

3 La recuperación del sector inmobiliario proseguirá en 2017

Félix Lores – Unidad de España | Ignacio San Martín, David Cortés, Leopoldo Duque – Unidad Real Estate

El mercado inmobiliario en España sigue avanzando por la senda de la recuperación. En la primera mitad del año tanto la venta de viviendas como la iniciación de nuevas edificaciones residenciales se comportaron mejor que en el mismo periodo del año anterior. En buena medida, el buen comportamiento del mercado inmobiliario descansa en la **evolución positiva mostrada por los determinantes de la demanda residencial**, entre los que se encuentran: el crecimiento del empleo, la mayor oferta de crédito y los bajos tipos de interés, el buen tono de la demanda extranjera y, más recientemente, las expectativas de revalorización del precio de la vivienda. En este sentido, el empuje de las ventas en un escenario de descenso de inventarios continúa favoreciendo la paulatina revalorización del precio de la vivienda y, también, la incipiente proliferación de nuevos proyectos de construcción residencial.

Así, se espera que **durante 2016 el sector se recupere a ritmos similares a los del pasado año.** A su vez, al igual que para el conjunto de la economía, las previsiones indican una **ligera moderación del crecimiento de la inversión residencial en 2017.** Si bien, previsiblemente, ésta moderación será de menor intensidad que la del conjunto de la economía dada la relevancia que las expectativas tienen en este mercado y, por el momento, las existentes en torno a la vivienda se muestran positivas en el horizonte de previsión.

Las ventas muestran una clara tendencia de crecimiento...

En la primera mitad de 2016, la buena evolución de los factores que impulsan la demanda residencial se tradujo en un nuevo incremento del ritmo de ventas. Si bien la tendencia general es de aumento de la demanda, el análisis geográfico continúa mostrando una elevada heterogeneidad que deriva en resultados diferenciados entre comunidades autónomas, más favorables en el área del mediterráneo que en el interior y norte peninsular, con la excepción de Madrid, donde las ventas se mantienen fuertes.

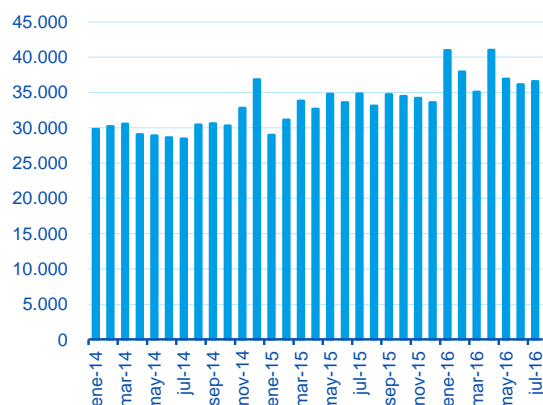
Analizando la evolución temporal, se observa que en la primera mitad de 2016 la venta de viviendas ha estado marcada por los buenos registros de enero y de abril. De hecho, en mayo y junio se percibió una moderación del crecimiento de las ventas respecto a las tasas que venían observándose, lo que ha provocado que en el segundo trimestre las transacciones permanecieran prácticamente estancadas respecto al primero (Gráfico 3.1). Pese a ello, las ventas continúan comportándose mejor que el año pasado: **las transacciones residenciales aumentaron el 11,8% interanual en los siete primeros meses del año**, según los datos del Centro de Información Estadística del Notariado (CIEN). Es decir, entre enero y julio del año en curso, en España se vendieron 265.793 viviendas, frente a las 237.884 del mismo periodo de 2015. De este modo, las ventas marcan una clara tendencia de crecimiento, tal y como se observa en el Gráfico 3.2, donde se representa las operaciones acumuladas en los últimos doce meses.

El progresivo **descenso del inventario de vivienda nueva y la escasa salida al mercado de obra terminada están condicionando la elección de los hogares** que, ante la escasez de vivienda nueva en los mercados más dinámicos, se están reorientando hacia el producto de segunda mano. En este sentido, las estadísticas indican que **la venta de viviendas de segunda mano muestra un mayor dinamismo.** Los datos del primer semestre del Ministerio de Fomento muestran cómo la venta de viviendas nuevas cayó el 5,7% al tiempo que la de viviendas de segunda mano creció algo más del 21% interanual². Teniendo en

2: Se define vivienda nueva como aquella que nunca ha experimentado una transacción y cuenta con una antigüedad inferior a 5 años. En este sentido, todas aquellas viviendas que, a pesar de tener menos de cinco años, hayan experimentado cualquier tipo de transacción –sin necesidad de ser de

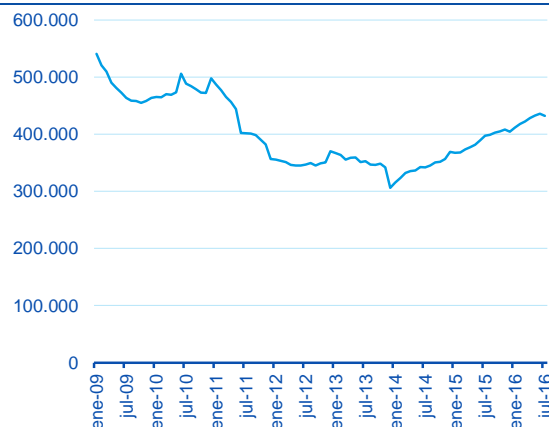
cuenta la definición de vivienda nueva y ante esta dinámica, se aprecia una reducción del peso de la vivienda nueva en las transacciones. Así, en el primer semestre del año las operaciones de vivienda nueva apenas representaron el 10% del total.

Gráfico 3.1
España: venta de viviendas (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

Gráfico 3.2
España: venta de viviendas (acumulado 12 meses)



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

... mostrando una evolución regional con elevada heterogeneidad geográfica

A finales de junio de 2016, los datos agregados muestran que las ventas de viviendas acumulaban diez trimestres consecutivos de crecimientos interanuales, una evolución que se observa no solo en el ámbito nacional, también en casi todas las comunidades autónomas. Tan sólo en Castilla-La Mancha, Extremadura, Navarra y, en menor medida, en Galicia, País Vasco y La Rioja el crecimiento de las ventas ha estado interrumpido en algún trimestre en los últimos diez. Con ello se pone de manifiesto que **la consolidación de la recuperación de la demanda es una realidad en casi todas las comunidades autónomas**, habiendo alguna de ellas donde el crecimiento es aún débil.

