

*Daniel Fuentes Castro\**

## UNA NOTA SOBRE EL EXCESO DE OFERTA DE VIVIENDAS Y LA DURACIÓN DEL AJUSTE DEL SECTOR

La construcción de viviendas se ha alimentado en los últimos años de un proceso especulativo que ha terminado por generar un extraordinario exceso de oferta. El objetivo del presente trabajo es cuantificar el desfase entre oferta y demanda de viviendas en la economía española entre 1996 y 2007. Se proporcionan distintas estimaciones de la duración del ajuste del sector y se reflexiona sobre la relevancia de la compraventa de vivienda por motivos residenciales o por motivos especulativos. Entre otros resultados se concluye que el mercado no se vaciará hasta el primer o tercer trimestre de 2010 (en el mejor de los escenarios), siempre y cuando el sector ajuste su oferta al ritmo de crecimiento actual de la demanda.

**Palabras clave:** burbuja inmobiliaria, mercado inmobiliario, vivienda, construcción.

**Clasificación JEL:** R21, R31.

### 1. Introducción

La construcción de viviendas en la economía española vive tiempos de crisis. Amparado en la supuesta fortaleza de la demanda, el sector se ha alimentado de un proceso especulativo que ha terminado por generar en los últimos años un extraordinario exceso de oferta. A la vista de la información estadística disponible el ajuste del sector es necesario y será probablemente duro (Rodríguez López y Fellinger Jusué, 2007).

Aunque la construcción de viviendas ajusta la oferta a la demanda, lo hace con cierto retraso debido a la rigidez propia del sector (Cubero, Fernández, García, Lloret, Navia, Pou, Riestra, Rodríguez-Vález y Rubio, 2007). Esto provoca que incrementos de la demanda de vivienda vengam acompañados de tensiones en los precios que, en lugar de contraer

la cantidad demandada, incentivan la propia demanda. En realidad, el incremento de precios es interpretado por los agentes económicos como una expectativa de ganancias asociada a la compraventa futura de vivienda (García-Montalvo, 2005). Si esta expectativa se alimenta en un contexto de fácil acceso al crédito, de generosos incentivos fiscales a la compra de vivienda, de fuerte incremento de la renta per cápita y de creencia ciega en la rentabilidad de la compra frente al alquiler... el resultado es la enorme burbuja que ahora se desinfla.

Para ser más precisos habría que decir que la oferta de vivienda no responde directamente a la cantidad demandada sino a los precios. El sector toma la evolución de los precios como indicador de la demanda, de modo que si los precios suben se interpreta que lo hacen por la presión de la demanda (lo que justifica incrementar la oferta para vaciar el mercado). Sin embargo puede ocurrir, como es el caso, que el incremento de los precios esté conta- ▷

\* Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Zaragoza.

minado por un componente meramente especulativo, de modo que cuando la burbuja estalla la demanda especulativa no sólo se contrae sino que pasa a formar parte de la oferta, agravando el problema.

El objetivo del presente trabajo es cuantificar el desfase entre oferta y demanda de viviendas de obra nueva en la economía española durante el ciclo expansivo 1996-2007, proporcionando distintas estimaciones de la duración del ajuste del sector. Además se reflexiona sobre la relevancia de la compra de vivienda por motivos residenciales (vivienda principal) o por motivos de inversión (vivienda especulativa). En lo que respecta a la solidez de los resultados es preciso señalar que la información estadística disponible no es todo lo rica, cuantitativa y cualitativamente, que requieren las circunstancias (García-Montalvo, 2007b; Cubero, 2008). Baste señalar que algunas de las estadísticas más relevantes sobre demanda de vivienda son de muy reciente creación, por ejemplo, la Estadística de Transacciones Inmobiliarias que elabora el Ministerio de Vivienda (disponible sólo desde 2004) y la Estadística de Transmisiones de Derechos de la Propiedad del INE (disponible desde enero de 2007).

En el segundo apartado se cuantifica la oferta de viviendas de obra nueva entre 1996 y 2007, lo que permite también estimar el número de viviendas actualmente en construcción. A continuación se ofrece una estimación del exceso de oferta basada en la evolución demográfica española, y se reflexiona sobre la importancia de la compraventa de vivienda por motivos de inversión. En el cuarto apartado se ofrece una estimación del exceso de oferta basada en la información estadística sobre compraventa de viviendas y se analiza el proceso de ajuste en el sector (cambio de tendencia y duración). Los resultados más significativos se presentan en forma de conclusiones en el último apartado.

## 2. La oferta de vivienda de obra nueva

Existen dos fuentes primarias de información estadística acerca de la oferta de vivienda de obra

nueva. Por una parte, se cuenta con el indicador de visados y certificaciones de fin de obra de los Colegios de Aparejadores, que proporciona el Ministerio de Fomento; por otra, se dispone de la estadística de viviendas iniciadas y terminadas que elabora el Ministerio de Vivienda.

