

**EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA.  
PREVISIONES 2007-2009**

**Julio Rodríguez López  
Erica Fellingner Jusué**

## ÍNDICE

Introducción-resumen .....	3
1. Evolución general de la economía española .....	5
2. Mercado de vivienda. La demanda, 2006-2007 .....	6
3. Mercado de vivienda. La oferta, 2006-2007.....	13
4. El papel decisivo de la financiación .....	21
5. Previsiones de los precios medios de la vivienda para 2007-2009 .....	28
Anexo .....	31
Referencias bibliográficas.....	34
Índice de gráficos .....	35
Índice de tablas .....	35

## *Introducción-resumen*

El PIB de la economía española aumentó un 4% en los tres primeros trimestres de 2007 respecto al mismo período del año precedente. Este crecimiento se desaceleró suavemente en el tercer trimestre. Los menores aumentos del valor añadido y del empleo en la construcción fueron los factores desencadenantes de la desaceleración citada en la segunda mitad del año. Durante el largo período de auge inmobiliario y de la economía española, comprendido entre 1998 y 2006, la construcción ha explicado casi la cuarta parte del crecimiento de dicha economía.

El contexto económico mundial ha reflejado en su evolución, en el presente período, las incertidumbres derivadas de la crisis financiera mundial originada en el mercado hipotecario de Estados Unidos. Dicha crisis ha corregido a la baja las expectativas de los agentes económicos. La previsión de los organismos internacionales apunta hacia un crecimiento menor del PIB y del empleo de la economía mundial en la segunda parte de 2007 y en 2008, evolución que incidirá sobre la actuación de la economía española.

El ciclo de la vivienda ha cambiado de signo en 2007, tras la etapa expansiva más prolongada registrada en España por este subsector desde que se dispone de estadísticas económicas. En este año, la demanda de vivienda ha descendido ligeramente, como consecuencia del aumento de los tipos de interés registrado entre 2005 y 2007. También influyó, en dicho descenso, la revisión a la baja de las expectativas de aumento de los precios de la vivienda, circunstancia que afecta sobre todo a las compras de vivienda efectuadas con fines de inversión.

Los precios de la vivienda disminuyeron notablemente su crecimiento en 2007, como lo indica el hecho de que el aumento interanual retrocediese desde el 9,1% en 2006 hasta el 5,3% en el tercer trimestre del presente ejercicio. Esta desaceleración fue generalizada en la mayor parte de los países occidentales, en los que el auge de la construcción y de los precios de la vivienda ha sido significativo en los últimos años. España, junto con el Reino Unido e Irlanda, ha sido uno de los países en los que dicha evolución ha resultado ser más acusada.

Las menores ventas de viviendas han dejado sentir su influencia sobre las iniciaciones de nuevas viviendas, que disminuyeron en los ocho primeros meses de 2007 respecto al año anterior. A pesar de ello, la obra ejecutada en vivienda todavía registrará un crecimiento significativo en 2007 en el conjunto de la economía española. El comportamiento de las iniciaciones de nuevas viviendas ha sido muy dispar en 2007 entre las diferentes autonomías, destacando la mayor intensidad del retroceso en las grandes áreas metropolitanas de Madrid y Barcelona.

Los tipos de interés de los créditos para compra de vivienda crecieron de forma continuada en los nueve primeros meses de 2007. Dicha elevación ha supuesto un nuevo aumento de la cuota a pagar por los créditos hipotecarios a largo plazo destinados a la adquisición de vivienda. El Banco Central Europeo ha mantenido en el 4% el tipo de intervención en otoño de 2007, a pesar de haber anunciado nuevas subidas del tipo de intervención en dicho período. El tipo de interés del euríbor a doce meses descendió en octubre de 2007 por primera vez en más de dos años.

Las actuaciones de política monetaria más expansivas de los bancos centrales (la Reserva Federal de Estados Unidos ha disminuido en 0,75 puntos porcentuales el tipo de intervención entre septiembre y octubre de 2007) han supuesto unas decisiones encaminadas a paliar los problemas de liquidez y de solvencia aparecidos en los mercados de capitales ante la crisis originada en Estados Unidos por la titulización de

créditos hipotecarios fallidos. A partir de estas actuaciones, cabe esperar que los tipos de interés no sufran nuevas elevaciones en el invierno de 2007-2008, a pesar del impulso que pueda provocarle a la inflación el intenso aumento registrado en los precios del petróleo.

El crédito inmobiliario ha desacelerado su crecimiento en 2007, tras los intensos incrementos registrados en los años inmediatamente precedentes. El aumento interanual del saldo del crédito a comprador de vivienda ha pasado desde el 20,4% en diciembre de 2006 hasta registrar una variación del 16,6% en agosto de 2007; desaceleración que también ha tenido lugar en el saldo del crédito a promotor.

Las entidades de crédito españolas han apelado en los últimos años con intensidad a la financiación en los mercados de capitales. La crisis financiera iniciada en el verano de 2007 puede suponer un encarecimiento de la captación de recursos por parte de dichas entidades, lo que afectará a las condiciones de financiación del mercado de vivienda.

El modelo econométrico formulado para realizar las previsiones sobre precios de las viviendas, se basa en un modelo teórico de demanda donde la evolución del stock de viviendas y el coste de uso explican aceptablemente el comportamiento los precios medios de la vivienda en España en términos constantes.

A partir de los resultados de la estimación citada, las predicciones de la tasa de variación de precios medios en términos nominales en 2007 sugieren una subida próxima al 4%. Mientras que en 2008 se espera un período de estabilidad de precios, una vez consolidados los cambios en el mercado de la vivienda, 2009 registraría una subida ligeramente superior al 1%.

En los apartados siguientes se analiza la evolución general de la economía española en 2006 (apartado 1), el comportamiento de la demanda (apartado 2) y de la oferta de vivienda (apartado 3), la financiación inmobiliaria (apartado 4) y la previsión de precios de la vivienda efectuada a partir de la estimación de un modelo de inspiración neoclásica (apartado 5).

---

\* Los autores agradecen la colaboración brindada por Joanna Domínguez en el tratamiento de las series de datos utilizadas.

## 1. Evolución general de la economía española

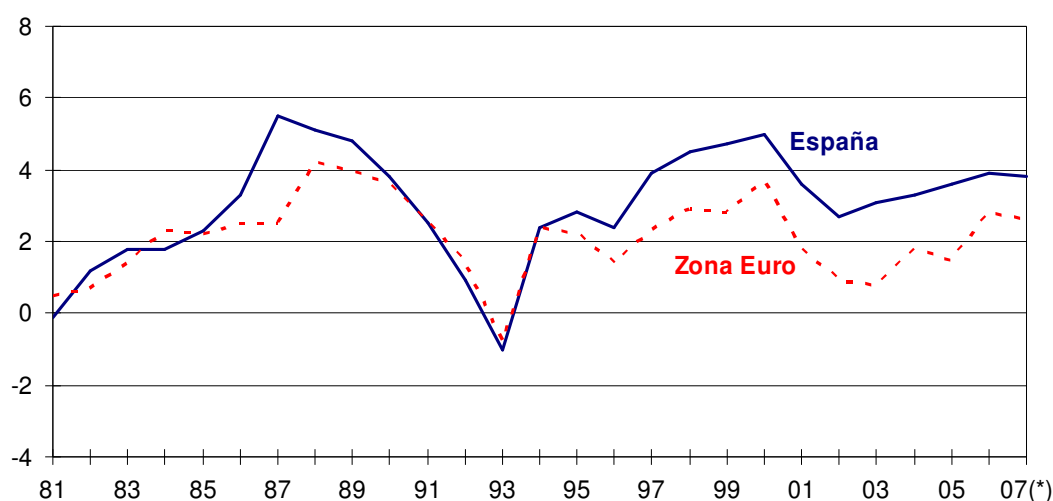
En el primer semestre de 2007 el crecimiento interanual de la economía española ascendió al 4,1%, según la Contabilidad Nacional Trimestral del INE. La demanda interna volvió a ser el motor de dicho crecimiento, donde destacaron la fuerza del consumo privado y, sobre todo, de la inversión en bienes de equipo con el 9,3%. La aportación negativa del resto del mundo resultó inferior en dicho período a la de 2006 (-0,8 puntos porcentuales frente a los -1,2% de 2006), lo que contribuyó a mantener elevado el ritmo de crecimiento de la economía.

El avance del INE sobre el primer trimestre de 2007 indica que en dicho período el crecimiento del PIB fue del 3,8% respecto al año anterior. Ello supone un crecimiento interanual ligeramente inferior al de los dos trimestres precedentes y un aumento medio de esta magnitud del 4% en los tres primeros trimestres de 2007.

Los agregados macroeconómicos de la Contabilidad Nacional de España registraron en la primera parte de 2007 un comportamiento dinámico, en línea con la evolución de la Encuesta de Población Activa. Dicha estadística ha puesto de manifiesto la presencia de crecimientos intensos del empleo de la economía española (3,2% en los seis primeros meses de 2007 sobre el mismo período de 2006), equivalentes a casi 600.000 nuevos puestos de trabajo al año.

A la vista de la evolución de la economía mundial y del más importante papel de la construcción residencial en la economía española respecto del resto de la UE y de la Eurozona, resulta evidente que el crecimiento de la economía española tenderá a desacelerarse en la segunda parte de 2007 (Gráfico 1). El consumo privado y la construcción residencial serán los componentes de la demanda más afectados por dicha situación de descenso de la demanda y por los menores aumentos de los precios en el mercado de la vivienda.

**Gráfico 1. Evolución de las tasas de variación anual del PIB real en España y Eurozona. 1981-2007**



(\*) Previsión

Fuente: INE, Funcas, Banco de España y Banco Central Europeo

El impacto de la desaceleración de la demanda se verá compensado en parte, como ya se subrayó anteriormente, por el menor papel negativo que volverá a desempeñar

el sector exterior, puesto que la desaceleración de la demanda interna reducirá asimismo el aumento real de las importaciones. El empleo crecerá en torno al 3% y la tasa de desempleo estará ligeramente por encima del 8,1%.

Los precios de consumo aumentarían en diciembre de 2007 por encima de lo registrado en 2006, año en el que el incremento fue del 2,7% en diciembre. Las nuevas alzas de los precios del petróleo experimentadas a partir del verano de 2007 y la mayor tensión alcista desencadenada en los precios alimenticios contribuirán a que el aumento del índice de precios de consumo supere el 3% en 2007.

El déficit de balanza de pagos volverá a situarse en niveles elevados, por encima del 9% del PIB. Dicha evolución se derivará del empeoramiento de la posición financiera de los hogares y de las empresas, puesto que las administraciones públicas terminarán el año 2007 con un nuevo superávit. El descenso de las recaudaciones de algunos tributos asociados con el mercado de vivienda puede reducir en parte dicho superávit respecto de ejercicios precedentes.

El cambio de coyuntura en el mercado de la vivienda, que se dejará sentir con más intensidad en 2008, reducirá el papel del sector de la construcción en el crecimiento de la economía española respecto a ejercicios precedentes. Entre 1997 y 2006 la construcción explicó el 24% del aumento del PIB. Por otra parte, la prolongada expansión del sector de la construcción, especialmente del subsector de la construcción residencial, ha moderado el aumento de la productividad de la economía española.

El intenso papel desempeñado por la construcción en el crecimiento ha afectado a la competitividad exterior. Los reducidos aumentos de la productividad y el exceso de recursos canalizados hacia el inmobiliario residencial han limitado la captación de cuotas significativas en los mercados exteriores. La desaceleración del impulso de la construcción hace conveniente recomponer la estructura de la economía. Por ello, otras actividades de servicios e industriales deberían desempeñar en el futuro un papel mayor en la evolución de la economía española respecto a la prolongada etapa de auge inmobiliario 1998-2006.

En 2008 persistirá la desaceleración del crecimiento en la Eurozona y en la UE, situándose el crecimiento de la economía española en el entorno del 3%. Dicha desaceleración será algo más acusada en el sector de la construcción y también se dejará sentir en el crecimiento del empleo.

## ***2. Mercado de vivienda. La demanda, 2006-2007***

Respecto a la evolución global del mercado de vivienda en 2007 (Tabla 1) destacan el debilitamiento de la demanda, la desaceleración del crecimiento de los precios de las viviendas, el retroceso de las viviendas iniciadas y el menor crecimiento del volumen de obra edificada. El debilitamiento de la demanda se apreció, especialmente en 2007, en los retrocesos registrados por indicadores tales como las compraventas de viviendas registradas, -10,2% en el primer semestre de 2007, y en el descenso de las hipotecas registradas sobre viviendas en enero-agosto de 2007 sobre el año precedente, -3,8%.

Dicho descenso se ha visto acompañado por un retroceso paralelo en las viviendas iniciadas. La oferta de nuevas viviendas ha reaccionado ante el aumento del stock de viviendas no vendidas con un menor ritmo de nuevas iniciaciones.

La desaceleración del aumento de los precios de las viviendas en 2007 (5,3% fue el aumento en el 2º trimestre, frente al 9,1% de 2006) refleja tanto la menor presión de la demanda como el impacto de la nueva oferta de viviendas puesta sobre el mercado en los últimos años.

