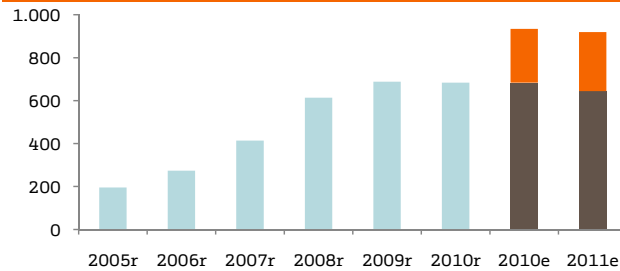


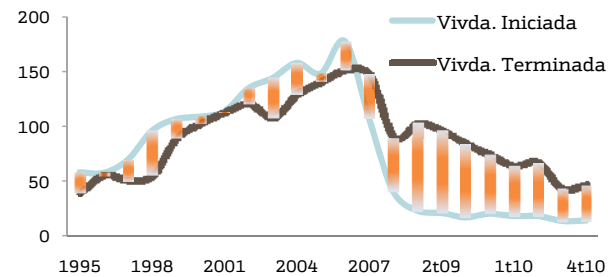
El stock comienza a reducirse pero el ajuste de los precios continuará

Gráfico 1: Stock de vivienda nueva



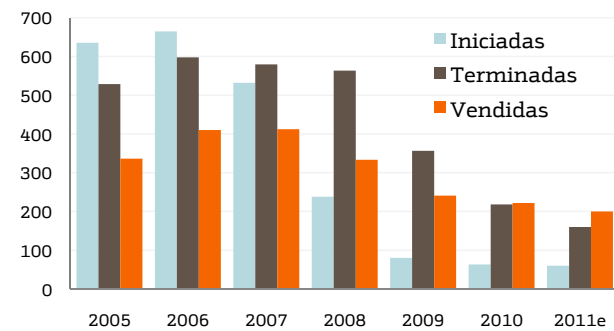
Fuente: Datos históricos del Ministerio de Fomento (2004-10) y estimaciones Bankinter (años 2010-11) incluyendo adjudicados

Gráfico 2: Cifras trimestrales de construcción



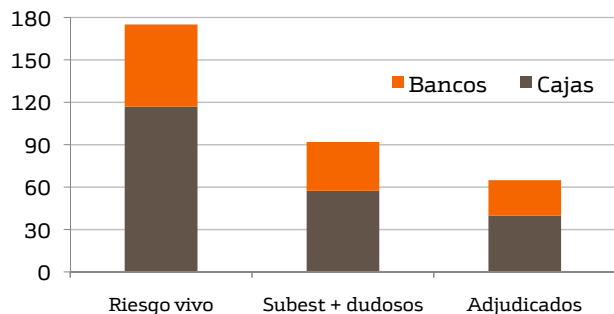
Fuente: INE y Ministerio de Fomento

Gráfico 3: Ciclo inmobiliario



Fuentes: INE, Ministerio de Fomento y elaboración propia

Gráfico 4: Exposición de las entidades financieras al sector inmobiliario



Fuentes: Banco de España, CNMV, Reuters

Demanda de vivienda por grupo poblacional*

Matrimonios	200.000
Parejas de hecho	40.000
Divorcios	95.000
Turistas residentes	25.000**
Total	360.000

Resumen.- Los precios de la vivienda en España sufrirán, en nuestra opinión, un retroceso adicional de -7%. Esta contracción situaría el ajuste de precios desde el momento máximo del ciclo en -20%, una cifra ligeramente superior a la estimada en nuestra anterior nota acerca del sector inmobiliario. Esta revisión se debe a la expectativa de subida de tipos de interés por parte del BCE, que repercute sobre el euríbor e incrementa el esfuerzo financiero para la adquisición de vivienda. El elevado stock de vivienda nueva y usada, junto con la cartera de adjudicados de las entidades financieras constituye un factor adicional que presionará a la baja los precios hasta finales del próximo año. El stock de vivienda en España, que situamos en el entorno de las 900k viviendas, se ha reducido por primera vez en los últimos 6 años. A pesar de este cambio de tendencia, la actividad de promoción inmobiliaria continúa su travesía en el desierto y el ritmo de absorción del stock será lento hasta el último trimestre de 2012. A partir de ese periodo, estimamos un crecimiento de la economía española superior al 2% que permitirá la creación de empleo y una recuperación de la demanda hasta las 360k viviendas anuales nuevas. Por lo tanto, mantenemos nuestra perspectiva publicada en septiembre, en la que situamos la reactivación de la actividad inmobiliaria en el año 2014.

