

Inmobiliario

Informe Sectorial

1/2023

Cambio de tendencia
en el sector inmobiliario

El sector
inmobiliario
se enfría

Qué revela el *big data*
sobre la oferta
de vivienda nueva

¿Cómo evolucionarán
los costes de la
construcción en
España en 2023?

El mercado inmobiliario
comercial, en posición
de 'esperar y ver' ante
el escenario económico



INFORME SECTORIAL

Inmobiliario 1S 2023 El *Informe Sectorial* es una publicación elaborada por CaixaBank Research

CaixaBank Research

Enric Fernández Economista jefe

José Ramón Díez Director de Economías y Mercados Internacionales

Oriol Aspachs Director de Economía Española

Sandra Jódar Directora de Planificación Estratégica

Judit Montoriol Garriga Coordinadora del *Informe Sectorial Inmobiliario*

Colaboran en este número: Pedro Álvarez y Jaume Servert.

Fecha de cierre de esta edición: 12 de diciembre de 2022

Sumario

1/2023



02 EL SECTOR INMOBILIARIO SE ENFRÍA
Tras un 2022 en el que la demanda de vivienda ha batido todas las expectativas, en 2023 preveemos un ajuste significativo del número de compraventas, principalmente por el impacto del aumento de los tipos de interés.



12 LO QUE REVELA EL *BIG DATA* SOBRE EL SECTOR
Entre 2020 y 2022 se han creado en España 420.000 nuevos hogares y el número de viviendas iniciadas apenas ha alcanzado las 300.000. Una oferta de vivienda insuficiente para las dinámicas demográficas.



22 ¿CÓMO EVOLUCIONARÁN LOS COSTES DE LA CONSTRUCCIÓN EN ESPAÑA EN 2023?
Es de esperar que los costes se moderen: el precio de los metales industriales ha descendido y los mercados de futuros apuntan a una cierta estabilización de las cotizaciones.



29 EL MERCADO COMERCIAL ADOPTA LA POSICIÓN DE 'ESPERAR Y VER'
Los activos inmobiliarios han tenido un excelente comportamiento en la primera mitad de 2022, pero la situación está cambiando por el aumento de los tipos de interés.

«La mejor inversión en la Tierra es tierra.»

LOUIS GLICKMAN



Inmobiliario

PREVISIONES DE CAIXABANK RESEARCH PARA EL SECTOR INMOBILIARIO ESPAÑOL



2021	2022	2023		
2,1	5,0	1,0		Precio de la vivienda ¹
566	595	480		Compraventas ²
108	100	100		Visados de obra nueva ²



2022

- La **demanda** de vivienda bate todas las expectativas
- El euríbor 12 meses alcanza el 3% a mediados de diciembre
- Los **precios** comienzan a ralentizarse
- La **oferta** de vivienda nueva es muy limitada

2023

- **Ralentización** del sector inmobiliario por el impacto del aumento de los tipos de interés
- Descenso apreciable de las **compraventas**
- **Costes de construcción** aún por encima del nivel prepandemia
- **Oferta de vivienda** inferior a la creación neta de hogares

MERCADO DE ACTIVOS INMOBILIARIOS COMERCIALES:

SEGMENTO	FORTALEZAS	DEBILIDADES	SENSIBILIDAD A SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS
 OFICINAS	<ul style="list-style-type: none"> - Rápida recuperación de valoraciones - Necesidad de nuevos espacios por trabajo híbrido - Buena evolución del mercado laboral 	<ul style="list-style-type: none"> - Mayor penetración de teletrabajo 	 MODESTA
 LOCALES COMERCIALES	<ul style="list-style-type: none"> - Rápida recuperación pospandemia de ventas - Nuevas necesidades de locales híbridos - Acumula años de fuerte ajuste en valor y rentabilidad 	<ul style="list-style-type: none"> - Mayor penetración del comercio <i>online</i> - Lenta recuperación de la afluencia en centros comerciales 	 BAJA
 NAVES INDUSTRIALES Y LOGÍSTICA	<ul style="list-style-type: none"> - Sólidos fundamentales por el lado de la oferta y la demanda a medio y largo plazo - Elevado interés inversor por el auge de los procesos de digitalización y la mayor penetración del <i>e-commerce</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - Amplio desequilibrio actual entre oferta y demanda 	 ELEVADA

Notas: ¹ Datos del MITMA, variación interanual (%). ² Miles.
Fuente: CaixaBank Research.

Resumen ejecutivo

Cambio de tendencia en el sector inmobiliario

Dejamos atrás un año 2022 en el que la demanda de vivienda ha batido todas las expectativas. El número de compraventas ya venía creciendo con fuerza desde la segunda mitad de 2021, principalmente por el cambio de preferencias sobre el lugar donde vivir propiciado por la pandemia, pero dicho crecimiento se intensificó en la primera mitad de 2022 por el adelanto de compraventas para contratar una hipoteca a un tipo de interés fijo más favorable ante la perspectiva de que el BCE incrementaría los tipos de interés para hacer frente a la galopante inflación.

Precisamente, en verano de 2022, el BCE inició el ciclo de subidas de los tipos de interés de referencia, que se ha reflejado en un pronunciado aumento de los tipos de interés de mercado. El euríbor a 12 meses se ha incrementado en unos 330 p. b. en 2022, lo que tendrá un impacto directo sobre la demanda. En concreto, **prevemos un retroceso del número de compraventas de vivienda de alrededor de un 20% hasta las 480.000 viviendas en 2023**, pero todavía se situaría en un nivel superior al promedio desde 2007 (450.000). Asimismo, el precio de la vivienda se ha ido desacelerando a lo largo de este año 2022, una tendencia que prevemos que tendrá continuidad en 2023 como consecuencia del enfriamiento de la demanda (por el alza de tipos) y el empeoramiento de las perspectivas económicas. En el mercado inmobiliario comercial también se perciben signos de menor dinamismo de los precios en algunos segmentos (véase el artículo «El mercado inmobiliario comercial adopta una posición de ‘esperar y ver’ ante el escenario económico actual» en este mismo *Informe Sectorial*).

Nuestro escenario para la economía española contempla una pronunciada ralentización económica (crecimiento del PIB del 1% en 2023 frente al 4,5% en 2022), pero no una recesión. En este escenario,

prevemos que **el precio de la vivienda mantendrá una modesta tasa de crecimiento positiva en términos nominales** (alrededor del 1%). Por otra parte, seguimos pensando que el riesgo de que se produzca una corrección brusca en el mercado inmobiliario es bajo porque los fundamentales son mucho más sólidos que en el anterior ciclo expansivo del mercado inmobiliario español: el crecimiento del precio de la vivienda en el periodo 2014-2022 ha sido moderado (2,2% anual), no hay exceso de oferta (más bien, al contrario) y no se detectan señales de endeudamiento excesivo por parte de los hogares en su conjunto. Analizamos estos factores en detalle en el primer artículo de este informe.

La oferta de vivienda sigue siendo muy limitada y es insuficiente en relación con la demanda estructural por creación de nuevos hogares. Dedicamos el segundo artículo de este informe («Lo que revela el *big data* sobre la oferta de vivienda nueva y las tendencias demográficas en España») a analizar esta escasez de oferta usando datos geolocalizados de los visados de obra nueva. No sorprende que la oferta de vivienda sea insuficiente en aquellos municipios con mayor crecimiento poblacional, como las grandes urbes, las islas y el arco mediterráneo. Esta situación es muy probable que se agrave en 2023, puesto que la ralentización económica, los elevados costes de construcción y el descenso de la demanda restringirán el crecimiento de la oferta de vivienda. Justamente, en el artículo «¿Cómo evolucionarán los costes de la construcción en España en 2023?» mostramos que, en ausencia de nuevos *shocks*, y teniendo en cuenta la evolución observada de los precios de los metales industriales en los mercados internacionales y las cotizaciones de los futuros del London Metal Exchange Index (LME), **los costes de construcción en España exhibirán una trayectoria descendente en 2023, aunque se mantendrán por encima del nivel prepandemia.**



Situación y perspectivas

El sector inmobiliario se enfría

Después de un año 2022 en el que la demanda de vivienda ha batido todas las expectativas, en 2023 prevemos que el número de compraventas experimente un ajuste significativo, principalmente por el impacto del aumento de los tipos de interés. El precio de la vivienda, que suele responder con algo de retraso tras la caída de la demanda, se ralentizará de forma notable, pero esperamos que mantenga una tasa de crecimiento ligeramente positiva en 2023 (aunque sí se ajustará en términos reales, debido a la elevada inflación). La oferta de vivienda, que es insuficiente para cubrir la demanda estructural por formación de hogares, seguirá siendo muy limitada debido a la ralentización económica, los elevados costes de construcción y el descenso de la demanda.

Las señales de enfriamiento del mercado inmobiliario son cada vez más patentes

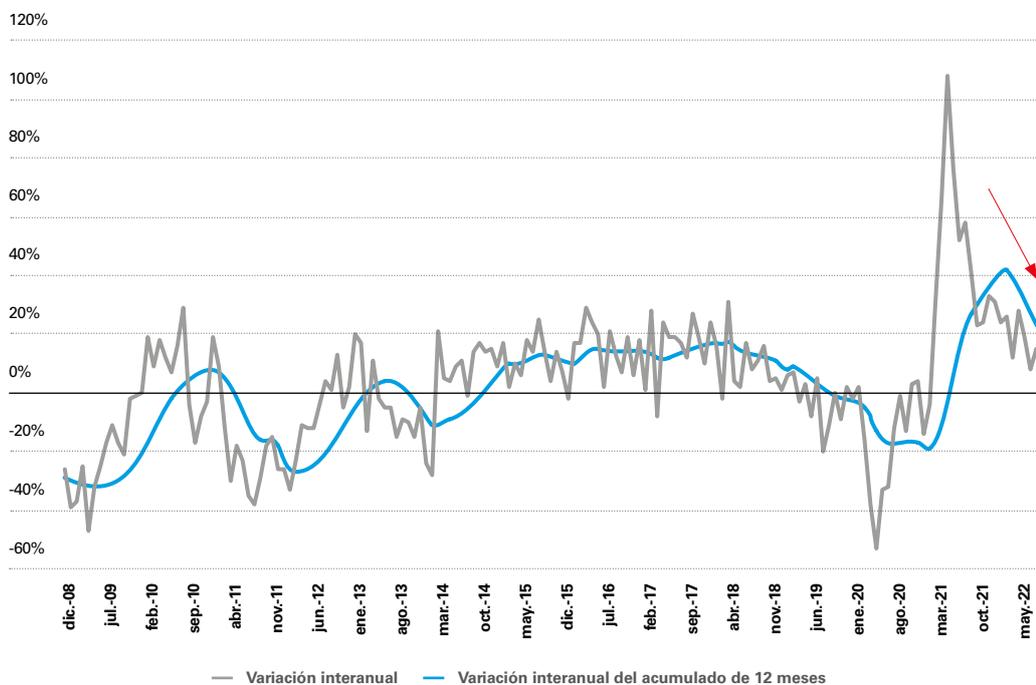
La demanda de vivienda ha sorprendido por su elevado dinamismo en 2022. En el primer semestre del año, la tendencia alcista iniciada en 2021 tuvo continuidad, alentada por varios factores como el cambio de preferencias a raíz de la pandemia (teletrabajo, espacios más amplios, etc.), el ahorro «forzoso» durante el confinamiento que se ha canalizado en parte al sector inmobiliario, unos tipos de interés en niveles muy bajos y la rápida recuperación de la demanda extranjera.

Durante el verano, la demanda siguió creciendo con fuerza, pero comenzaron a percibirse las primeras señales de enfriamiento (tasas de crecimiento más modestas) debido al agotamiento del ciclo expansivo, por las primeras subidas de tipos de interés y, sobre todo, por la expectativa de que el BCE seguiría subiendo los tipos durante los próximos meses. En efecto, algunos compradores adelantaron la compra de vivienda para contratar una hipoteca a un tipo de interés fijo más favorable antes de que los tipos de interés subieran más. La confluencia de todos estos factores ha provocado que la compraventa de viviendas haya alcanzado cifras muy elevadas (644.000 compraventas en el acumulado de 12 meses hasta septiembre de 2022), unos registros no vistos desde el verano de 2008.

Han comenzado a percibirse las primeras señales de enfriamiento debido al agotamiento del ciclo expansivo y por las subidas de los tipos de interés

La compraventa de vivienda empieza a ralentizarse

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

A pesar de estos excelentes registros, en los próximos meses, la demanda de vivienda se enfriará por el impacto de la subida de los tipos de interés.¹ El euríbor a 12 meses –el principal indicador de referencia para las hipotecas a tipo variable– ha aumentado en unos 330 p. b. en 2022 (del -0,45% en enero al 2,83% en noviembre)² y los tipos de interés implícitos de mercado cotizan que se mantendrá alrededor del 3% (o algo por debajo) en el promedio del año 2023. Puesto que la mayoría de los compradores suelen necesitar de financiación para realizar la compra de una vivienda, el impacto sobre la demanda va a ser directo. En consecuencia, preveemos que el número de compraventas retrocederá alrededor de un 20% en el año 2023 hasta las 480.000 viviendas, pero todavía se situaría en un nivel superior al promedio desde 2007 (450.000).

La demanda extranjera, por su parte, también puede verse impactada por la ralentización económica de los principales países compradores de vivienda en España (Reino Unido, Alemania y Francia). Con todo, los datos más recientes son extraordinariamente positivos: los extranjeros compraron más de 90.000 viviendas en España en el acumulado de cuatro trimestres hasta el 3T 2022, una cifra que representó el 14,1% del total de compraventas y que supera ampliamente los valores prepandémicos.³

① El BCE ha subido los tipos de interés en 200 p. b. entre julio y octubre de 2022, y preveemos que los suba 100 p. b. más hasta el 1T 2023, para situar el tipo *depo* en el 2,5% y el *repo* en el 3%.

② Este incremento del euríbor a 12 meses se traduce en un aumento notable de las cuotas de las hipotecas a tipo variable. Para hacer frente a esta situación, el Gobierno español ha alcanzado un acuerdo con el sector bancario para actualizar y ampliar el Código de Buenas Prácticas para aliviar a los deudores hipotecarios más vulnerables o en riesgo de vulnerabilidad.

③ Datos del Colegio de Registradores.



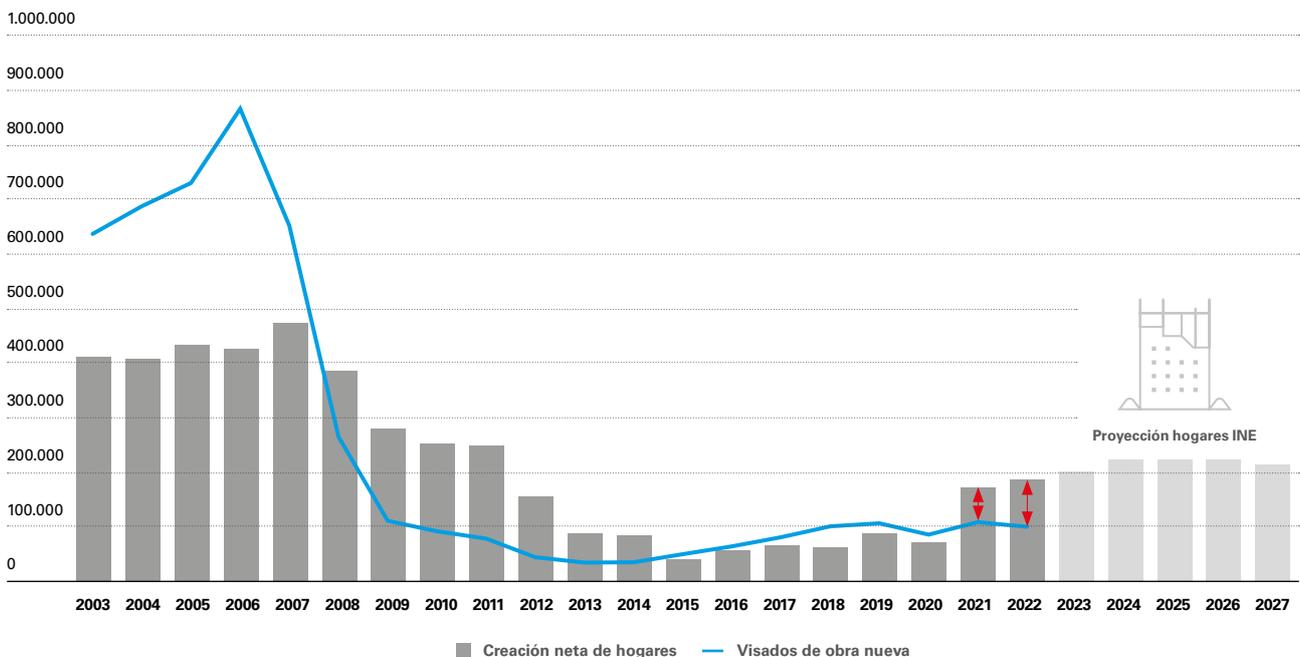
La oferta de vivienda sigue siendo muy limitada

El número de visados de obra nueva (108.000 viviendas en los últimos 12 meses hasta septiembre) es muy inferior a la creación neta de hogares (207.000 anuales hasta el 3T 2022), unos datos que sugieren que la oferta de vivienda es insuficiente en relación con la demanda estructural por el crecimiento poblacional. La escasez de oferta para cubrir la demanda estructural por la demografía es un aspecto que tratamos en el artículo «Lo que revela el *big data* sobre la oferta de vivienda nueva y las tendencias demográficas en España» de este mismo *Informe Sectorial*.