**Tabla 1. Mercado de vivienda en España. Principales magnitudes. 2006-2007**

Concepto	2006	Tasas de variación (%)		Último dato
		2006/2005	2007/2006	
1. Número de Compraventas de viviendas. (*)	916.103	-7,2	-10,2	2º trim. 2007
1.1 Nuevas	389.594	-12,4	-12,8	2º trim. 2007
1.2 Usadas	526.509	-5,0	-8,2	2º trim. 2007
2. Número de Hipotecas sobre viviendas	1.324.500	7,4	-3,8	agosto-2007
3. Número de viviendas equivalentes por Inversión extranjera	25.350	-13,2	30,7	julio-2007
4. Números de Visados	865.561	18,4	-12,4	agosto-2007
5. Número de viviendas terminadas según Aparejadores	584.900	12,7	10,2	agosto-2007
6. Número de Viviendas iniciadas. (**)	760.169	6,2	-9,6	junio-2006
7. Inversión en vivienda. (***) Millones de euros	91.552	6,4	4,0	2º trim. 2007
8. Precios Viviendas. (4º trim.) Euros/m <sup>2</sup>	1.999,50	9,1	5,3	3º trim. 2007
9. Precios del suelo. (4º trim.) Euros/m <sup>2</sup>	284,60	6,5	8,6	2º trim. 2007
10. Créditos comprador vivienda Formalizaciones en millones de euros	170.290	10,6	-10,7	Septiembre-2007
11. Cuota mensual por cada 1000 euros en préstamos a 25 años	5,37	10,5	11,4	Septiembre-2007

(\*) Registradores

(\*\*) Estimaciones del Ministerio de Vivienda

(\*\*\*) Contabilidad Nacional, millones de euros, tasas a precios constantes

Fuente: Registradores de España, Ministerio de Vivienda y Banco de España

En 2006 el total de las tasaciones realizadas por Atasa ascendió a 948.840, un 12,1% más que en el año anterior. En los nueve primeros meses de 2007 dicho total disminuyó un 14,7% sobre 2006. Las compraventas de viviendas registradas en el primer semestre de 2007 descendieron un 10,2%, descenso que siguió a otro del 7,2% registrado el año anterior. El descenso ha sido más acusado en 2007 en las viviendas de nueva construcción (-12,8%) que en las usadas (-8,2%). Madrid, Cataluña, Andalucía y Valencia concentraron el 62% del total de compraventas en dicho período. (Tabla 2)

**Tabla 2. Compraventas de viviendas registradas por Comunidades Autónomas.  
2006-2007**

Comunidad Autónoma	2006	Tasas de variación (%)	
		2006/2005	2007/2006 (*)
Andalucía	178.189	-7,4	-1,7
Cataluña	152.802	-8,3	-19,2
Valencia	136.720	-8,0	15,2
Madrid	101.635	-4,1	-16,4
Castilla y León	46.950	-6,3	-4,5
Canarias	44.189	-4,2	-16,4
Galicia	38.457	-38,0	-16,6
Castilla-La Mancha	37.994	-4,0	3,0
Murcia	34.250	-1,1	-1,7
País Vasco	29.972	-15,1	-6,8
Baleares	25.199	-1,5	-2,2
Aragón	23.708	-15,8	-7,1
Asturias	19.023	-1,8	-1,2
Extremadura	16.751	-8,9	-10,6
Cantabria	12.738	-16,9	-15,0
Navarra	10.119	2,6	11,0
La Rioja	7.407	-4,2	9,0
<b>España – Total</b>	<b>916.103</b>	<b>-7,2</b>	<b>-10,2</b>
Nuevas	389.594	-12,4	-12,8
Usadas	526.509	-5,0	-8,2

(\*) Primer Semestre

Fuente: Registradores de España

Las compraventas de viviendas registradas en el segundo trimestre de 2007 descendieron un 11,6% (Tabla 3). El mayor descenso, por provincias, lo registran Palencia y Las Palmas. Las provincias de Cuenca, Cáceres y Jaén presentaron aumentos significativos, mientras que las de León, Vizcaya y Pontevedra se comportaron de forma similar a la media nacional. La evolución citada refleja, pues, la presencia de una notable disparidad de las ventas a nivel territorial.



**Tabla 3. Tasa de variación de la Compraventa de viviendas registradas por Provincias. 2007**

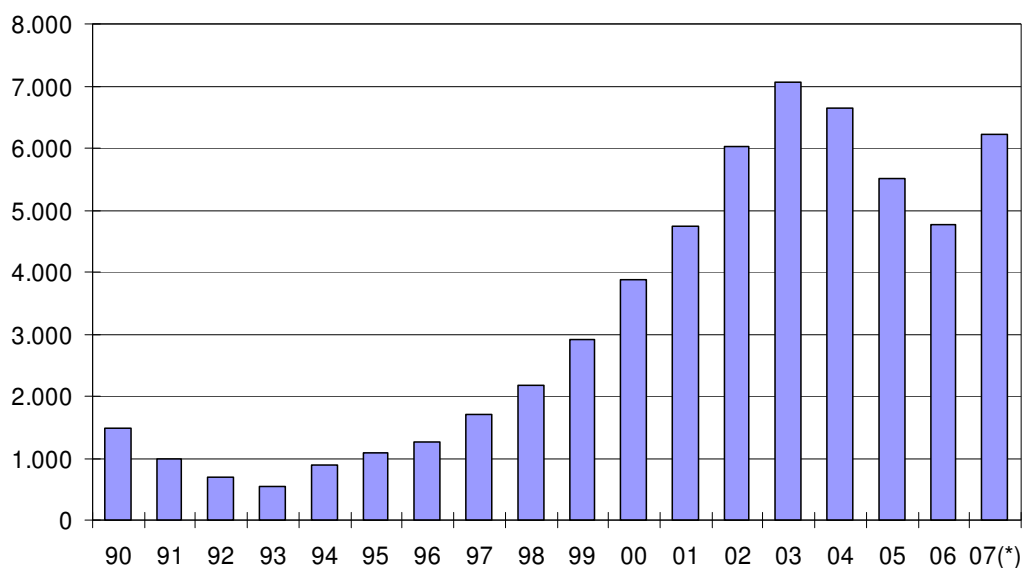
Provincia	Tasas de variación (%)	Provincia	Tasas de variación (%)
	2007/2006 (*)		2007/2006 (*)
A Coruña	-24,4	La Rioja	18,8
Álava	15,5	Las Palmas	-41,7
Albacete	-7,7	León	-11,8
Alicante	-13,6	Lleida	-0,6
Almería	-6,6	Lugo	-8,2
Asturias	2,6	Madrid	-14,8
Ávila	16,1	Málaga	4,2
Badajoz	-28,0	Murcia	3,3
Baleares	-7,6	Navarra	1,8
Barcelona	-27,1	Orense	-22,0
Burgos	-1,9	Palencia	-55,6
Cáceres	36,2	Pontevedra	-10,3
Cádiz	-14,0	Salamanca	-27,8
Cantabria	-27,1	Segovia	-6,0
Castellón	-29,5	Sevilla	-6,5
Ciudad Real	-4,1	Soria	-28,3
Córdoba	-0,4	Tarragona	-3,5
Cuenca	29,4	Tenerife	1,9
Girona	-15,4	Teruel	7,1
Granada	4,5	Toledo	11,9
Guadalajara	-22,8	Valencia	-19,0
Guipúzcoa	-19,9	Valladolid	2,8
Huelva	-20,9	Vizcaya	-11,4
Huesca	-2,7	Zamora	-3,0
Jaén	44,4	Zaragoza	-4,9
		<b>España</b>	<b>-11,6</b>

(\*\*) Segundo Trimestre

Fuente: Registradores de España

En 2007 se han recuperado las inversiones extranjeras en viviendas, que crecieron un 30,7% en el período enero-julio de 2007 (Gráfico 2), según las estimaciones del Banco de España. El volumen de inversiones realizadas implica un ritmo anual de compras de unas 30.000 viviendas de 100 metros cuadrados de promedio, adquiridas a precios de mercado.

**Gráfico 2. Evolución de la Inversión extranjera en inmuebles. Millones de euros. 1990-2007**

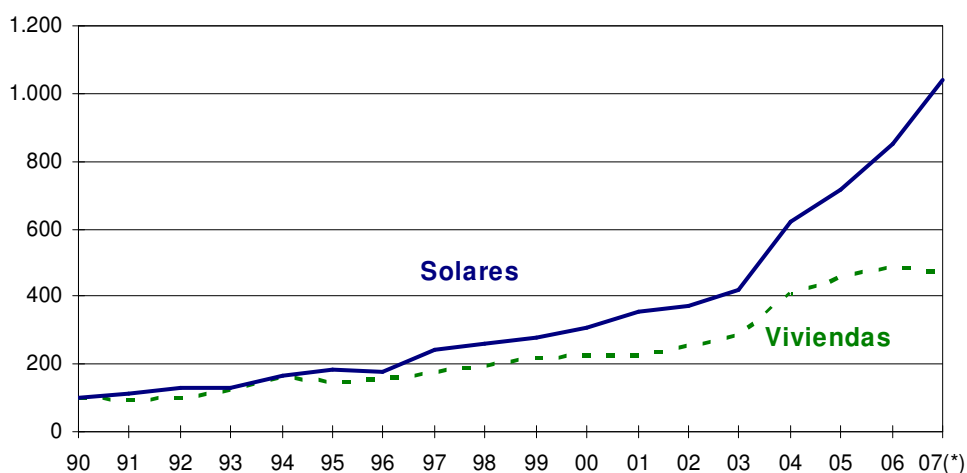


(\*) Dato hasta julio

Fuente: Banco de España

El número de hipotecas de viviendas registradas en enero-agosto de 2007 descendió un 3,8% sobre 2006, lo que contrastó con el ritmo medio anual de aumento del 12% de dicha magnitud entre 1998 y 2006 (Gráfico 3). El importe medio de las hipotecas de viviendas registradas desaceleró su crecimiento, desde el 12,6% de 2006 hasta el 7,7% en el promedio de los ocho primeros meses de 2007, situándose en 152.333 euros en agosto de 2007.

**Gráfico 3. Evolución de las Hipotecas urbanas registradas. Índice 1990=100. 1990-2007**



(\*) Dato hasta agosto

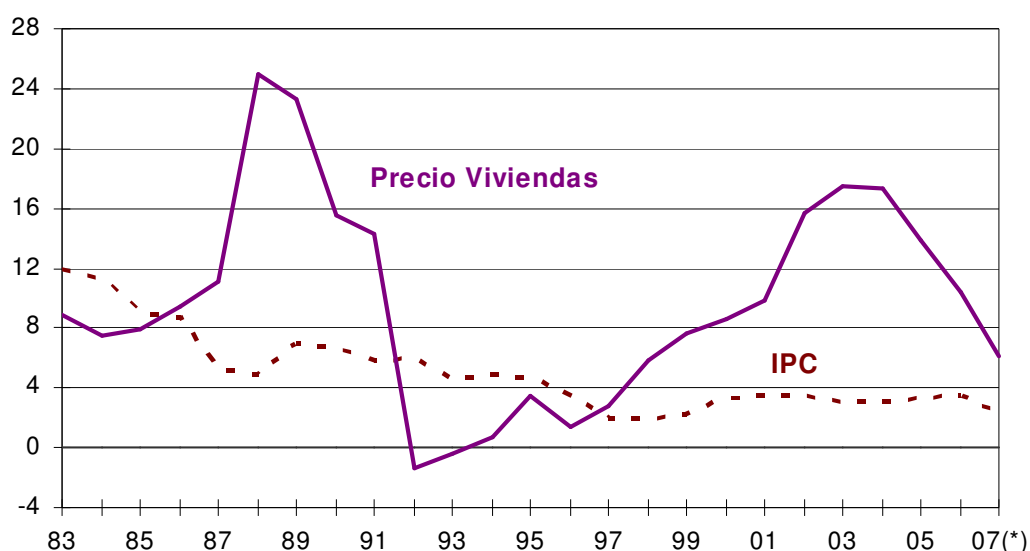
Fuente: INE

Frente al descenso de las hipotecas registradas de viviendas, las hipotecas sobre solares han continuado aumentando, 22,6% en 2007 respecto al año anterior. Los

buenos resultados del pasado inmediato siguen motivando a los promotores a disponer de suelo para construir viviendas en el momento conveniente, a pesar del descenso de las ventas. El endurecimiento registrado en las concesiones de nueva financiación crediticia desde el verano de 2007 contribuirá, sin duda, a desacelerar aún más el crecimiento de las hipotecas registradas sobre solares en la segunda mitad de 2007.

La menor demanda de viviendas y la fuerte oferta han favorecido la desaceleración de los incrementos de precios de las viviendas en 2007. Como se indicara anteriormente, la estadística de precios de vivienda del Ministerio de Vivienda, obtenida a partir de los datos incluidos en los informes de tasación, registró un aumento interanual del 5,3% en el tercer trimestre de 2007 (9,1% fue el aumento de 2006), mientras que la tasa de variación interanual de los precios de consumo fue del 2,7% en septiembre de 2007. Los aumentos medios de los precios en los tres primeros trimestres de 2007 han sido del 6,1% para los precios de las viviendas y del 2,4% en el caso de los precios de consumo (Gráfico 4).