En este sentido, los datos correspondientes al primer semestre del año, muestran diferentes ritmos de crecimiento de las ventas de viviendas en las diecisiete comunidades autónomas. En todas, salvo en Navarra, donde las ventas en los seis primeros meses del año tan sólo crecieron el 1,8% interanual, las ventas del 1S16 superaron ampliamente a las de 1T15. Las tasas de crecimiento oscilaron entre el 6,7% de aumento de Galicia y el 27,1% de Aragón.

Analizando la dinámica de mercado de cada una de las comunidades autónomas en el primer semestre de 2016 (Gráfico 3.3) se observa como **en algunos mercados**, como Baleares, Cataluña, Madrid o Canarias, **la demanda ya ha superado el proceso de ajuste de estos años pasados y se encuentra en un momento de normalización mientras que otros mercados**, tales como Extremadura, Galicia, Castilla La Mancha o Navarra **se encuentran aún en fase de ajuste**³.

La composición del crecimiento refleja cómo **los residentes en la misma comunidad autónoma son los que más contribuyen al crecimiento de las ventas en cada región**. Así, por ejemplo hay comunidades autónomas como Asturias, Extremadura, Galicia, Navarra y País Vasco, donde el protagonismo de otros

compraventa- son consideradas como viviendas de segunda mano, aunque no hayan sido ocupadas por un hogar. Una definición que, como se verá más adelante es clave para analizar las cifras de sobreoferta publicadas por el Ministerio de Fomento.

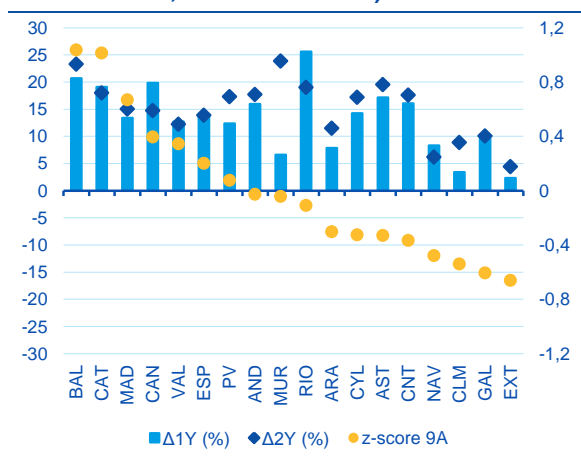
3: Para analizar la dinámica de mercado de la demanda se parte de la evolución de la misma desde el año del inicio del ajuste, 2007. Así, para cada comunidad autónoma se compara la venta mensual media de todo el periodo seleccionado con el promedio mensual de las ventas en el 1S16, estimando la distancia a la media en desviaciones típicas (z-score). Cuando los valores se sitúan por encima de la media indican que el mercado se ha normalizado, por el contrario, cuando están por debajo continúa el proceso de ajuste.

segmentos de la demanda es prácticamente nulo, de manera que la demanda de los residentes en la misma comunidad autónoma concentra en torno al 90% del total.

Por el contrario, **hay regiones donde el mercado inmobiliario sigue atrayendo a demandantes de otros países**. Así, en el 1S16 la compra de viviendas de extranjeros en Baleares y Canarias representó alrededor del 40% del total. En Murcia, la Comunidad Valenciana y Andalucía este segmento de la demanda también contribuyó notablemente al incremento de las ventas.

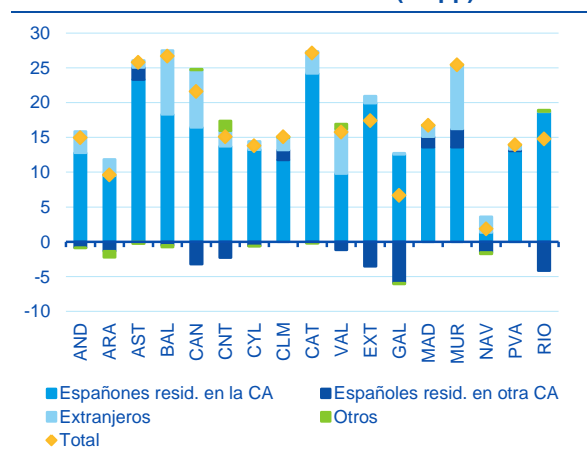
Finalmente, la compra de viviendas por parte de residentes en otras regiones muestra una mayor heterogeneidad. Aunque en términos nacionales este segmento de la demanda se contrajo el 4,2% interanual en el 1S16, en algunas comunidades aumentó. Destaca el ascenso en Madrid y Murcia, donde el 19,4% de las viviendas vendidas las adquirieron residentes en otras regiones. Sin embargo, en Galicia, Canarias y Extremadura este segmento de demanda se contrajo notablemente. (Gráfico 3.4).

Gráfico 3.3
España: venta de viviendas (indicador de normalización, último dato 2T16)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.4
España: contribución al crecimiento interanual de las ventas de vivienda en el 1S16 (en pp)

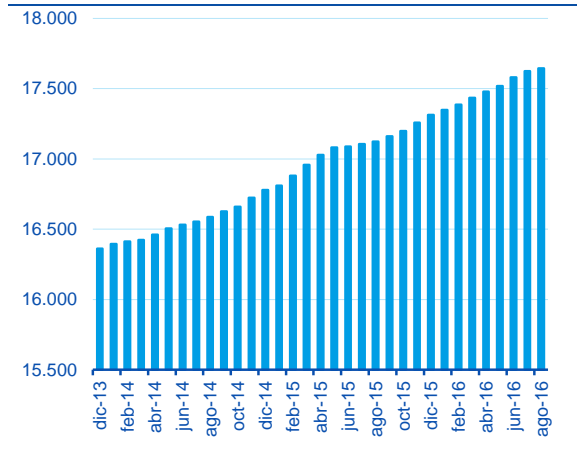


Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

El aumento de la demanda se apoya en el empleo y la renta,...