Entre ambas fuentes existe una discrepancia de unas 60.000 viviendas anuales terminadas pero no certificadas durante el último ciclo expansivo de la construcción. En realidad los datos de viviendas terminadas del ministerio no son datos contables, sino estimaciones elaboradas en base a los proyectos de ejecución visados por los colegios profesionales y otras fuentes estadísticas complementarias como la Estadística de Transmisiones Inmobiliarias y el Estudio de Oferta de Nueva Vivienda en Zonas Urbanas, elaborados también por el propio Ministerio de Vivienda (2008a, 2008b). Las estimaciones del Ministerio de Vivienda parten del hecho de que las certificaciones colegiales no reflejan fielmente la cifra de viviendas terminadas y por lo tanto deben interpretarse como una cota inferior. El motivo principal es que, además de la certificación colegial, existe también el visado administrativo en casos en que la obra es de promoción pública. Otros argumentos que aconsejan trabajar con las estimaciones del Ministerio de Vivienda son las eventuales deficiencias en la recogida de datos por parte de los colegios profesionales y el sesgo introducido por las «actas de replanteo», que no queda recogido en el indicador de visados y certificaciones elaborado por el Ministerio de Fomento.

La serie de viviendas terminadas que elabora el Ministerio de Vivienda proporciona una aproximación a la oferta de viviendas que, confrontada con las cifras disponibles sobre demanda, permite estimar el tamaño de la burbuja generada en el sector (o el exceso de oferta de vivienda nueva, si se prefiere). De acuerdo con esta serie, a finales de 2007 existían 896,1 mil viviendas en construcción (Cuadro 1) lo que es reflejo de la rigidez con que la oferta de viviendas responde a la demanda: aunque la demanda de vivienda haya caído en los primeros trimestres de 2008 la inercia del sector inundará ▷

CUADRO 1  
NÚMERO DE VIVIENDAS EN CONSTRUCCIÓN Y VIVIENDAS CONSTRUIDAS (1996 – 2007)

Fuente	Tipo de viviendas	1996 – 2007
Ministerio de Fomento	Viviendas visadas .....	6.697.945
	Viviendas certificadas .....	4.978.549
	Viviendas sin terminar.....	1.719.396
Ministerio de Vivienda	Viviendas iniciadas.....	6.529.400
	Viviendas terminadas.....	5.633.300
	Viviendas sin terminar.....	896.100

*Fuente: Elaboración propia a partir de la estadística de viviendas del Ministerio de Vivienda (INE) y el indicador de Visados y Certificaciones de los Colegios de Aparejadores elaborado por el Ministerio de Fomento (INE).*

el mercado en los próximos dos años con unas 900 mil viviendas adicionales (sin tener en cuenta las que se inicien en el ejercicio 2008 y posteriores)<sup>1</sup>.

Podría pensarse que estas 896,1 mil viviendas en construcción se añadirán al exceso de oferta existente. Sin embargo no todas las viviendas en construcción alimentarán la burbuja. Según la Encuesta sobre la compra de vivienda principal en el periodo 2002 – 2006 (Ministerio de Vivienda) se compra sobre plano el 57,3 por 100 de las viviendas de obra nueva, lo que implica que de todas las viviendas en construcción a finales de 2007 unas 513 mil ya estaban vendidas. Las restantes 383 mil viviendas se incorporarán al *stock* de viviendas ofertadas en la medida que su construcción no se paralice o posponga.

### 3. Una estimación del exceso de oferta basada en la evolución demográfica

#### 3.1. El número de hogares como demanda potencial

La literatura económica propone, al menos, dos tipos de modelos para analizar el comportamiento de la demanda futura de vivienda. Los modelos econométricos analizan los factores que determinan la evolución de la demanda y el poder explicativo de éstos, mientras que otro tipo de modelos