Un factor que ha limitado la recuperación de la oferta pospandemia ha sido el fuerte incremento de los costes de construcción, la escasez de determinados insumos y la creciente insuficiencia de mano de obra. Recientemente, la tendencia alcista de los costes parece haberse frenado (14,7% interanual en septiembre, frente al máximo del 19,5% registrado en mayo) y el descenso de los precios de los metales industriales en los mercados internacionales apuntan a una moderación de los costes de construcción en 2023, aunque seguirán más elevados que antes de la pandemia. Para más detalles, véase el artículo «¿Cómo evolucionarán los costes de la construcción en España en 2023?» en este informe.

La ralentización económica, los elevados costes de construcción y el descenso de la demanda restringirán el crecimiento de la oferta de vivienda en 2023

La producción de nueva vivienda ha sido inferior a la creación neta de hogares en 2021 y 2022



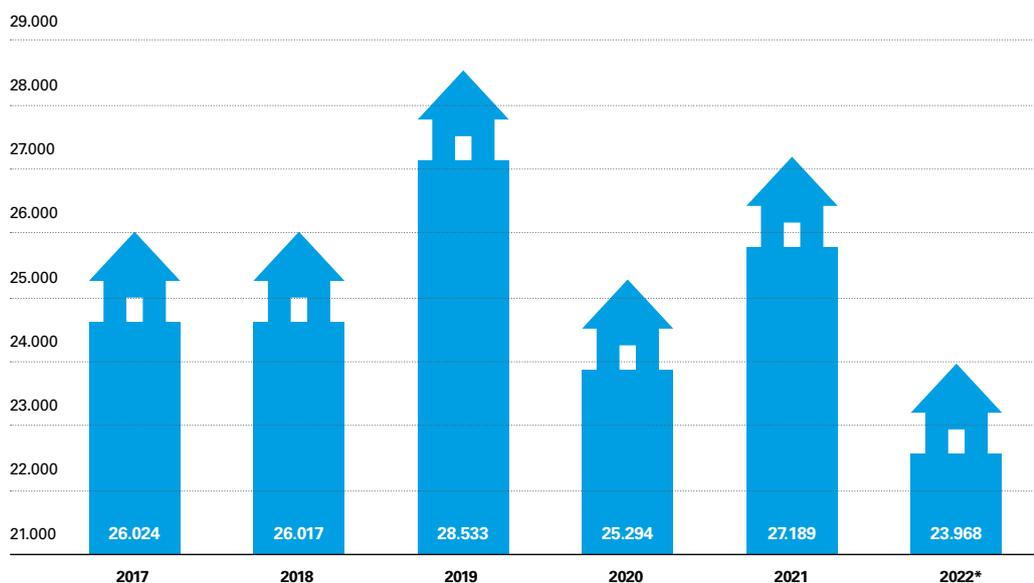
Notas: Los datos de número de hogares proceden de la EPA excepto el periodo 2014-2019 (Encuesta continua de hogares). Para el año 2022, se extrapola para el conjunto del año el crecimiento de hogares de la EPA en los tres primeros trimestres. A partir de 2023, los datos corresponden a la proyección de hogares del INE.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA y del INE.

Con todo, el empeoramiento de las perspectivas económicas y otros factores de carácter más estructural (como la falta de suelo residencial finalista en las zonas más demandadas y la incertidumbre regulatoria) sugieren que la oferta se mantendrá estable a corto y medio plazo. Por ello, preveemos que los visados de obra nueva acaben descendiendo moderadamente en el conjunto de 2022 (100.000 viviendas) y se mantengan en niveles similares en 2023. De nuevo, esta cifra es claramente inferior a la proyección de nuevos hogares del INE (217.000 por año en promedio entre 2023 y 2027). Además de la obra nueva, la rehabilitación de vivienda debería tomar impulso a medida que se vayan ejecutando los proyectos ligados a los fondos de reconstrucción europeos NGEU. Por el momento, el número de visados por rehabilitación de vivienda hasta septiembre de 2022 es un 11,8% inferior al mismo periodo de 2021.⁴

④ A 31 de octubre de 2022, los gastos comprometidos del programa de rehabilitación no alcanzan el 5% del presupuesto de 1.389 millones de euros.

La rehabilitación de vivienda no parece despegar a pesar del despliegue de los fondos NGEU

Número de visados por rehabilitación de vivienda



Nota: El dato de 2022 se estima extrapolando para el conjunto del año la caída experimentada entre enero y septiembre (-11,8%).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA.

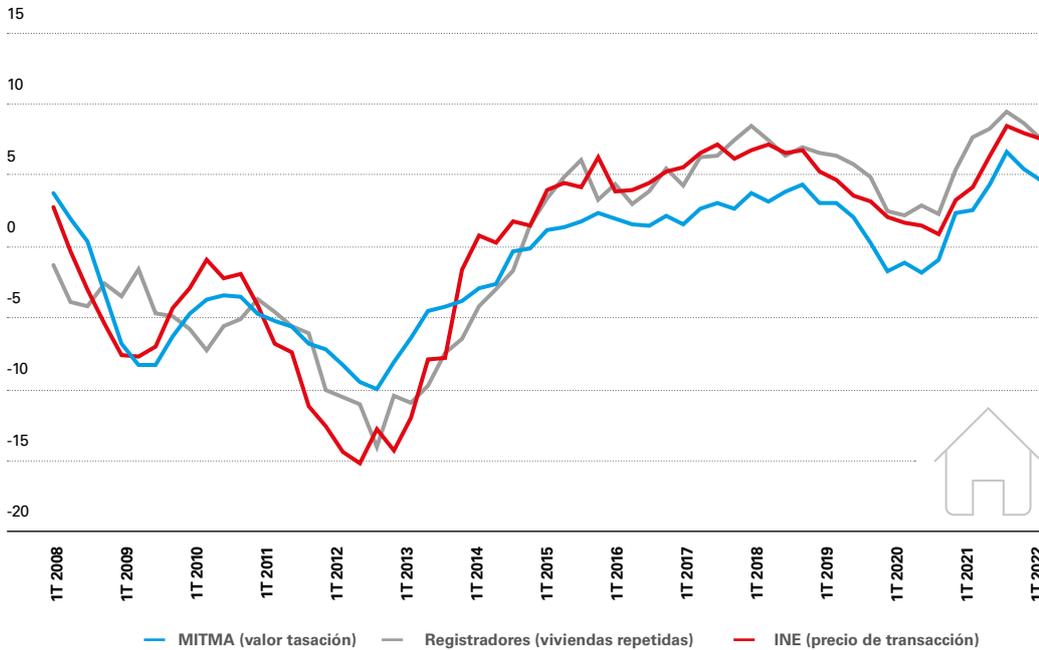
El crecimiento de los precios de la vivienda ha comenzado a moderarse, pero no esperamos un ajuste brusco

El precio de la vivienda ha comenzado a moderarse incluso antes de que las señales de enfriamiento de la demanda sean más claras. Los diferentes índices de precios para el mercado residencial español recogen un crecimiento interanual que ha pasado de tasas entre el 6,7%-9,5% en el 1T 2022 (según el índice) a ritmos del 4,7%-7,6% en el 3T 2022, tal y como refleja el gráfico de la siguiente página. En el mercado inmobiliario comercial también se perciben signos de menor dinamismo de los precios en algunos segmentos (véase el artículo «El mercado inmobiliario comercial adopta una posición de ‘esperar y ver’ ante el escenario económico actual» en este mismo informe). A pesar de esta ralentización, conviene resaltar que los ritmos de crecimiento siguen siendo considerables y que los precios de la vivienda hasta el 3T 2022 estuvieron apoyados por una demanda muy vigorosa.



El precio de la vivienda comienza a moderarse

Variación interanual (%)

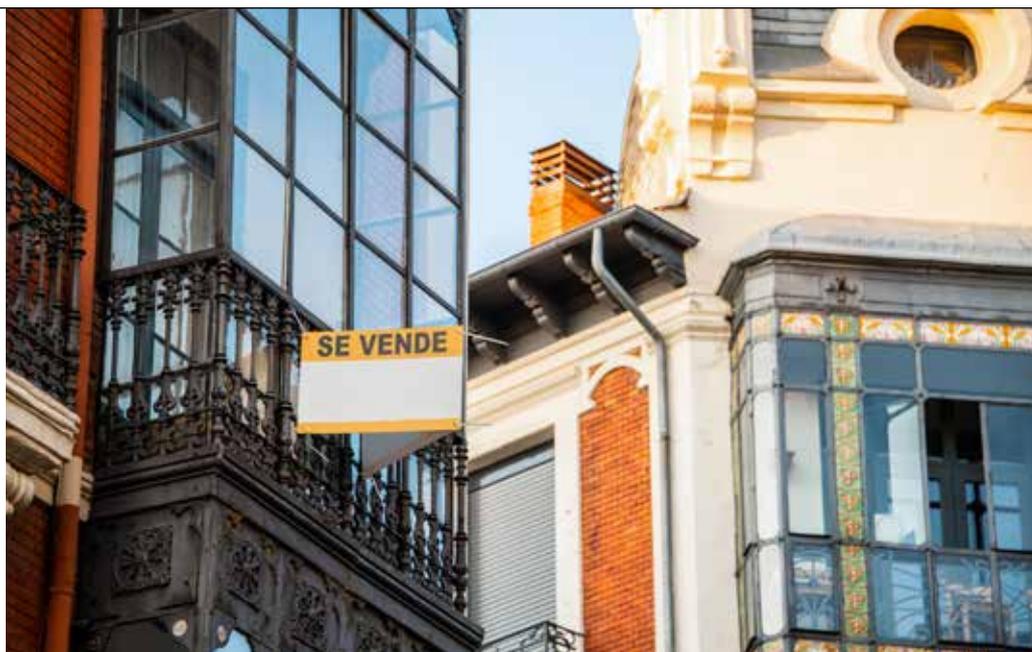


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA, del INE y del Colegio de Registradores.

Si nos fijamos en el crecimiento acumulado del precio de la vivienda entre el 4T 2019 y el 3T 2022 (último dato disponible), observamos que los mayores crecimientos se registran en provincias turísticas como Cádiz (9,2%), Málaga (12,6%), Baleares (10,4%) o Alicante (7,4%).⁵ Así, la salida de la pandemia y la fuerte recuperación del turismo internacional ha ayudado a que los mercados inmobiliarios de las zonas turísticas sean los que han crecido con más vigor. Por otro lado, **la desaceleración que ha experimentado el precio de la vivienda a lo largo de 2022 es generalizada en todas las regiones**, incluso las turísticas, pues dicha desaceleración obedece a factores comunes que afectan al mercado inmobiliario en su conjunto, como la subida de los tipos de interés.

⁵ Datos del MITMA.

Prevedemos que esta ralentización del precio de la vivienda se acentúe en el tramo final del año y en los primeros trimestres de 2023, coincidiendo con los trimestres en los que esperamos un estancamiento de la actividad económica. Después de este difícil invierno (por la crisis energética y la elevada inflación), de cara a la primavera prevemos que el crecimiento del PIB vuelva a tomar tracción, aunque de forma moderada. Así, para el conjunto de 2023, proyectamos para España un crecimiento del PIB del 1,0% (4,5% en 2022) y una inflación promedio del 4,5% (todavía elevada pero muy inferior al 9,1% de 2022). Asimismo, prevemos que se seguirá creando empleo (0,5%, unos 112.000 ocupados más en media anual) a pesar de que la tasa de paro pueda repuntar ligeramente por el incremento de la población activa. En este escenario de pronunciada ralentización económica, pero no de recesión, prevemos que **el precio de la vivienda mantendrá una modesta tasa de crecimiento positiva en términos nominales** (alrededor del 1%). En términos reales, el ajuste es considerable debido a la elevada inflación (-7,1% acumulado en 2022-2023). Por otra parte, seguimos pensando que el riesgo de que se produzca una corrección brusca en el mercado inmobiliario es bajo porque los fundamentales son mucho más sólidos que en el anterior ciclo expansivo del mercado inmobiliario español. Veámoslo en detalle.



En el actual ciclo expansivo del sector inmobiliario español (2014-2022), no se han acumulado desequilibrios que hagan prever una corrección brusca del sector

La literatura económica identifica dos factores principales que contribuyen a la formación de burbujas inmobiliarias en la fase expansiva y que determinan la severidad de la corrección en la etapa posterior (cuando la burbuja «estalla»). El primero de ellos es la **intensidad del crecimiento del precio de la vivienda en la fase expansiva**, en particular, si este crecimiento no viene sustentado por factores de carácter estructural (demografía, renta de los hogares, etc.). El segundo factor es el **crecimiento del crédito a los hogares para la compra de la vivienda**, que suele ir acompañado de una relajación de los estándares de concesión de crédito por parte de las entidades financieras (*boom* de crédito). Una acumulación excesiva de deuda por parte de las familias implica una mayor vulnerabilidad ante descensos de las valoraciones de los activos inmobiliarios que respaldan dicha deuda. Además de estos dos factores, la severidad del proceso de ajuste también depende de si se ha acumulado un elevado *stock* de vivienda nueva sin vender (el periodo posterior para «digerir» este *stock* se alarga y limita la reactivación del sector constructor).

La tabla de la siguiente página compara la evolución de distintas variables relacionadas con estos factores en los dos ciclos expansivos más recientes del mercado inmobiliario español (1999-2007 y 2014-2022). Resulta evidente que estas etapas expansivas poco tienen en común. Así, en la primera, la vivienda se apreció un 154% en 8 años (un 12,3% anual) mientras que en la segunda etapa expansiva el precio ha crecido un 19% en 8 años (2,2% anual). Asimismo, el crecimiento del crédito a los hogares para la compra de vivienda fue muy significativo en la primera etapa (20% anual), la deuda de los hogares en porcentaje del PIB aumentó en 39,7 p. p. y el número de hipotecas llegó a 1,24 millones en 2007 (se firmaban 1,75 hipotecas por cada compraventa). En cuanto a la oferta, en el periodo 1999-2007 se visaron 5,6 millones de viviendas, lo que representa 1,6 viviendas por cada nuevo hogar creado en ese periodo, un dato que ejemplifica el *boom* constructor que se vivió.



El panorama en el periodo 2014-2022 es bien distinto. Durante este ciclo expansivo, los hogares han llevado a cabo un intenso proceso de desapalancamiento (la deuda se ha reducido en 19,5 p. p. del PIB), el crédito para actividades de construcción y promoción se ha contraído, no hay exceso de oferta (0,9 visados por cada nuevo hogar), ni crecimiento excesivo del crédito (a pesar de que el flujo de nuevo crédito crece con vigor, apenas permite mantener el saldo vivo de crédito hipotecario) y no se observa una relajación de las condiciones de concesión de crédito (8,9% de las hipotecas con LTV >80%). Además, el elevado porcentaje de hipotecas concedidas a tipo fijo en los años recientes limita el impacto del aumento de los tipos de interés sobre los hogares recientemente hipotecados (que suelen tener un LTV mayor).

Una atención especial merece la ratio de accesibilidad (precio de la vivienda sobre la renta del hogar mediano), ya que muestra un aumento sostenido desde 2014 (ha aumentado en 1,5 años hasta los 8,2). El Banco de España también advierte que se observa una mayor concentración de ratios elevadas de préstamo sobre renta disponible entre los hogares con menor nivel de renta, que pueden ser más vulnerables ante la materialización de riesgos macroeconómicos.

Comparación de los factores clave en los dos últimos ciclos expansivos del mercado inmobiliario español

	VARIABLE	MÉTRICA	1999-2007	2014-2022
PRECIO 	Precio de la vivienda (nominal)	Variación anual promedio	12,3%	2,2%
	Ratio accesibilidad (precio vivienda/renta)	Variación acumulada en p. p. de la renta	5,4	1,5
OFERTA 	Inversión residencial (real)	Variación anual promedio	7,4%	2,6%
	Número de visados de obra nueva	Suma en los 9 años	5.650.000	730.000
	Visados por cada nuevo hogar	Ratio	1,6	0,9
CRÉDITO 	Deuda de los hogares	Variación en p. p. del PIB	39,7	-19,5
	Número de hipotecas	Último año (2007, 2022)	1.238.890	457.015
	Número de hipotecas por compraventa	Último año (2007, 2022)	1,75	0,78
	Crédito para compra de vivienda (saldo vivo)	Variación anual promedio	20,0%	-1,5%
	Crédito al sector promotor y constructor (saldo vivo)	Variación anual promedio	31,1%	-9,4%
	Nueva concesión de crédito hipotecario	Último año (2007, 2022), millones de euros	145.297	65.443
	Porcentaje de préstamos con LTV >80%	Último año (2007, 2022)	14,3%	8,9%
	Porcentaje de hipotecas a tipo fijo	Último año (2007, 2022)	4%	66%

Notas: Datos de 2022 hasta el último disponible. LTV indica *loan-to-value* (relación préstamo valor). Porcentaje de hipotecas a tipo fijo calculado a partir del importe del préstamo (Banco de España).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA y del INE.

