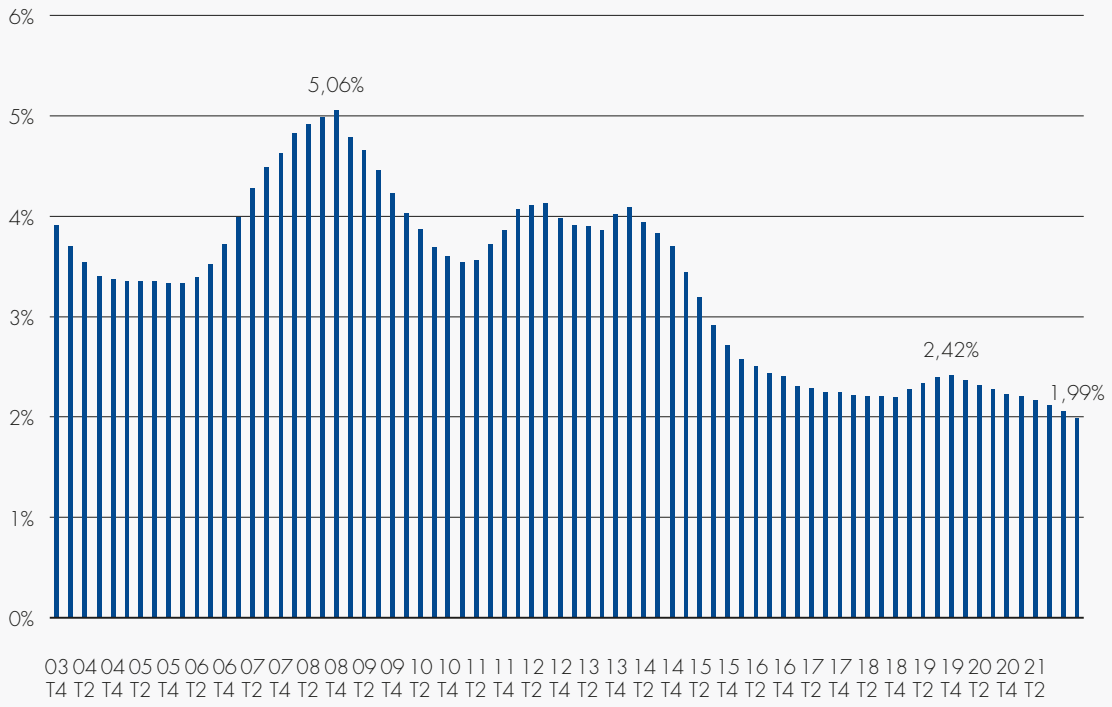
en la época de la "burbuja inmobiliaria". El impacto sobre el sistema financiero de un cambio de tendencia poco tendría que ver con lo ocurrido en el pasado, en la medida que los niveles de riesgo asumidos han venido siendo bajos.

Asimismo, los demandantes de vivienda han venido dedicando un volumen importante de recursos propios a su compra durante el actual ciclo inmobiliario, en la medida que desde 2014 hasta 2022 el porcentaje de compraventas de vivienda con financiación hipotecaria se ha movido entre el 67% y el 78%, es decir, aproximadamente una de cada cuatro compras se ha realizado sin financiación hipotecaria, siendo que en el anterior ciclo alcista se mantuvieron niveles claramente por encima del 100%.