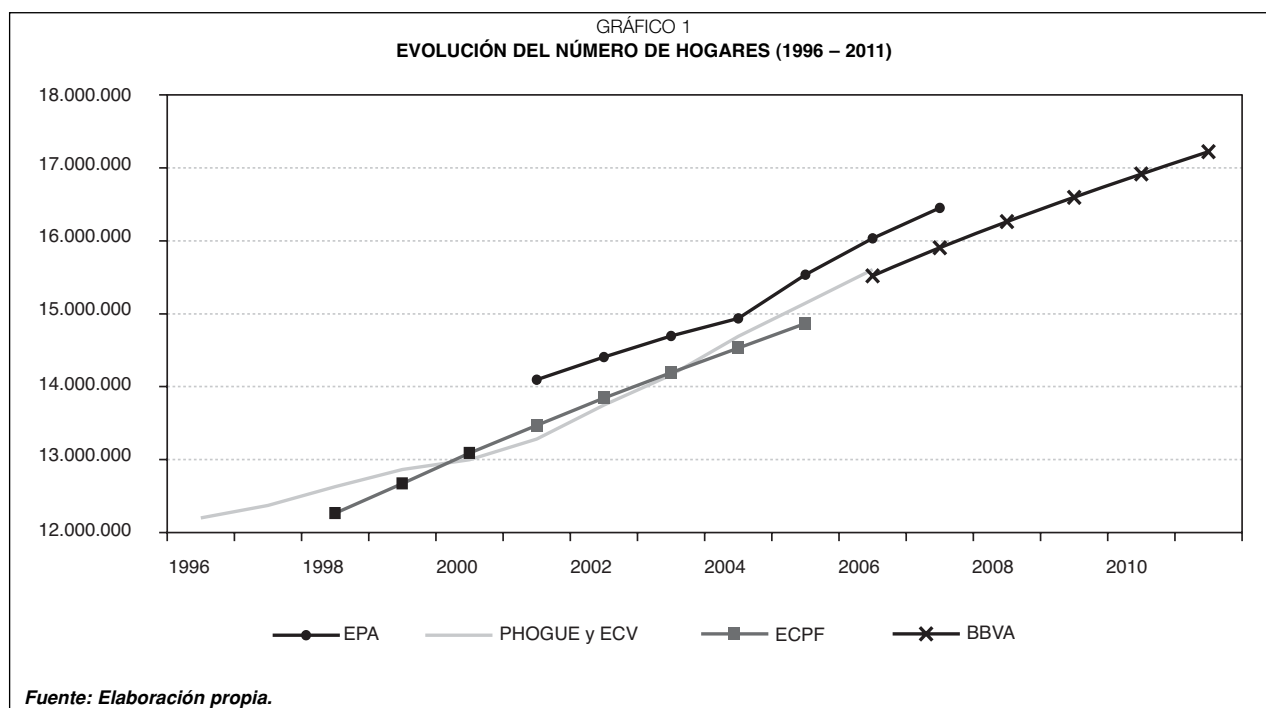
<sup>1</sup> El plazo promedio para la construcción de una vivienda de obra nueva se sitúa en el entorno de los dos años (Ministerio de Vivienda, 2008a).

trata de explicar la demanda potencial de viviendas a partir de la evolución demográfica. A este segundo tipo de modelos dedicamos el epígrafe.

Utilizamos las estimaciones sobre formación de nuevos hogares para cuantificar la demanda potencial de viviendas. Los trabajos que han aplicado esta metodología al caso español son múltiples, entre otros los de Oliver (2004), Vinuesa (2005) y Planner-Asprima (2005). Martínez, D., Riestra, T. y San Martín, I. (2006) estiman, a partir de las tasas de jefe de hogar, la relevancia del factor demográfico en la demanda de vivienda en España y realizan proyecciones hasta 2011. El criterio de las tasas de jefe de hogar también es utilizado por García-Montalvo (2007a), quien lo considera más adecuado que las cifras sobre formación de hogares proporcionadas por la Encuesta de Población Activa (EPA) que, en su opinión, sobreestima notablemente la formación de hogares.

En realidad las fuentes de información estadística acerca del número de hogares en la economía española no parecen ponerse de acuerdo, lo que representa un problema mayor a la hora de estimar la demanda potencial de viviendas (de ahí el recurso de muchos autores a las tasas de jefe de hogar). El Gráfico 1 representa la evolución anual del número de hogares según la EPA (INE), según el Panel de Hogares de la UE y la Encuesta de Condiciones de Vida (INE)<sup>2</sup> y según la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares y la Encuesta ▷

<sup>2</sup> La Encuesta de Condiciones de Vida sustituye al Panel de Hogares de la UE desde 2004.



de Presupuestos Familiares (INE)<sup>3</sup>. También se recogen en el mismo gráfico las proyecciones de formación de hogares del Servicio de Estudios del BBVA (Martínez *et al.*, 2006).

El Gráfico 1 parece corroborar la sobrestimación de la formación de hogares por parte de la EPA (García-Montalvo, 2007a). Las otras tres fuentes presentan cifras más coherentes entre sí, especialmente las del Panel de Hogares de la UE (PHOGUE) y las proyecciones del Servicio de Estudios del BBVA. A partir de la pendiente de la regresión lineal construida con los datos de la EPA ( $R^2 = 98,1$  por 100) se tiene una formación de 400 mil hogares anuales en promedio entre 2001 y 2007, mientras que si se toman las series del PHOGUE y la ECV ( $R^2 = 96,5$  por 100) la formación anual de hogares ronda los 340 mil en promedio entre 1996 y 2006. Martínez *et al.* (2006) estiman la formación neta de hogares en unos 360 mil anuales en promedio para el periodo 2006 - 2011 incluyendo los hogares residentes, los inmigrantes, los turísticos y las salidas de hogares como consecuencia del envejecimiento de la población. Con-

siderando la demanda potencial de vivienda propuesta por la EPA y dado que entre 2001 y 2007 se terminaron unas 570 mil viviendas anuales, se obtiene un exceso de 170 mil viviendas en cada año del periodo (lo que totaliza un desfase entre oferta y demanda de 1,2 millones de viviendas). A partir de los datos PHOGUE y ECV se estima un exceso anual de 110 mil viviendas entre 1996 y 2006 (en esta década se terminaron unas 450 mil viviendas anuales) hasta totalizar un exceso de oferta de 1,1 millones<sup>4</sup>.