Aunque para el conjunto de España no esperamos correcciones de precios reseñables, es posible que se produzca un cierto ajuste en aquellos mercados donde los precios han crecido con más fuerza en los últimos trimestres y aquellos que se encuentran más sobrevalorados en relación con los fundamentales. Por otra parte, los precios aguantarán mejor en aquellas localizaciones más demandadas, como son los centros de las grandes ciudades y las zonas turísticas. En cuanto a la tipología de vivienda, prevemos una evolución diferenciada: la vivienda de segunda mano será la más afectada mientras esperamos un mejor comportamiento de la vivienda nueva, por su relativa escasez y elevada demanda.

A corto y medio plazo, podría intensificarse la desaceleración de los precios de la vivienda en caso de materializarse algunos riesgos bajistas

No obstante, en caso de que se materializaran algunos riesgos bajistas,⁶ se podría dar una corrección de precios algo más generalizada. Pero incluso en este escenario alternativo, la ausencia de desequilibrios significativos hace prever que no se activarían los mecanismos financieros de retroalimentación negativa y que el potencial impacto en los balances bancarios sería contenido, tanto por el reducido nivel de sobrevaloración en el mercado⁷ como por las prudentes condiciones de concesión de los préstamos hipotecarios. Con todo, las autoridades supervisoras han alertado recientemente que los riesgos para la estabilidad financiera han aumentado, si bien no se considera necesario activar medidas macroprudenciales por el momento.⁸

El mercado del alquiler: ¿hasta cuándo durará la tendencia alcista?

A partir de datos internos de CaixaBank sobre los importes de los recibos de alquiler (debidamente anonimizados y tratados de forma agregada mediante técnicas de *big data*), construimos indicadores sobre la evolución anual del precio del alquiler de la vivienda a nivel nacional y para las comunidades autónomas (CC. AA.). También calculamos indicadores de los «nuevos alquileres» seleccionando las relaciones pagador-emisor que tienen seis meses o menos de antigüedad, con el objetivo de capturar los cambios de tendencia que se producen en el mercado. Los gráficos de la siguiente página muestran que el precio del alquiler crecía de forma muy vigorosa antes de la pandemia (2018-2019), pero se ralentizó de forma notable en 2020. En 2021 y 2022, el crecimiento promedio del precio del alquiler ha sido contenido (inferior al 2%).⁹ Sin embargo, se observan diferencias muy significativas por importe: los nuevos alquileres altos (percentil 75) habrían crecido más de un 4% en promedio, el doble de lo que están creciendo los alquileres de menor cuantía. Por CC. AA. las diferencias también son muy significativas. En 2022, la Comunidad de Madrid es la que presenta un avance más considerable, superior al 6% en promedio.

⑥ Un riesgo relevante es que el BCE se vea obligado a endurecer más las condiciones financieras de lo que contempla nuestro escenario central.

⑦ Según el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de otoño del 2022, los indicadores sobre desequilibrios en los precios de este mercado muestran señales de sobrevaloración contenidas.

⑧ Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de otoño del 2022.

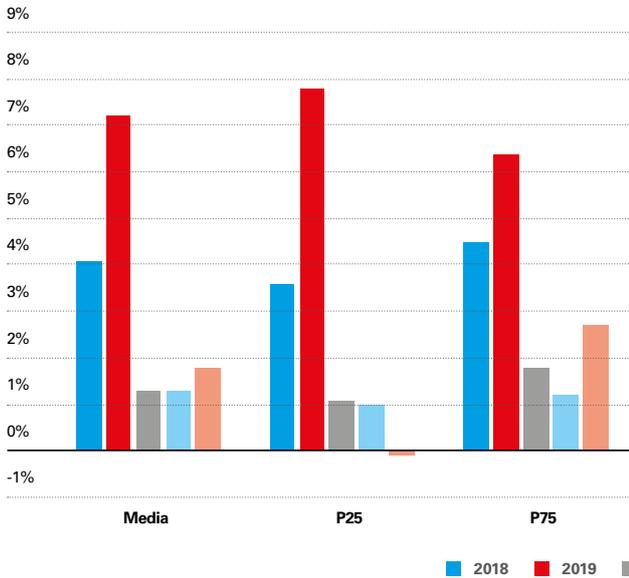
⑨ En marzo de 2022 el Gobierno impuso un límite del 2% en el incremento del precio del alquiler en la renovación del contrato.



Índice CaixaBank del precio del alquiler en España

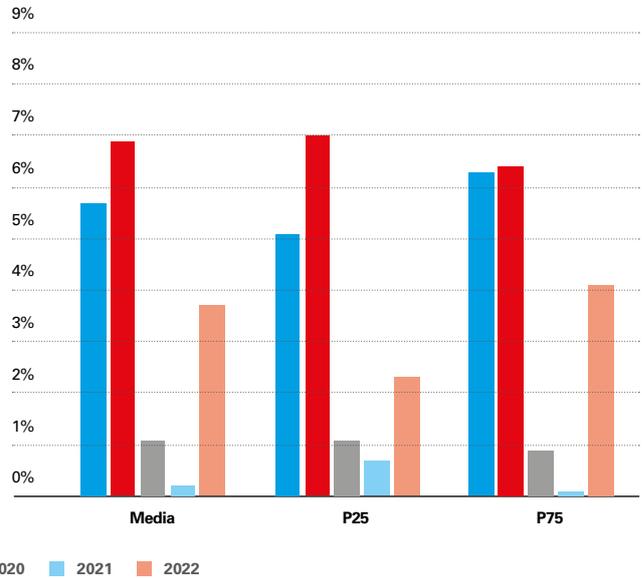
Total de alquileres

Variación anual (%)



Alquileres nuevos

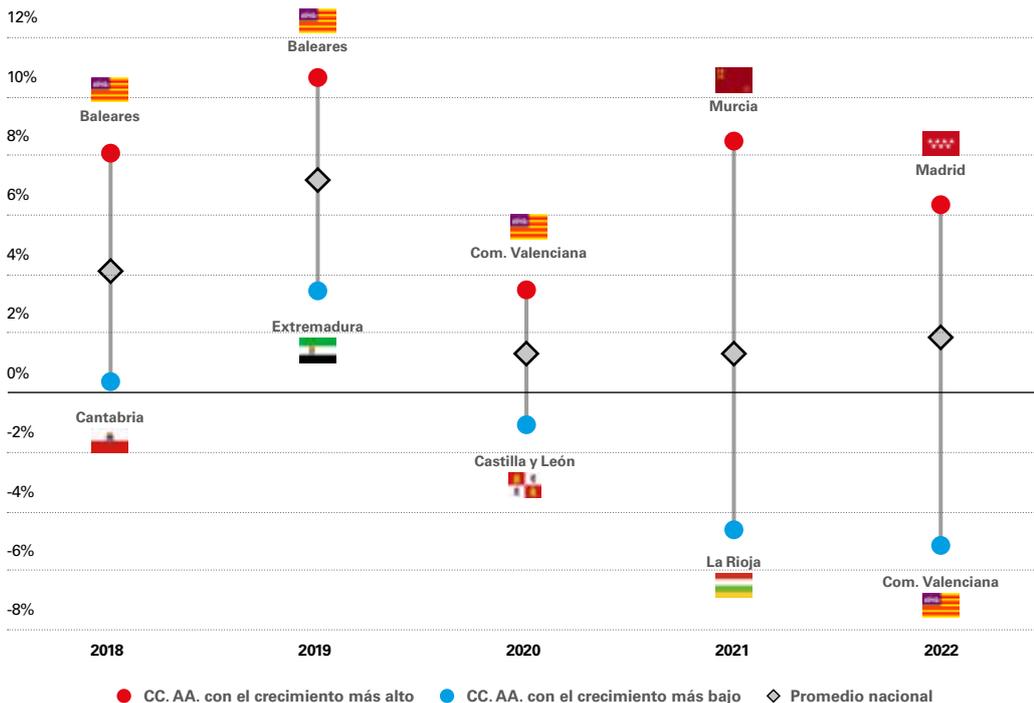
Variación anual (%)



Notas: Se calculan tres indicadores del precio del alquiler basados en el valor promedio, el percentil 25 y el percentil 75 del importe del conjunto de los recibos de alquiler y para el subconjunto de los alquileres nuevos (alquileres con una antigüedad de la relación emisor-pagador inferior o igual a seis meses). Datos de 2022 de enero a octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de recibos de alquiler.

Índice CaixaBank del precio del alquiler por CC. AA.

Variación anual (%)



Nota: Datos de 2022 de enero a octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.



Un contexto de elevada inflación, que está mermando el poder adquisitivo de los hogares, hace pensar que el recorrido adicional del precio del alquiler es escaso

De cara a 2023, la evolución del precio del alquiler es incierta, con factores empujando en ambos sentidos. Por un lado, la subida acumulada de los precios del alquiler en los últimos años (exceptuando la pausa de la pandemia) es muy notable y superior al incremento de la renta de las familias, lo que ha supuesto un incremento considerable del esfuerzo que realizan muchas familias para pagar el alquiler. En un contexto de elevada inflación, que está mermando el poder adquisitivo de los hogares, hace pensar que el recorrido adicional del precio del alquiler es escaso. Además, es muy probable que se prorrogue el tope del 2% en el incremento del precio de alquiler en 2023. Sin embargo, la presión por el lado de la demanda puede ser incluso superior que en los años recientes, en la medida que el incremento de los tipos de interés dificulta el acceso a una vivienda en propiedad y deriva una mayor proporción de la población al mercado del alquiler. Si bien se espera que la oferta de vivienda en alquiler se incremente a medio plazo, apoyada en el interés inversor en este segmento (*co-living*, *built to rent*, etc.), posiblemente será insuficiente para cubrir la creciente demanda.



Análisis digital del mercado

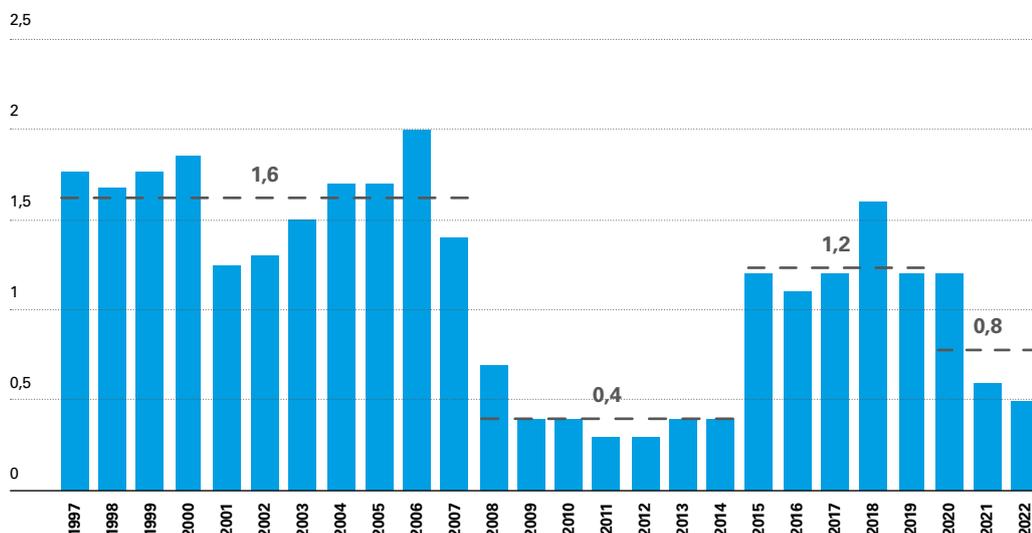
Lo que revela el *big data* sobre la oferta de vivienda nueva y las tendencias demográficas en España

Entre 2020 y 2022 se han creado en España unos 420.000 nuevos hogares. En este mismo periodo, el número de viviendas iniciadas apenas ha alcanzado las 300.000, el nivel más reducido desde 1990 si se exceptúa la etapa de la crisis financiera iniciada en 2008. Esta oferta de vivienda, insuficiente en relación con las dinámicas demográficas, es más acusada en aquellos municipios con mayor crecimiento poblacional, como las grandes urbes, las islas y el arco mediterráneo. Según las proyecciones de población del INE, en los próximos cinco años (2023-2027) se crearán unos 217.000 nuevos hogares por año, lo que supone una presión demográfica significativa y con importantes implicaciones para el mercado de la vivienda.

La evolución demográfica de un país o de una población es el principal determinante de la demanda estructural de vivienda a largo plazo en dicho país o población. Ambas variables pueden diferir en determinados momentos del tiempo, pero cuando se dan situaciones de divergencia dilatadas por largos periodos se pueden generar importantes desequilibrios, bien por un exceso de oferta, que puede dar lugar a un elevado *stock* de vivienda sin vender (como ocurrió en España en los años previos al estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008), bien por una **oferta insuficiente para cubrir la demanda de vivienda estructural por la formación de nuevos hogares**. Como veremos en este artículo, esta es la situación en la que se encuentra actualmente el mercado inmobiliario español y, más concretamente, las grandes urbes y algunas zonas costeras.

Empezando el análisis para el conjunto de España y tomando una perspectiva temporal amplia, el siguiente gráfico muestra el número de visados de vivienda por cada nuevo hogar creado desde 1997. En él se puede observar el *boom* que vivió el sector de la construcción entre 1997 y 2007, con un promedio de 1,6 viviendas nuevas por cada nuevo hogar creado. En este periodo, la inversión residencial como porcentaje del PIB prácticamente se duplicó: del 6,2% del PIB que representaba en 1997 aumentó hasta el 11,8% en 2006. Esta situación de desequilibrio (exceso de oferta) desembocó en la acumulación de un elevado *stock* de vivienda nueva sin vender, que alcanzó un máximo de 650.000 viviendas en 2009, según estimaciones del MITMA.

Número de visados de vivienda por cada nuevo hogar creado



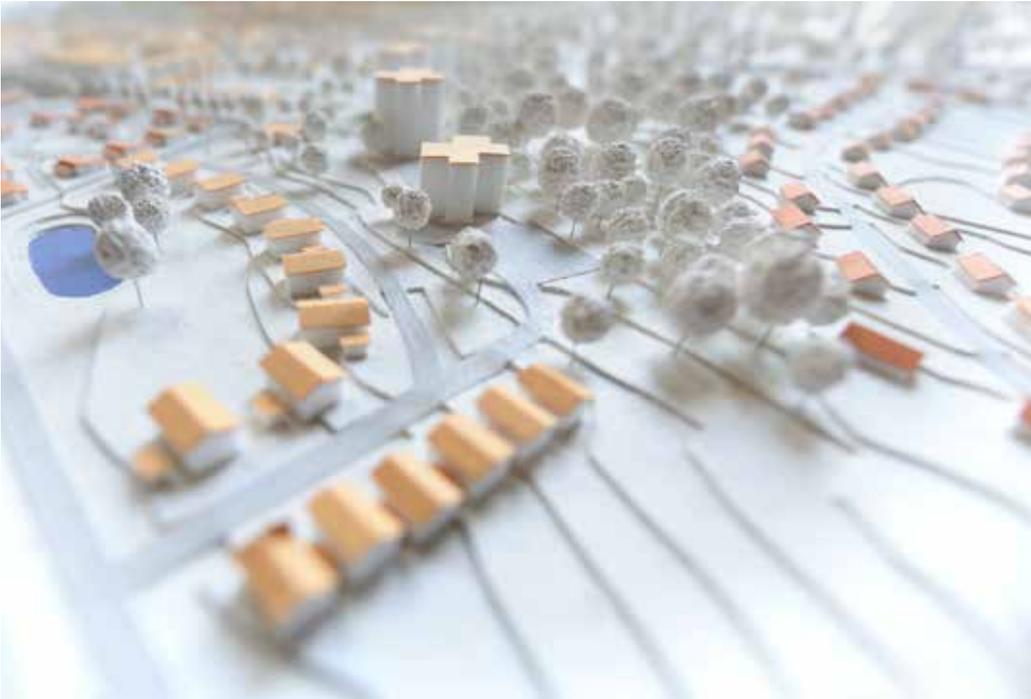
Promedio anual	1997-2007	2008-2014	2015-2019	2020-2022
Visados	583.226	94.131	80.304	97.951
Creación de hogares	362.556	215.186	64.520	144.172

Notas: Los datos de número de hogares proceden de la EPA, excepto el periodo 2014-2019 (Encuesta continua de hogares). Para el año 2022, se extrapola para el conjunto del año el crecimiento de hogares de la EPA en los tres primeros trimestres. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA y del INE.

La necesidad de absorber este elevado *stock* provocó que la construcción de vivienda fuera muy limitada entre 2008 y 2013, periodo en el que se produjo un intenso ajuste de los precios de la vivienda y de capacidad en el sector. A partir de 2014, el mercado inmobiliario se empezó a reactivar, con los primeros avances positivos en precios y en compraventas. Sin embargo, el crecimiento de la oferta de vivienda nueva siguió siendo muy limitado en el primer año de este nuevo ciclo expansivo por la existencia todavía de un importante *stock* de vivienda por absorber (estimado en más de 500.000 viviendas en 2014) y por el reducido crecimiento de la población (86.000 hogares nuevos en 2014).¹⁰ Aunque entre 2015 y 2019 la formación de hogares siguió siendo muy baja (unos 64.500 hogares por año), la producción de vivienda nueva fue ganando tracción, pasando de los 64.000 visados de obra nueva en 2015 a los 106.000 en 2019. De este modo, el número de visados de vivienda por cada nuevo hogar creado volvió a situarse por encima de 1, a pesar de que el *stock* de vivienda nueva sin vender era todavía muy elevado (457.000 viviendas estimadas en 2019), pero muchas de estas viviendas se consideran obsoletas o se encuentran en ubicación con muy baja demanda.