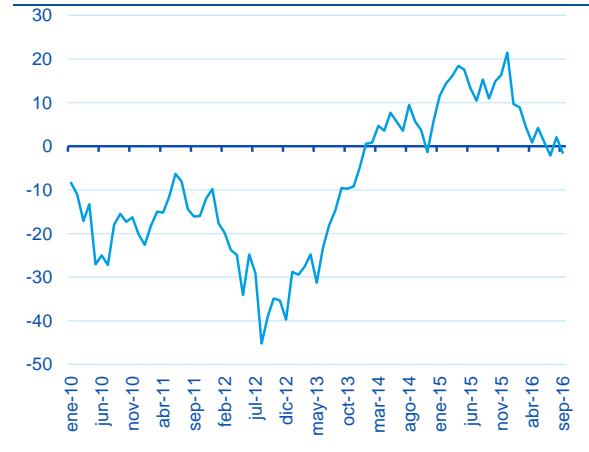
El buen desempeño de las ventas se explica por la evolución de los determinantes de la demanda. Durante el primer semestre del año el crecimiento de la economía ha venido acompañado de **creación de empleo**. En los primeros seis meses del año, según los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) del INE, los ocupados aumentaron en torno a los 200.000. A su vez, la tasa de paro se redujo en algo más de 200.000 personas. Se trata de una mejora del empleo sensiblemente inferior al del mismo periodo del año anterior. Una realidad que, a buen seguro, se mantendrá en el conjunto del año dados los datos de la afiliación a la Seguridad Social de julio y agosto, que muestran una sensible moderación del número de afiliados que se plasmará en un menor ritmo de creación de empleo en los meses sucesivos (Gráfico 3.5). Por su parte, el descenso del paro fue también algo inferior al del año anterior. Todo ello favoreció el **crecimiento de la renta bruta disponible de los hogares**, ya que la renta salarial sigue siendo su principal componente. En particular, en el primer semestre la renta de los hogares aumentó el 2,8% interanual.

Gráfico 3.5
España: afiliados a la Seguridad Social (media mensual, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.6
España: confianza de los consumidores (perspectivas sobre la situación económica en los próximos 12 meses, %, datos CVEC)



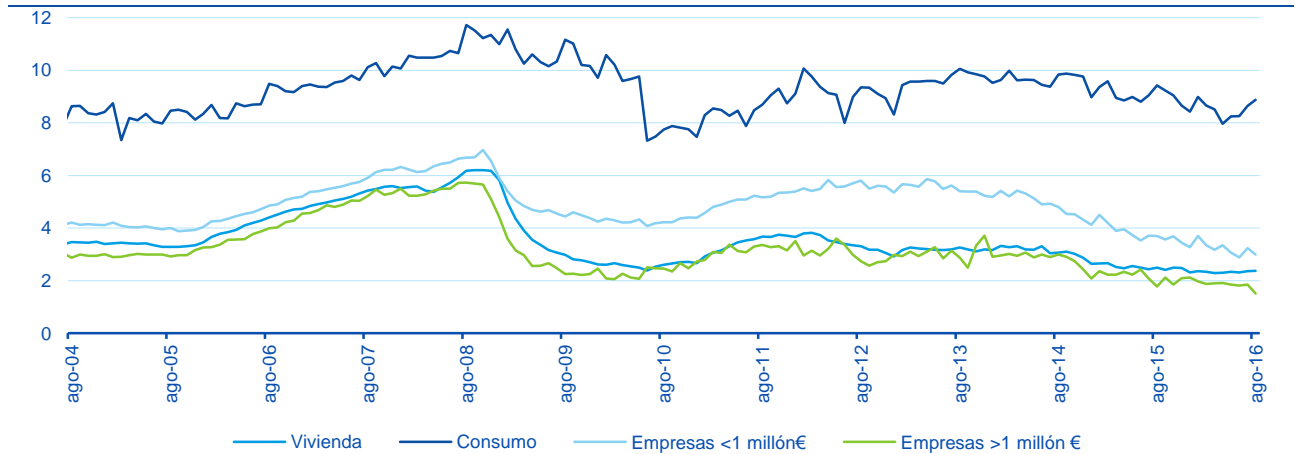
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Pese al deterioro de los últimos meses, la confianza de los consumidores permanece en niveles máximos de los últimos años (Gráfico 3.6). Los últimos datos disponibles, correspondientes al mes de septiembre, indican que la mayoría de los consumidores son optimistas respecto a la situación económica de los próximos doce meses. Aunque este indicador se ha deteriorado a lo largo de 2016, permanece en niveles muy superiores a los de los últimos años, todo ello a pesar de que la incertidumbre existente en torno a la política económica y a acontecimientos que añaden más incertidumbre, como sería el *brexit* o las dudas en torno a la robustez del crecimiento de economías como Estados Unidos o China.

... en la buena evolución del crédito hipotecario...

La política monetaria ultra-expansiva del Banco Central Europeo continúa estimulando la recuperación del crédito al sector minorista (pymes y familias) en España. Los mecanismos de transmisión de las medidas extraordinarias tomadas por el BCE están funcionando, y ya se notan en los tipos de interés de los préstamos (Gráfico 3.7) y en el crecimiento del nuevo crédito a los sectores más dependientes de la financiación bancaria.

Gráfico 3.7
España: evolución de los tipos de interés oficiales (%)

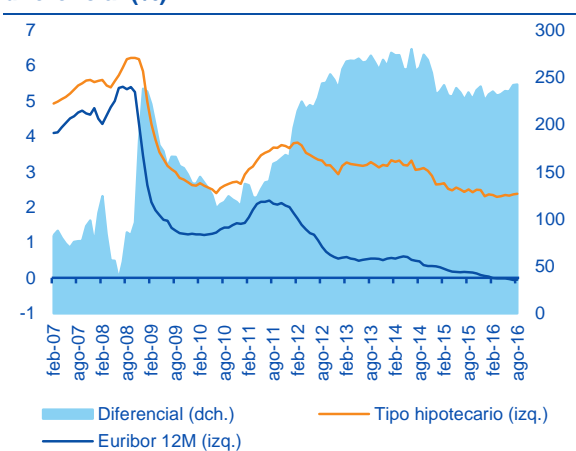


Fuente: BBVA Research a partir de BdE

En el mes de agosto, el tipo de interés aplicado a las nuevas operaciones de crédito a los hogares para la adquisición de vivienda se situó en 2,37% (TAE), según los datos del Banco de España, lo que conlleva una reducción de 13 puntos básicos respecto al mismo mes en el año anterior. La evolución de los últimos meses evidencia cierta resistencia a la baja, tal vez por la relevancia que están cobrando las hipotecas a tipos de interés fijo. En este sentido, la composición del crédito hipotecario ha ido cambiando. Si hace unos años **las hipotecas a tipo fijo** eran prácticamente testimoniales (según los datos del Colegio de Registradores de la Propiedad, en 2012 menos del 3,5% de los préstamos hipotecarios se referenciaban a tipo de interés fijo), desde la segunda mitad de 2015 **vienen mostrando un incremento muy notable** que se aproxima, en términos medios, al 10% de todas las hipotecas firmadas desde entonces.