**Gráfico 4. Evolución de la tasa de variación media anual de Precios de vivienda e IPC. 1983-2007**



(\*) Datos del IPC hasta septiembre en 2007 y del IPV hasta el 3<sup>er</sup> trimestre  
Fuente: Ministerio de Vivienda e INE

Por Comunidades Autónomas, los mayores aumentos de los precios de las viviendas en 2007 se registraron en Murcia (10,7%) y Asturias (8,8%), mientras que en el caso de la autonomía de La Rioja, los precios de las viviendas tasadas en el tercer trimestre descendieron respecto al mismo período de 2006 (-1,9%). El crecimiento acumulado de los precios de las viviendas en España en el período transcurrido entre 1997 y 2007 fue del 183,8%. Baleares fue la autonomía con el incremento más intenso de precios (270,2%) en dicho decenio, mientras que Navarra registró el aumento más moderado (104,5%). (Tabla 4)

**Tabla 4. Precios de tasación de viviendas libres\* por Comunidades Autónomas. Tercer Trimestre de 2007**

Comunidad Autónoma	Precios Euros/m <sup>2</sup>	Tasas de variación (%)	
		2007/2006 (**)	2007/1997(***)
Madrid	3.004,8	3,1	183,8
País Vasco	2.948,6	4,7	212,4
Cataluña	2.394,8	5,1	202,0
Baleares	2.372,2	6,8	270,2
Cantabria	2.089,2	7,5	170,9
<b>España</b>	<b>2.061,2</b>	<b>5,3</b>	<b>183,8</b>
Aragón	1.904,6	3,1	225,3
Canarias	1.809,4	6,4	167,8
Andalucía	1.752,9	6,7	243,3
Asturias	1.748,8	8,8	151,6
Navarra	1.666,6	0,9	104,5
Valencia	1.641,4	4,3	214,2
Murcia	1.611,9	10,7	261,6
La Rioja	1.598,2	-1,9	159,8
Galicia	1.510,8	6,7	144,1
Castilla-León	1.505,3	5,7	132,9
Castilla-La Mancha	1.433,4	5,2	165,7
Extremadura	1.028,0	7,9	154,5
<b>España. Menos de dos años de antigüedad</b>	<b>2.036,9</b>	<b>5,8</b>	<b>183,9</b>
<b>España. Más de dos años de antigüedad</b>	<b>2.068,9</b>	<b>5,1</b>	<b>183,9</b>

(\*) Nuevas y de segunda mano

(\*\*) 3<sup>er</sup> trimestre de 2007 sobre el mismo período de 2006

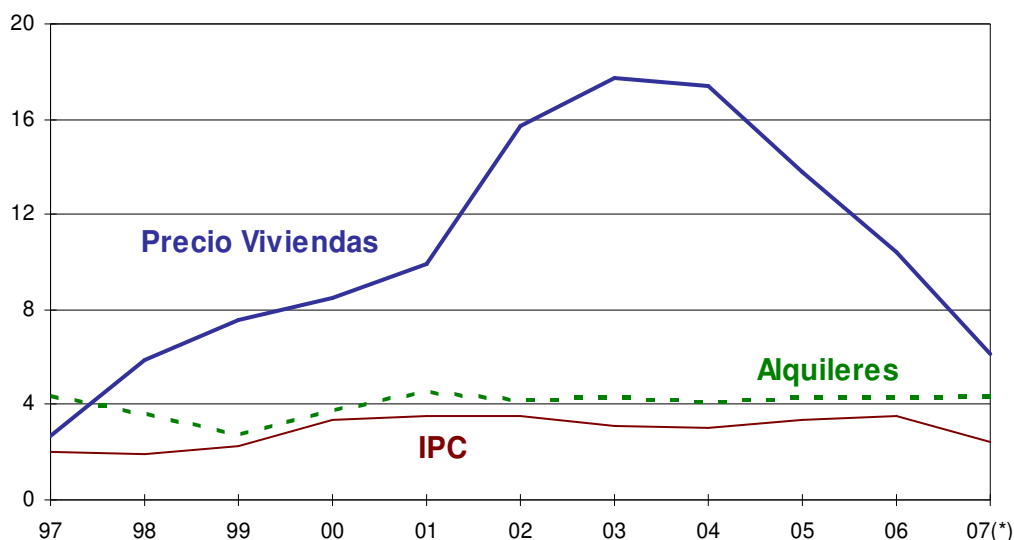
(\*\*\*) 3<sup>er</sup> trimestre de 2007 sobre el mismo período de 1997

Fuente: Ministerio de vivienda

Las viviendas protegidas registraron un aumento de precios de tasación del 5,3% entre el 3º trimestre de 2007 y el mismo período del año anterior, correspondiendo a la autonomía de Cantabria el mayor crecimiento (8,6%). Madrid es la autonomía en la que los precios de venta de las viviendas protegidas resultan más reducidos respecto de los precios de mercado (el 36,8%) en el segundo trimestre de 2007, posiblemente por la realidad de una cierta tardanza en la actualización del precio básico (módulo) por parte del ejecutivo autónomo madrileño. Extremadura volvió a presentar los precios de venta de las viviendas protegidas más próximos a los de mercado (76,6%).

Los alquileres han continuado creciendo por encima de los precios de consumo en 2007. Mientras que en septiembre de 2007, estos últimos crecían a un ritmo anual del 4,4%, los precios de consumo lo hacían un 2,7%. La variación interanual de los precios de las viviendas (5,3%) se ha aproximado a la de los alquileres. Dicha evolución se relaciona con la evolución alcista de los tipos de interés, que encarece relativamente el acceso a la vivienda en propiedad. (Gráfico 5)

**Gráfico 5. Evolución de la tasa de variación media anual de Precios de vivienda, alquileres e IPC. 1997-2007**



(\*) Dato hasta Septiembre

Fuente: INE y Ministerio de Vivienda

Según el Banco de España (datos anuales de tasaciones), entre 1997 y 2006, el aumento medio anual de los precios de las viviendas tasadas fue del 13%, mientras que el del suelo urbano fue del 13,8%. Ambos precios registraron una tendencia creciente similar a lo largo del período de auge inmobiliario 1998-2006. Destacó sobre todo la mayor variabilidad de la serie de precios del suelo, derivada de la profunda incidencia de las expectativas del mercado de la vivienda sobre la evolución de dicha variable.

Retrocesos en las ventas de viviendas, disminución del número de hipotecas registradas de viviendas, desaceleración de los aumentos de los precios de las viviendas, persistencia de una significativa inversión extranjera en viviendas, aproximación de los aumentos de precios de las viviendas a los correspondientes precios de consumo y a los salarios, son algunos de los elementos básicos de la evolución de la demanda de vivienda en 2007. Las elevaciones de los tipos de interés y la reducción a la baja de las expectativas de aumentos de precios de las viviendas aparecen como las variables básicas explicativas de dicho comportamiento.

### **3. Mercado de vivienda. La oferta, 2006-2007**

La oferta de vivienda se deriva sobre todo del parque de viviendas existente y de las nuevas viviendas terminadas cada año. Estas últimas suponen una proporción reducida respecto del parque existente y se considera que su evolución debe de relacionarse con el proceso de generación de nuevos hogares. Por otra parte, las viviendas terminadas se derivan de las iniciaciones de nuevas viviendas efectuadas con unos dos años de antelación.

La tardanza “técnica” de la reacción de la oferta de nuevas viviendas y el carácter local de los mercados de viviendas (debido a que los inmuebles no se pueden desplazar de una ciudad a otra para hacer frente a las situaciones de exceso de oferta) implica que aumentos intensos de demanda provocarán, a corto plazo,

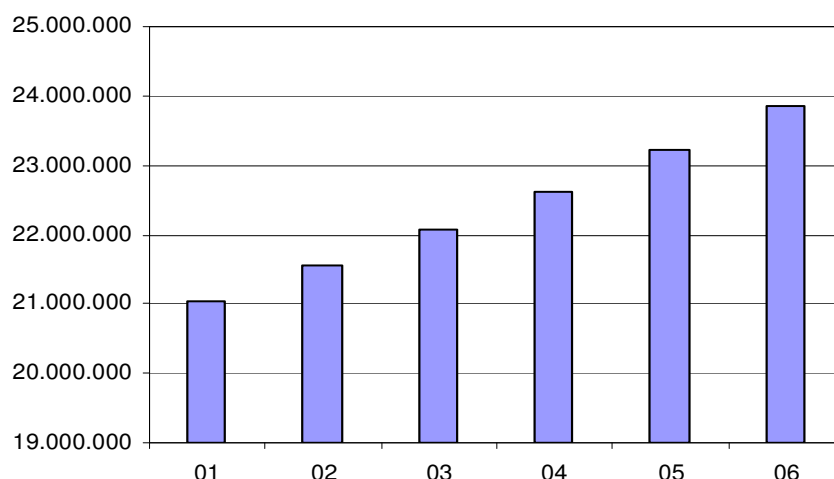
importantes aumentos de los precios de las viviendas. Sin embargo, a medio y largo plazo la nueva oferta puede aparecer en el mercado cuando las circunstancias han cambiado sustancialmente respecto del momento en el que se adoptó la decisión de construir nuevas viviendas.

El largo plazo de construcción de las viviendas puede originar situaciones de exceso de oferta cuando tienen lugar cambios en el mercado. En 2007 la demanda de vivienda se ha debilitado, pero en este año y en 2008 se estarán construyendo y terminando viviendas cuyo inicio tuvo lugar en un contexto del mercado de vivienda distinto del que corresponderá al momento en el que las viviendas en cuestión se pongan a la venta en el mercado.

Según el Censo de Viviendas de España, el total de viviendas familiares ascendió a 20,9 millones a principios de noviembre de 2006. La proporción entre el número de viviendas y el de hogares fue de 1,476 en dicha fecha, sustancialmente más elevada que la correspondiente al conjunto de países de la Eurozona (1,17). Los importantes volúmenes de viviendas construidas a lo largo de la etapa de auge inmobiliario 1998-2006 han ocasionado crecimientos notables en el stock de viviendas de España.

Así, las estimaciones del stock de vivienda posteriores a 2001 del Ministerio de Vivienda revelan que a finales de 2006, el total de viviendas ascendía a 23,8 millones, un 13,4% más que en el año de realización del Censo de Viviendas (Gráfico 6). Dicha evolución implica que el parque de viviendas familiares ha crecido a un ritmo medio anual del 2,5% en la primera mitad de la primera década del siglo XXI. Este crecimiento se aproximó al 3% en 2005-2006, como consecuencia de los importantes volúmenes de iniciaciones de viviendas realizados dos años antes de los ejercicios citados (Gráfico 7).

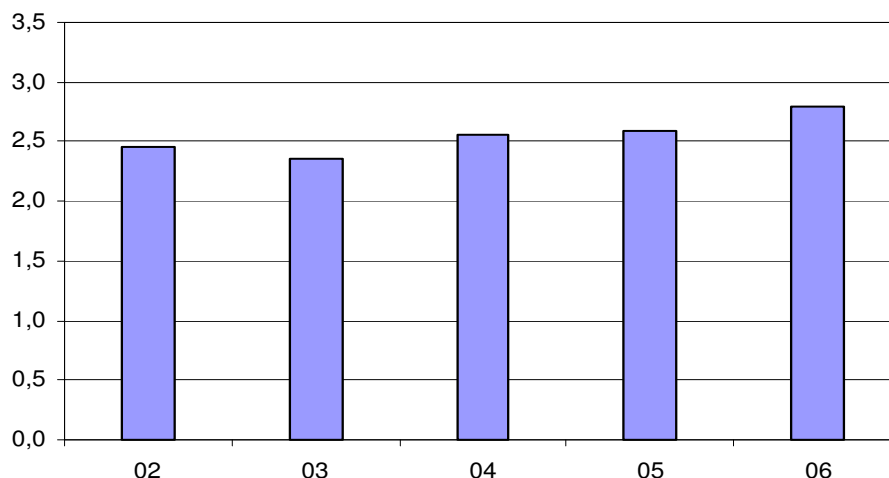
**Gráfico 6. Evolución del Stock de viviendas. Miles de unidades. 1984-2006**



Fuente: Ministerio de vivienda

Por Comunidades Autónomas, los mayores aumentos del parque de viviendas entre 2001 y 2006 correspondieron a Murcia (19,6%) y Andalucía (17,1%), y los más reducidos fueron los de Extremadura (8,7%) y el País Vasco (8,4%).