¹⁰ Los datos de hogares de 2014 a 2019 proceden de la Encuesta continua de hogares. Para el resto de los años, de la EPA.

La oferta de vivienda en España actualmente es insuficiente para cubrir la demanda estructural atendiendo a las cifras de formación de hogares más recientes



En el periodo más reciente (2020-22),¹¹ como consecuencia de la pandemia primero y por el alza de los costes de construcción después, se ha vuelto a una situación de insuficiente oferta de vivienda para cubrir la demanda de una población cuyo crecimiento ha vuelto a ganar dinamismo. Así, en los últimos tres años, se han creado en España unos 420.000 nuevos hogares,¹² pero el número de viviendas iniciadas apenas ha alcanzado las 300.000.¹³ A continuación, mostramos dónde es más acusada la falta de oferta de vivienda en relación con las tendencias demográficas: en aquellos municipios con mayor crecimiento poblacional, como las grandes urbes y algunas zonas de la costa.

¿En qué municipios españoles hay más escasez de vivienda?

Un fenómeno bien conocido es que la distribución territorial de la población en España es muy desigual. Además, las diferencias geográficas se han ido acentuando con el tiempo, puesto que la población tiende a concentrarse donde hay más oportunidades laborales y mayor dinamismo económico.¹⁴ Este fenómeno de concentración de población en zonas ya de por sí muy pobladas genera una presión adicional a la demanda de vivienda en unos mercados inmobiliarios que ya suelen encontrarse bastante (o muy) tensionados. Es por esta razón que sería conveniente que la construcción de vivienda se concentrara en dar respuesta a esta demanda, ya sea con construcción en aquellos municipios con mayor dinamismo demográfico o en zonas próximas, para lo que puede ser necesario también desarrollar medios de transporte que «acerquen» unas zonas a otras.

¹¹ Los años 2020 y 2021 deben analizarse conjuntamente por las distorsiones introducidas por la pandemia.

¹² Incremento del número de hogares entre el 3T 2019 y el 3T 2022 según la EPA.

¹³ La suma acumulada de visados de obra nueva entre octubre de 2019 y septiembre de 2022 es de 296.000, y la suma de las viviendas iniciadas entre julio de 2019 y junio de 2022 es de 304.000.

¹⁴ Entre 2011 y 2021, la población residente en España ha aumentado en 584.882 habitantes. Sin embargo, la mitad de las provincias han reducido el número de vecinos y 7 de cada 10 municipios mayores de 10.000 habitantes han perdido población (datos del censo, INE).

Para analizar esta cuestión, usamos una nueva base de datos pormenorizada de los visados de obra nueva con su geolocalización,¹⁵ lo que nos permite cruzar la información de la ubicación exacta de cada nueva promoción de viviendas con las tendencias demográficas en esa zona. En concreto, para cada ubicación (un municipio o distrito), calculamos una métrica, que denominamos «desequilibrio», y que mide la escasez relativa de vivienda a partir de la comparación entre el número de visados de obra nueva acumulados entre 2020 y 2022, y la creación neta de hogares en ese mismo periodo. Esta métrica toma valores comprendidos entre +1 y -1. Valores positivos (más cercanos a 1) de esta métrica de desequilibrio indican la creación de más hogares que viviendas iniciadas, es decir, una oferta de vivienda insuficiente. Por otra parte, valores negativos indican que se inició la construcción de más viviendas que hogares creados.¹⁶

Los mapas de las siguientes páginas muestran el resultado de dicho cálculo. Resulta evidente que los municipios con insuficiente oferta de vivienda nueva en relación con la formación de hogares se extienden a lo largo de la costa mediterránea, los archipiélagos y alrededor de los grandes núcleos urbanos, entre los que destacan Madrid (desequilibrio de 0,42) y Barcelona (0,46), aunque también se observan valores muy elevados en otras ciudades muy pobladas como Murcia (0,53), Terrassa (0,49), La Coruña (0,42), Vigo (0,41), L'Hospitalet de Llobregat (0,40), Sabadell (0,34) o Zaragoza (0,25). Sin embargo, ello no implica que no se esté construyendo en estos municipios. En efecto, si dividimos los municipios entre los que presentan escasez de vivienda (desequilibrio >0) y el resto, obtenemos que un 51% de los visados de obra nueva en los últimos tres años se ubican en municipios con escasez de vivienda. No obstante, estos municipios concentran un 61% de la población española y el 96% de los nuevos hogares creados en España entre 2020 y 2022. Es decir, a pesar de que una parte significativa de las nuevas promociones de vivienda se ubiquen en municipios con elevado dinamismo demográfico, el incremento de la oferta es insuficiente para cubrir la pujante demanda.¹⁷

Se construye más vivienda donde hay más demanda, pero no es suficiente: los municipios con mayor dinamismo demográfico son los que más escasez de vivienda nueva tienen

Por otra parte, es importante matizar que en las localizaciones donde el número de viviendas iniciadas supera la creación de hogares (desequilibrio <0) no se detecta un desequilibrio reseñable relacionado con un «exceso de oferta»: las diferencias no son muy abultadas en general y suelen observarse en municipios relativamente pequeños (con un número de viviendas iniciadas pequeño en valor absoluto). Además, hay que señalar que la métrica usada no tiene en cuenta otros determinantes de la demanda, como podrían ser la demanda de segunda residencia (doméstica y extranjera), la demanda temporal (de trabajadores itinerantes, estudiantes o turistas) o la demanda por reposición de viviendas obsoletas (depreciación de viviendas).

¹⁵ Base de datos de DoubleTrade – Construdatos.

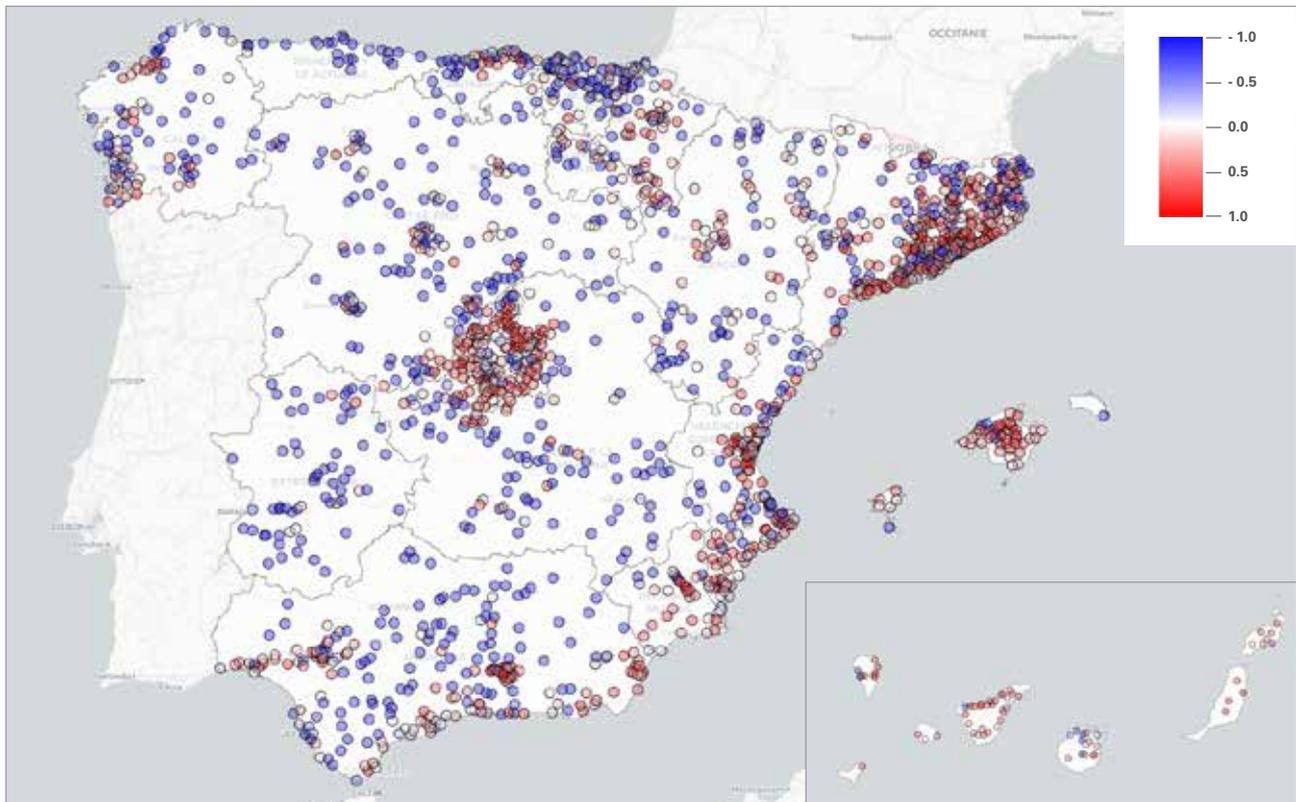
¹⁶ En concreto, definimos $\text{Desequilibrio} = (\text{nuevos hogares} - \text{visados}) / (\text{nuevos hogares} + \text{visados})$. Usamos los datos de hogares y visados acumulados de tres años (2020-22) para evitar las distorsiones en los datos ocasionados por la pandemia.

¹⁷ Este resultado se confirma con una regresión lineal del desequilibrio sobre el número de personas y el crecimiento del número de hogares. En ambos casos, se obtiene un coeficiente positivo y significativo.



¿En qué municipios hay más escasez de vivienda?

El color rojo indica oferta insuficiente para cubrir la demanda por formación de hogares. Azul indica oferta suficiente.



Notas: La escasez relativa de vivienda nueva en una localización se mide a partir de la comparación entre el número de visados de obra nueva acumulados entre 2020 y 2022, y la creación neta de hogares en ese mismo periodo. En concreto, calculamos la métrica Desequilibrio = $(\text{nuevos hogares} - \text{visados}) / (\text{nuevos hogares} + \text{visados})$. Valores positivos indican la creación de más hogares que viviendas nuevas (insuficiente oferta de vivienda).

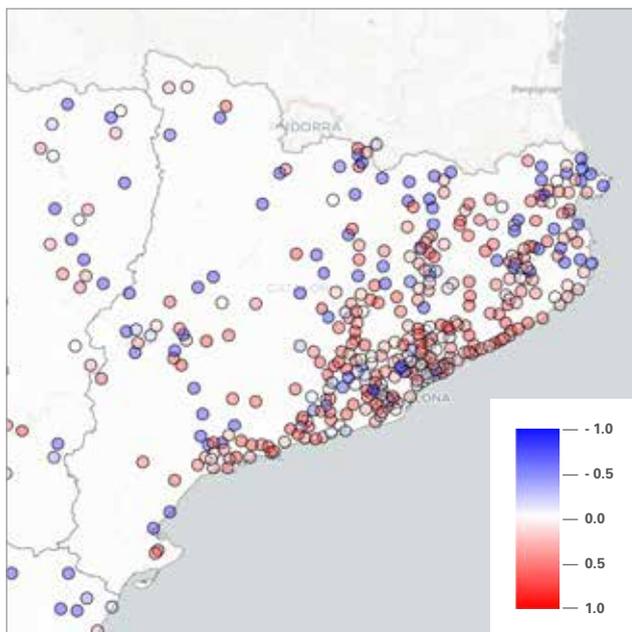
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, MITMA y estimaciones propias.

Si hacemos *zoom* en Cataluña y Madrid, observamos que la escasez de oferta no se circunscribe solamente a las capitales de las comunidades, sino que muchos otros municipios de su alrededor la sufren. Este fenómeno se observa de forma muy clara en el área metropolitana de Barcelona, donde algunos municipios como Santa Coloma de Gramenet (0,72) o Sant Just Desvern (0,79) presentan un «desequilibrio» muy superior al de Barcelona ciudad (0,46). Esta escasez también se observa en los municipios más poblados de la tercera y cuarta corona (Terrassa, Sabadell, Rubí, etc.), en la costa del Maresme (Mataró, Premià de Mar o Calella) y en algunos municipios de la Cataluña central, no tanto por el dinamismo demográfico sino por la muy limitada oferta de vivienda nueva (Berga, Vic, Manlleu, Igualada, etc.).

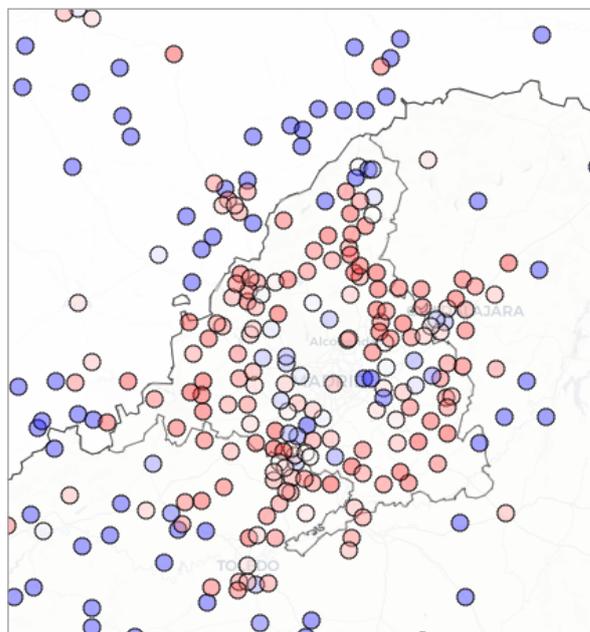
¿En qué municipios hay más escasez de vivienda?

El color rojo indica oferta insuficiente para cubrir la demanda por formación de hogares. Azul indica oferta suficiente.

Cataluña



Comunidad de Madrid



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, MITMA y estimaciones propias.

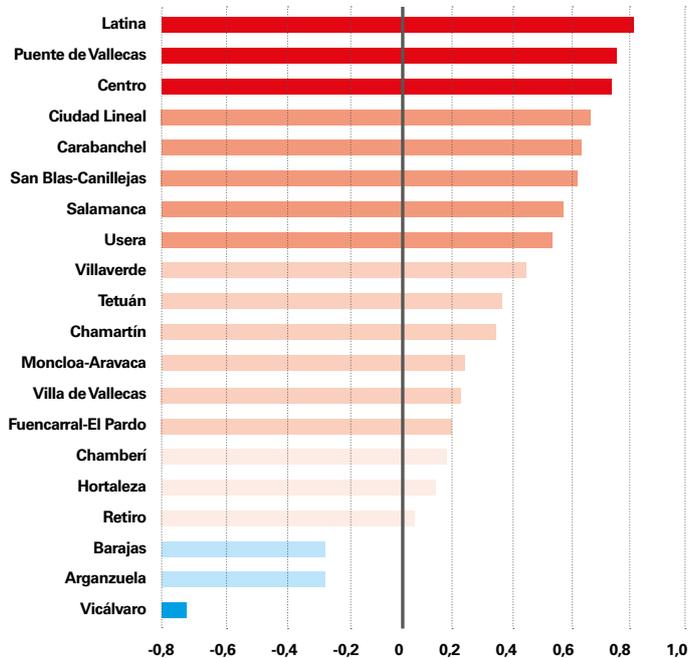
Las conclusiones para las ciudades de Barcelona y Madrid son similares: en la mayoría de los distritos existe una notable escasez de vivienda en relación con la formación de hogares. Las únicas excepciones son los distritos en los que se encuentran las principales zonas de desarrollo urbano actualmente, como es el distrito de Sant Martí en la ciudad condal y los distritos de Vicálvaro, Arganzuela y Barajas en la ciudad de Madrid.