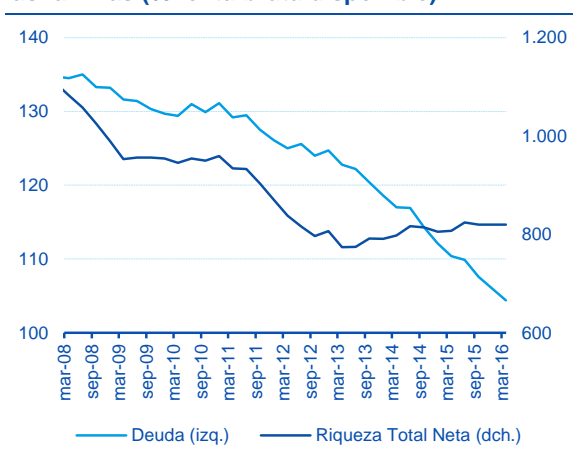
Descomponiendo el tipo de interés hipotecario entre un tipo de referencia, el más utilizado es el Euribor 12 meses, y el diferencial aplicado por las instituciones financieras, que mide principalmente el riesgo de crédito y las comisiones, se observa como la disminución de los tipos hipotecarios ha venido dada por las progresivas reducciones del Euribor 12 meses (Gráfico 3.8). Por su parte, los diferenciales han permanecido relativamente estáticos, en torno a los 230 puntos básicos, en parte por la recomposición de los nuevos préstamos hacia tipos fijos que suelen ser más altos que los variables. Esto evidencia que **la reducción de los tipos hipotecarios sigue debiéndose más a la acción del banco central**, que a una relajación de los criterios de concesión de préstamos a los hogares. En este sentido, en la medida en que las ratios de endeudamiento de los hogares sigan reduciéndose y la renta disponible de las familias aumentando (Gráfico 3.9), los criterios para la concesión de crédito podrían ir relajándose en los próximos meses.

Gráfico 3.8
España: tipo hipotecario, Euribor 12 meses y diferencial (%)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE y Haver

Gráfico 3.9
España: endeudamiento y riqueza total neta de las familias (% renta bruta disponible)

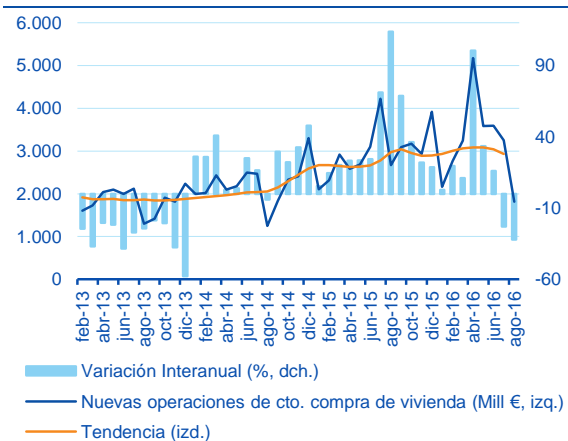


Fuente: BBVA Research a partir de BdE

En este contexto, **el volumen de las nuevas operaciones de crédito a hogares para la adquisición de vivienda ha continuado creciendo en 2016**, y el acumulado de los ocho primeros meses muestra un incremento del 13,2% respecto del mismo periodo del 2015, a pesar de la desaceleración observada en los últimos meses (Gráfico 3.10). En julio y agosto, el crédito vivienda se redujo, respecto al mismo mes del año anterior, el 23,0% y el 32,1%, respectivamente. Sin embargo, esta caída se explica por el importante efecto base derivado de un incremento de las refinanciaciones como consecuencia de la eliminación de las cláusulas suelo por parte de algunas entidades (entre julio y septiembre de 2015 el nuevo crédito a vivienda creció a un promedio interanual del 85%). Si se elimina este efecto base, las nuevas operaciones de crédito vivienda en agosto crecieron el 29,8% interanual, lo que supone un crecimiento del 24,4% del acumulado entre enero y agosto de 2016.

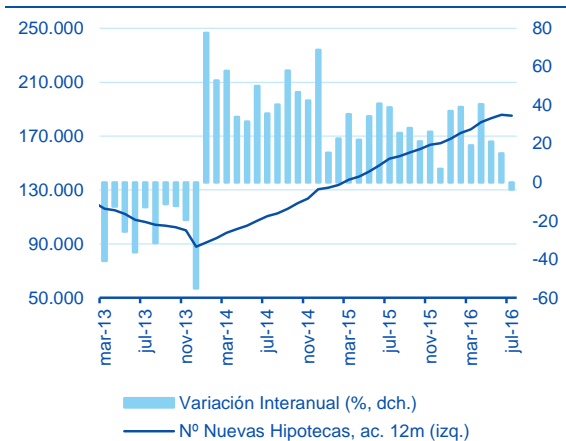
Los datos del Consejo General del Notariado apuntan en la misma dirección que los de Banco de España. **Los préstamos hipotecarios muestran una dinámica positiva en la primera parte de 2016**, aunque en los últimos meses se observa una moderación del crecimiento: en julio las hipotecas cayeron el 3,8% interanual (Gráfico 3.11). En los siete primeros meses del año se firmaron 115.815 nuevas hipotecas frente a las 95.530 del mismo periodo en 2015, lo que supone un incremento del 21,2%.