Situación actual del stock de vivienda.

El stock formal de vivienda se sitúa a finales del año 2010 en unas 685k viviendas (ver gráfico 1). Esta cifra representa una disminución del stock en 2010 inferior al 2%, pero la importancia del dato reside en el hecho de que se trata del primer año de descenso en el stock de vivienda desde el año 2004, y por lo tanto se rompe una tendencia de 6 años en la que habíamos asistido a un crecimiento promedio anual de +46%.

Este cambio de tendencia comenzó a fraguarse en 2008, con el brusco descenso en el número de viviendas iniciadas hasta la cifra de 63k iniciadas en 2010, tan sólo un 10% del nivel máximo alcanzado. Consideramos que la caída se ha frenado en los niveles actuales, por lo que en 2011 se registrará una cifra de 65k, fácilmente alcanzable con la iniciación en determinadas localizaciones y la autopromoción (gráfico 2). Tras un periodo de sobreoferta motivado por la escasa elasticidad del plazo medio de construcción de viviendas, las viviendas terminadas han experimentado un descenso cercano al 40% interanual en 2009 y 2010, por lo está terminando su ajuste al desplome que han sufrido los visados de obra nueva.

Actualmente, la oferta de viviendas terminadas ha alcanzado un equilibrio con la demanda final en el rango 200k/220k. debido al aumento de +7% en el número de viviendas vendidas en 2010, el primero tras 3 años de caídas. La reactivación del mercado de vivienda ha sido más notoria en las viviendas usadas que en las viviendas nuevas, que se han incrementado un 1,6%. En nuestra opinión, este tímido repunte debe ser atribuido a la expiración de los incentivos fiscales a la compra de vivienda, que han acelerado el cierre de las operaciones en los últimos meses de 2010. En conjunto, el último semestre de 2010 ha confirmado el estancamiento en el número de viviendas sin vender y el lento ritmo de absorción del stock que preveíamos en nuestra anterior nota sobre el sector inmobiliario publicada en septiembre de 2010.

La buena noticia que supone la reducción del "stock formal" de vivienda se eclipsa en parte las viviendas que figuran en el balance de las entidades financieras como activos adjudicados por impago de los deudores. Basándonos en los datos presentados por las entidades ante la CNMV y el BdE, los activos adjudicados y los fallidos ascienden a 69.000 millones de € (gráfico 4). Asumiendo que un 54% de esos activos adjudicados son viviendas terminadas o en fase final de construcción, al precio medio actual obtendríamos un volumen de unas 200/210k viviendas adjudicadas por entidades financieras, lo que sitúa el "stock real" en unas 900k viviendas¹. Esta cifra se sitúa en la parte central del rango estimado por el BdE en su boletín económico de Diciembre 2010.

Evolución futura de la demanda

Tras un repunte de la demanda residencial en el año 2010, en 2011 podemos asistir a un pequeño retroceso en las ventas de vivienda nueva, debido fundamentalmente al ciclo económico que atraviesa España, con un lento crecimiento económico y elevada desconfianza en cuanto a las perspectivas de empleo, variable determinante para el mercado inmobiliario. La economía española sólo es capaz de crear empleo de forma sostenida con un ritmo de expansión del PIB superior a +2% (ver gráfico 7), situación que no se producirá antes del último trimestre de 2012. Por lo tanto, pensamos que la demanda no comenzará a crecer de forma destacable hasta la segunda mitad de 2012, y que el promedio anual de viviendas vendidas en los 2 próximos años se situará en unas 220k viviendas, una cifra similar a la estimada en nuestra nota anterior.

Teniendo en cuenta que las estimaciones de crecimiento de la población y formación de nuevos hogares se mantienen constantes, la mejora de la coyuntura económica se hará más patente en el año 2013, lo que permitirá situar la cifra de ventas en unas 360k viviendas, nivel estructural de demanda residencial en un escenario económico normalizado.

Esta nota es una actualización a la publicada por Análisis Bankinter el 8 de septiembre de 2010, 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.