En la mayoría de distritos de Barcelona y Madrid existe una notable escasez de vivienda en relación con la formación de hogares

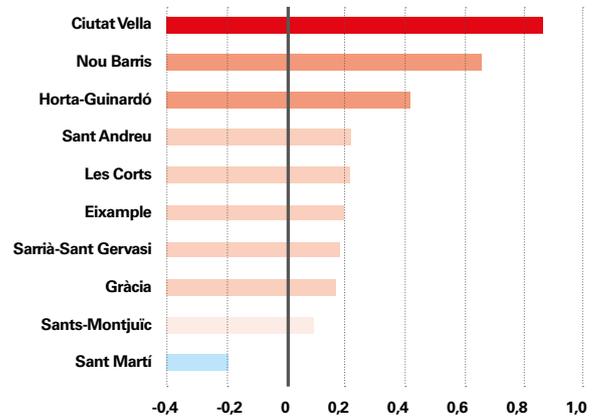


Insuficiente oferta de vivienda en los distritos de las ciudades de Madrid y Barcelona

Madrid



Barcelona



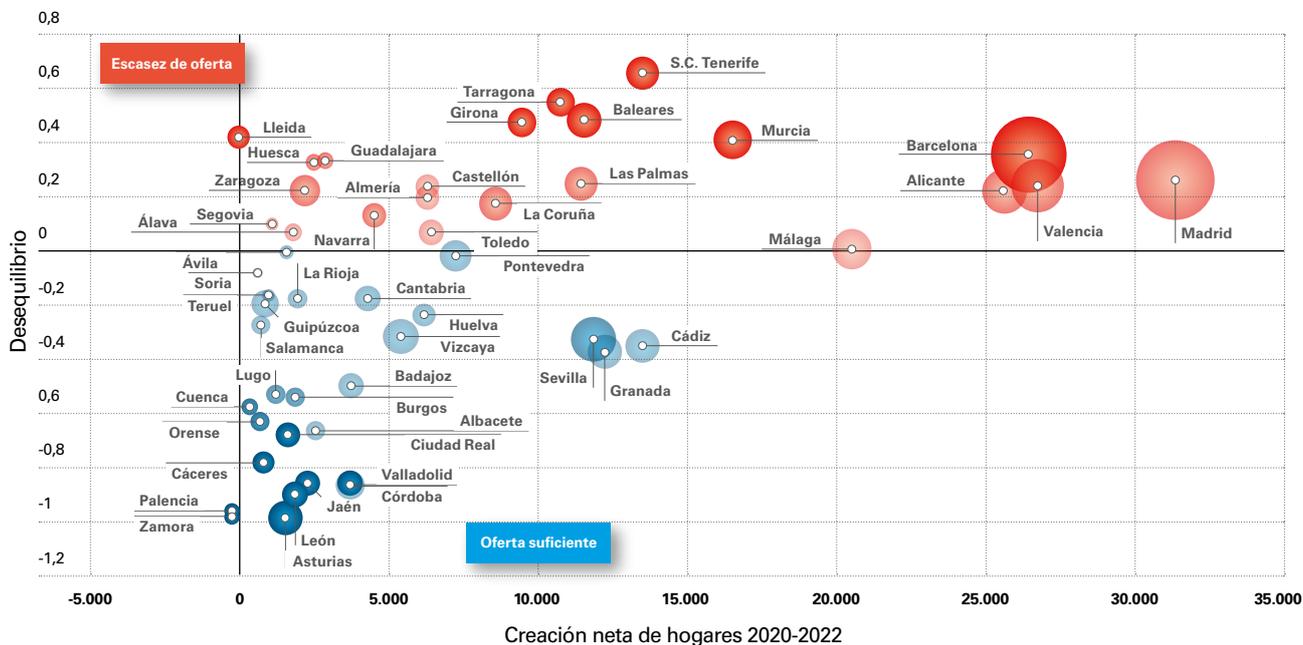
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, MITMA y estimaciones propias.

Para ahondar un poco más en las diferencias geográficas, en el gráfico de la siguiente página mostramos los datos municipales agregados por provincia.¹⁸ En él se observa una relación positiva entre el desequilibrio promedio de la provincia y la creación neta de hogares. La Comunidad de Madrid, con 31.350 nuevos hogares entre 2020 y 2022, sobresale como la región con mayor dinamismo demográfico. En esta región, un 76% de los 128 municipios de la comunidad para los que disponemos de información presentan insuficiente oferta (desequilibrio >0), un 81% de la población de la comunidad vive en estos municipios y el «desequilibrio» promedio es del 0,26. En la provincia de Barcelona, los datos son similares: un 72% de los 192 municipios con información presentan escasez de oferta, un 85% de la población de la provincia vive en estos municipios y el «desequilibrio» promedio es del 0,35. Los datos en las provincias más turísticas son incluso algo más tensionados (véase la siguiente tabla).

¹⁸ Datos agregados ponderando por el número de hogares en 2022.

Los municipios con escasez de oferta de vivienda habrían experimentado un mayor crecimiento del precio de la vivienda entre 2019 y 2022

Las provincias con mayor dinamismo demográfico presentan mayor escasez de oferta de vivienda



Notas: Datos municipales agregados a provincia ponderando por el número de hogares en 2022.

El tamaño de la burbuja corresponde al número de hogares en 2022.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, MITMA y estimaciones propias.

Provincias que presentan una mayor escasez de oferta de vivienda en relación con la formación de hogares

Provincia	Número de municipios con información	% de municipios con falta de oferta	% de hogares en municipios con falta de oferta	Desequilibrio promedio	Proyección de creación de hogares (2023-2027)
Santa Cruz de Tenerife	40	88%	97%	0,65	10,3%
Tarragona	40	80%	95%	0,55	8,1%
Baleares	52	90%	97%	0,48	10,4%
Girona	107	64%	90%	0,47	8,1%
Lleida	34	47%	86%	0,42	2,9%
Murcia	32	75%	91%	0,41	8,4%
Barcelona	192	72%	85%	0,35	6,5%
Guadalajara	28	61%	85%	0,33	7,5%
Huesca	36	33%	85%	0,33	4,7%
C. de Madrid	128	76%	81%	0,26	8,5%
Las Palmas	25	76%	54%	0,25	7,6%
Castellón	27	48%	79%	0,23	5,1%
Valencia	76	66%	47%	0,23	5,9%
Alicante	70	70%	75%	0,22	9,6%
Zaragoza	27	56%	92%	0,22	4,3%
TOTAL ESPAÑA	1.853	52%	61,2%	0,05	5,7%

Notas: Datos municipales agregados por provincia ponderando por el número de hogares en 2022.

La proyección de hogares (2023-2027) procede del INE.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, MITMA y estimaciones propias.



Finalmente, conviene analizar si la escasez de oferta está generando una presión adicional en el crecimiento del precio de la vivienda en estos municipios. Para responder a esta pregunta, estimamos una regresión lineal del crecimiento del precio de la vivienda acumulado entre el 4T 2019 y el 3T 2022 sobre la métrica de «desequilibrio» y controlando por el nivel de precios del 4T 2019.¹⁹ El coeficiente estimado es positivo y significativo, lo que sugiere que los municipios con mayor desequilibrio habrían experimentado un mayor crecimiento del precio de la vivienda.²⁰

Las proyecciones demográficas indican que la necesidad de vivienda podría incrementarse en los próximos años, pero múltiples factores dificultan el crecimiento de la oferta

En este artículo hemos mostrado que, en las ubicaciones con mayor dinamismo demográfico, la construcción de nueva vivienda es insuficiente para cubrir la pujante demanda. La problemática de la escasez de oferta podría acrecentarse en los próximos años puesto que se espera que la población siga creciendo gracias a la inmigración.²¹ En concreto, según las nuevas proyecciones de población del INE, en los próximos cinco años se podrían crear unos 217.000 nuevos hogares por año. Asimismo, la evolución demográfica seguirá siendo muy desigual en términos geográficos, pues se prevé una mayor creación de hogares precisamente en las provincias que ya presentan una insuficiente oferta de vivienda (véase la última columna de la tabla de la página anterior).

¹⁹ Se dispone de datos del precio de la vivienda para 270 municipios (aquellos con más de 50.000 habitantes).

²⁰ En concreto, el coeficiente toma un valor de 1,4, lo que implica que un municipio con un desequilibrio igual a uno experimentó, en promedio, un crecimiento del precio de la vivienda de 1,4 p. p. superior al de un municipio con desequilibrio igual a cero.

²¹ El INE proyecta un incremento de 1,88 millones de personas en los próximos cinco años hasta alcanzar una población de 49,3 millones en 2027. Si bien el número de personas nacidas en España descenderá (-106.000 personas por año), lo compensarán con creces los flujos migratorios (+483.000 personas por año).

Esta falta de oferta de vivienda en las zonas económicas más dinámicas no es un fenómeno exclusivo de España, sino que también se observa en otros países europeos y en EE. UU.²² A medida que las personas migran en búsqueda de empleo, educación y oportunidades económicas, la demanda de vivienda en las regiones económicamente más productivas supera de lejos la producción de viviendas nuevas.

En España, el sector de la promoción y la construcción residencial señala varios factores que limitan el crecimiento de la oferta en estas zonas más congestionadas, entre los que destaca la escasa disponibilidad de suelo, un aspecto íntimamente relacionado con las distintas normativas urbanísticas que en muchos casos dificultan la generación de nuevo suelo para fines residenciales. Otros aspectos administrativos, como la lentitud en la tramitación de licencias o la inseguridad jurídica, junto con otros factores, como la escasez de mano de obra, el incremento de los costes de construcción o algunos problemas de desabastecimiento de determinados suministros, son otras de las principales razones que limitan la promoción de obra nueva. Además, en el actual contexto económico, es muy probable que muchas empresas del sector se vean obligadas a postergar el lanzamiento de nuevos proyectos ante el empeoramiento de la situación macroeconómica y por el impacto del aumento de los tipos de interés sobre la demanda.

En el actual contexto económico, es muy probable que muchas empresas del sector se vean obligadas a postergar el lanzamiento de nuevos proyectos ante el empeoramiento de la situación macroeconómica y por el impacto del aumento de los tipos de interés sobre la demanda

²² Se estima que en EE. UU. se necesitan 3,8 millones de viviendas nuevas para satisfacer las necesidades de vivienda en las regiones económicamente más productivas, según el informe «Housing Underproduction in the U.S.», Up For Growth, 2022. En Europa, el informe «The State of Housing in Europe in 2021» señala la insuficiente oferta de vivienda como una de las principales problemáticas que experimentan muchos países europeos, especialmente en áreas urbanas, donde hay una insuficiente oferta de vivienda social y vivienda asequible.



Volatilidad de las materias primas

¿Cómo evolucionarán los costes de la construcción en España en 2023?

Los costes de la construcción en España se han incrementado significativamente desde enero de 2021, un alza que se inició por la fuerte reactivación de la demanda global ante la reapertura de la economía tras la pandemia, pero que se acentuó con el estallido de la guerra en Ucrania. En los últimos meses, sin embargo, el precio de los metales industriales en los mercados internacionales ha descendido de forma marcada y los mercados de futuros apuntan a una cierta estabilización de las cotizaciones. En este contexto, es de esperar que los costes de los materiales de la construcción en España se moderen en 2023.

2022 ha sido un año especialmente volátil para las materias primas. Desde la guerra en Ucrania y la crisis energética, pasando por la fuerte subida del dólar, hasta la reciente desaceleración del crecimiento en China y las perspectivas globales de enfriamiento económico, una serie de eventos han afectado en mayor o menor medida al precio de las materias primas a lo largo del año, incluidos los metales industriales. Una breve ojeada a algunos de los índices de metales de referencia en los mercados internacionales basta para apreciarlo. Por ejemplo, el London Metal Exchange Index (LME), un índice comúnmente utilizado como referencia internacional, subió un 53% entre enero del 2021 y abril del 2022, tras el inicio de la guerra en Ucrania. Desde entonces, el precio ha bajado, a pesar de que sigue aún un 28% por encima de sus niveles prepandemia.²³

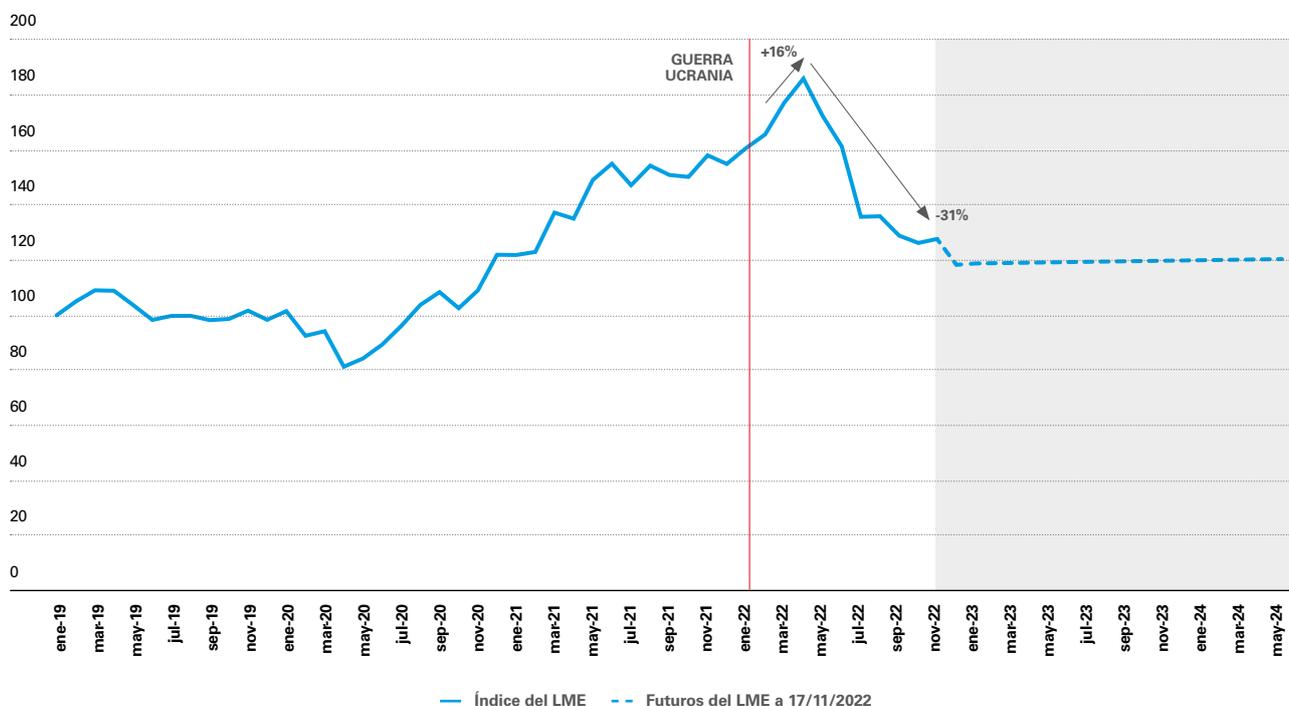
²³ Otros indicadores de referencia también se comportaron de forma análoga. Por ejemplo, el índice de metales de JP Morgan creció un 20% entre enero y abril de 2022 y, a pesar del descenso reciente, sigue un 59% por encima del nivel prepandemia. Estas mismas cifras correspondientes al índice de metales Rogers fueron del 18% y del 26%, respectivamente.



Fuerte volatilidad en los precios de metales en los mercados internacionales, pero los mercados de futuros apuntan a una tendencia estable

Índice del London Metal Exchange (LME)

(100 = enero 2019)



Nota: Los futuros del LME corresponden a una media ponderada entre los futuros de aluminio y cobre globales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

El estallido de la guerra en Ucrania acentuó la tendencia alcista que ya mostraban los precios de las materias primas. Desde el verano, las cotizaciones han bajado y los futuros señalan que se estabilizarán en los niveles actuales

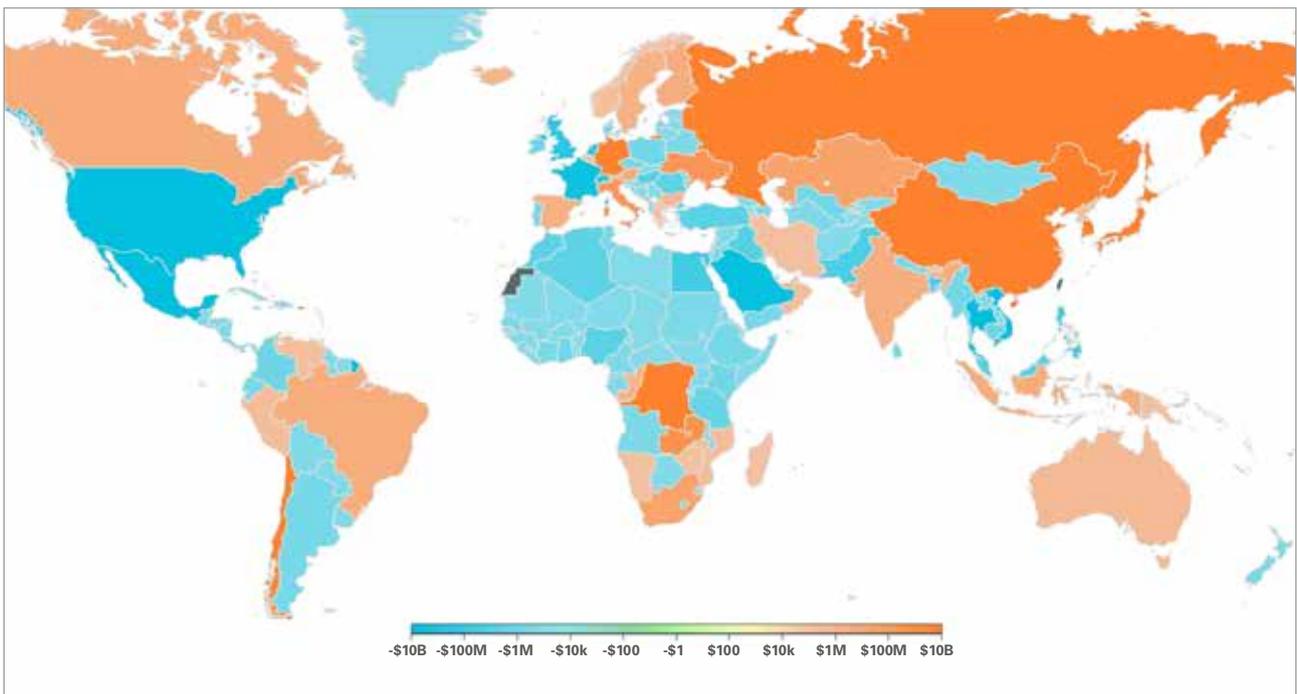
Estos movimientos de ida y vuelta se deben a varios factores. En primer lugar, Rusia es uno de los grandes proveedores y exportadores mundiales de materias primas, incluidos metales y otros materiales usados en la construcción. Además, la guerra de Ucrania generó expectativas negativas entre los inversores, que anticiparon mayores costes energéticos y, por tanto, una caída en la oferta de metales (cuya producción es muy intensiva en el uso de energía). Sin embargo, estas mismas expectativas dieron un giro drástico al no materializarse los peores temores de desabastecimiento de materias primas debido al conflicto y, más tarde, debido al deterioro de las perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas. En paralelo, otro factor importante en el reciente descenso de los precios de los metales es la evolución de la demanda de materias primas por parte de China. Durante el 2022, el gigante asiático ha ido introduciendo fuertes restricciones de movilidad por la COVID-19, las cuales han paralizado la actividad económica, a la vez que el sector inmobiliario del país se



encuentra en una situación muy delicada debido al impacto de las políticas adoptadas para frenar la burbuja inmobiliaria.²⁴ Por último, la apreciación del dólar (consecuencia directa de la política monetaria de la Fed) ha supuesto una presión adicional a la baja en el precio de las *commodities*, ya que estas se comercian en dólares en los mercados internacionales. En este contexto de presión bajista sobre los precios de los metales industriales internacionales, una pregunta natural es, ¿tendrá esto un impacto en los costes de construcción en España? Si es así, ¿cuándo lo veremos?