### 3.2. La vivienda principal y la vivienda como inversión

Aunque es indudable que el crecimiento demográfico español de los últimos años ha contribuido positivamente al incremento de la demanda de vivienda, también lo es que una parte muy significativa de ésta se explica por la demanda efectuada con motivos de inversión. García-Montalvo (2007a) muestra cómo la demanda de vivienda en el últi- ▷

<sup>3</sup> La Encuesta de Presupuestos Familiares sustituye a la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares desde 2006.

<sup>4</sup> Estas y otras estimaciones se muestran en el Cuadro 4, que ofrece un resumen comparado de los resultados.

CUADRO 2 VIVIENDAS NO-PRINCIPALES EN EL STOCK DE VIVIENDAS (2001-2006) (En porcentaje)						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
VNP / Stock de viviendas	32,6	32,3	32,0	31,7	31,6	31,5
$\Delta$ VNP / $\Delta$ Stock de viviendas	23,2					
VNP = Viviendas no-principales. Fuente: Elaboración propia a partir de la Estadística del Parque de Viviendas (Ministerio de Vivienda).						

mo ciclo expansivo del sector se explica de manera muy relevante por motivos de inversión y no tanto por razones demográficas. En concreto los factores explicativos de la demanda de vivienda desde 1996 habrían sido los tipos de interés, las condiciones crediticias y la evolución del mercado bursátil (todos ellos factores financieros).

Este resultado no debería sorprender ya que, aunque los nuevos hogares demandantes de vivienda principal crecen a un ritmo considerable (Martínez *et al.*, 2006), la espiral de precios inmobiliarios basada en las expectativas de revalorización futura ha alimentado el comportamiento inversor en vivienda de manera muy significativa (García-Montalvo, 2005; Bellod Redondo, 2007).

Sin embargo, el peso relativo de la demanda por motivos distintos a los residenciales no ha cesado de disminuir en los últimos años, lo que puede resultar paradójico. Según el último censo de población y viviendas elaborado por el INE, en 2001 el 67,7 por 100 del stock de viviendas eran residencias principales, el 16,1 por 100 secundarias y el 16,2 por 100 de las viviendas no eran ni residencia principal ni secundaria. A partir de la Estadística del Parque de Viviendas es posible actualizar esta información para el periodo 2001-2006 y obtener el ratio anual de viviendas no principales sobre el stock total<sup>5</sup>. Como se muestra en el Cuadro 2 éste ha disminuido aproximadamente 1 punto en cinco años lo que denota una importancia creciente de las viviendas principales sobre el incremento anual de viviendas. En realidad el peso relativo de las viviendas principales nunca ha alcanzado un tercio del parque de viviendas. Entre 2001 y 2006 el 76,8 por 100 de la deman-

<sup>5</sup> La información estadística disponible no permite distinguir entre viviendas secundarias y de inversión (ó especulativas).

da de vivienda se explica por motivos residenciales (incluyendo la demanda de vivienda por parte de la población inmigrante), lo que deja un margen del 23,2 por 100 para la demanda de segunda residencia, la demanda de no residentes y la compraventa por motivos de inversión.

Una posible explicación a la importancia decreciente de la demanda por motivos de inversión es que la demanda de vivienda principal enmascara un gran stock de viviendas que, en realidad, son demandadas por motivos de inversión o puramente especulativos. El mecanismo que hace posible este enmascaramiento son los incentivos fiscales a la compra de vivienda (cuentas de ahorro vivienda y desgravaciones fiscales)<sup>6</sup>. Utilizados de manera perversa, estos incentivos facilitan a los hogares pluripersonales la compra de segundas residencias y la inversión especulativa, aunque éstas figuren como viviendas principales desde un punto de vista meramente estadístico. Dicho de otro modo, es posible que exista un stock de viviendas principales vacías que enmascara parte de la demanda de vivienda por motivos exclusivos de inversión o puramente especulativos.

#### 4. Una estimación del exceso de oferta basada en la compraventa de viviendas

Se dispone de tres fuentes principales de información acerca del número de compraventas de vivienda nueva aunque, en conjunto, tampoco en ▷

<sup>6</sup> No ha de infravalorarse el incentivo que supone la apertura de una cuenta de ahorro vivienda. En realidad, el mecanismo de incentivo no está en la cuantía (un máximo del 15 por 100 de 9.015 euros durante cuatro años son poco más de 5.000 euros) sino en la disyuntiva de devolver lo desgravado o invertirlo en la compra de un bien sobre el que se crean elevadas expectativas de revalorización.