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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe)

David García Moral

Ramón Forcada

Beatriz Martín

Eva del Barrio

Victoria Sandoval

(Pág. 1 de 2)

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

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

Paseo de la Castellana, 29

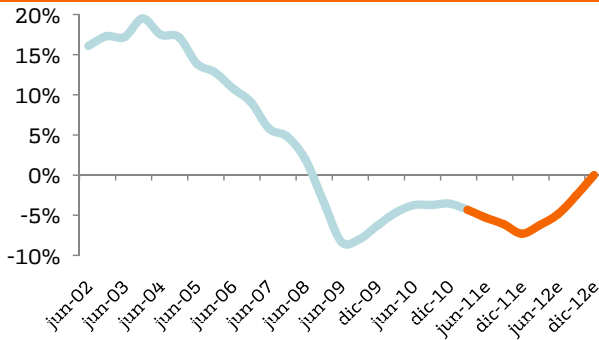
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<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.

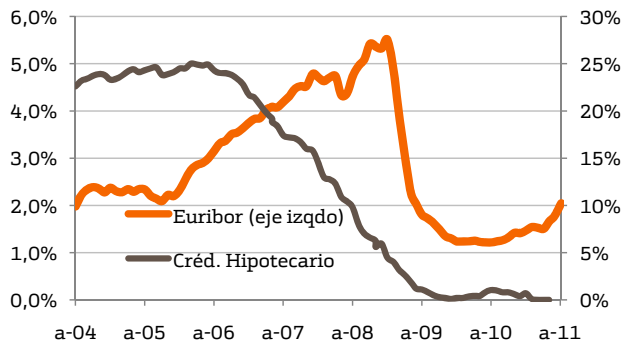
28046 Madrid

Gráfico 5: Var. (a/a) del precio de la vivienda



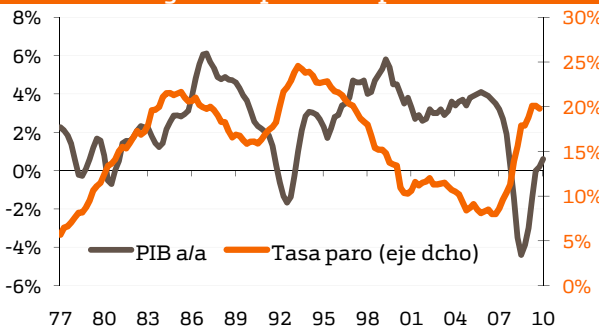
Fuentes: INE y estimaciones Bankinter (en color naranja)

Gráfico 6: Evolución del Euribor 12 meses y del crédito hipotecario a familias en España



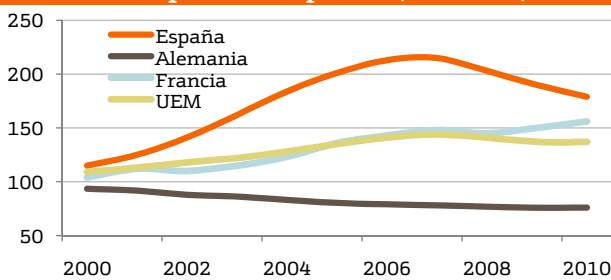
Fuentes: Bloomberg y BdE

Gráfico 7: PIB y desempleo en España



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8: Comparativa de precios (base=100)



Fuente: Síntesis de Indicadores BdE

Comparativa de estimación anterior de precios

Estimado en:	Sep'10	Abr'11	atos reales
Var. 2S'10	-2,7%	n.a	-1,3%
Var. 2011	-3,4%	-7,1%	n.a.
Var. 2012	1,0%	0,0%	n.a.

Un factor adicional que contribuirá a la reducción del stock actual es la demanda de vivienda por parte de extranjeros, que en 2010 ya mostró ciertos síntomas de recuperación al situarse en 28k viviendas anuales, y debería repuntar en 2011 debido a que otros países de la UEM se han recuperado de forma más rápida.

¿Cuándo se reactivará la actividad inmobiliaria?

La actividad constructora se mantendrá en niveles mínimos en 2011 y 2012, hasta situarse en el entorno de las 150k viviendas terminadas, concluyendo el ajuste de oferta que ya anticipa la notable caída en el número de nuevos visados de obra y viviendas iniciadas. Las cifras estimadas de demanda de vivienda nos conducen a una lenta absorción del stock en los próximos trimestres. Sin embargo, la recuperación de la demanda estructural, que tendrá lugar a partir del año 2013, provocará una normalización del mercado que situamos a finales del año 2014. No obstante, en los meses anteriores el stock se habrá reducido prácticamente al 50% de los niveles actuales, lo que podría ser interpretado por el mercado como un cambio de tendencia muy relevante que significaría el pistoletazo de salida a la actividad promotora a principios del año 2014.