²⁴ Véase el Focus «El sector inmobiliario chino (parte II): ¿aterrizaje de emergencia o vuelo a baja altitud?» en el *Informe Mensual* del mes de marzo de 2022.

Mapa de países exportadores de metales: Rusia, con 22.400 millones, es el tercer exportador mundial



Nota: Exportaciones netas en 2020 por valor añadido.
Fuente: Observatory for Economic Complexity, MIT.

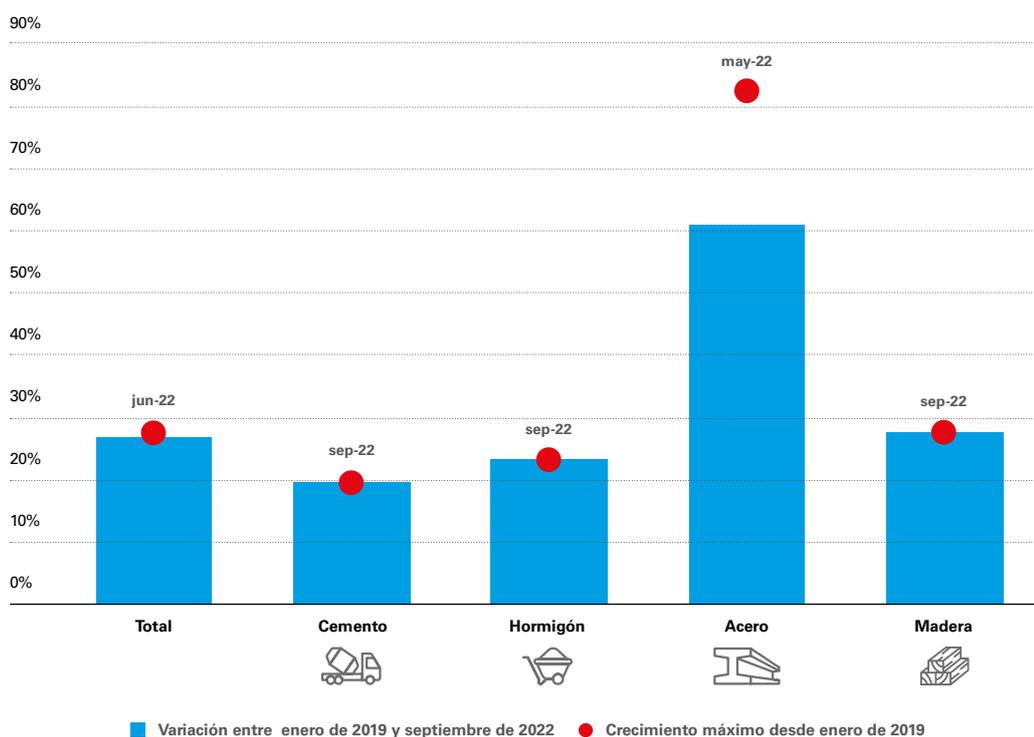
Estimación de la evolución de los costes de construcción en España a partir de los precios de los metales industriales en los mercados internacionales

Para arrojar luz a esta cuestión, hemos desarrollado un modelo econométrico de series temporales que permite analizar cómo los precios de los metales industriales en los mercados internacionales afectan a los costes de construcción en España. Pero antes de entrar en detalle sobre los resultados de este modelo, conviene repasar la evolución reciente de los costes de construcción en España.

En España, los materiales de construcción se han encarecido de forma muy significativa y las señales de moderación son todavía muy tímidas

Según los datos del Ministerio de Transporte, Movilidad y Agenda Urbana, el coste de los materiales de la construcción residencial era, en septiembre de 2022, un 26,7% superior al registro de enero de 2019 (algo inferior al crecimiento máximo del 27,6% que llegó a alcanzar en junio de 2022). En nuestro análisis nos ceñimos al cemento, el hormigón, el acero y la madera como materiales representativos en la construcción. En el siguiente gráfico puede verse que, en septiembre de 2022, el cemento y el hormigón eran alrededor de un 20% más caros que a principios de 2019 y la madera, un 28%. También se ve el caso extremo del acero, que llegó a encarecerse un 84% y cuyo precio en septiembre todavía era un 61% superior al de enero de 2019.

Fuerte aumento de los costes de los materiales de construcción en España



Nota: Coste total de la construcción residencial (incluye todos los materiales de construcción residencial).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.



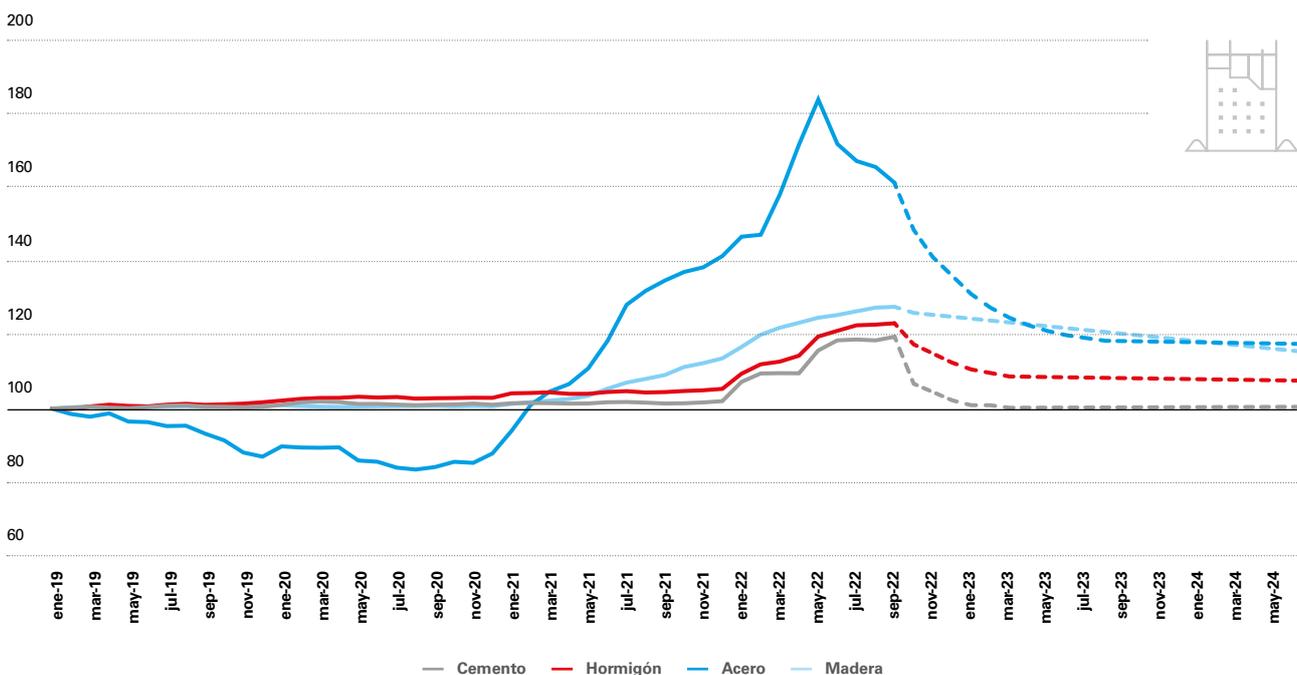
Para poder proyectar cómo pueden evolucionar los costes de construcción en España en 2023, usamos los precios del mercado de futuros del LME.²⁵ Según la curva de futuros de mediados del mes de noviembre, los inversores descuentan que los metales caerán levemente en diciembre y se mantendrán estables durante el 2023. En consonancia con la evolución de los futuros del LME, nuestro modelo²⁶ prevé que el acero, el hormigón, la madera y el cemento también experimenten un descenso en 2023 (véase el siguiente gráfico), que sería moderado en el caso de la madera (2%) y más pronunciado en el caso del acero (23%), según nuestras estimaciones. La diferencia entre la bajada del acero y la madera se debe a que el acero correlaciona más con el ciclo del mercado inmobiliario, que se encuentra en una fase de moderación. Asimismo, el acero repuntó mucho más, en parte por la mayor exposición al conflicto de Ucrania (Rusia es uno de los mayores exportadores de acero). La madera, en cambio, no sufre esta exposición.

²⁵ Utilizamos futuros sintéticos, que calculamos haciendo una media ponderada entre los futuros de aluminio y cobre globales. El LME tiene una correlación del 97% con la combinación lineal de ambos. Los futuros de aluminio y cobre utilizados son los del 17/11/2022.

²⁶ Para cada material de la construcción, estimamos un modelo autorregresivo con un factor explicativo, el índice LME.

Proyección de los costes de los materiales de construcción en España a partir del índice LME

Índice (100 = enero 2019)



Nota: Las líneas discontinuas muestran el resultado de proyectar los costes de cada material a partir de un modelo autorregresivo con un factor explicativo, el índice LME.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

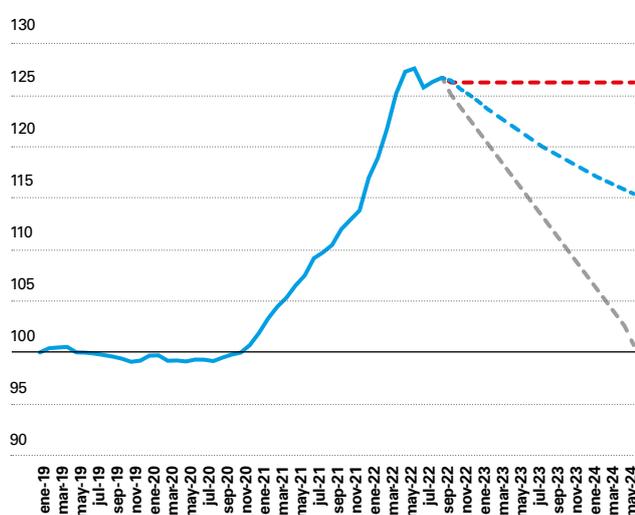
A continuación, analizamos el efecto que tendría la evolución del precio de los distintos materiales sobre el coste total de la construcción residencial. Para ello usamos, de nuevo, un modelo de series temporales que captura la persistencia del coste de la construcción²⁷ y la evolución de los precios del cemento, hormigón, acero y madera junto con sus proyecciones obtenidas a partir de los futuros del LME. De forma paralela, con fines ilustrativos, simulamos dos escenarios alternativos que podrían mover el coste de la construcción en direcciones opuestas. Por una parte, simulamos el modelo en el caso de que hubiera otro *shock* y que los precios de los materiales se mantuvieran en el nivel alcanzado en agosto de

²⁷ Una serie persistente es aquella en la que el valor de la variable en una fecha determinada está estrechamente relacionado con el valor anterior

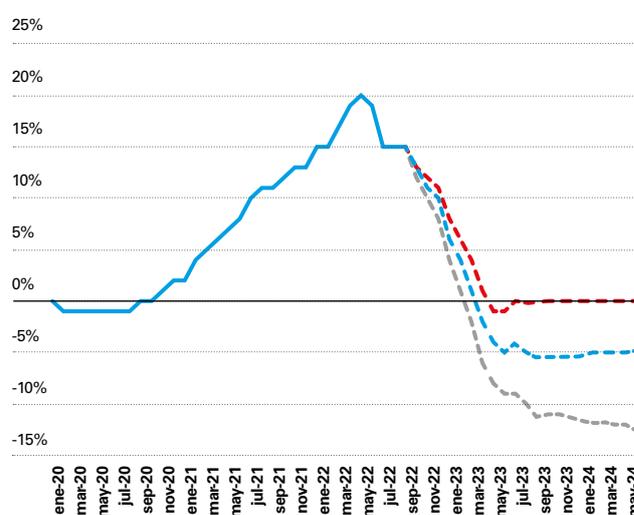
2022, y permanecieran en ese nivel todo el año 2023 (por ejemplo, como consecuencia de una escalada del conflicto en Ucrania que tuviera consecuencias globales). Por otra parte, simulamos la evolución del coste de la construcción en un escenario en el que los precios de los materiales convergen a mediados de 2024 a su media de 2019, el nivel prepandemia (por ejemplo, como consecuencia de un enfriamiento mayor de lo esperado en China o por una corrección severa en los mercados inmobiliarios). Los resultados de este ejercicio se pueden ver en los siguientes gráficos.

Proyección del coste de la construcción en 2023 bajo distintos supuestos

Índice (100 = enero 2019)



Variación interanual (%)



— Datos históricos — Proyección con precios altos — — Proyección según mercado de futuros — — Proyección con precios bajos

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

Como podemos observar, el modelo que incorpora los futuros de metales internacionales nos lleva a un escenario en el que se iniciaría una bajada sustancial en el coste de la construcción en España desde el mes de diciembre. En 2023, la variación interanual se iría moderando y registraría valores negativos a partir de abril. En promedio, el coste de construcción residencial en 2023 sería un 3% inferior con respecto al 2022, pero en diciembre de 2023 sería todavía un 15% superior al de enero de 2019.

A pesar del descenso previsto, los costes de construcción residencial en España se mantendrían en 2023 por encima del nivel prepandemia



Por otra parte, en un escenario de precios altos, el coste de construcción se mantendría en niveles altos en 2023, con un crecimiento del 1% interanual. Finalmente, los resultados del modelo que simula precios más bajos (retorno al nivel de 2019 a mediados de 2024) nos adelantan una tendencia similar a la del escenario central, pero con un descenso algo más marcado. En este caso, se registrarían variaciones interanuales negativas desde marzo de 2023 y, en el promedio del año 2023, los precios estarían un 7% por debajo del nivel de 2022.

Reflexión final

Los numerosos eventos geopolíticos y económicos vividos en Ucrania y China, junto con la apreciación del dólar, han provocado una mayor volatilidad de las *commodities*. Entre estas, el precio de los metales industriales ha vivido un gran aumento durante los primeros meses de 2022, seguido de una bajada que parece dejar atrás los valores máximos. A través de las expectativas de los inversores sobre los precios de los metales industriales en los mercados internacionales, estimamos que los costes de la construcción en España podrían descender en 2023, si bien convergerían a unos precios aún un 15% superiores a sus valores previos a la crisis. Con todo, la situación económica y geopolítica es tan incierta que hay numerosos riesgos al alza y a la baja que podrían materializarse dependiendo de la senda de recuperación China, la evolución de su mercado inmobiliario y otros factores geopolíticos relacionados con la guerra en Ucrania.

Wait and see en el sector

El mercado inmobiliario comercial adopta una posición de 'esperar y ver' ante el escenario económico actual

Los activos inmobiliarios comerciales han tenido un excelente comportamiento en la primera mitad del año 2022. Pero esta situación está cambiando rápidamente a raíz del fuerte aumento de los tipos de interés que está llevando a cabo el BCE para frenar el avance de la inflación. Todo parece indicar que las oficinas serán los activos que pueden sufrir un mayor ajuste de valoración, al contar con unas rentabilidades más estrechas. El *retail*, cuyas valoraciones acumulan varios años de intenso ajuste, podría tener ahora un comportamiento más estable que el resto de los segmentos. En cambio, los activos logísticos, el producto estrella en los últimos tiempos por el auge del *e-commerce*, podría mostrar una mayor sensibilidad al deterioro del entorno macroeconómico. Finalmente, ponemos el foco en el segmento *co-living*, que está despertando mucho interés inversor recientemente en España, especialmente en el caso del *senior living*, un segmento con perspectivas muy positivas teniendo en cuenta las perspectivas demográficas que apoyarán a la demanda a medio y largo plazo y la escasa oferta actual.