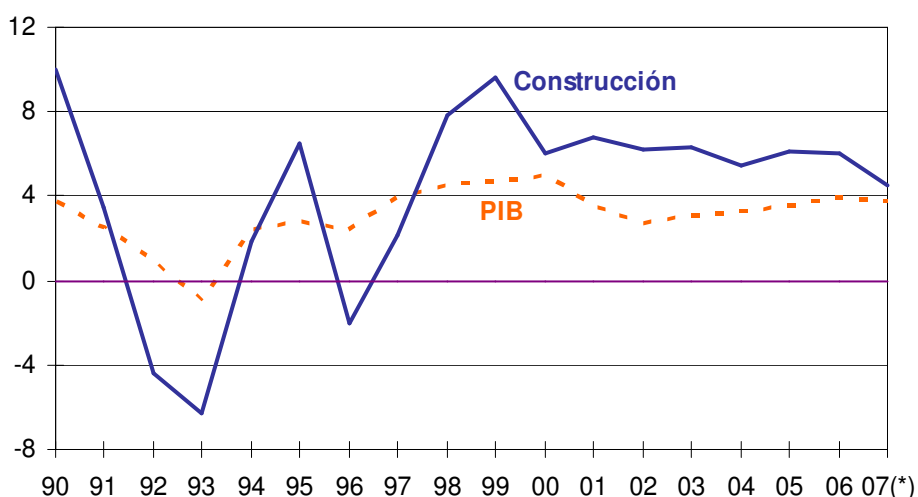
**Gráfico 7. Evolución de la tasa de variación anual del Stock de viviendas.  
1984-2006**



Fuente: Ministerio de vivienda

En 2007 se aproximarán los aumentos reales del PIB (3,8%) y de la inversión en construcción (4,5%) (Gráfico 8). La inversión en vivienda, según la Contabilidad Trimestral de España del INE, creció entre 1998 y 2006 a un ritmo superior al del conjunto de la economía, más de dos puntos porcentuales. De persistir la tendencia apuntada en el primer semestre de 2007 y de profundizarse el descenso de la demanda de vivienda y los retrocesos en las viviendas iniciadas, en 2007 el aumento real de la inversión en vivienda estará por debajo del crecimiento del PIB, comportamiento sustancialmente diferente del correspondiente a los nueve años precedentes (Gráfico 9).

**Gráfico 8. Evolución de la tasa de variación anual del PIB y Construcción en términos reales. 1990-2007**

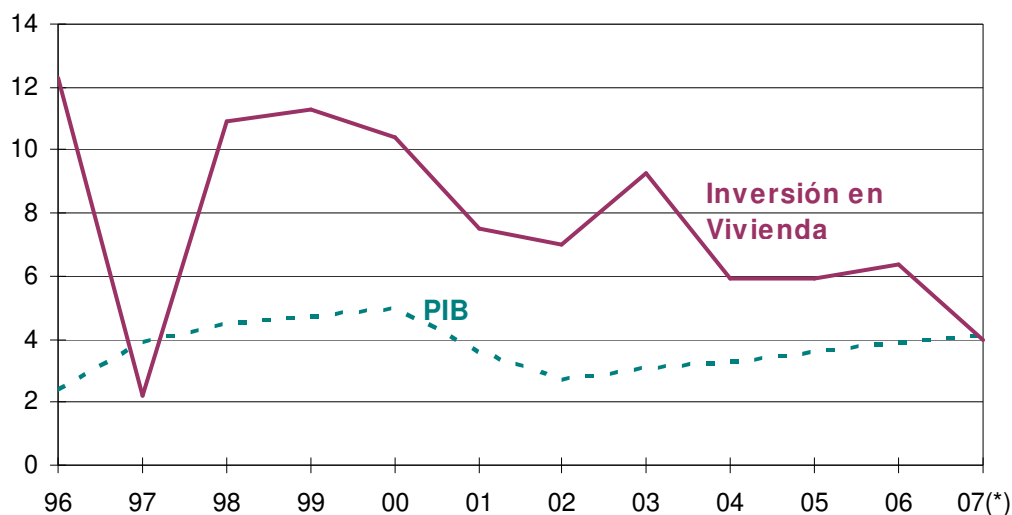


Fuente: INE

El importante volumen de obra realizada en la construcción residencial y los notables incrementos de los precios de la vivienda, han favorecido el crecimiento sostenido de la participación de dicha inversión en el PIB durante el período de auge. Mientras que

en 1997, la formación bruta de capital en la construcción residencial suponía el 4,4% del PIB, en 2007 dicha participación se situará en torno al 9,4%.

**Gráfico 9. Evolución de la tasa de variación anual del PIB e Inversión en vivienda en términos reales. 1996-2006**

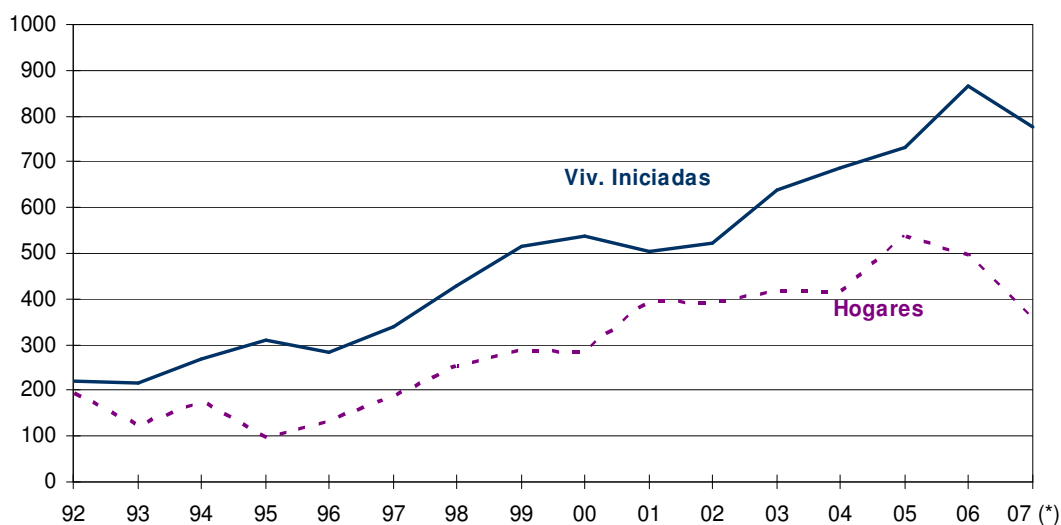


(\*) Previsión, con datos hasta el 2º trimestre.

Fuente: INE

El descenso de las ventas de viviendas en España en 2006 y 2007 ha afectado a la oferta de nuevas viviendas, según los indicadores adelantados de dicha oferta. Los visados de obra nueva de los Colegios de Aparejadores retrocedieron un 12,4% en los ocho primeros meses de 2007 respecto al año anterior (Gráfico 10). El ritmo interanual de creación de hogares se ha desacelerado desde el 3,2% de 2006 hasta el 2,2% en el tercer trimestre de 2007, evolución que confirma el debilitamiento de la demanda de vivienda.

**Gráfico 10. Evolución de las Viviendas iniciadas y variación neta del número de hogares. Miles de unidades. 1992-2006**



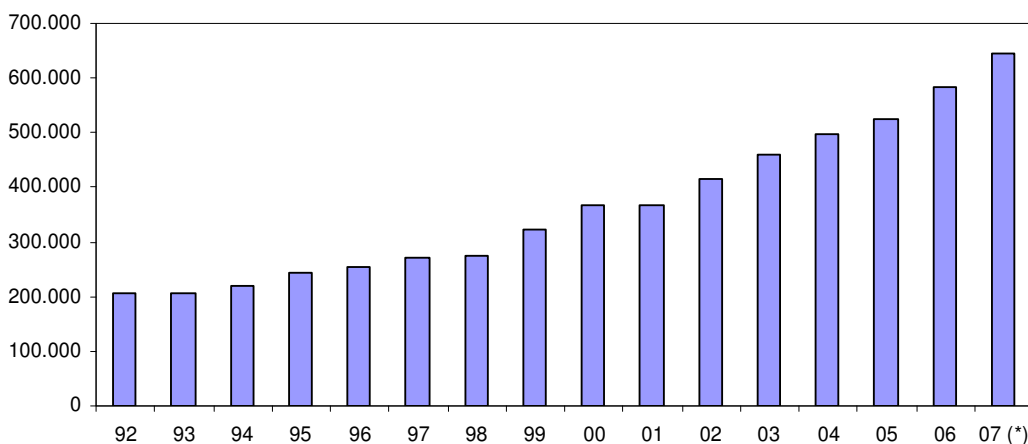
(\*) Estimación con datos hasta agosto para los visados de dirección de obra y hasta el 3º trimestre para los hogares. Los datos de hogares miden la variación neta del total de los mismos, estimados en la EPA del INE.

Fuente: Colegios de Aparejadores (Ministerio de Vivienda) e INE



Las viviendas terminadas, medidas por las certificaciones de fin de obra de los Colegios de Aparejadores, aumentaron en un 10,2% en los ocho primeros meses de 2007 respecto al año precedente, con lo que las nuevas viviendas se situarían alrededor de las 675.000 en este año. (Gráfico 11)

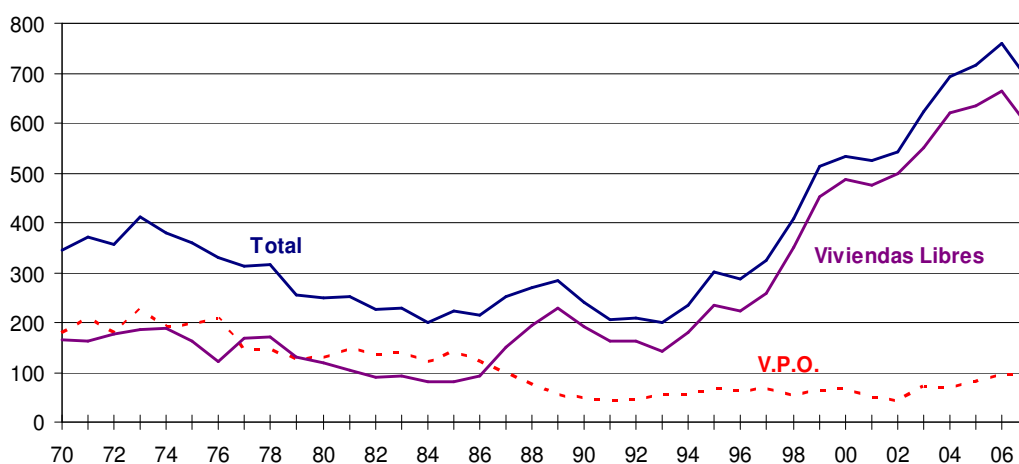
**Gráfico 11. Evolución de las Viviendas terminadas. Certificados de fin de obra de Aparejadores. 1992-2007**



(\*) Previsión con datos hasta agosto.  
Fuente: Ministerio de Fomento

Las estimaciones del Ministerio de Vivienda sobre las viviendas iniciadas en el primer semestre de 2007 muestran un descenso interanual del 9,6%, frente al aumento del 6,2% experimentado el año precedente. El descenso se ha debido al retroceso del 10,7% sufrido por las viviendas libres, puesto que las viviendas protegidas iniciadas sólo han disminuido un 1,4% (Gráfico 12).

**Gráfico 12. Evolución de las Viviendas libres y de protección oficial. Miles de unidades. 1970-2007**



(\*) 2007: Previsión con datos hasta junio.  
Fuente: Ministerio de Vivienda

La proporción que suponen las viviendas protegidas sobre el total de viviendas iniciadas fue del 12,3% en 2006. Esta proporción va a crecer en 2007, a la vista del perfil menos depresivo de las viviendas protegidas respecto de las libres. Las

viviendas protegidas presentan históricamente un perfil anticíclico que, de mantenerse en la nueva etapa del ciclo de la vivienda, podría suponer una reactivación de este tipo de construcción residencial desde 2008.

En cuanto a la evolución territorial de la oferta de nuevas viviendas, en los ocho primeros meses de 2007, destacó la fuerte intensidad de los retrocesos de los visados de dirección de obra en las autonomías de Madrid (-23,9), Cataluña (-22,1%) y Canarias (-20,9%). Mientras, Extremadura registró un aumento notable de los visados de dirección de obra en el período citado, en general, se observa que hubo predominio de las comunidades autónomas con descensos en la variable mencionada frente a las que experimentaron aumentos. (Tabla 5)

**Tabla 5. Visados de dirección de obra nueva por Comunidades Autónomas. 2006-2007**

Comunidad Autónoma	2006	Tasas de variación (%)
		2007/2006 (*)
C. de Madrid	65.812	-23,9
Cataluña	125.506	-22,1
Canarias	41.158	-20,9
Navarra	8.981	-18,6
Andalucía	168.453	-17,4
Castilla y León	51.553	-15,5
C. Valenciana	120.721	-12,0
Asturias	16.288	-8,6
Castilla-La Mancha	71.104	-6,7
La Rioja	9.302	-2,4
Aragón	23.781	-1,5
Galicia	52.361	-1,2
Murcia	51.339	-0,9
Baleares	15.873	0,6
Cantabria	11.936	5,4
País Vasco	15.304	11,3
Extremadura	16.089	34,4
<b>España - Total</b>	<b>865.561</b>	<b>-12,4</b>

(\*) Enero - Agosto

Fuente: Colegio de Arquitectos Técnicos (Ministerio de Fomento) e INE

El descenso de las iniciaciones de viviendas ha presentado, pues, una intensidad evidente y generalizada en las diferentes autonomías en los siete primeros meses de 2007. Esto pone de manifiesto el cambio del perfil cíclico del mercado de la vivienda en 2007 en España. La evolución a la baja de las viviendas iniciadas en España ha resultado hasta ahora menos intensa que en el caso de Estados Unidos, en línea con la evolución seguida en otros países de Europa Occidental.

En la evolución del mercado de la vivienda en España en 2008 desempeñarán un papel destacado las posibles situaciones de exceso de oferta que pueden haberse producido en algunos mercados locales. Una primera aproximación a dichas situaciones puede obtenerse comparando la nueva oferta de vivienda con las ventas efectuadas en el mismo período de tiempo.