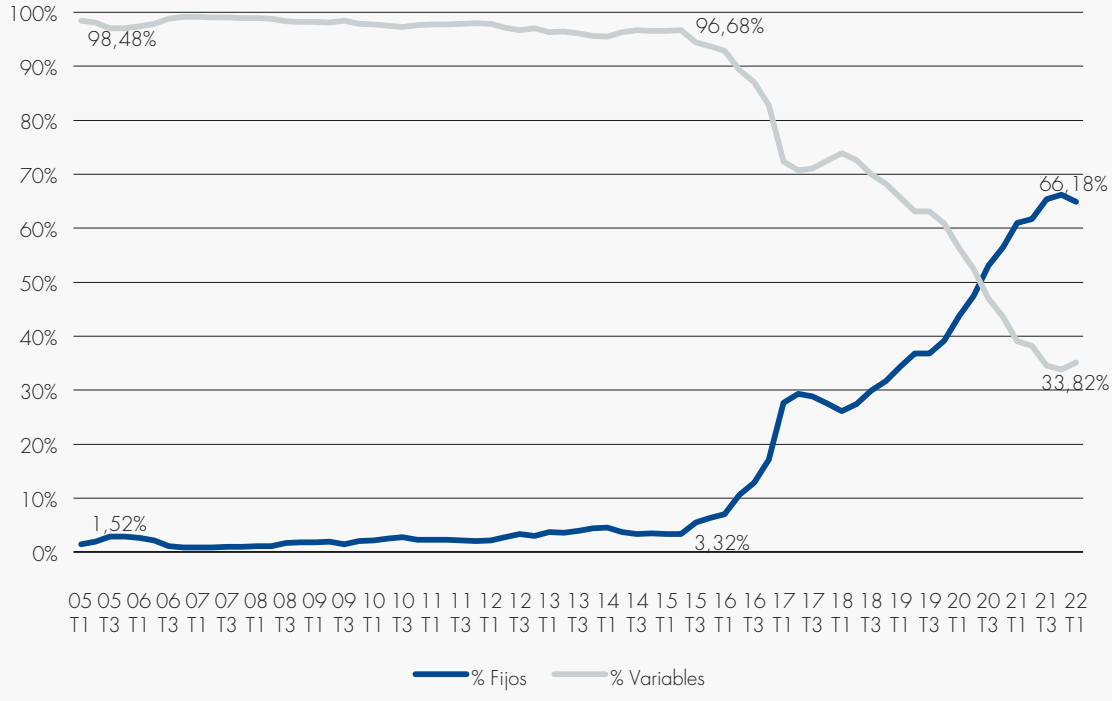
3. Tipos de interés. La tendencia en tipos de interés de contratación de los nuevos créditos hipotecarios tuvo un comportamiento alcista durante los años de mayor intensidad en actividad inmobiliaria de la "burbuja inmobiliaria", alcanzando tipos medios de contratación superiores al 5%. En el actual ciclo inmobiliario el comportamiento de los tipos de interés ha sido intensamente descendente, registrando mínimos históricos trimestre tras trimestre.

Sin embargo, siendo importante este aspecto, tanto o más ha sido la configuración de la cartera hipotecaria, en la medida que se ha producido un crecimiento exponencial en el peso de contratación a tipo fijo, pasando de pesos próximos al 3% del total de hipotecas contratadas en 2015, a superar el 60% en los cinco últimos

Cuantía del tipo de interés contratado en los créditos hipotecarios sobre vivienda en Aragón



Evolución del % de créditos hipotecarios sobre vivienda a tipo fijo vs variable en Aragón