Vientos de cola para el inmobiliario comercial en la primera mitad de 2022

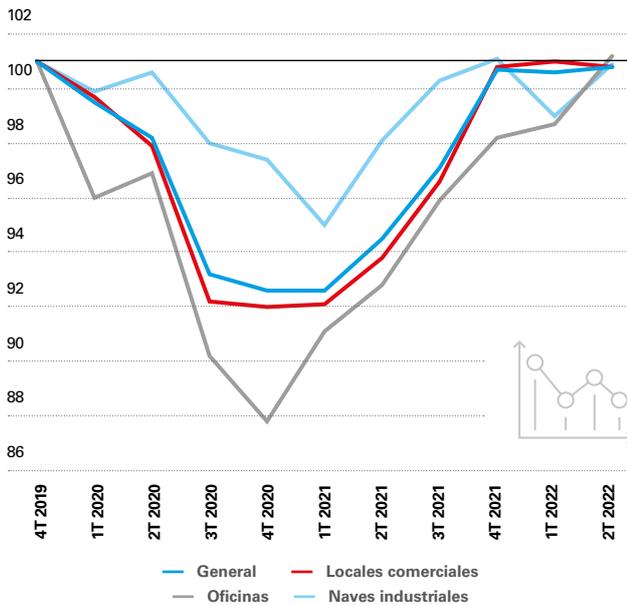
La tendencia alcista iniciada a comienzos de 2021 en el mercado inmobiliario comercial tuvo continuidad hasta la primera mitad de 2022, sobre todo, gracias a unas condiciones de financiación muy favorables y un elevado apetito inversor para esta tipología de activos. Así, según el nuevo índice de precios para el mercado inmobiliario comercial que proporciona el Banco de España,²⁸ las valoraciones se han recuperado de forma generalizada a lo largo del último año y medio para, prácticamente, recuperar los niveles prepandémicos en la primera mitad de 2022.

²⁸ La descripción de la metodología de este reciente índice de precios se recoge en el documento de trabajo de Matías Lamas y Sara Romaniega (marzo de 2022): «Elaboración de un índice de precios para el mercado inmobiliario comercial de España». Documentos Ocasionales, n.º 2203.

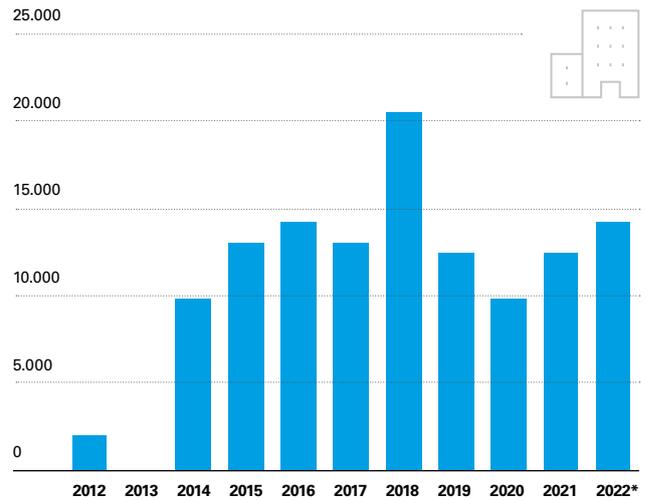


La reactivación es todavía más evidente en términos de inversión: en los tres primeros trimestres de 2022, el volumen de inversión superó el registro anual de los últimos 10 años (14.226 millones de euros), a excepción de 2018 (en torno a los 20.000 millones de euros según la consultora inmobiliaria CBRE).

Índice de precios del mercado inmobiliario comercial
(100 = 4T 2019)



Inversión en inmobiliario comercial en España
Millones de euros



Notas: (*) Dato acumulado en el año hasta el 3T 2022. El dato de inversión incluye activos hoteleros.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y la CBRE.

La recuperación más notable de los precios ha tenido lugar en los activos de **oficinas**. Se trata de uno de los segmentos que más sufrió los efectos de la pandemia, sobre todo en las primeras etapas de fuertes restricciones a la movilidad y trabajo desde los hogares, cuando el precio llegó a caer por encima del 15% interanual. Una vez superadas estas fases más agudas de la crisis sanitaria y después de una cierta normalización del teletrabajo (el híbrido parece ser el nuevo modelo predominante), el segmento de oficinas ha ido recuperando de forma gradual las valoraciones anteriores a la vez que las *yields* han aumentado,²⁹ si bien es cierto que los volúmenes de inversión son aún modestos en términos históricos.³⁰

Las oficinas son el activo donde más se han recuperado las valoraciones, pero los locales comerciales han sido el segmento donde la inversión supera la media de los últimos cinco años

²⁹ La *yield* (o rentabilidad) de un activo de inversión en inmobiliario comercial hace referencia a la ratio entre la renta y el valor del activo.

³⁰ En Madrid, la inversión se ha recuperado, lo que ha mejorado los pésimos registros de 2021, pero aun así los volúmenes de inversión se encuentran por debajo de la media de los últimos cinco años, según los datos que maneja la consultora inmobiliaria CBRE. En Barcelona, la inversión se modera este año respecto al excelente 2021, cuando recibió el impulso del distrito 22@, y también se encuentra levemente por debajo de la media de los últimos cinco años.



La lectura es similar en el segmento de **locales comerciales**. Se trata también del otro activo inmobiliario que se vio más perjudicado por las consecuencias de la pandemia. A partir de ahí, la reactivación del interés por este sector ha sido evidente, y ya presenta unas valoraciones apenas un 0,2% por debajo de las registradas antes de la crisis sanitaria, y unos volúmenes de inversión que se han recuperado de forma más notable que en el caso de las oficinas.³¹ En el caso concreto de los centros comerciales, también se observa una recuperación gradual en términos de ventas y de afluencia de visitantes hacia los niveles prepandémicos, mucho más evidente en términos de ingresos (tan solo un 4% por debajo de los niveles de 2019) que de visitas (-16,5% por debajo), ya que el retorno a la parte de ocio de estos centros ha sido mucho más lenta desde la pandemia.

³¹ En lo que llevamos de año, la inversión en locales comerciales supera de forma abultada la inversión anual desde 2019 (acumula una inversión de 3.556 millones de euros en lo que llevamos de año hasta el 3T 2022) y se sitúa en niveles similares a la media de cinco años prepandémica.

Los indicadores de los centros comerciales continúan recuperándose hacia los niveles prepandemia, pero la recuperación en la afluencia de visitantes es incompleta por la tardía recuperación del ocio

Por último, el segmento de **naves industriales y logística** fue el que menos sufrió a lo largo de la pandemia. De hecho, la escasez de oferta y las nuevas necesidades asociadas al impulso del comercio *online* y los centros de datos (de nuevo, asociado al mayor auge del teletrabajo y a los procesos de digitalización), entre otras tendencias pospandemia, lo convirtieron en el segmento estrella en la inversión en inmobiliario comercial en los últimos dos años. Este 2022 se ha caracterizado por una elevada superficie contratada, un fuerte descenso de las tasas de desocupación y un aumento en la oferta disponible.



Los procesos de digitalización, el *boom* del *e-commerce* y el teletrabajo convirtieron al segmento industrial y de logística en el activo estrella para la inversión en Commercial Real Estate (CRE)

¿Cómo afectará el escenario actual de inflación y subidas de tipos de interés a la evolución del sector inmobiliario comercial?

El estallido de la guerra en Ucrania a comienzos de año ha sido un factor diferencial para el escenario económico global y, por tanto, también para la economía española. Aunque es cierto que nuestra exposición al conflicto es menor que en otras economías del centro de Europa, la crisis energética, sobre todo en los mercados internacionales del gas natural, ha impactado de forma significativa en la inflación, llevándola a máximos de los últimos 40 años. Las señales de que ese encarecimiento de la factura energética se estaba trasladando hacia otras partidas de la cesta de la compra y el miedo a que la inflación se enquistase en la economía llevó al BCE a abandonar la política ultraexpansiva de los últimos años y a subir los tipos de referencia de forma especialmente agresiva (+200 p. b. desde junio). En este contexto de inflación elevada y tipos de interés de mercado al alza, las previsiones de crecimiento para 2023 se han revisado de forma generalizada a la baja.³²

Este contexto afectará directamente también al mercado inmobiliario comercial. No cabe duda de que un aumento generalizado de los tipos de interés encarece la financiación de las operaciones de inversión y hace que estas operaciones que habitualmente van aparejadas de apalancamiento pierdan atractivo frente a otras alternativas. De esta manera, el inversor en activos de inmobiliario comercial requerirá que las *yields* se ajusten al alza (y esto requiere un aumento de las rentas, una moderación de precios o ambas cosas a la vez) para que las inversiones resulten atractivas.

El mercado de activos inmobiliarios comerciales se encuentra en un momento de 'esperar y ver' ante el ajuste de valoraciones y *yields*, que aún se están adaptando a unos tipos de interés de mercado más elevados

De hecho, ya en los últimos meses de 2022 se ha observado que el mercado se encuentra en un momento de desajuste entre, por un lado, una oferta que se muestra reticente a reducir el valor de unos activos que se han venido demandando con fuerza en meses anteriores y, por el otro, una demanda que necesita valoraciones más ajustadas a la realidad actual y unos *yields* más atractivos. Ese desajuste se refleja en la paralización o postergación de muchas operaciones de inversión, de tal manera que el mercado se encuentra en un momento de 'esperar y ver', al menos hasta que se esclarezca hasta qué punto subirá el BCE los tipos de referencia.³³ En cualquier caso, no esperamos que el mercado se paralice totalmente o de forma abrupta, teniendo en cuenta que los tipos permanecen en niveles contenidos en términos históricos y, sobre todo, teniendo en cuenta que sigue habiendo liquidez en el mercado.

³² Para una lectura más detallada sobre los factores que se encuentran detrás del cambio de escenario económico para la economía española según las previsiones de CaixaBank Research consultar el Dossier de Perspectivas publicado en el *Informe Mensual* de noviembre de 2022.

³³ Para saber más sobre las expectativas en política monetaria, véase el artículo «¿Hay luz al final del túnel? Perspectivas para la política monetaria en 2023» en el *Informe Mensual* del mes de noviembre de 2022.



En este sentido, aquellos activos cuyas *yields* ya acumulan un fuerte ajuste, como es el caso del segmento *retail* de locales comerciales, serían los que deberían verse menos afectados por el aumento en los tipos de interés de mercado. En cambio, en el caso de las naves industriales y de logística, segmento estrella en los últimos meses, los *yields* tienen mayor margen para ajustarse al alza.

Pero, más allá del impacto que puedan tener los aumentos de tipos de interés, también hay que tener en cuenta factores más de tipo estructural que moverán el mercado inmobiliario comercial. En el caso de las oficinas, las perspectivas actuales son relativamente positivas, ya que la penetración del teletrabajo no ha sido tan extensa como se esperaba en un principio y, además, el trabajo híbrido está introduciendo necesidades de nuevos espacios, de tal manera que la transformación de las oficinas tradicionales requerirá importantes inversiones en este tipo de activos. Además, las perspectivas del mercado laboral no se han deteriorado de forma material.

En lo que respecta a los locales comerciales, el sector lleva expuesto a los procesos de digitalización y al comercio *online* desde mucho antes del estallido de la pandemia, lo que explica la fuerte consolidación de este segmento en los últimos años. Aunque es cierto que el escenario actual contempla un enfriamiento del consumo a corto plazo como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo de las familias, no se espera una corrección severa en un segmento que acumula un enorme ajuste en los últimos años. Además, al igual que en las oficinas, las nuevas necesidades de locales híbridos que conjuguen la compra física (sigue siendo la predominante) con el *e-commerce* sugiere que este segmento mantendrá cierto atractivo para el inversor.



Por último, las naves industriales y los activos logísticos seguirán contando con un enorme interés por parte del inversor, sobre todo porque la oferta y los procesos que han venido impulsándolos (digitalización y comercio *online*) aún tienen mucho margen de expansión en nuestro país a medio y largo plazo.

El auge actual del *senior living* se apoya en unos sólidos fundamentales y en la escasez de oferta en España

Entre los segmentos de inmobiliario comercial, el residencial es uno de los que más interés ha generado por parte de los inversores desde el estallido de la pandemia.³⁴ Detrás de este interés aparecen aspectos tales como las nuevas necesidades habitacionales que han surgido a raíz de la pandemia, la aparición del segmento del *co-living*, muy asociado al auge del teletrabajo y la atracción de talento, así como la necesidad de una mayor integración entre los aspectos sociales y de trabajo asociados a la vivienda. Además, se trata de un segmento con escasa oferta en nuestro país en comparación con países de nuestro entorno. De hecho, desde el estallido de la pandemia, el encarecimiento de la propiedad ha vuelto a poner una vez más de manifiesto la necesidad de ampliar la oferta en el mercado del alquiler y se están promoviendo iniciativas de colaboración público-privadas para ampliar la oferta de alquiler a través del segmento *build-to-rent*.

Dentro de este amplio segmento de *co-living*, aparece con fuerza en nuestro país un activo totalmente novedoso y que está funcionando bien en países del entorno: el *senior living*. Se trata de espacios alternativos a las tradicionales residencias para la tercera edad, pensados para la población sénior (65 años o más) que ha llegado a la jubilación con una buena salud y con la capacidad y la necesidad de realizar actividades de ocio o de carácter social y de comunidad. En este sentido, este tipo de productos compagina los beneficios de una vivienda en alquiler (en términos de escaso mantenimiento de la vivienda) con la oferta de actividades de ocio en un espacio habitacional común. Además, se pueden ir añadiendo servicios de tipo asistencial a medida que transcurren los años sin que suponga un coste excesivo, gracias a las economías de escala y a las sinergias.

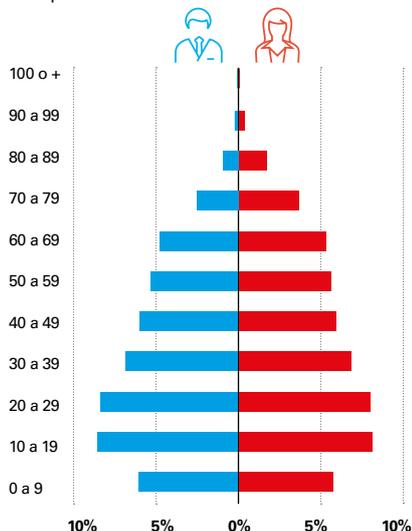
Los fundamentales por el lado de la demanda de este activo son muy sólidos. La población española está envejeciendo de forma gradual y progresiva, de tal manera que la tradicional pirámide de población se está achatando por la base (menor ritmo de nacimientos) y ensanchando en la punta (más población en las cohortes de mayor edad), perdiendo la forma de pirámide. Además, las proyecciones poblacionales que maneja el INE sugieren que esta tendencia se mantendrá en los próximos años. Concretamente, la población sénior española crecerá un 64% en los próximos 30 años, hasta suponer el 31% de la población total (20% actual).

**La población sénior española
crecerá un 64% en los próximos 30 años,
hasta suponer el 31% de la población
total (20% actual)**

³⁴ El segmento del *living* es el más dinámico de la inversión en CRE en lo que llevamos de año, con una inversión que ronda los 3.700 millones de euros hasta el 3T 2022, el mayor registro en la serie disponible.

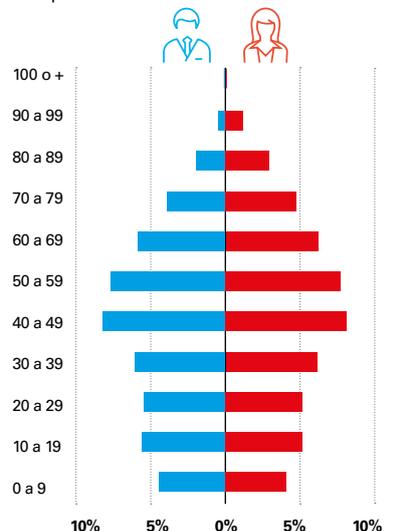
Pirámide poblacional 1990

% de población



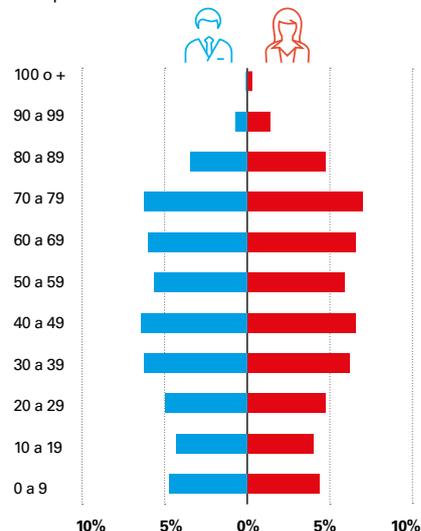
Pirámide poblacional 2022

% de población



Pirámide poblacional 2050

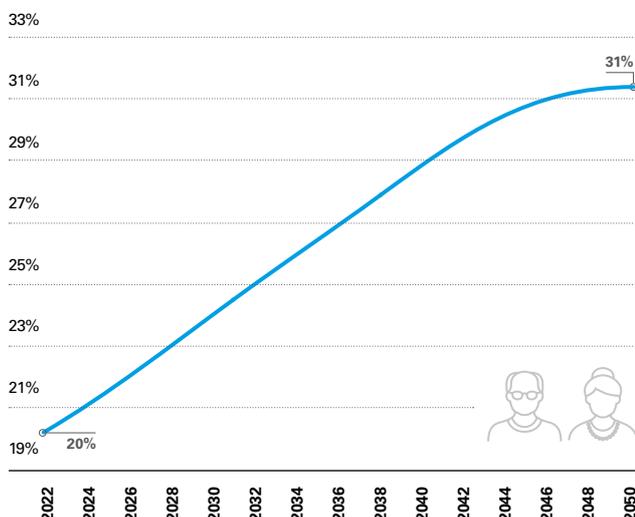
% de población



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

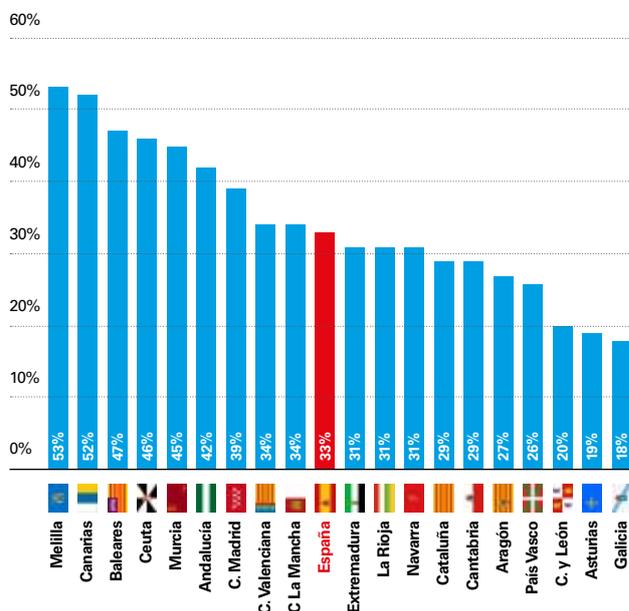
Población mayor de 65 años en España

(% del total de la población)



Aumento de la población sénior por CC. AA.