En la Tabla 6 se comparan las viviendas iniciadas en 2006 con las compraventas registradas de viviendas nuevas en el mismo año, por Comunidades Autónomas. Las iniciaciones de viviendas casi duplicaron (1,95) las ventas de viviendas de nueva construcción en el mismo período de tiempo. Castilla-La Mancha (5,00) y Murcia (2,64) presentaron los niveles más elevados de nueva oferta, mientras que Baleares (1,14), Canarias (1,29) y Navarra (1,32) registraron los volúmenes de oferta más aproximados a las ventas de viviendas nuevas en el mismo ejercicio.

**Tabla 6. Relación Viviendas Iniciadas-Compraventas registradas de viviendas nuevas por Comunidades Autónomas. 2006**

Comunidades Autónomas	Compraventas reg. Viviendas nuevas	Viv. Iniciadas	Relación
Castilla-La Mancha	12.262	61.399	5,007
Murcia	15.280	40.327	2,639
Castilla-León	18.130	45.111	2,488
La Rioja	3.395	8.354	2,461
Aragón	9.556	22.852	2,391
C. de Madrid	32.691	74.617	2,283
Galicia	18.899	42.487	2,248
Cantabria	5.508	11.888	2,158
Extremadura	5.321	11.450	2,152
C. Valenciana	51.331	99.029	1,929
Andalucía	88.986	149.933	1,685
Cataluña	65.411	109.348	1,672
Asturias	8.154	12.588	1,544
País Vasco	10.755	14.963	1,391
Navarra	6.697	8.813	1,316
Canarias	25.519	32.913	1,290
Baleares	11.699	13.373	1,143
<b>España</b>	<b>389.594</b>	<b>759.445</b>	<b>1,949</b>

Fuente: Ministerio de Vivienda para Viviendas iniciadas y Colegio de Registradores para Compraventas

Puede efectuarse otra aproximación a la relación oferta-demanda empleando las viviendas terminadas, estimadas asimismo por el Ministerio de Vivienda, como indicador de la nueva oferta, y las transacciones inmobiliarias de viviendas de nueva construcción intervenidas por los notarios en el mismo ejercicio de 2006. En este caso la nueva oferta superó a las ventas de viviendas nuevas en una proporción más reducida, el 60,5%. (Tabla 7)

Por autonomías, la aparente mayor sobreoferta aparece en Murcia (2,37) y Andalucía (1,99), mientras que los niveles de oferta más ajustados a las ventas fueron los de La Rioja (1,07) y Baleares (1,08). Las provincias de Málaga (2,68), Toledo (2,33) y Segovia (2,32) destacaron por la mayor sobreoferta aparente, mientras que las más ajustadas resultan ser las de Ciudad Real (0,94) y Salamanca (0,99). Por otro lado, el litoral mediterráneo y las proximidades de Madrid parecen ser las zonas con mayor volumen de construcción relativa efectuado respecto de las ventas reales de viviendas en España.

En el caso de Madrid, en 2006, se registró asimismo una oferta de nuevas viviendas que superó ampliamente los niveles de ventas efectivas del mismo período de tiempo. En 2007, esta última autonomía es una de las más afectadas por el cambio de signo del mercado de la vivienda. Es posible que la sobreoferta esté desempeñando un papel bajista aún más relevante sobre los precios de las viviendas que los mayores tipos de interés.

**Tabla 7. Relación Viviendas terminadas-Transacciones inmobiliarias de viviendas de nueva construcción por Provincias. 2006**

CCAA y Provincias	Trans. inmob. Viv. nuevas	Viv. terminadas	Relación	CCAA y Provincias	Trans. inmob. Viv. Nuevas	Viv. Terminadas	Relacións
<b>Andalucía</b>	<b>66.837</b>	<b>133.185</b>	<b>1,993</b>	<b>Castilla La M.</b>	<b>25.250</b>	<b>40.025</b>	<b>1,585</b>
Almería	11.885	21.959	1,848	Albacete	3.579	4.379	1,224
Cádiz	10.266	19.363	1,886	Ciudad Real	6.984	6.588	0,943
Córdoba	4.107	6.949	1,692	Cuenca	2.153	3.454	1,604
Granada	8.502	13.758	1,618	Guadalajara	4.265	6.302	1,478
Huelva	4.894	6.200	1,267	Toledo	8.269	19.302	2,334
Jaén	2.833	5.799	2,047	<b>Cataluña</b>	<b>51.406</b>	<b>84.620</b>	<b>1,646</b>
Málaga	13.724	36.829	2,684	Barcelona	25.637	45.422	1,772
Sevilla	10.626	22.328	2,101	Girona	8.382	14.327	1,709
<b>Aragón</b>	<b>9.975</b>	<b>13.966</b>	<b>1,400</b>	Lleida	5.127	7.138	1,392
Huesca	3.170	4.584	1,446	Tarragona	12.260	17.733	1,446
Teruel	800	1.337	1,671	<b>Valencia</b>	<b>68.696</b>	<b>91.097</b>	<b>1,326</b>
Zaragoza	6.005	8.045	1,340	Alicante	35.843	45.787	1,277
<b>Asturias</b>	<b>9.470</b>	<b>13.709</b>	<b>1,448</b>	Castellón	12.948	15.815	1,221
<b>Baleares</b>	<b>9.757</b>	<b>10.577</b>	<b>1,084</b>	Valencia	19.905	29.495	1,482
<b>Canarias</b>	<b>21.730</b>	<b>27.261</b>	<b>1,255</b>	<b>Extremadura</b>	<b>5.291</b>	<b>9.070</b>	<b>1,714</b>
Las Palmas	11.890	13.879	1,167	Badajoz	3.199	5.437	1,700
Tenerife	9.840	13.382	1,360	Cáceres	2.092	3.633	1,737
<b>Cantabria</b>	<b>7.214</b>	<b>9.844</b>	<b>1,365</b>	Galicia	22.634	33.290	1,471
<b>Castilla-León</b>	<b>26.721</b>	<b>41.698</b>	<b>1,560</b>	<b>A Coruña</b>	<b>10.550</b>	<b>15.288</b>	<b>1,449</b>
Ávila	2.383	4.170	1,750	Lugo	2.698	3.918	1,452
Burgos	3.695	6.037	1,634	Ourense	2.273	2.829	1,245
León	5.121	7.429	1,451	Pontevedra	7.113	11.255	1,582
Palencia	1.437	2.148	1,495	<b>C. Madrid</b>	<b>43.727</b>	<b>75.866</b>	<b>1,735</b>
Salamanca	4.643	4.607	0,992	<b>Murcia</b>	<b>18.170</b>	<b>43.073</b>	<b>2,371</b>
Segovia	1.381	3.202	2,319	<b>Navarra</b>	<b>5.993</b>	<b>8.906</b>	<b>1,486</b>
Soria	797	1.140	1,430	<b>País Vasco</b>	<b>10.535</b>	<b>14.623</b>	<b>1,388</b>
Valladolid	5.681	10.202	1,796	Álava	2.281	3.279	1,438
Zamora	1.583	2.763	1,745	Guipúzcoa	4.142	5.450	1,316
<b>La Rioja</b>	<b>6.045</b>	<b>6.458</b>	<b>1,068</b>	Vizcaya	4.112	5.894	1,433
				<b>España</b>	<b>409.451</b>	<b>657.268</b>	<b>1,605</b>

Fuente: Viviendas terminadas, Ministerio de Vivienda y Transacciones inmobiliarias de vivienda nueva, Ministerio de Vivienda (Notarios)

#### **4. El papel decisivo de la financiación**

A partir del verano de 2005, los tipos de interés modificaron su comportamiento respecto de años anteriores, tras un prolongado período de descensos casi ininterrumpidos. Los indicios de una mayor inflación y la consolidación de un ritmo de crecimiento superior en la economía mundial llevaron a elevar los tipos de interés de intervención a los bancos centrales de los principales países occidentales (Australia, Reino Unido, Estados Unidos y la Eurozona).

Se cerró así una etapa de dinero abundante y barato, que alcanzó su punto álgido tras los sucesos de septiembre de 2001, cuando los bancos centrales contribuyeron de forma destacada a impedir que la economía mundial se sumiese en un marco de depresión.

En informes previos a 2005, el Fondo Monetario Internacional había advertido que el mercado inmobiliario se estaba convirtiendo en un factor de riesgo destacado en las previsiones económicas. En este sentido, la burbuja o sobre valoración inmobiliaria contiene el riesgo de un ajuste a la baja en los precios de venta de las viviendas y del consumo de los hogares. Tales riesgos se han puesto a todas luces de manifiesto en 2007, en especial, en el caso de Estados Unidos.

Los mercados de suelo y de vivienda se caracterizan por su opacidad y por la heterogeneidad de los productos vendidos en los mismos. Dichas características impiden que se produzcan movimientos uniformes a la baja en los precios en casos de excesos de oferta. Por ello, el ajuste tiene lugar no por la vía de descensos de los precios de venta, sino a través de disminuciones en el número de transacciones efectuadas. Así, los vendedores, tanto de vivienda nueva como usada, prefieren frenar las ventas antes que aceptar descensos en los precios.

En España existe un discurso frecuente que atribuye a supuestas restricciones en las políticas locales de urbanismo la mayor responsabilidad de las subidas de los precios de las viviendas. Sin embargo, los organismos internacionales han concedido más relevancia a los bajos tipos de interés y a las restantes condiciones óptimas de financiación, como por ejemplo, mayores plazos de los préstamos y alta relación préstamo/valor. La política monetaria permisiva desarrollada en los últimos años, visible sobre todo en los bajos tipos de interés practicados, habría sido, pues, el factor desencadenante de las intensas elevaciones de los precios inmobiliarios registradas entre 1997 y 2006.

Las restricciones de oferta derivadas de políticas urbanísticas restrictivas han tenido relevancia en países como el Reino Unido, donde se prefiere mantener una mayor superficie de zonas verdes, en lugar de urbanizar más suelo del disponible, aún a costa de mantener un parque de viviendas de peor calidad media que en los países europeos continentales.

Si los bajos tipos de interés han sido el principal motor del auge inmobiliario registrado en un conjunto amplio de países occidentales, las elevaciones de los tipos de interés experimentadas desde 2005 han ejercido una influencia bajista sobre el nivel de demanda de vivienda en 2006 y 2007.

Como es sabido, el Banco Central Europeo, autoridad monetaria del conjunto de la Eurozona desde la implantación del euro, ha fijado desde su creación los tipos de interés a corto plazo en función de la situación del conjunto de países de dicha área económica. Los tipos de interés reales establecidos por dicha institución han

resultado ser especialmente reducidos en el caso de España al contrario de lo que ocurre en países de escasa tradición inflacionista, como sucede en Alemania.

En España, existe una conexión estrecha entre los bajos niveles alcanzados por los tipos de interés de los préstamos para compra de vivienda y los intensos volúmenes de viviendas iniciadas y de construcción residencial derivada. En la primera mitad de la presente década los citados tipos de interés fueron inferiores en España a la tasa de inflación.

Por otra parte, los bajos tipos de interés estimularon en numerosos hogares españoles la sustitución de ahorro bancario por vivienda, impulsando la presencia de inversores en el mercado de la vivienda. Este comportamiento ha inducido a las entidades de crédito a apelar de forma creciente al resto del mundo para su refinanciación, en especial al euromercado y a los mercados de capitales asiáticos. Este hecho se refleja en el elevado déficit de la balanza de pagos de la economía española.

El bajo coste de la financiación y la amplia disponibilidad de las entidades de crédito a financiar la promoción y compra de viviendas contribuyó a los aumentos espectaculares de los precios de las viviendas. En 2007 resulta necesario destinar más de nueve años de salarios para adquirir una vivienda de 90 metros cuadrados, en particular, en la Comunidad de Madrid se eleva a doce años. Ello implica un serio encarecimiento de la vivienda respecto de 1997, año inmediatamente anterior al período de auge posteriormente desarrollado.

Por un lado, los reducidos tipos de interés en los que se instalaron los países desarrollados desde la mitad de la década de los años noventa, unidos a la amplia disponibilidad de financiación hipotecaria a largo plazo, han contribuido a elevar sustancialmente los precios de las viviendas. En este sentido, el problema de acceso a la vivienda se ha acrecentado, en especial para el segmento de jóvenes hogares, lo que ha retrasado el proceso de emancipación. Los aumentos de los precios han desbordado los descensos de las cuotas a pagar por los préstamos derivados de los menores tipos de interés.

Por otro lado, el impulso aportado a la construcción residencial y al consumo, por las condiciones excepcionales de financiación citadas previamente, ha permitido un ritmo de crecimiento económico en España ampliamente superior al del resto de la Eurozona. El aumento del consumo ha estado acompañado de un crecimiento excepcional del endeudamiento de los hogares, materializado sobre todo en créditos a tipos de interés variables.

Esta circunstancia acrecienta la vulnerabilidad de las familias de ingresos más reducidos ante posibles elevaciones de los tipos de interés. El crédito inmobiliario (promotor, constructor y comprador) se ha reestructurado en favor del crédito a promotor. La evolución de dicho componente del crédito inmobiliario refleja el empleo intenso de la financiación externa por los promotores en las adquisiciones de suelo.