Gráfico 3.10
España: flujo de nuevo crédito destinado por los hogares para compra de vivienda



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

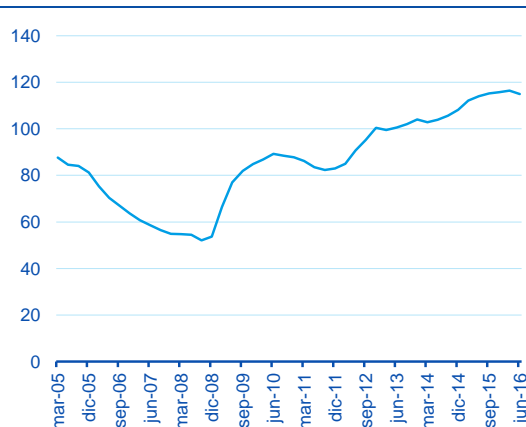
Gráfico 3.11
España: hipotecas para la adquisición de vivienda (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

Los bajos costes de financiación y la progresiva mejora de la renta disponible de las familias sigue permitiendo que los ratios de accesibilidad a la vivienda en España mejoren, todo ello a pesar de la paulatina recuperación mostrada por el precio (Gráfico 3.12). La ratio de accesibilidad-riesgo de BBVA, que relaciona la capacidad de endeudamiento de las familias y el precio de la vivienda⁴, continúa en máximos y en junio de 2016 se situó en el 115%, 1pp menos que en el 1T16.

Gráfico 3.12
Evolución ratio accesibilidad-riesgo BBVA (%)



Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales

Tabla 3.1
Ratio de accesibilidad-riesgo BBVA. CC.AA (%)

	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16
ESP	114,0	115,3	115,7	116,4	115,0
AND	117,4	118,1	119,2	121,4	119,8
ARA	138,6	142,3	144,2	146,5	145,5
AST	132,4	135,0	134,0	135,0	136,8
BAL	86,0	85,6	84,3	83,3	83,6
CAN	114,9	116,7	117,1	117,1	114,9
CNT	109,3	112,5	117,3	117,4	113,9
CLM	136,9	136,8	137,3	139,6	139,2
CYL	180,9	183,7	184,0	187,4	188,2
CAT	112,1	113,2	112,1	112,1	110,3
VAL	132,0	133,4	133,9	135,0	134,6
EXT	151,2	152,5	153,1	151,8	151,9
GAL	124,1	125,4	126,3	126,1	125,8
MAD	104,6	105,8	105,9	105,3	102,6
MUR	148,2	149,6	150,5	152,8	153,0
NAV	132,7	135,3	136,2	140,3	139,6
PVA	79,9	81,9	83,7	85,2	83,6
RIO	144,7	143,5	149,2	153,7	148,9

Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales.

4: Para más información sobre la construcción del indicador ver el Recuadro 2 de Situación Inmobiliaria en España 2º semestre 2015: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/12/Situacion_Inmobiliaria_dic15.pdf

Sin embargo, a escala de las comunidades autónomas la situación es heterogénea ya que en algunas de ellas comienza a observarse un cierto deterioro de esta ratio debido, en gran medida, al proceso de recuperación de precios que viene observándose. Así, en el 2T16 en Baleares, Cataluña y Madrid la ratio de accesibilidad-riesgo BBVA se ha deteriorado respecto al mismo periodo del año anterior, un caída de la ratio de entorno a 2pp en cada una de ellas. Por el contrario, en otras regiones como Aragón, Castilla y León o Navarra la ratio continúa mejorando debido a una recuperación más moderada del precio de la vivienda (Tabla 3.1). Pese a todo, la ratio continúa prácticamente en máximos en todas las comunidades autónomas.

... y en el dinamismo de la demanda de extranjeros, que sigue siendo un pilar relevante

En 2015, año en el que se batió un record de visitas de turistas extranjeros, las compras de viviendas por extranjeros experimentaron un incremento del 13,4% anual, según los datos de transacciones del Ministerio de Fomento. Hasta la fecha, las cifras de turismo extranjero apuntan hacia un nuevo máximo, por lo que es de esperar que la demanda extranjera vuelva a impulsar la venta de vivienda en España. Por lo pronto, **los últimos datos disponibles del Ministerio de Fomento, correspondientes al primer semestre del año, arrojan un crecimiento interanual de las compras de extranjeros del 20,8%.**

En lo que se refiere a la nacionalidad de los adquirentes no se observan grandes variaciones. Tal y como refleja la Tabla 3.2, **los ingleses sigue siendo los principales compradores en España, aunque en el primer semestre se habría observado una leve moderación de su relevancia:** en el último trimestre de 2015, el 23,9% de los extranjeros que adquirieron una vivienda fueron ingleses, una proporción que se ha reducido hasta el 19,7% en el 2T16. Además, **teniendo en cuenta las implicaciones del *brexit* para la economía inglesa este porcentaje podría seguir moderándose.** La posible devaluación de la libra frente al euro y la moderación del crecimiento de la economía inglesa, con su consecuente impacto en la renta de los hogares, son factores que podrían afectar a la compra de viviendas de los ingleses en España. Sin embargo, seguramente Reino Unido continúe siendo uno de los principales países de origen de demandantes de vivienda en España. Alemanes y franceses son las otras dos nacionalidades que más viviendas compran en España: en el 2T16 representaron algo más del 7% cada una. En este aspecto, mientras que los alemanes han mantenido su peso en los últimos trimestres, en el caso de los franceses se ha apreciado una reducción de unos 3pp. Respecto al resto de nacionalidades compradores, destaca la **reducción del peso observado entre los rusos**, muy relacionado con la desaceleración de su economía. Por su parte, asciende la relevancia de los demandantes procedentes de Suecia e Italia y también los de Marruecos y Rumanía, cuyo peso se incrementa en 1pp, hasta el 3,5 y el 4,8% del total de viviendas compradas por extranjeros, respectivamente.

Tabla 3.2

España: principales nacionalidades demandantes de viviendas (% compras total de extranjeros)

	2T15	2T16	Diferencia
Reino Unido	19,9	19,7	-0,1
Alemania	7,7	7,4	-0,3
Francia	8,1	7,1	-1,1
Suecia	5,6	7,0	1,4
Italia	5,3	6,0	0,7
Bélgica	6,5	5,6	-0,9
Rumanía	3,9	4,8	1,0
China	3,9	3,9	0,0
Marruecos	2,6	3,5	1,0
Rusia	3,9	3,0	-1,0

Fuente: BBVA Research a partir de Colegio de Registradores de la Propiedad

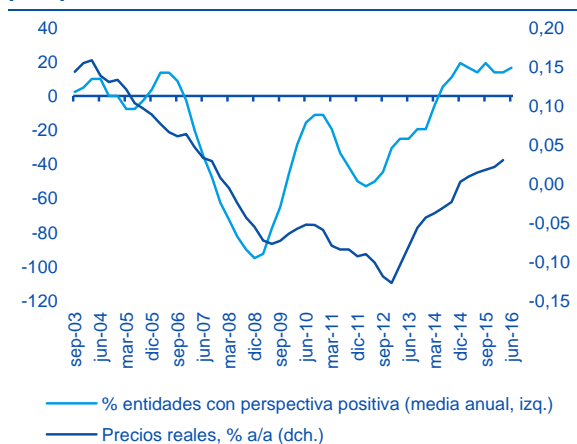
Un nuevo elemento: la mejora de las expectativas de precio dará un nuevo impulso a la demanda