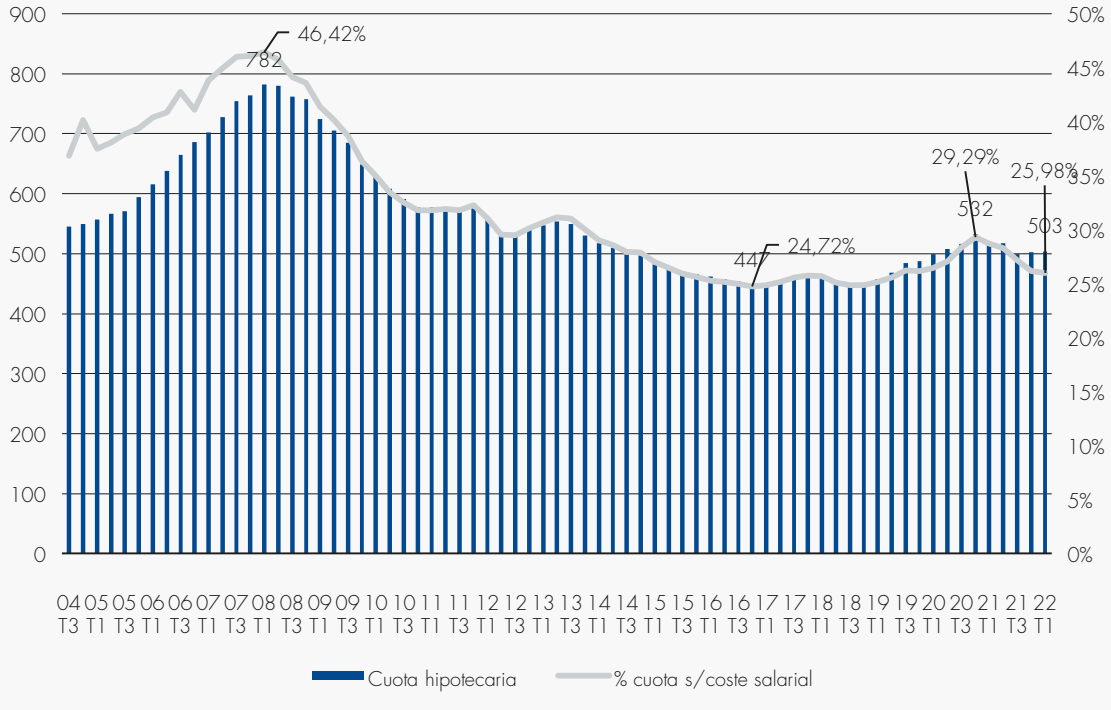


trimestres. Esta configuración de la cartera hipotecaria, con bajos tipos de interés de contratación y una estabilidad de las cuantías a pagar (tipos fijos), permite que gran parte de los créditos hipotecarios formalizados durante los últimos años, registren bajas cuotas hipotecarias y estén ajenos al riesgo derivado de un incremento de los tipos de interés.

4. Indicadores de accesibilidad. Los indicadores de accesibilidad han mostrado un cierto grado de deterioro durante el actual ciclo alcista pero, nuevamente, muy alejados de cifras del pasado. La cuota hipotecaria mensual media ha superado ligeramente los 500 € los dos últimos trimestres, desde los mínimos de 447 € en 2016, mientras que los niveles máximos del anterior ciclo alcista llegaron a superar los 780 €. Estas cuotas hipotecarias medias, comparadas con el coste salarial medio, están actualmente ligeramente por debajo del 26%, habiendo llegado a superar el 29% en 2020, que fue el máximo del actual ciclo inmobiliario, desde los mínimos de 2016 y 2018, en los que no se superaron el 25%. Por el contrario, en el periodo de la "burbuja inmobiliaria" se consolidaron niveles superiores al 40%, superando en determinados periodos el 46%. Las condiciones de acceso a la compra de la vivienda durante los últimos años poco han tenido que ver con las del pasado.

Todo este conjunto de factores, junto a otros que entendemos de menor relevancia, configuran ciclos inmobiliarios cuyos paralelismos difícilmente tienen justificación. Sin embargo, a pesar de ello, nunca debe obviarse

Evolución de la cuota hipotecaria mensual media y su % s/ coste salarial en Aragón.