CUADRO 3  
EXCESO DE OFERTA DE VIVIENDA NUEVA (2004 – 2007)  
(Miles de viviendas de obra nueva)

		2004	2005	2006	2007	Total
Viviendas terminadas		563,5	590,7	658,0	646,9	2.459,1
Ministerio de Vivienda	Compraventas	295,2	336,5	410,2	406,5	1.448,4
	Exceso de oferta	268,3	254,2	247,8	240,4	1.010,7
Colegio de Registradores	Compraventas	396,3	436,2	389,6	341,3	1.563,4
	Exceso de oferta	167,2	154,5	268,4	305,6	895,7

*Fuente: Elaboración propia a partir de la Estadística de Viviendas y la Estadística de Transacciones Inmobiliarias, ambas del Ministerio de Vivienda (INE), y la Estadística Registral Inmobiliaria (Colegio de Registradores).*

esta ocasión la información disponible parece estar a la altura del problema. En primer lugar, al igual que ocurre con las viviendas en construcción, existe una serie elaborada a partir de información de los colegios profesionales (el Colegio de Registradores en este caso). En segundo lugar, el Ministerio de Vivienda elabora sus propias estimaciones; en concreto dispone de una Encuesta sobre Compra-venta de Vivienda Principal 2002-2006, que ofrece datos agregados para el periodo, y de la Estadística sobre Transacciones Inmobiliarias con datos a partir de 2004. Por último el INE publica una Estadística de Transmisiones de Derechos de la Propiedad con periodicidad mensual, aunque únicamente está disponible desde enero de 2007.

A partir de la serie de viviendas terminadas que proporciona el Ministerio de Vivienda, las cifras sobre compraventas del Colegio de Registradores y del Ministerio de Vivienda permiten obtener dos estimaciones del exceso de oferta. Según la estadística de compraventas del Colegio de Registradores se compraron 1,563 millones de viviendas nuevas desde 2004 hasta 2007 (ambos inclusive). El número de viviendas terminadas durante el mismo periodo ascendió a 2,459 millones, lo que arroja un exceso de oferta aproximado de 896 mil. La cifra de compraventas estimada por el Ministerio de Vivienda para el periodo 2004- 2007 es algo inferior a la ofrecida por el Colegio de Registradores y asciende a 1,448 millones, por lo que el exceso de oferta estimado con esta fuente asciende a 1,011 millones de viviendas nuevas (Cuadro 3).

Una tercera fuente de información es la Encuesta sobre Compra-venta de Vivienda Principal en el perio-

do 2002-2006. La información disponible no aparece desagregada por años y además las cifras de compraventa no se refieren al total de viviendas nuevas, sino sólo a las que tienen por objeto ser residencia principal de hogares. Según esta encuesta se compraron 1.163,2 miles de viviendas principales entre 2002 y 2006, cuando la oferta en el mismo periodo alcanzó las 2.838,3 miles de viviendas de obra nueva. Para cuantificar el exceso de oferta es preciso tener en cuenta también la demanda de viviendas nuevas por otros motivos distintos a los residenciales (segunda vivienda, compraventa por motivos de inversión). Aunque no es posible cuantificar este componente de la demanda a partir de la información en la Encuesta sobre Compra-venta de Vivienda Principal 2002-2006 sí es posible acotarla superiormente.

Como hemos comentado anteriormente (Cuadro 2), en los últimos años las viviendas nuevas no-principales han perdido importancia en el *stock* total de viviendas. Si se tiene en cuenta que entre 2002 y 2006 el incremento de viviendas principales representó el 76,8 por 100 del incremento total del parque de viviendas, la demanda total de viviendas nuevas se estima en 1.514,6 miles y el exceso de oferta en el periodo alcanzaría los 1,324 millones de viviendas<sup>7</sup>.

El Cuadro 4 ofrece una comparativa de las estimaciones obtenidas según cada uno de los criterios y fuentes consideradas. Ateniéndonos a las esta- ▷

<sup>7</sup> Sin embargo, hay que tener en cuenta que las cifras que ofrece la Estadística del Parque de Viviendas recogen no sólo la compraventa de vivienda nueva sino también la usada y, por lo tanto, las estimaciones de compraventa de vivienda no-principal pueden estar subestimadas (el exceso sobreestimado).