Crecimiento acumulado entre 2022 y 2035



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Andalucía, Cataluña, la Comunidad de Madrid y la Comunidad Valenciana serían las regiones con mayor población sénior en el país, lo que no sorprende demasiado, al ser también las regiones más pobladas. ¿Cómo se compara este dato con la oferta de *senior living* actualmente disponible? En realidad, la mayor parte del territorio se caracteriza por tener una oferta inferior a lo recomendable: según la OMS, la ratio de cobertura óptima estaría en torno a las 5 plazas por cada 100 ciudadanos de 65 años o más.³⁵

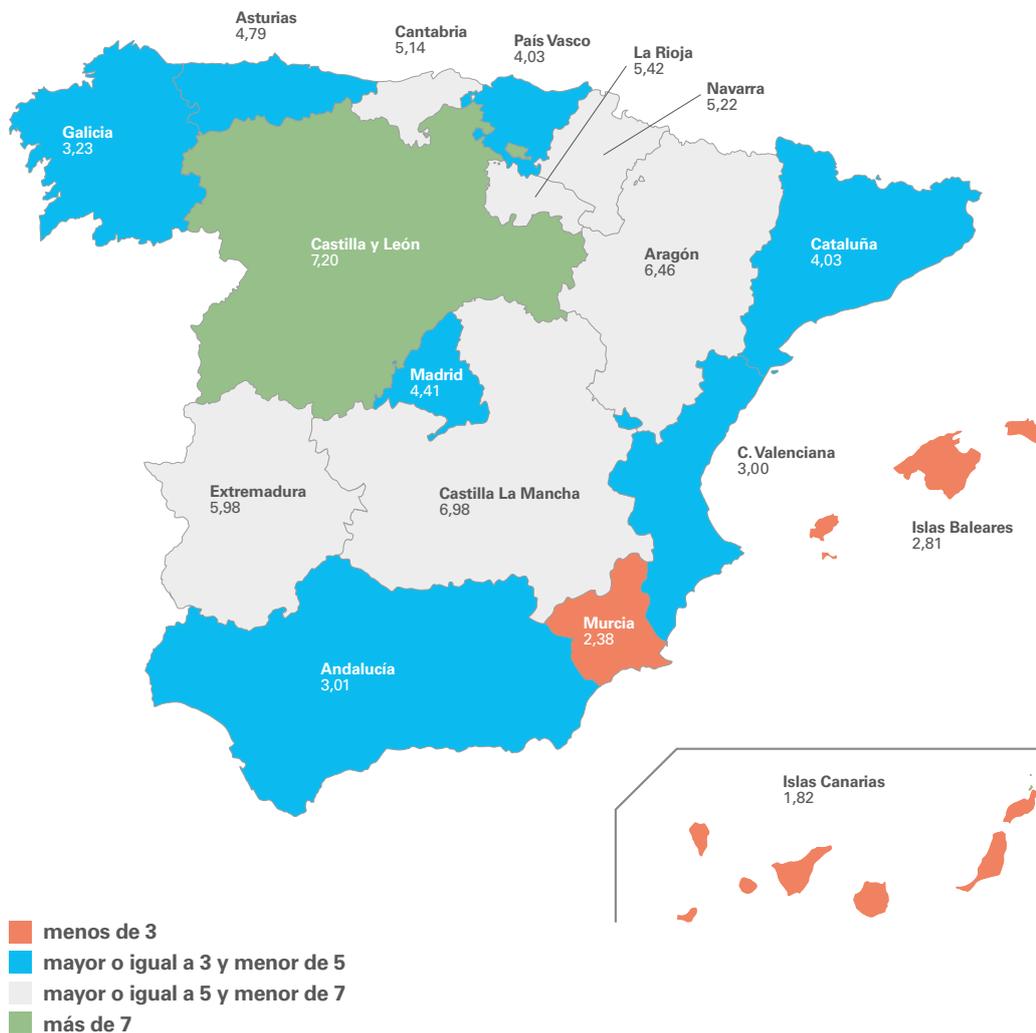
³⁵ Esta referencia incluye el caso de las residencias para la tercera edad.



El siguiente mapa resume claramente el desajuste existente entre oferta y demanda en el territorio español, donde la tasa de cobertura media es de 4 plazas por cada 100 ciudadanos sénior. La única excepción reseñable es el caso de Castilla y León, mientras que la menor oferta se encuentra en las regiones insulares y en Murcia. En balance, la conclusión es obvia: existe margen para ampliar la oferta de plazas en este segmento.

Tasa de cobertura por CC. AA.

Número de plazas disponibles por cada 100 ciudadanos de 65 años o mayores



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Colliers Spain.

Además, las proyecciones de población apuntan a que los mayores incrementos de la población sénior hasta 2035 se producirán en las regiones insulares, Murcia, la C. Valenciana y Madrid. Es decir, la demanda será aún mayor en aquellas regiones que no solo destacan por el dinamismo económico (Madrid y C. Valenciana), sino por su atractivo para atraer población sénior extranjera (sería el caso del resto de regiones destacadas).

Indicadores y previsiones

Variación anual (%), salvo indicación expresa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2014	Promedio 2015-2019	2020	2021	Previsión 2022 ¹	Previsión 2023 ³	Tendencia
 Indicadores de actividad								
PIB total	3,4	-1,2	2,6	-11,3	5,5	4,5	1,0	
VAB construcción	3,1	-9,8	3,1	-13,2	-3,0	3,2	1,4	
Inversión en construcción	5,4	-9,4	6,2	-10,2	-3,7	4,3	2,5	
Inversión en vivienda	5,4	-8,5	10,1	-11,4	-4,8	2,8	1,4	
Inversión en resto de construcción	3,1	-9,8	3,1	-13,2	-3,0	6,0	3,8	
Visados de inicio de obra (miles)	642	94	80	86	108	100	100	
Visados de inicio de obra	2,8	-28,7	20,9	-19,5	26,6	-7,7	0,0	
Certificados de fin de obra (miles)	482	230	57	86	91	95	105	
Certificados de fin de obra	8,3	-34,9	14,9	9,1	6,3	4,0	10,5	
Confianza en el sector de la construcción (nivel) ⁵	13,1	-41,7	-20,9	-17,4	-1,9	8,0	-	

Mercado laboral

Afiliados total	3,5	-2,4	3,1	-2,1	2,5	3,9	1,2	
Afiliados en la construcción	6,1	-13,5	5,1	-1,7	4,5	3,5	1,0	
Construcción de edificios	-	-14,4	7,1	-2,2	5,4	4,3	1,2	
Ingeniería civil	-	-16,4	1,2	-1,6	2,6	4,8	0,9	
Act. de construcción especializada	-	-8,9	4,3	-1,5	4,1	2,8	0,9	
Afiliados en actividades inmobiliarias	10,3	2,1	6,3	-1,5	2,3	-4,8	-5,0	
Ocupados total (EPA)	4,1	-2,7	2,6	-2,9	3,0	3,2	0,5	
Ocupados en la construcción (EPA)	6,7	-14,0	4,5	-2,6	3,8	2,7	0,4	
Tasa de temporalidad en la construcción (%) ⁵	57,6	39,6	41,4	36,7	35,0	27,1	-	
Tasa de paro en la construcción (%) ⁵	7,5	22,8	12,4	11,0	9,3	7,7	-	

Demanda de vivienda

Compraventas ² (miles)	886	388	450	420	566	595	480	
Compraventas ²	-0,1	-8,7	9,2	-16,9	34,8	5,0	-19,3	
Vivienda nueva ^{2,5}	12,1	-13,4	4,8	-10,1	36,5	6,6	-	
Vivienda segunda mano ^{2,5}	-7,8	-5,0	10,3	-18,4	34,4	21,3	-	
Compraventas extranjeros ³	-	11,3	5,5	-25,6	43,8	13,4	-17,8	
Compraventas segunda residencia ⁴	-	-8,5	8,5	-20,4	44,1	9,5	-16,6	

Precios

Precio de la vivienda (MITMA)	12,9	-5,7	2,7	-1,1	2,1	5,0	1,0	
Precio de la vivienda (INE)	-	-6,8	5,7	2,1	3,7	7,6	1,7	
Precio vivienda nueva ⁵	-	-5,7	6,5	6,5	4,6	8,5	-	
Precio vivienda de segunda mano ⁵	-	-7,7	5,5	1,4	3,6	8,0	-	
Precio del suelo	17,5	-8,7	1,3	-9,4	3,7	4,0	1,0	
IPC alquiler ⁵	4,3	0,8	0,8	1,1	0,6	1,7	-	

Ratios de accesibilidad

Precio de la vivienda (% renta bruta disponible)	6,7	7,9	6,9	7,5	7,8	8,2	8,1	
Esfuerzo teórico (% renta bruta disponible)	37,8	38,7	31,2	31,7	33,4	36,7	40,6	
Rentabilidad del alquiler (%) ⁵	4,5	3,5	4,2	3,7	3,7	3,6	-	

Financiación⁵

Número de hipotecas	5,8	-20,9	10,0	-6,5	23,8	12,9	-	
Saldo vivo del crédito para la compra de vivienda	14,1	-1,6	-2,2	-1,8	0,4	0,7	-	
Nuevas operaciones de crédito vivienda	17,7	-24,9	12,4	-2,1	39,4	13,4	-	
Saldo vivo del crédito promotor y construcción	23,6	-12,8	-11,0	-5,4	-3,6	-7,3	-	
Tasa de morosidad del crédito vivienda (%)	0,5	3,5	4,6	3,4	3,1	2,7	-	
Tasa de morosidad del crédito promotor y construcción (%)	0,5	20,2	20,4	5,8	5,2	4,8	-	

Notas: 1. Previsiones a 15 de diciembre de 2022. 2. El promedio 2000-2007 para las compraventas de vivienda corresponde al periodo 2004-2007 y los datos provienen del MITMA. Compraventas del INE a partir de 2007. 3. Compraventas de extranjeros según el MITMA. 4. Las compraventas de segunda residencia se estiman a partir de las compraventas realizadas en una provincia distinta de la provincia de residencia del comprador. 5. Los datos de la columna «Previsión 2022» corresponden a los datos acumulados hasta el último disponible de 2022.

Fuente: CaixaBank Research, a partir del INE, del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana (MITMA), del Ministerio de Empleo y Seguridad Social y del Banco de España.



CaixaBank Research

El *Informe Sectorial* y el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en la web: www.caixabankresearch.com. A través de nuestros estudios, intentamos estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo.



INFORME MENSUAL

Análisis de la coyuntura económica española, portuguesa, europea e internacional, así como de la evolución de los mercados financieros, con artículos especializados sobre temas clave de la actualidad.



IS TURISMO

Seguimiento semestral del sector turístico español, a partir del análisis de los principales indicadores económicos y del *big data*.



IS AGROALIMENTARIO

Seguimiento semestral del sector agroalimentario español, a partir del análisis de los principales indicadores económicos y del *big data*.



IS INDUSTRIA MANUFACTURERA

Seguimiento de la industria manufacturera española y del sector del automóvil, a partir del análisis de los principales indicadores económicos.



INFORME DE CONSUMO

Análisis de la recuperación del consumo en España en 2021 una vez superado el impacto por las restricciones a causa de la pandemia.



IS COMERCIO MINORISTA

Seguimiento sobre el comercio minorista en España, con énfasis en las perspectivas del consumo, el *e-commerce* y la inversión inmobiliaria minorista.



ICDS 2020

Índice que mide el grado de digitalización de las empresas españolas en relación con la frontera tecnológica europea.



www.caixabankresearch.com



research@caixabank.com

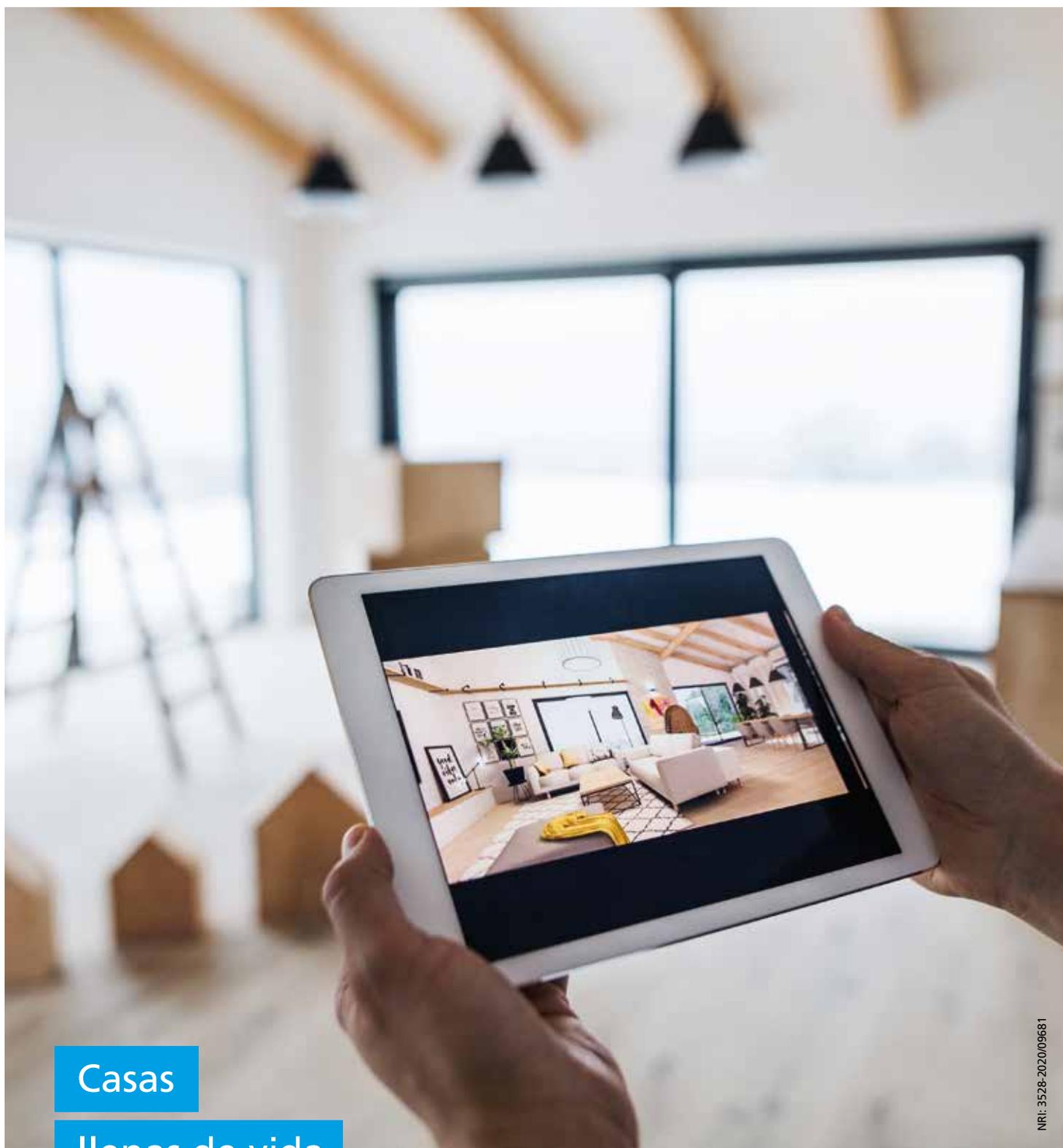


[@CABK_Research](https://twitter.com/CABK_Research)



Newsletter

El *Informe Sectorial* es una publicación de CaixaBank Research que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Sectorial* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.



Casas

Ilenas de vida

En CaixaBank creemos que las empresas del sector inmobiliario merecen una atención especializada. Por ello, disponemos de una red de centros con equipos de profesionales especializados que dan cobertura a todo el territorio para acompañar al promotor durante todo el proceso de construcción, desde el inicio de la obra hasta la entrega de las viviendas. Del mismo modo, facilitamos también la financiación a los compradores a través de la subrogación del préstamo promotor, implicándonos día a día para crear casas llenas de vida.

NRI: 3528-2020/09681