La literatura económica⁵ muestra que la evolución del mercado de la vivienda no solo depende de factores fundamentales como la riqueza de las familias, la demografía, o el stock residencial, sino que **existe una componente de expectativas importante que afecta tanto a la demanda como a la oferta de vivienda**. Medir dichas expectativas en España es una tarea compleja puesto que no existen encuestas concretas que recojan, de manera continua y con una relativa frecuencia, cuál es el sentimiento de los agentes que intervienen en el sector. Ante esta situación, y para intentar inferir éstas, se han analizado otro tipo de encuestas e indicadores económicos.

En primer lugar, se estudia la **Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España**. En ella, trimestralmente, las principales entidades bancarias dan información sobre la concesión de crédito a familias y empresas, y sobre sus perspectivas. Uno de los apartados de la encuesta recoge específicamente las expectativas del mercado inmobiliario. En el Gráfico 3.13 se representa la evolución de éstas en los últimos trece años, y se observa cómo sí adelantan la dinámica del precio real de la vivienda, por lo que la evolución positiva de los últimos meses augura un crecimiento futuro del precio de la vivienda.

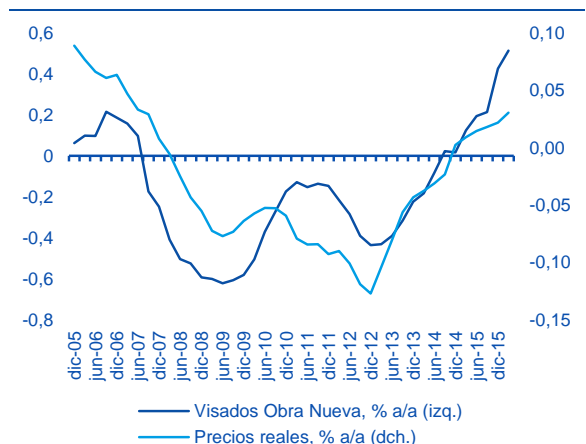
El segundo análisis se realiza a partir de la evolución de las licencias de obra nueva. Entre los múltiples factores que podrían explicar el desarrollo de nuevas obras por parte de constructores y promotores se destacan dos. El primero, las futuras expectativas de demanda para esa obra nueva. Y, el segundo, la capacidad para obtener margen de beneficios. Al igual que la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, **se observa una relación histórica entre la evolución de los precios y la de los visados de obra nueva** (Gráfico 3.14), y el repunte de los últimos meses apunta a una mejor percepción del sector por parte de constructores y promotores.

Gráfico 3.13
España: evolución precios reales de la vivienda y perspectivas mercado de la vivienda



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM y BdE

Gráfico 3.14
España: evolución precios reales de la vivienda y visados de obra nueva



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

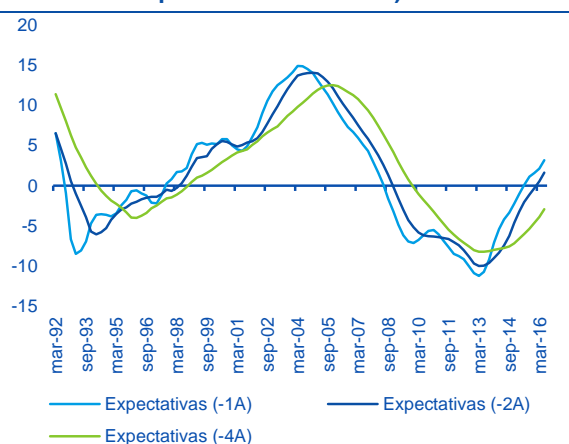
5: Muellbauer (2012), remarca que las expectativas sobre la futura evolución del precio de la vivienda han de incorporarse tanto a los modelos de valoración basados en las variables de oferta y demanda, así como a los modelos de valoración basados en el arbitraje de las rentas del alquiler. En ambos tipos de modelos, las expectativas futuras sobre los precios reales de la vivienda se habrían de incorporar al cálculo de coste de uso del capital residencial, que es una variable explicativa importante para determinar la correcta valoración del sector.

Por último, se analizan las **expectativas extrapoladas**. Numerosos estudios han encontrado evidencias de que **la evolución pasada de los precios de la vivienda es un buen predictor de sus expectativas futuras** (Bracke (2010), Case y Shiller (1990) y Poterba (1991), entre otros). La dificultad a la hora de hallar estas expectativas extrapoladas está en determinar la ventana histórica adecuada para calcularlas. Estudios anteriores han obtenido buenos resultados trabajando con ventanas de 4-5 años⁶, aunque también se han calculado con ventanas más cortas, 1-2 años, dando así mayor peso al pasado más próximo. Los resultados muestran cómo las expectativas sobre la evolución de los precios muestran una clara mejoría a partir del año 2013 (Gráfico 3.15), la ventana temporal utilizada tan solo cambiarían los niveles obtenidos.

Los tres indicadores anteriores apuntan a una **clara mejoría de las expectativas en torno a la evolución del mercado inmobiliario desde mediados de 2013**, y esta mejora debiera ir transmitiéndose progresivamente a las valoraciones del sector, vía **reducciones en el coste de uso del capital residencial**⁷. Este factor se compone de la suma de todos los costes en los que se incurre al adquirir una vivienda (coste de la hipoteca, costes de mantenimiento, tasa de depreciación del inmueble, impuestos y una prima de riesgo por la que el propietario ha de ser compensado por invertir en ese activo), menos la revalorización esperada del capital inmobiliario, es decir, menos las expectativas. De esta forma, la demanda residencial depende negativamente del coste de uso, de tal forma que reducciones de este coste (por ejemplo, debidos a un abaratamiento de las hipotecas o a unas mejores expectativas de precios) repercuten positivamente sobre la demanda y viceversa.