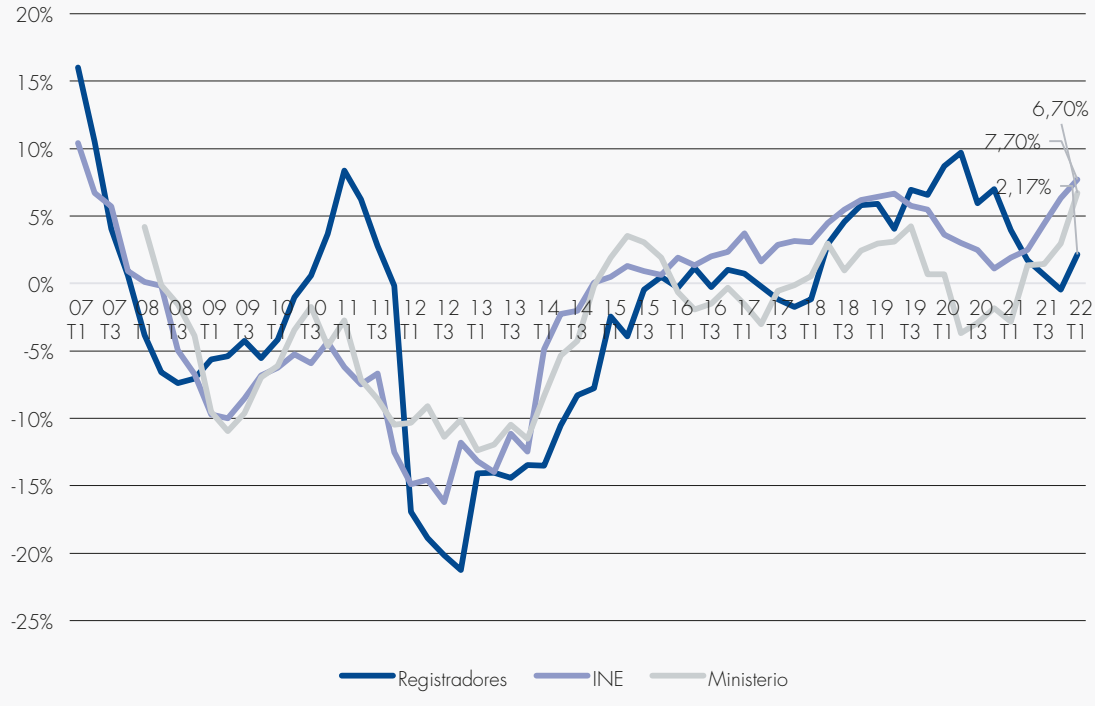


la existencia de riesgos, presentes constantemente en el mercado inmobiliario, pero que, por lo que respecta a la situación actual y futura, entendemos deben focalizarse en los siguientes puntos:

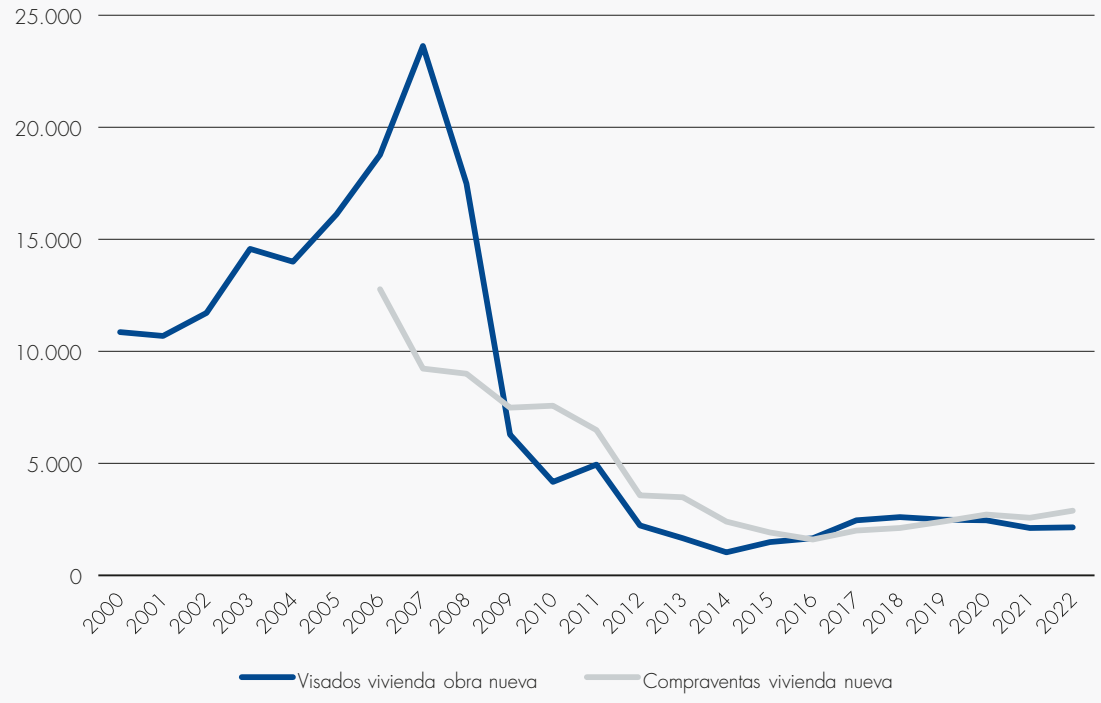
1. Intensidad de los precios. Las tasas trimestrales están intensificando su ritmo de crecimiento durante los últimos trimestres, pudiendo llegar a crecimientos interanuales no deseables si continúa esta tendencia. El precio es consecuencia del comportamiento de la actividad que, como hemos visto, es intensamente alcista. Sin embargo, la actividad, en una segunda ronda de efectos, tiene un comportamiento condicionado por el nivel de precios, de tal modo que intensos crecimientos provocan un "efecto expulsión", en la medida que hay ciudadanos que no pueden acceder al mercado en dichos niveles de precios, provocando el redimensionamiento de la actividad.