¿Cuál es la profundidad del ajuste en precios?

Los precios medios de la vivienda en España, que alcanzaron 2.104 € por m2 en el primer trimestre de 2008, han caído -13,1% desde ese nivel máximo. En esta nota nos referimos a precios medios de la vivienda en España, sin centrarnos en las diferencias existentes entre los precios en grandes ciudades y áreas rurales o costeras. La evolución en el último semestre de 2010 ha sido muy similar a la que publicamos en nuestra nota anterior (ver cuadro adjunto), sin embargo consideramos que el reciente cambio de perspectiva del BCE en cuanto a la fijación de tipos de interés justifica una revisión adicional del ajuste en precios. El aumento del tipo de intervención desde el 1,0% al 1,25% por parte del BCE señala el inicio de un proceso de normalización de los tipos de interés en la UEM hacia el rango 1,50%/1,75% a finales de 2011. Este ciclo de subidas ya ha sido en buena medida descontado por el mercado, y ha provocado una subida del Euribor desde el 1,22% hasta el 2,04% en los últimos 12 meses (gráfico 5). En la práctica, esto significa que para una hipoteca media de 125.000€ a 25 años, la revisión del tipo aplicable supone un coste financiero adicional de 600€ anuales.

Por otra parte, la subida del Euribor puede dificultar el acceso de las familias al crédito hipotecario, que permanece estancado y, en algunos casos, focalizado en la financiación ofrecida para la adquisición de las viviendas adjudicadas. No obstante, la cartera de activos adjudicados de las entidades tendrá más influencia sobre el ritmo de absorción del stock que sobre los precios de la vivienda, porque las entidades ya han provisionado la pérdida de valor de esos activos según normativa del BdE y no tienen incentivos para vender con mayores descuentos.

El aumento de los tipos de interés, que influirá de forma moderada en otros países más avanzados, tendrá un mayor impacto en España. El encarecimiento de la cuota hipotecaria media puede elevar el nivel de esfuerzo financiero para la adquisición de vivienda, que ya se sitúa en 6,6 años de renta bruta disponible del hogar para cubrir el precio de adquisición, una cifra más elevada que la de otros países de la UEM. Por lo tanto, consideramos que este nuevo escenario de tipos de interés constituye un importante factor de presión a la baja sobre los precios inmobiliarios. En definitiva, estimamos un ajuste adicional en los precios de la vivienda, que en nuestra opinión descenderán un 7% desde los niveles actuales, alcanzando su mínimo a mediados de 2012. Esta caída de los precios situaría el ajuste total de precios en un 20% desde los niveles máximos (gráfico 6).

¿Cuándo se producirá la recuperación?

La estructura patrimonialista del mercado residencial español, donde un 85% de las viviendas está en propiedad y uso, ha provocado que el proceso de ajuste y recuperación de precios sea lento. Los precios continúan en cierta situación de bloqueo porque los propietarios no venden por debajo de un precio aceptable, y los compradores se plantean esperar una oportunidad mejor en el ciclo de caídas. En nuestra opinión, los obstáculos descritos anteriormente harán que los precios sigan cayendo en un rango -1,0%/-1,5% en tasa trimestral hasta finales de 2012. Esto situaría el final del ciclo de descensos anuales casi 5 años después de iniciarse las caídas, un plazo razonable considerando que el tiempo medio de 4 años de caídas hasta alcanzar la recuperación después de recesiones anteriores, se puede alargar debido a la virulencia de esta crisis. Por lo tanto, la recuperación de la economía y el empleo a finales del próximo año relanzarán la demanda de vivienda, y junto con la normalización de las condiciones de acceso al crédito, nos lleva a situar la estabilización de los precios de la vivienda a finales de 2012 y los primeros incrementos en 2013.

Conclusión: La mejora de la economía y la creación de empleo en España a finales del año 2012 deberían marcar un cambio de tendencia en la crisis del sector inmobiliario español. Creemos que 2013 será un punto de inflexión en que el que los precios comenzarán a recuperarse y la absorción del stock preparará el terreno para la reactivación de la actividad promotora en 2014.

1 Fuentes consultadas: Banco de España, CNMV, INE y SEOPAN

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

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

28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 2 de 2)

<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.