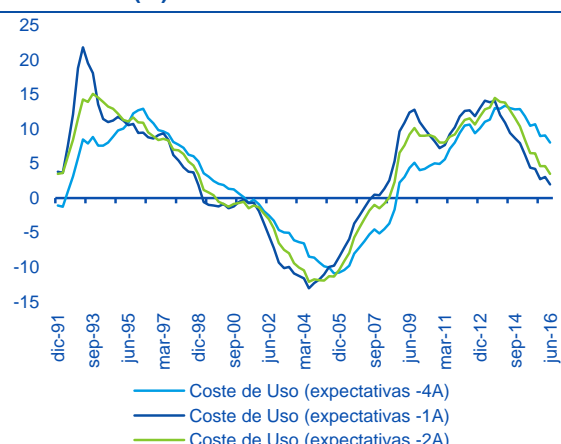
Estimar⁸ este coste es complejo porque incluye variables difíciles de calcular, tales como las expectativas, las primas de riesgo, o incluso las diferentes políticas fiscales de cada región que se esté analizando. Por ello se ha calculado un coste simplificado (Gráfico 3.16), en el que se consideran los costes financieros reales de comprar una vivienda (tipos hipotecarios oficiales menos la inflación), los costes de depreciación y mantenimiento, que serían del 2% del valor de la vivienda (Poterba (1991) y García Montalvo (1999)), y las expectativas extrapoladas de precios anteriormente calculadas. En los tres escenarios de expectativas calculados, **los costes de uso obtenidos se han reducido drásticamente desde finales de 2013, reforzando la idea de que factores como unos bajos costes de financiación y unas expectativas crecientes, pueden seguir impulsando los precios y la demanda del sector.**

Gráfico 3.15
España: evolución expectativas extrapoladas (%), evolución del precio de la vivienda



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM y BdE

Gráfico 3.16
España: evolución coste de uso de capital residencial (%)



Fuente: BBVA Research a partir MFOM, BdE e INE

6: Duca, et al. (2011, 2012 a,b) encontraron que para estimar los costes de usuario, el promedio de las revalorizaciones de los precios reales de la vivienda en los últimos 4 años, eran los que mejor ajustaban. Himmelberg et al.(2005) encontraron evidencias similares, pero con ventanas de cinco años.

7: Financieramente, el coste de uso del capital residencial se podría interpretar como el coste de oportunidad que supone comprar una vivienda y dejar de comprar cualquier otro bien o servicio.

8: A nivel nacional, entre otros, hay estimaciones del coste de uso del capital residencial realizadas por los profesores López García, M.A. (1996,1997, 1999), Taltavull, P. (2000), García Montalvo,J. y Mas, M (2000) y Barrios García, J.A. (2001).

Por último, **las expectativas de revalorización también son un claro incentivo a la inversión**, especialmente cuando los activos alternativos ofrecen unas rentabilidades ajustadas a riesgo poco atractivas. Los bajos tipos de interés actuales y la elevada volatilidad de los mercados financieros están haciendo que inversiones alternativas al residencial, tales como son la renta fija o la renta variable, tengan un menor atractivo. Al cierre de esta publicación, el bono del gobierno español a 10 años ofrece una rentabilidad del 0,91%, los depósitos bancario a largo plazo un -0,12%, y la rentabilidad del IBEX en lo que va de año es de un -6,25%, mientras que la rentabilidad anual del sector residencial se situaba en marzo en del 4,6% según los dato de Banco de España.

La era digital al servicio del mercado inmobiliario: un indicador de demanda

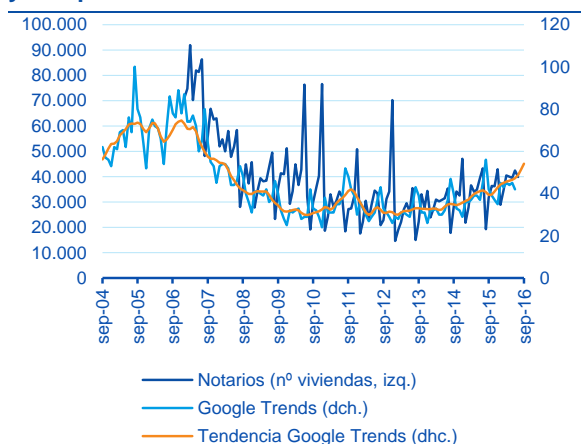
Hoy en día, internet es una gran fuente de datos que puede ayudar a entender, en tiempo real, cómo se están comportando los usuarios de la red, lo que está permitiendo el desarrollo de nuevos indicadores de análisis económico. En este sentido, Google Trends, una aplicación proporcionada por Google, permite representar de forma gráfica la evolución de los términos de búsqueda realizados por los usuarios en tiempo real y con frecuencia mensual.

Con el objetivo de adelantar cómo puede estar comportando la demanda de viviendas en España, se ha buscado el término “comprar casa” desde enero de 2004 hasta septiembre de 2016 en la aplicación Google Trends. Esta simulación podría ser refinada, aún más, combinando otros criterios de búsqueda como “comprar vivienda”, “buscar casa” o similar, pero en este caso se ha trabajado sólo con el primero.

El gráfico 3.17 representa **los resultados de la búsqueda realizada en Google Trends y los datos oficiales proporcionados por notariado para las compraventas de vivienda en España**. Pese a que la serie de Google presenta bastante estacionalidad, las dinámicas de la misma son similares a las de la serie proporcionada por la base de datos CIEN. Para eliminar el ruido de ambas series y estudiar su relación se han tratado con modelos ARIMA. El gráfico 3.18 refleja la **existencia de una relación lineal entre ambas**, y un análisis de regresión simple confirma que esta relación es estadísticamente significativa.

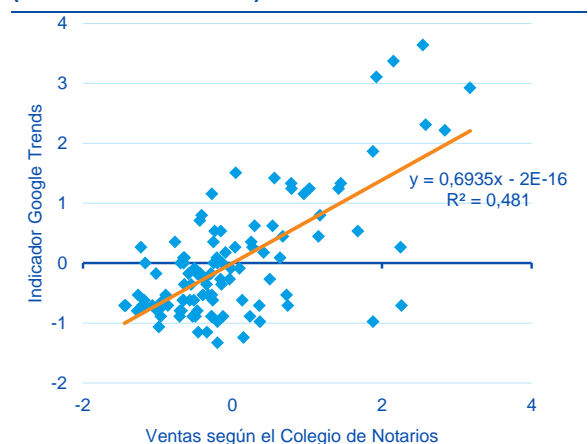
La ventaja de Google Trends es que permite observar la información casi en tiempo real y detectar cualquier cambio de tendencia que se esté produciendo en el mercado con meses de antelación respecto a lo que pueden anticipar los datos oficiales. Este indicador tiene sus limitaciones, especialmente que no proporciona información sobre volúmenes de búsqueda, pero los estudios preliminares sugieren que puede ser muy útil. Actualmente, **el indicador apunta a que la tendencia positiva mostrada por la demanda residencial durante la primera parte del año, continuará en los meses de agosto y septiembre**.