2. Obra nueva residencial. La complejidad innata del sector de obra nueva está aumentando en el actual escenario de crecimiento del coste de las materias primas. Durante los tres últimos años el número de compraventas de vivienda nueva ha superado al número de visados de vivienda de obra nueva, dando lugar a la generación de un relativo déficit en este segmento del mercado. La demanda de vivienda nueva ha venido siendo intensa y resulta previsible una continuidad de este escenario. Por el contrario, el promotor inmobiliario se encuentra ante la necesidad de comercializar las viviendas a promover, fijando el precio, para la consecución del crédito

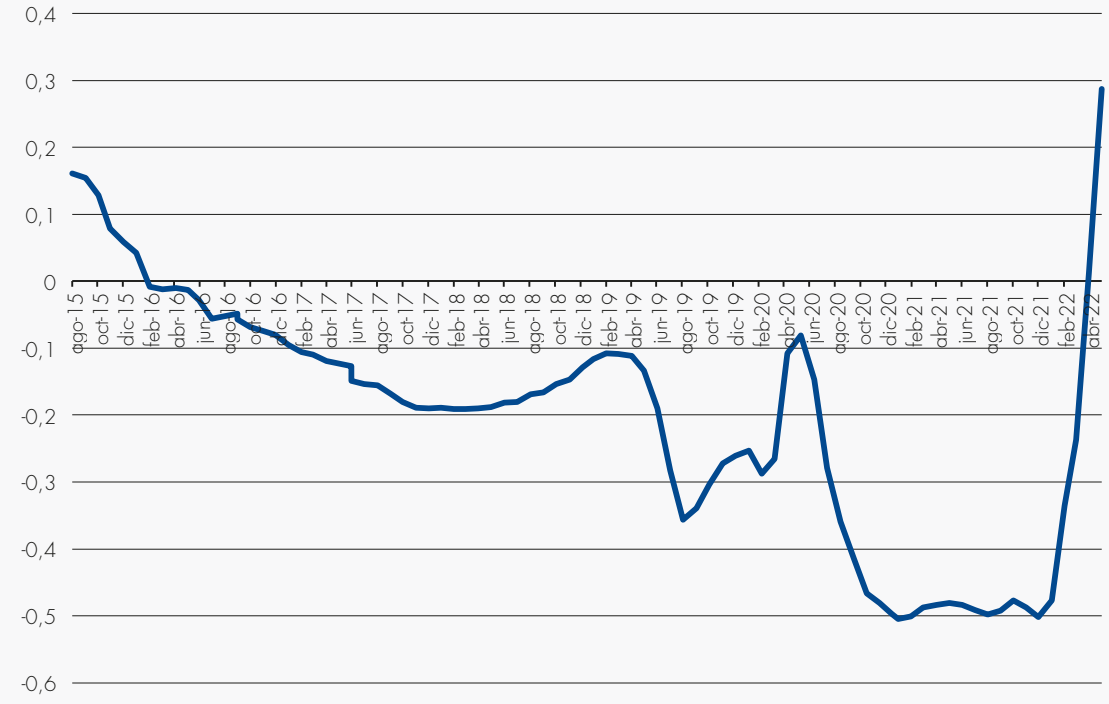
Evolución interanual del precio de la vivienda en Aragón



Evolución del nº de visados de dirección de obra nueva en vivienda y nº de compraventas de vivienda nueva en Aragón



Evolución del EURIBOR



promotor antes de "poner un ladrillo". Por tanto, se cierra el precio en un porcentaje que normalmente suele ser del 60%-80% de las viviendas a promover y, posteriormente, queda expuesto a la evolución de los costes de producción durante los dos o tres años de duración media del proceso productivo. En un contexto con notable incremento del coste de las materias primas (acero 60%, vidrio 33%, materiales sintéticos 25%, madera 17%...), únicamente grandes promotoras podrán asumir los riesgos implícitos a la realidad del sector, minorándose con ello el volumen de viviendas de obra nueva, ya de por sí escaso, intensificando el comportamiento alcista de los precios de obra nueva.