La situación del mercado de la vivienda ha pasado a ocupar el centro de la escena económica mundial en el verano de 2007. Lo que en principio se previó que fuese un descenso moderado de las ventas de viviendas y una estabilización de la actividad en la construcción residencial ha venido acompañado de un amago serio de crisis financiera. Esta situación se ha derivado de los cambios experimentados en los últimos años en los procesos de captación de recursos por parte de las entidades financieras.

La titulización de la deuda, *securitization*, es un proceso ampliamente desarrollado en Estados Unidos, en especial en el campo de los préstamos hipotecarios para compra de vivienda. Una vez concedido y formalizado un préstamo al comprador de vivienda, la entidad prestamista procede a vender dicho préstamo a otra entidad, generalmente, a través de un fondo de inversión. Esta segunda empresa adquiere dichos préstamos emitiendo bonos de renta fija, cuyo servicio descansa en el pago de las cuotas de los préstamos por parte de los adquirentes de viviendas. Es posible que la seguridad de colocación de los préstamos a comprador de vivienda haya reducido el rigor de algunas entidades de crédito a la hora de conceder nuevos préstamos.

Un segmento de las entidades financieras de Estados Unidos ha procedido a vender créditos concedidos a compradores de viviendas de escasa o nula solvencia, *subprime*. A su vez, las entidades adquirentes de los créditos han emitido volúmenes sustanciales de deuda con dicho propósito. La morosidad registrada en los créditos a adquirentes insolventes ha convertido en fallidos a los bonos emitidos respaldados por los mismos, muchos de ellos vendidos fuera de Estados Unidos. El vacío de liquidez y la desconfianza producida entre las entidades de crédito se ha combatido por los bancos centrales aportando recursos en cuantías sustanciales en los mercados de capitales.

De esta forma, lo que representaba un problema específico de Estados Unidos se ha convertido en un problema financiero general, creándose unas expectativas en exceso pesimistas sobre los mercados de vivienda. Las elevaciones de los tipos de interés y las expectativas a la baja de los precios de la vivienda han reducido la demanda. En España, las operaciones de titulización se vienen desarrollando sin que se registre ninguna incidencia del tipo de las citadas en Estados Unidos, donde se considera discutible la actuación de las agencias de evaluación de los créditos titulizados.

Como se comentara anteriormente, los indicadores del mercado de vivienda en España confirman el descenso de la demanda en el primer semestre de 2007, así como la persistencia en la elevación de los tipos de interés de los préstamos a comprador en los tres primeros trimestres de dicho ejercicio, el retroceso de las viviendas iniciadas y la desaceleración de los precios de venta de las viviendas.

Las ventas de viviendas y el ritmo de construcción de nuevas viviendas están situados en España en niveles sustancialmente más altos que los del inicio de la etapa de auge inmobiliario y no parece que el cambio del mercado de vivienda vaya a presentar en este caso una intensidad similar a la de Estados Unidos.

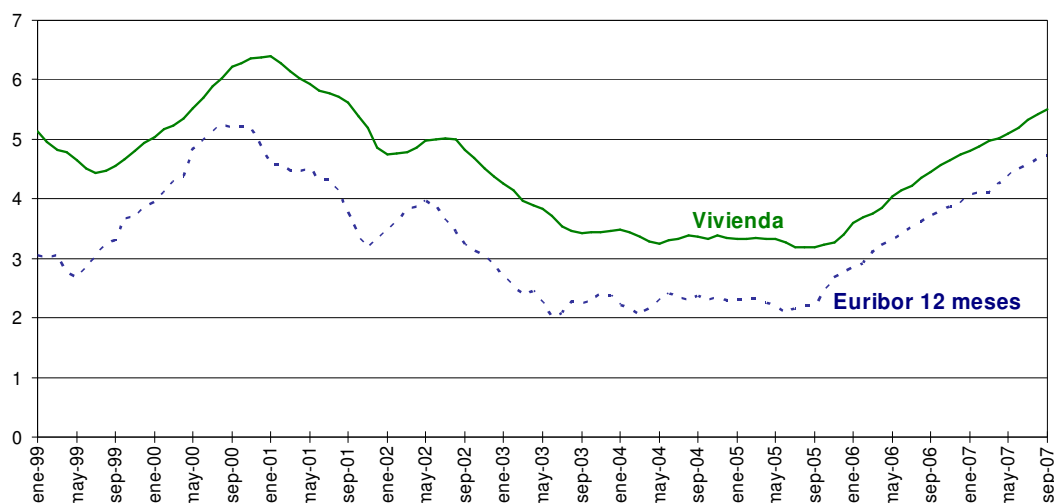
En el caso de España, como en aquellos otros países en los que la vivienda en propiedad es la forma de tenencia dominante, la posibilidad de acceso a la vivienda depende sustancialmente de las condiciones de financiación externa (tipo de interés, plazo, relación préstamo/valor).

En la segunda parte de la década de los años noventa, los reducidos tipos de interés crearon las condiciones para el largo período de auge de la construcción y de la compra de vivienda desarrollado en España entre 1998 y 2006. Las restantes condiciones de los créditos a comprador de vivienda mejoraron también en dicha etapa. El plazo de los créditos aumentó sustancialmente, se elevó la relación préstamo/valor, la financiación al 100% se generalizó en amplios segmentos del crédito inmobiliario, y las nuevas concesiones crecieron de forma intensa. Las actuaciones de los bancos centrales encaminadas a atenuar las expectativas pesimistas derivadas de los sucesos del 11 de septiembre de 2001 supusieron unas aportaciones sustanciales de liquidez a los mercados.

Como se indicara anteriormente, el proceso de descenso de los tipos de interés tocó “fondo” en el verano de 2005. Desde 2004, la Reserva Federal había procedido a elevar gradualmente el tipo de interés de intervención. En el verano de 2005 los mercados mayoristas de dinero anticiparon en la Unión Europea las futuras elevaciones del tipo de intervención del Banco Central Europeo.

Durante los dos años transcurridos después del verano de 2005, ha habido en España aumentos significativos de los tipos de interés. El tipo de interés de los créditos a comprador de vivienda se situó en el 5,5% en septiembre de 2007, 2,31 puntos porcentuales por encima del mínimo de agosto de 2005 (Gráfico 13). Así, en el caso de un crédito a 25 años, el aumento de la cuota a pagar entre 2005 y 2007 por un crédito de la misma cuantía, en concepto de amortización del principal y pago de intereses, ha sido del 25,7%.

**Gráfico 13. Evolución de Tipos de interés a comprador de vivienda y euribor a doce meses. 1999-2007**



Fuente: Banco de España

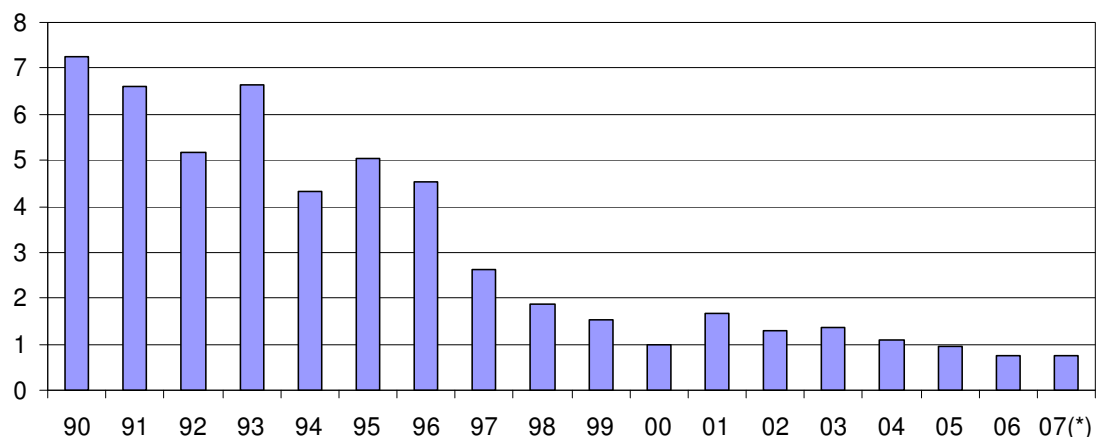
El proceso citado parece haber tocado “techo” en octubre de 2007, a la vista del descenso registrado en dicho mes de este año en el euribor a doce meses. Esta evolución de los tipos es consecuencia de las correcciones introducidas en la política monetaria por parte de los bancos centrales, en especial en Estados Unidos, donde la Reserva Federal, el 19 de septiembre de 2007 redujo en medio punto el tipo de intervención (desde el 5,25% al 4,75%) y el 31 de octubre un cuarto de punto hasta el 4,50%.

El diferencial entre los tipos a comprador de vivienda y el euribor se ha mantenido en 2006-2007 en torno al 0,75% (Gráfico 14). En los nueve primeros meses de 2007 el tipo de interés medio de los préstamos para compra de vivienda fue del 5,13% TAE, más de un punto por encima del 4,01% correspondiente al mismo período del año anterior.

En el caso de un préstamo a 25 años, la nueva elevación de los tipos de interés en 2007, supuso un aumento interanual del 11,4% en la cuota a pagar por un préstamo de la misma cuantía (Gráfico 15).

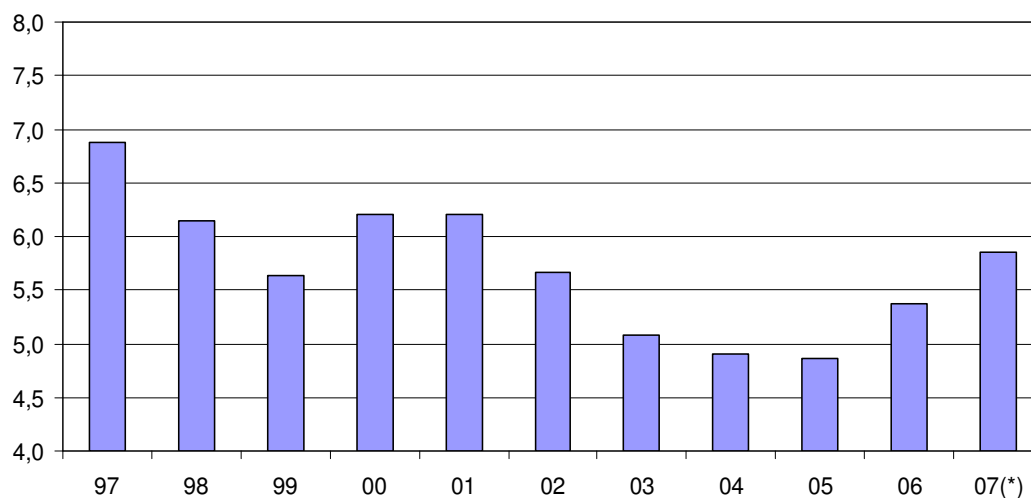


**Gráfico 14. Evolución del Diferencial entre los tipos de interés de los créditos a comprador de vivienda y el euríbor a doce meses. 1990-2007**



(\*) Media enero-septiembre.  
Fuente: Banco de España

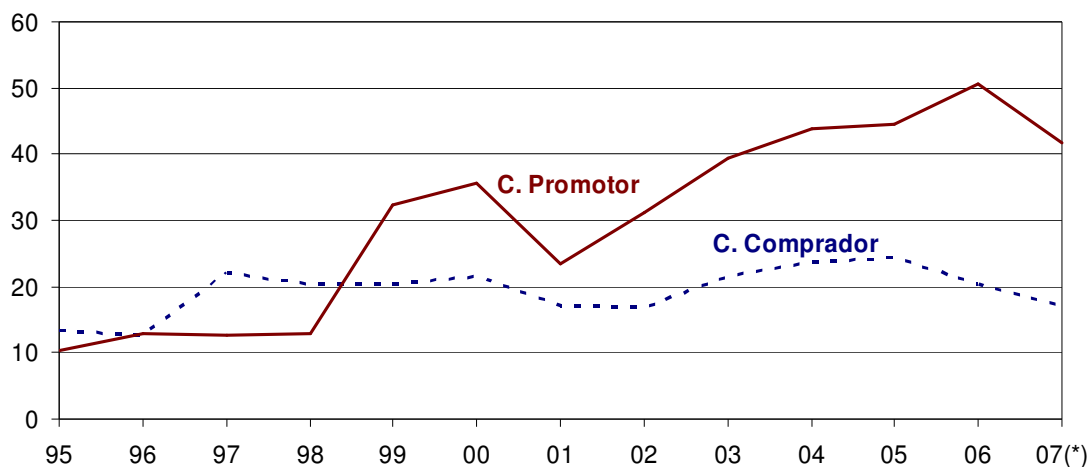
**Gráfico 15. Evolución de la Cuota mensual a pagar por cada 1000 euros de crédito concedido a 25 años al tipo medio de mercado. 1997-2007**



(\*) Enero-septiembre.  
Fuente: Banco de España

El aumento de los tipos de interés y el descenso de la demanda de vivienda por motivos de inversión, han ocasionado una desaceleración del crédito inmobiliario, desde el 28,7% en diciembre de 2006 al 23,8% de junio de 2007. El crecimiento del crédito a comprador ha pasado desde el 20,4% en diciembre de 2006 hasta el 16,6% en agosto de 2007. El crédito a promotor ha desacelerado el crecimiento desde el 50,6% en diciembre de 2006 hasta el 41,8% en junio de 2007 (Gráfico 16).