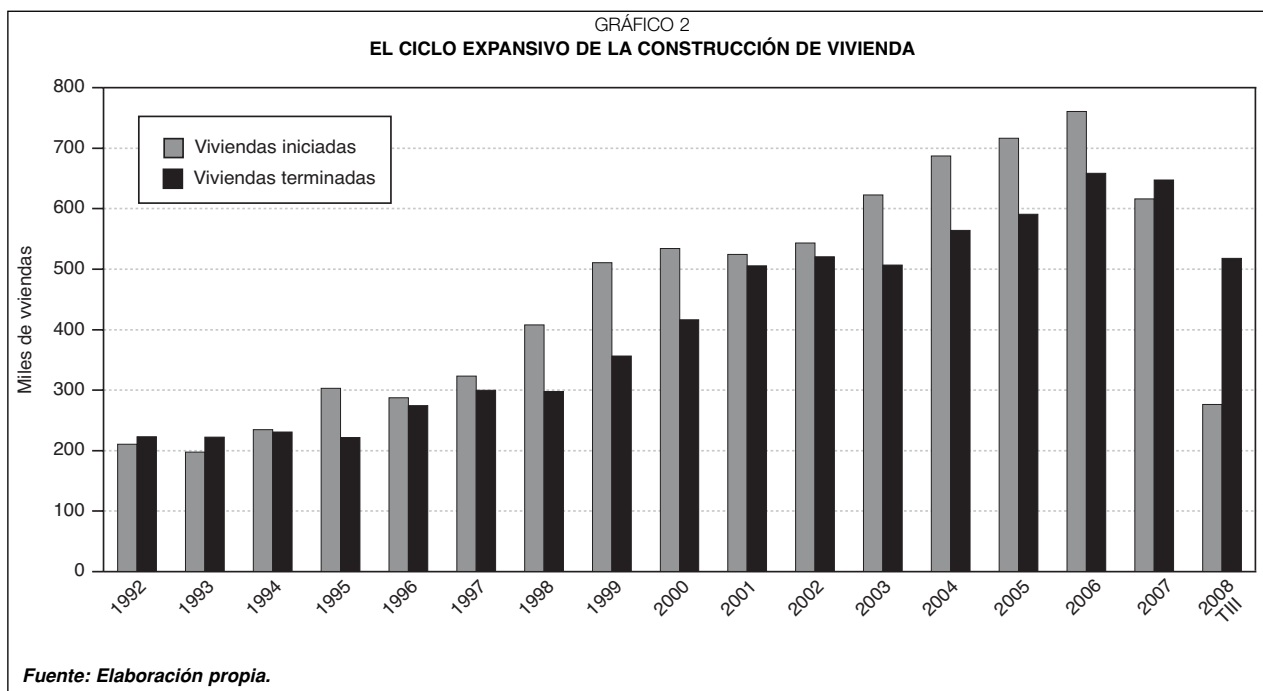
CUADRO 4  
DIFERENTES ESTIMACIONES DEL EXCESO DE OFERTA DE VIVIENDA NUEVA  
(Miles de viviendas de obra nueva)

Criterio / Fuente	Periodo	Oferta	Demanda	Exceso
CV / Colegio de Registradores.....	2004 / 2007	2.459	1.563	896
CV / Ministerio de Vivienda.....	2004 / 2007	2.459	1.448	1.011
CV / Encuesta sobre vivienda principal.....	2002 / 2006	2.838	1.515	1.323
DP / EPA.....	2001 / 2007	3.990	2.758	1.232
DP / PHOGUE y ECV.....	1996 / 2006	4.712	3.409	1.303

CV = Compraventas; DP = Demanda Potencial.

Fuente: *Elaboración propia a partir de la Estadística de Viviendas, la Estadística de Transacciones Inmobiliarias, la Encuesta sobre Vivienda Principal en el periodo 2002-2006 (Ministerio de Vivienda), la Estadística Registral Inmobiliaria (Colegio de Registradores), la EPA (INE), el PHOGUE (INE) y la ECV (INE).*

GRÁFICO 2  
EL CICLO EXPANSIVO DE LA CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA



Fuente: *Elaboración propia.*

dísticas sobre compraventa de viviendas es posible cuantificar el exceso de oferta acumulado en los cuatro últimos ejercicios entre 900 mil y 1 millón de unidades en función de la fuente estadística considerada (Colegio de Registradores y Ministerio de Vivienda, respectivamente). Si nos basamos en la información demográfica disponible el exceso de oferta oscila entre 1,2 y 1,3 millones de unidades. Aunque la diferencia entre unas estimaciones y otras es significativa conviene señalar que los modelos basados en datos demográficos pueden anticipar correctamente el proceso de formación de hogares y al mismo tiempo infraestimar la demanda total de viviendas, es decir sobreestimar el exceso de oferta, como bien señalan Martínez *et al.* (2006).

No hemos de olvidar, además, que a finales de 2007 existían aproximadamente unas 380 mil viviendas en construcción que todavía no habían encontrado comprador. Como hemos comentado anteriormente estas viviendas se irán incorporando al mercado en un plazo no inferior a dos años.