3. Mercado de alquiler de vivienda. El mercado de alquiler de vivienda ha sufrido notables cambios regulatorios durante los últimos años, pero ninguno de ellos ha provocado la solución al problema existente de falta de oferta y, en consecuencia, elevados precios. Los niveles máximos históricos del precio del alquiler de vivienda se han alcanzado los últimos años, a diferencia del mercado de compraventa. La seguridad jurídica resulta condición necesaria para la existencia de un verdadero mercado. Sin seguridad jurídica difícilmente puede hablarse de mercado. La simple garantía de cumplimiento de lo firmado en un contrato de arrendamiento, generaría la confianza necesaria para incrementar el volumen de la oferta y, con ello, la necesaria reducción del precio. Si a este requisito imprescindible se le incorpora la generación de incentivos para aquellas personas que saquen al mercado en régimen de alquiler viviendas de su propiedad, se habrá avanzado notablemente en la consecución de los objetivos perseguidos. Desgraciadamente, los cambios normativos de los últimos años en el mercado de alquiler no han ido en esta línea, ni resulta previsible un cambio a corto plazo, dando lugar a un mercado tensionado en disponibilidad de producto y precios.

4. Tipos de interés. Los tipos de interés de contratación de los nuevos créditos hipotecarios ya están creciendo, así como aquellos contratados a tipo variable y que van cumpliendo sus vencimientos en la renovación del tipo de interés. Por tanto, el incremento de las cuotas hipotecarias y el deterioro de los indicadores de accesibilidad será un hecho, condicionando la dimensión futura del mercado a la intensidad de dicho crecimiento en tipos de interés. Afortunadamente, partimos de niveles bajos, tanto en tipos de interés como indicadores de accesibilidad, y se cuenta con el "colchón" de ausencia de impacto de tipo de interés en hipotecas formalizadas a tipo fijo.

La existencia de factores de riesgo está implícita en la condición de mercado. Desconozco mercados sin riesgo y, en particular, en el mercado inmobiliario siempre han estado presentes con mayor o menor intensidad. En todo caso, como un buen boxeador, se trata de anticiparse a los golpes y reaccionar adecuadamente. A través del presente trabajo espero contribuir a que así sea.

Ideas fuerza

El mercado inmobiliario ha registrado un rápido e intenso proceso de recuperación, alcanzando máximos en número de compraventas de vivienda de los últimos catorce años.

La percepción de necesidad de cambio de vivienda y el crecimiento del nivel de ahorro, a raíz de la crisis sanitaria, han resultado factores determinantes.

El factor localización ha cedido relevancia en favor de las características de la vivienda, provocando un aumento de la superficie media demandada y del peso de compraventas de vivienda unifamiliar.

Los fundamentos del crecimiento del actual ciclo inmobiliario poco tienen que ver con los del periodo de la "burbuja inmobiliaria", siendo destacables las diferencias en el comportamiento del precio, el endeudamiento hipotecario, los tipos de interés y los indicadores de accesibilidad.

Los principales factores de riesgo que presenta actualmente el mercado inmobiliario son la reactivación intensa del precio, la vivienda nueva, el mercado de alquiler y los tipos de interés.

Luis Alberto Fabra Garcés es Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales, siendo Profesor Titular del Departamento de Contabilidad y Finanzas de la Universidad de Zaragoza, Director de la Cátedra en Mercado Inmobiliario y de los Estudios en Mercado Inmobiliario de la Universidad de Zaragoza. Su trayectoria investigadora se ha centrado en el mercado inmobiliario desde la elaboración de la tesis doctoral "Valoración de los bienes inmuebles e impacto en el ámbito de la empresa", publicada por el Ministerio de Hacienda. Es asesor científico del Colegio de Registradores de España, elaborando sus publicaciones en el ámbito de propiedad inmobiliaria, entre las que se encuentran los Informes de Coyuntura de la Estadística Registral Inmobiliaria (ERI), los Anuarios de la ERI, el Índice Registral de Actividad Inmobiliaria (IRAI) o el Índice de Precio de la Vivienda de Ventas Repetidas (IPVVR), siendo igualmente autor de numerosas publicaciones territoriales de comunidades autónomas, provincias y municipios para diversas instituciones. Su trabajo en el desarrollo de algoritmos de valoración masiva de bienes inmuebles llevó a la creación del aplicativo MVI, de uso generalizado por el sector inmobiliario en España, así como a la implementación de sistemas valoración masiva para instituciones de naturaleza fiscal y herramientas de "business intelligence" inmobiliarias.