**Gráfico 16. Evolución de las tasas de variación anual de Saldo vivo de crédito inmobiliario a promotor y comprador. 1995-2007**



(\*) Junio

Fuente: Banco de España

En el segundo trimestre de 2007, aumentó la tasa de dudosis de los créditos a adquirente de vivienda (créditos dudosos divididos por el saldo total de crédito, incluidos los dudosos), que se ha situado en el 0,510% del saldo de crédito correspondiente (0,385% en junio de 2006). La tasa de dudosis en cuestión es reducida, pero el aumento interanual del saldo de créditos dudosos por encima del 50% implica la presencia de un crecimiento destacado en el saldo de créditos impagados.

En cuanto a las nuevas operaciones de crédito a adquirente de vivienda, la estadística del Banco de España indica que en enero-septiembre de 2007 el total de nuevos créditos formalizados con dicho destino descendió un 10,7% sobre el mismo período de 2006. El 89,2% de dichos créditos lo fueron a interés variable con actualización anual. El saldo vivo de crédito a comprador de vivienda se ha desacelerado, situándose en el 14,3% el saldo de crédito en los bancos y del 17,2% en las cajas de ahorros. (Tabla 8)

Desde el verano de 2005, el tipo de interés a comprador de vivienda ha seguido, pues, un perfil claramente creciente durante dos años. Esta evolución ha afectado a quienes ya compraron la vivienda en los años anteriores. Dichos hogares llevan dos años sufriendo subidas en las cuotas del crédito hipotecario con el que se adquirió la vivienda. A pesar de que los niveles actuales de los tipos de interés no resultan especialmente elevados, el hecho de que hayan aumentado en más de dos puntos en los dos últimos años, ha frenado la demanda de vivienda.

El fuerte crecimiento del endeudamiento de los hogares es uno de los aspectos más relevantes de la coyuntura económica actual de España. En el primer semestre de 2007 se desaceleró el aumento de los créditos a hogares, a la vez que la renta disponible de los hogares se incrementó el 5,6%. El crecimiento del consumo superó el 6% en el mismo período. La tasa de ahorro familiar sobre la renta disponible ha retrocedido hasta el 9,2% en el primer semestre de 2007, por debajo del 10,5% de 2006 (Gráfico 17).

**Tabla 8. Créditos a hogares para compra de vivienda. Tipos de interés (\*) y Volúmenes. 2005-2007**

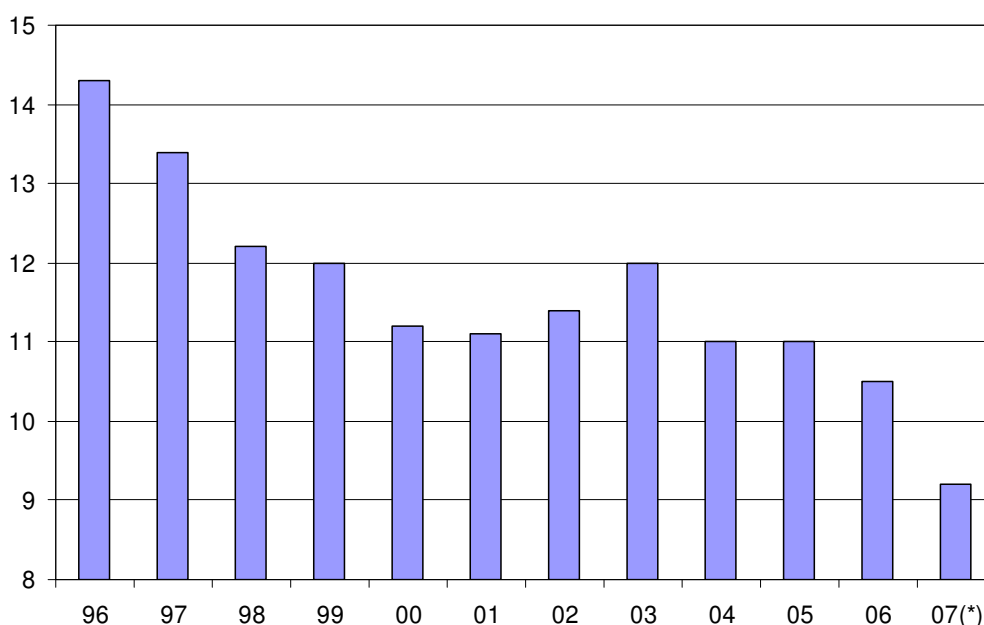
<b>1. Nuevas operaciones</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Tipos de interés			
1.1 TAE sin comisiones	3,22	4,05	5,04 (*)
1.2 TAE	3,37	4,23	5,14 (*)
Créditos formalizados			
1.3 Millones de euros	154.015	170.296	154.860 (**)
1.4 Con actualización anual (% del total)	95,3%	93,7%	89,2%
1.5 Variación anual	25,7%	10,6%	-10,7%
<b>2. Saldos vivos</b>	<b>31/12/2005</b>	<b>31/12/2006</b>	<b>31/09/2007</b>
Tipos de interés			
2.1 TAE sin comisiones	3,33	4,18	4,95
Saldo créditos vivos			
2.2 Millones de euros	447.419	543.217	602.884
2.3 Variación anual de saldo vivo. Total	33,5%	21,4%	15,8%
Bancos	33,9%	17,9%	14,3%
Cajas de Ahorros	33,4%	24,4%	17,2%

(\*) Media de enero-septiembre

(\*\*) Doce meses que terminan en septiembre de 2007

Fuente: Banco de España

**Gráfico 17. Evolución de la Relación Ahorro-Renta disponible de hogares (%). 1996-2007**



Fuente: INE

La desaceleración en el crecimiento de los créditos a comprador de vivienda registrada en 2007 ha reflejado la menor presión de la demanda de viviendas por parte de los hogares. El fuerte aumento del consumo privado, unido al mayor

esfuerzo necesario para hacer frente a las cuotas de los préstamos para compra de vivienda, ha originado un nuevo descenso en la tasa de ahorro familiar. La mayor selectividad practicada por las entidades de crédito en cuanto a concesión de nuevos préstamos ha podido contribuir a reforzar el descenso de la demanda de vivienda, demanda ya de por sí afectada a la baja por los más altos tipos de interés y por los elevados precios de venta.

La estadística de los registradores, relativa a los nuevos créditos hipotecarios registrados en el segundo trimestre de 2007, ha puesto de manifiesto que en dicho período sólo el 1,2% de los nuevos créditos se formalizó a interés fijo. Dentro de los créditos a interés variable, el 89,1% de los préstamos formalizados en dicho período ha establecido al euribor a doce meses como el índice de referencia para la actualización de las cuotas de los nuevos préstamos.

El plazo medio de los nuevos préstamos formalizados en el 2º trimestre de 2007 fue de 338 meses, (28,2 años). El plazo más largo correspondió a la Comunidad de Madrid (29,8 años) y el más reducido fue el de los préstamos concedidos en Castilla y León (26,7 años). El aumento del plazo de los préstamos es consecuencia de las mayores dificultades que para el acceso a la vivienda han supuesto los más altos tipos de interés de 2006 y 2007.

##### ***5. Previsiones de los precios medios de la vivienda para 2007-2009***

Las estimaciones de los modelos que explican el comportamiento del mercado de la vivienda presentan una serie de inconvenientes debido, sobre todo, a las dificultades de medición de las variables y a la abundancia de factores explicativos. Entre ellas, el precio medio de la vivienda no resulta ser un indicador del todo satisfactorio porque la vivienda no es un bien homogéneo; su precio varía en función de distintos factores, como son entre otros, el tamaño, la localización geográfica, la antigüedad, la calidad de la construcción y el tipo de vivienda.

A pesar de que las series estadísticas disponibles permiten corregir parte de los problemas citados (empleando, por ejemplo, el precio medio por metro cuadrado), lo hacen sólo de forma parcial, puesto que no corrigen problemas relacionados con la calidad de construcción. Además, no existe relación lineal entre la superficie de la vivienda y su precio. (Bover y Velilla, 2001)

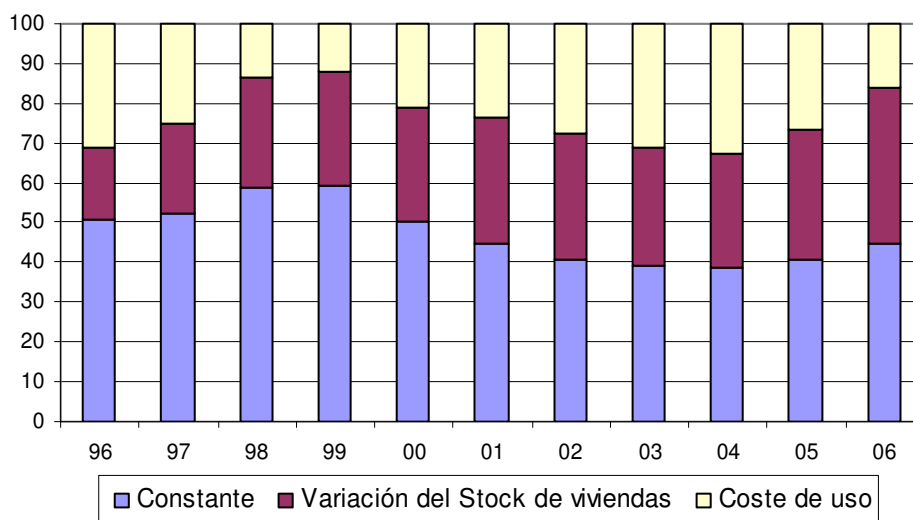
La información acerca del precio medio de la vivienda por metro cuadrado del Ministerio de Vivienda obtenida a partir de las tasaciones de viviendas en toda la geografía española es la más aceptada de las estadísticas disponibles. No se trata, pues, de un índice de precios de viviendas, sino del precio medio de las viviendas que han sido objeto de tasación en España, lo que acentúa las limitaciones del análisis.

El modelo econométrico explicativo de los precios de la vivienda, estimado con motivo del presente trabajo y formulado en el Anexo, considera que el mayor coste de uso de la vivienda y la evolución creciente del stock de viviendas, explican razonablemente el comportamiento de la tasa de variación de los precios medios por metro cuadrado en términos constantes.

Las variaciones citadas del stock han explicado, en promedio, un 29% del ajuste total entre 1996 y 2006. Como era de esperar, la participación de este componente en el comportamiento de los precios se ha incrementado a lo largo del tiempo, 18% en 1996, 28% en 1998 hasta el 40% en 2006, coincidiendo con la evolución creciente de la oferta de vivienda en el período de auge inmobiliario de 1998-2006. Por otro lado,

el coste de uso de la vivienda incide, en promedio, en un 24% del ajuste total, reduciendo su participación a partir de 2005 y representando el 16% en 2006. (Gráfico 18). Según lo anterior, la desaceleración de los precios de la vivienda en 2007 estaría explicada bastante más por el crecimiento del stock de vivienda (sobreoferta) que por los más elevados tipos de interés.

**Gráfico 18. Participación relativa del impacto de las variables explicativas sobre el valor estimado de la tasa de variación interanual del precio medio de la vivienda en términos constantes (%). 1996-2006**



Fuente: Elaboración propia

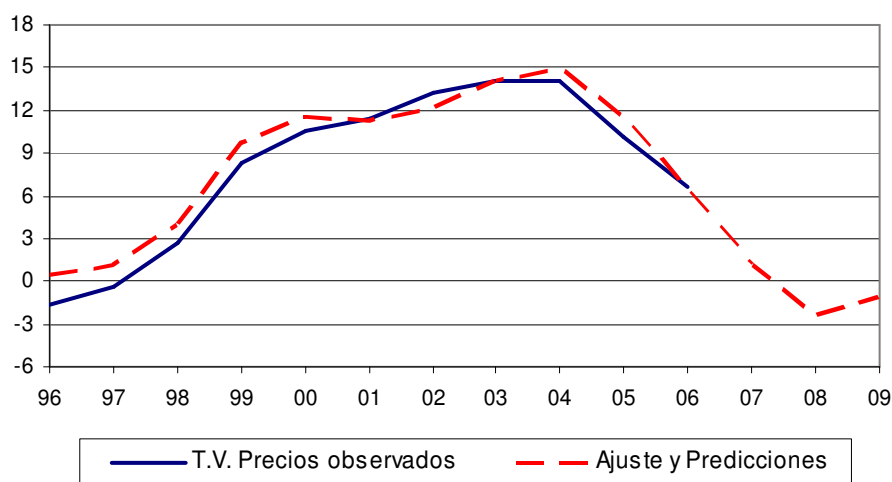
A partir de los resultados de las estimaciones econométricas se realizan las predicciones de los precios de la vivienda por metro cuadrado en España para los tres próximos años. En el Gráfico 19 se puede observar que las predicciones para la tasa de variación de precios medios en términos constantes en 2007 sugieren una subida del 1%. En 2008 presentarán una caída moderada, que será de menor intensidad en 2009.

La Tabla 9 muestra las predicciones de las tasas de variación interanual del precio medio de la vivienda para los próximos tres años, 2007 a 2009. Dichas predicciones, obtenidas a partir de la estimación del modelo econométrico seleccionado, se expresan en términos nominales.

El incremento del precio medio del metro cuadrado de la vivienda en España, en términos nominales, podría situarse en torno al 3,8% en 2007, mientras que en 2008 se espera estabilidad de precios. Una vez consolidados los cambios en el mercado de la vivienda, 2009 presentaría una subida aproximada de 1,3%.