#### 4.1. Cambio de tendencia

Si se tienen en cuenta únicamente las cifras de 2007 (año en el que se terminaron 646,9 miles de viviendas y se vendieron 331,1 miles de viviendas según la Estadística de Transmisiones de Derechos de la Propiedad –INE– y 341,3 miles según el ▷

CUADRO 5  
DURACIÓN DEL AJUSTE EN EL SECTOR  
(Miles de viviendas y años)

Escenarios de compraventa anual	CV	Duración del ajuste
Colegio de Registradores (media 2004 – 2007) .....	390,8	2,3
Descenso de ventas (-13,2 por 100).....	339,1	2,6
Ministerio de Vivienda (media 2004 – 2007) .....	362,1	2,8
Descenso de ventas (-14,2 por 100).....	310,7	3,3

CV = Compraventa de viviendas de obra nueva.  
**Fuente:** *Elaboración propia a partir de la Estadística de Viviendas, la Estadística de Transacciones Inmobiliarias, ambas del Ministerio de Vivienda, la Estadística Registral Inmobiliaria (Colegio de Registradores) y la Estadística de transmisiones de derechos de la propiedad (INE).*

Colegio de Registradores) el exceso resultante supera las 300 mil viviendas en cualquier caso. Sin embargo la evolución en 2008 es bien distinta. Según el Colegio de Registradores el número de compraventas en los tres primeros trimestres del año fue de 231,9 miles (un 13,2 por 100 menos que en el mismo periodo del año anterior) mientras que según las cifras ofrecidas por el INE fueron 223,2 miles (un 14,2 por 100 inferior a la cifra registrada en el mismo periodo de 2007). Por otra parte durante los tres primeros trimestres de 2008 se iniciaron 241,9 mil viviendas menos de las que se terminaron, cuando en todo el año 2007 el saldo fue de 30,8 mil viviendas (en 2006, en cambio, se iniciaron 102,1 mil viviendas más de las que se terminaron). El Gráfico 2 pone de manifiesto el cambio de tendencia en el sector y la duración del ciclo.

Un indicador significativo del proceso de ajuste en el sector es la evolución de la licitación residencial, cuyo valor interanual cae un 39,2 por 100 en julio de 2008 (pasando de 1.616,4 millones de euros entre agosto de 2006 y julio de 2007 a 983,1 millones desde agosto de 2007 a julio de 2008). También es muy significativo el descenso en la cifra de viviendas iniciadas, que cae un 42,5 por 100 en los tres primeros trimestres de 2008 con respecto al mismo periodo del año anterior (275,8 mil viviendas frente a 479,6 mil en los tres primeros trimestres de 2007).

#### 4.2. Duración del ajuste

El promedio anual de compraventa de viviendas en los últimos cuatro años ronda las 390 mil

según el Colegio de Registradores y las 360 mil según las estimaciones del Ministerio de Vivienda (Cuadro 5). De acuerdo con este promedio de ventas harían falta 2,3 años para absorber el *stock* de viviendas en exceso según el Colegio de Registradores y 2,8 años según las cifras del ministerio, a contar en ambos casos a partir del último trimestre de 2007. En realidad, esto es tan sólo el límite inferior del periodo de ajuste, pues se está suponiendo que el número de compraventas en los próximos años va a ser el mismo que el registrado en pleno *boom* del sector inmobiliario. Si se considera el descenso en las ventas registrado en 2008, el ajuste se prolongaría hasta 2,6 años (a partir de las cifras del Colegio de Registradores) o 3,3 años (a partir de las cifras del Ministerio de Vivienda) en el hipotético caso de que la venta de viviendas no siga disminuyendo en los próximos ejercicios.

Los escenarios expuestos en el Cuadro 5 son por lo tanto escenarios de mínimos. Si en los próximos trimestres no se mantienen las ventas con respecto a las cifras registradas en 2008 entonces el periodo de ajuste se prolongará todavía más. Todo esto, bien entendido, siempre y cuando el sector ajuste su capacidad de oferta a la demanda real de vivienda (para lo que tendrá que contar con las 380 mil viviendas en construcción que todavía no habían encontrado comprador a finales de 2007). A este respecto cabe señalar que si al exceso de oferta recogido en el Cuadro 3 se le añaden las citadas 380 mil viviendas, y si se suponen dos años para terminar su construcción, el tiempo necesario para vaciar el mercado sería de 3,8 años a partir de las cifras del Colegio de Registrado- ▷



res y de 4,5 si se toman las del Ministerio de Vivienda.

## 5. Conclusiones

Aunque es indudable que el crecimiento demográfico español de los últimos años ha contribuido positivamente al incremento de la demanda de vivienda, también lo es que una parte muy significativa de ésta se explica por la demanda efectuada con motivos de inversión. Sin embargo, con la información estadística disponible se concluye que el peso relativo de la demanda por motivos distintos a los residenciales ha disminuido en los últimos años. Una posible explicación a este resultado aparentemente contradictorio es que la demanda de vivienda principal enmascara un gran *stock* de viviendas que, en realidad, son demandadas por motivos de inversión o puramente especulativos. El mecanismo que hace posible este enmascaramiento son los incentivos fiscales a la compra de vivienda que, utilizados de manera perversa, facilitan a los hogares pluripersonales la compra de segundas residencias y la inversión especulativa (aunque éstas figuren como viviendas principales desde un punto de vista estadístico).

Con independencia de que haya sido por motivos residenciales o especulativos, el hecho es que la demanda de vivienda en el último decenio ha crecido de manera significativa. No obstante, la oferta ha reaccionado desproporcionadamente hasta el punto que, sólo entre 2004 y 2007, se generó un exceso de oferta que oscila entre 900 mil y 1 millón de viviendas en función de la fuente estadística considerada (Colegio de Registradores y Ministerio de Vivienda, respectivamente). Las estimaciones realizadas con otras fuentes y basadas en el concepto de demanda potencial incrementarían el exceso de oferta hasta 1,3 millones de unidades.

Si el sector ajusta su oferta al ritmo de crecimiento de la demanda en los últimos años se necesitarán entre 2,3 y 2,8 años a partir del cuarto tri-

mestre de 2007 para absorber el exceso de oferta de vivienda generado (es decir, hasta el primer o tercer trimestre de 2010 según la fuente estadística considerada). Si, en lugar de contraer la oferta, se optase por apuntalarla de manera artificial no se estaría sino agravando y posponiendo el necesario ajuste del sector. A este respecto, cabe señalar que en los tres primeros trimestres de 2008 se iniciaron un 42,5 por 100 menos de viviendas que en el mismo periodo del año anterior.

Para ajustar la oferta a la demanda real de vivienda el sector tendrá que tener en cuenta las 380 mil viviendas en construcción que todavía no habían encontrado comprador a finales de 2007. Suponiendo que éstas se incorporen al mercado en los dos años siguientes, el tiempo necesario para vaciar el mercado sería de 3,8 años a partir de las cifras del Colegio de Registradores y de 4,5 si se toman las del Ministerio de Vivienda; por lo que en el peor de los escenarios considerados el ajuste del sector no sería posible hasta el segundo trimestre de 2012.

## Bibliografía

- [1] BELLOD REDONDO, J. F. (2007): «Crecimiento y especulación inmobiliaria en la economía española», *Principios – Estudios de Economía Política* nº 8.
- [2] CUBERO, J. J. (2008): «Las estadísticas de vivienda, en construcción», Servicio de Estudios del BBVA.
- [3] CUBERO, J. J., FERNÁNDEZ, C., GARCÍA, J. R., LLORET, V., NAVIA, D., POU, V., RIESTRA, T. RODRÍGUEZ-VÁLEZ, J. y RUBIO, A. (2007): «Situación Inmobiliaria», Servicio de Estudios del BBVA.
- [4] EFE (2008): «Las mayores inmobiliarias del país reclaman al Gobierno 40.000 millones para paliar la crisis», Madrid 14/05/2008.  
[http://www.elpais.com/articulo/economia/mayores/inmobiliarias/pais/reclaman/Gobierno/40000/millones/paliar/crisis/elpepueco/20080514elpepueco\\_12/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/mayores/inmobiliarias/pais/reclaman/Gobierno/40000/millones/paliar/crisis/elpepueco/20080514elpepueco_12/Tes)

- [5] GARCÍA-MONTALVO, J. (2005): «Deconstruyendo la burbuja: expectativas de revalorización y precio de la vivienda en España», *Papeles de Economía Española*, nº 109.
- [6] GARCÍA-MONTALVO, J. (2007a): «Algunas consideraciones sobre el problema de la vivienda en España», *Papeles de Economía Española*, nº113.
- [7] GARCÍA-MONTALVO, J. (2007b): «¿Cuánto aumenta realmente el precio de la vivienda», *Revista Índice*, INE.
- [8] MARTÍNEZ, D., Riestra, T. y SAN MARTÍN, I. (2006): «La demanda de vivienda, factores demográficos», *Papeles de Economía Española*, nº 109.
- [9] MINISTERIO DE VIVIENDA (2008a): Notas metodológicas sobre la Estadística de Vivienda Libre, Madrid.
- [10] MINISTERIO DE VIVIENDA (2008b): Notas metodológicas sobre la Estadística de Vivienda Protegida, Madrid.
- [11] OLIVER, J. (2004): «Demografía y vivienda en España y en las CCAA», Caixa Catalunya, Barcelona.
- [12] PLANNER-ASPRIMA (2005): «El mercado inmobiliario español, oportunidades y retos», Grupo Planner, Madrid.
- [13] RODRÍGUEZ LÓPEZ, J. y FELLINGER JUSUÉ, E. (2007): «El mercado de la vivienda en España. Previsiones 2007-2009», Ministerio de Vivienda, mimeo.
- [14] VINUESA, J. (2005): «Dinámica demográfica, mercado de la vivienda y territorio», *Papeles de Economía Española*, nº 104.