Por otro lado, la Tabla 10 muestra las predicciones del precio medio de la vivienda para el período 2007-2009. Al igual que en la tabla inmediata anterior, dichas predicciones se expresan en términos nominales.

**Gráfico 19. Valor observado, ajustado y predicciones de la tasa de variación interanual del precio medio de la vivienda en términos constantes. 1996-2009**



Fuente: Elaboración propia

**Tabla 9. Predicciones de la tasa de variación interanual del precio medio de la vivienda (%). 2005-2009**

Período	Tasa de variación de precios nominales observada	Predicciones de tasas de variación de precios nominales
2005/04	13,90	
2006/05	10,42	
2007/06		3,77
2008/07		0,49
2009/08		1,29

Fuente: Elaboración propia

Tras alcanzar las viviendas unos precios medios nominales de 1.872,30 y 2.067,30 euros en 2005 y 2006, respectivamente, se espera que en 2009 dichos precios se sitúen en torno a los 2.184 euros por metro cuadrado.

**Tabla 10. Predicciones de los precios medios de la vivienda por metro cuadrado. 2004-2009**

Período	Precios nominales observados	Predicciones de precios nominales
2004	1643,80	
2005	1872,30	
2006	2067,30	
2007		2145,16
2008		2155,69
2009		2183,57

Fuente: Elaboración propia

## Anexo

### Modelo de precios de vivienda

Los modelos teóricos que explican el comportamiento del mercado de la vivienda se basan generalmente en una ecuación de demanda donde el precio de la vivienda en términos reales varía en función del stock de vivienda, de la renta disponible y del coste de uso.<sup>1</sup>

Existe un mercado de uso de la vivienda y otro mercado de la vivienda como activo. En el mercado de uso, el equilibrio se consigue cuando el consumidor iguala el precio de los servicios de vivienda, representado por el alquiler real, a la utilidad marginal relativa de los servicios de vivienda en relación con el consumo de otros bienes.

$$R_h = (U'_h) / U'_c = f(y, K_h) \quad (1)$$

Donde “ $R_h$ ” es el alquiler real, “ $K_h$ ” es el stock de viviendas, que se supone proporcional al volumen de servicios de vivienda demandado por el consumidor, e “ $y$ ” es la renta permanente

En el mercado de la vivienda como activo, el equilibrio se alcanza cuando la rentabilidad neta esperada de la vivienda se iguale a la rentabilidad alternativa en inversiones del mismo riesgo.

$$P_h = R_h / (i - T + D - \Delta P_h^e) \quad (2)$$

Donde “ $P_h$ ” es el precio de la vivienda en términos reales, “ $R_h$ ” es el alquiler real, “ $i-T$ ” es el tipo de interés de inversiones alternativas neto de impuestos, “ $D$ ” es un factor de depreciación y “ $\Delta P_h^e$ ” es la expectativa de variación de precios de la vivienda.

Agrupando las ecuaciones (1) y (2) observamos que el precio de la vivienda en términos reales es una función de la renta permanente, del stock de viviendas y del coste de uso.

$$P_h = g(y, K_h, C_k) \quad (3)$$

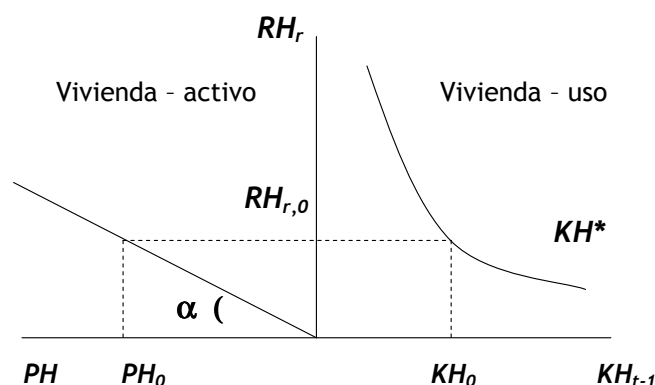
Donde “ $C_k$ ” es el coste de uso de la vivienda definido como:

$$C_k = (i - T + D - \Delta P_h^e)$$

A la función (3) se pueden añadir variables exógenas que actúan sobre la demanda de viviendas, como es el caso del proceso de creación de hogares, ligado a razones demográficas y al ritmo de crecimiento de la economía.

---

<sup>1</sup> Véanse Meen (2002) y Muellbauer y Murphy (1997)



Una elevación de los tipos de interés reflejada en un ángulo mayor, genera menores precios de venta. Un ritmo alto de aumento de los precios generaría expectativas extrapolativas de continuidad de dicha tendencia, con lo que bajaría la pendiente del ángulo y crecerían más los precios, siempre que las demás variables mantengan su valor.

Los mercados de vivienda tienen un carácter básicamente local, sobre los que actúan variables de carácter cíclico (crecimiento, empleo, tipos de interés) y variables ligadas al propio mercado local (creación de hogares, generación de infraestructuras) así como variables tendenciales (fiscalidad, población), esto es, variables que experimentan escasas modificaciones a corto plazo.

A partir de estos argumentos, se ha elegido un modelo neoclásico basado en la función de precios dada en (3) de forma que la ecuación a estimar utilizada para efectuar previsiones de variación de los precios medios por metro cuadrado en términos constantes a partir de 2007 es la que se formula a continuación.<sup>2</sup>

Modelo: $\Delta PH_t = \alpha_{21} + \beta_{21} \Delta KH_t + \beta_{22} Ck_t + \mu_{2,t}$			
Parámetro	Estimación	Análisis de los residuos	
		Contrastes Autocorrelación $H_0: \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_k = 0$	
$\alpha_{21}$	13,5161 (7,8066)	Estadístico	Prob. Asociada
$\beta_{21}$	-3,9960 (-4,1768)	Q <sub>10</sub> : 9,8845	0,451
$\beta_{22}$	-0,9305 (-15,6199)	Q <sub>11</sub> : 9,9071	0,539
		Q <sub>12</sub> : 10,363	0,584
Nº observac.: 23		Media: 3,63 e-16	
Log-máx.ver.: -45,5688		Desv. Típica: 1,7941	
AIC: 4,2233		Contraste Normalidad Jarque-Bera	
C. Schwarz: 4,3714		Estadístico 1,5960	Prob. Asociada 0,4502

Nota: *t-student* entre paréntesis  
Fuente: Estimaciones propias

<sup>2</sup> Véase Rodríguez López y Fellingner (2007).



Donde:

**PH: Precios de la vivienda en términos constantes.** Se define como el precio medio anual por metro cuadrado deflactado por el IPC. Entre los años 1984 y 1986 se recurre a estimaciones realizadas a partir de las tasas de variación obtenidas por la empresa Tecnigrama para el precio de la vivienda en Madrid. Entre 1987 y 1994 se emplearon las estadísticas estimadas por el Ministerio de Fomento y desde 1995 se utilizaron los precios estimados por el Ministerio de Vivienda.

**KH: Stock de Viviendas.** Se utiliza la estimación procedente de los Censos de Vivienda del INE de 1981, 1991 y 2001. Después de esta última se aproxima el Stock a partir de las viviendas terminadas cada año, estimadas a través de las iniciaciones de dos ejercicios previos.

**IPC: Índice de precios de consumo.** Corresponde a la serie en Base 100 = 2001 publicada por el INE y se utiliza para la construcción de datos en términos constantes.

**Ck: Coste de uso de la vivienda.** Se define como

$$Ck = i - T + D - \Delta PH^e,$$

siendo:

**i-T: Tipo de interés de los préstamos a largo plazo para compra de vivienda.** Se define como la media anual de los datos publicados mensualmente por el Banco de España.

**D: Tasa de depreciación del Stock existentes de viviendas.** Se trata de una constante (1,72%), suponiendo una duración media de las viviendas de 80 años y un valor residual del 25%, en concepto estricto de solar.<sup>3</sup>

**$\Delta PH^e$ : Variación anual esperada de los precios de la vivienda.** Se ha calculado como una media, con ponderaciones decrecientes, de los aumentos del período y de los años precedentes.<sup>4</sup>

Si bien la formulación teórica incluye como variable exógena la renta permanente, en estimaciones alternativas se comprueba la existencia de multicolinealidad entre la renta disponible por habitante, el stock de viviendas, las viviendas iniciadas y el coste de uso de vivienda. Por ello, es necesario excluir dicha variable de la formulación empírica a fin de obtener estimadores con buenas propiedades estadísticas.

---

<sup>3</sup> Ver Rodríguez López (1978).

<sup>4</sup> Ver Rodríguez López (2001).

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bover, O. y P. Velilla (2001). Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing. *Banco de España. Estudios Económicos*, n. 73.

Martínez Pagés, J. y L. Maza (2007). Análisis del precio de la vivienda en España. *Banco de España. Documento de Trabajo*, n. 0307.

Meen, G. (2002). The time series behavior of house prices: a transatlantic divide? *Journal of Housing Economics* 11, pp 1-23

Muellbauer, J. y A. Murphy, (1997). Booms and busts in the UK housing market. *Economic Journal* 107 (445), pp. 1701-1727.

Rodríguez López, J. (1978). Una estimación de la función de inversión en viviendas en España. *Banco de España. Estudios Económicos*, n.13.

Rodríguez López, J. (2001). *Estimación de un modelo teórico de los precios de vivienda*. Cuadernos Económicos de Granada, Caja General de Ahorros de Granada, Área de estudios, n. 4.

Rodríguez López, J. y E. Fellingner (2007). Precios de Vivienda en España 1984-2006 y el auge inmobiliario; *mimeo*.

## Índice de gráficos

Gráfico 1. Evolución de las tasas de variación anual del PIB real en España y Eurozona. 1981-2007 .....	5
Gráfico 2. Evolución de la Inversión extranjera en inmuebles. Millones de euros.1990-2007 .	10
Gráfico 3. Evolución de las Hipotecas urbanas registradas. Índice 1990=100. 1990-2007 .....	10
Gráfico 4. Evolución de la tasa de variación media anual de Precios de vivienda e IPC. 1983-2007 .....	11
Gráfico 5. Evolución de la tasa de variación media anual de Precios de vivienda, alquileres e IPC. 1997-2007 .....	13
Gráfico 6. Evolución del Stock de viviendas. Miles de unidades.1984-2006.....	14
Gráfico 7. Evolución de la tasa de variación anual del Stock de viviendas.....	15
Gráfico 8. Evolución de la tasa de variación anual del PIB y Construcción en términos reales. 1990-2007 .....	15
Gráfico 9. Evolución de la tasa de variación anual del PIB e Inversión en vivienda en términos reales. 1996-2006.....	16
Gráfico 10. Evolución de las Viviendas iniciadas y variación neta del número de hogares. Miles de unidades. 1992-2006 .....	16
Gráfico 11. Evolución de las Viviendas terminadas. Certificados de fin de obra de Aparejadores. 1992-2007 .....	17
Gráfico 12. Evolución de las Viviendas libres y de protección oficial. Miles de unidades. 1970-2007 .....	17
Gráfico 13. Evolución de Tipos de interés a comprador de vivienda y euribor a doce meses. 1999-2007 .....	24
Gráfico 14. Evolución del Diferencial entre los tipos de interés de los créditos a comprador de vivienda y el euribor a doce meses. 1990-2007 .....	25
Gráfico 15. Evolución de la Cuota mensual a pagar por cada 1000 euros de crédito concedido a 25 años al tipo medio de mercado. 1997-2007 .....	25
Gráfico 16. Evolución de las tasas de variación anual de Saldo vivo de crédito inmobiliario a promotor y comprador. 1995-2007 .....	26
Gráfico 17. Evolución de la Relación Ahorro-Renta disponible de hogares (%).1996-2007 .....	27
Gráfico 18. Participación relativa del impacto de las variables explicativas sobre el valor estimado de la tasa de variación interanual del precio medio de la vivienda en términos constantes (%). 1996-2006 .....	29
Gráfico 19. Valor observado, ajustado y predicciones de la tasa de variación interanual del precio medio de la vivienda en términos constantes. 1996-2009 .....	30

## Índice de tablas

Tabla 1. Mercado de vivienda en España. Principales magnitudes. 2006-2007 .....	7
Tabla 2. Compraventas de viviendas registradas por Comunidades Autónomas. 2006-2007 .....	8

Tabla 3. Tasa de variación de la Compraventa de viviendas registradas por Provincias. 2007 ..9	
Tabla 4. Precios de tasación de viviendas libres* por Comunidades Autónomas. .... 12	12
Tabla 5. Visados de dirección de obra nueva por Comunidades Autónomas. .... 18	18
Tabla 6. Relación Viviendas Iniciadas-Compraventas registradas de viviendas nuevas por Comunidades Autónomas. 2006 ..... 19	19
Tabla 7. Relación Viviendas terminadas-Transacciones inmobiliarias de viviendas de nueva construcción por Provincias. 2006 ..... 20	20
Tabla 8. Créditos a hogares para compra de vivienda. Tipos de interés (*) y Volúmenes. 2005-2007 ..... 27	27
Tabla 9. Predicciones de la tasa de variación interanual del precio medio de la vivienda (%). 2005-2009 ..... 30	30
Tabla 10. Predicciones de los precios medios de la vivienda por metro cuadrado. 2004-2009.30	30