Gráfico 3.17
España: índice “comprar casa” de Google Trends y compraventa de vivienda de Notarios



Fuente: BBVA Real Estate a partir de Google y CIEN

Gráfico 3.18
España: indicador “comprar casa” de Google Trends y compraventa de vivienda de Notarios (datos normalizados*)



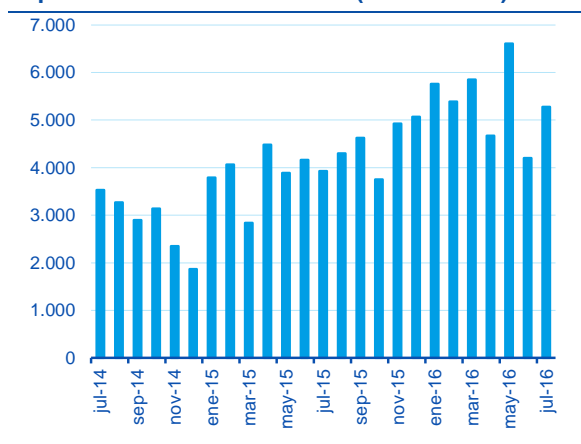
*Nota: aplicación de una normalización estándar
 Fuente: BBVA Real Estate a partir de Google y CIEN

La actividad constructora se encuentra en máximos de los últimos años

La evolución de la iniciación de viviendas en la primera mitad del año ha sido muy positiva. Entre enero y julio la firma de visados de vivienda de obra nueva creció a una tasa interanual del 36,9%, lo que supone la aprobación de casi 39.500 permisos, 10.650 más que en el mismo periodo de 2015 (Gráfico 3.19). Este nuevo crecimiento de los permisos –en 2015 se incrementaron casi el 43% anual- augura un aumento de la edificación residencial en los próximos meses.

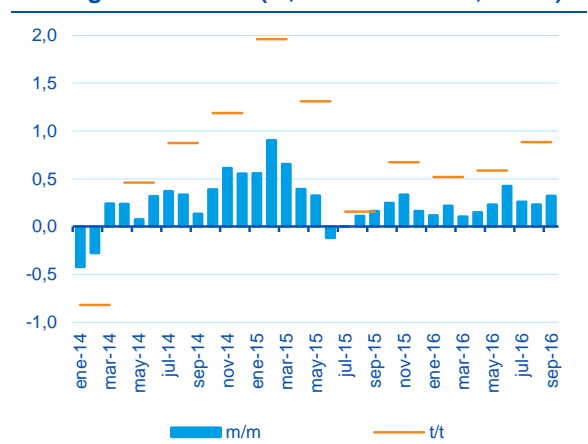
No sólo los visados atestiguan el avance de la actividad constructora. **El empleo en la construcción también evoluciona positivamente.** Además, lo hace en un entorno en el que la obra pública continúa ajustándose: en 2015 la licitación cayó el 28,3% y, en el año en curso, entre enero y agosto ha retrocedido el 6,3% interanual. Es decir, la construcción residencial estaría amortiguando la caída del empleo derivada de la caída de la obra pública. De este modo, en los primeros nueve meses del año, los afiliados a la Seguridad Social trabajando en la construcción crecieron a un promedio mensual del 0,2%, un avance similar al total de afiliados (Gráfico 3.20).

Gráfico 3.19
España: visados de viviendas (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.20
España: trabajadores de la construcción afiliados a la Seguridad Social (% , media mensual, CVEC)

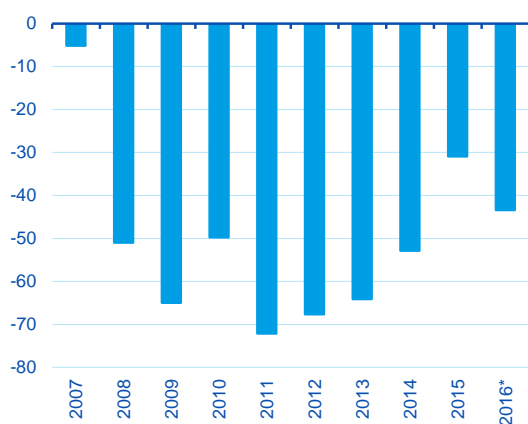


Fuente: BBVA Research a partir de MESS

El Indicador de Clima de la Construcción (ICC), publicado por el Ministerio de Industria, Energía y Turismo, mostró cierto deterioro en los ocho primeros meses del año, en línea con el que venía observándose desde finales de 2015. Pese a ello **la confianza de los empresarios del sector se mantiene por encima de la media registrada durante los años de la crisis** (Gráfico 3.21).

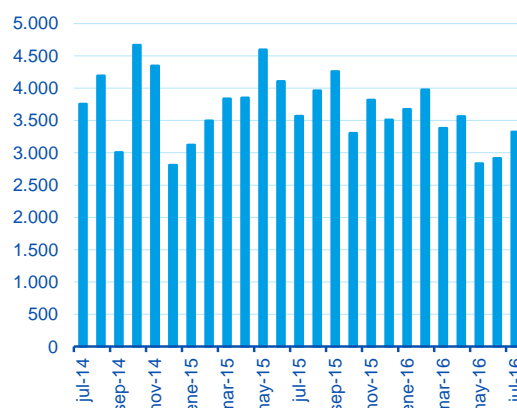
En este escenario, en el que la iniciación de nuevas viviendas crece, **la finalización de viviendas sigue reduciéndose** y, tras el descenso registrado en 2015, entre los meses de enero y julio del año en curso la terminación de viviendas cayó el 10,9% interanual (Gráfico 3.22). Una reducción que, unida al incremento de las ventas, sigue favoreciendo la absorción de la sobreoferta de vivienda nueva existente.

Gráfico 3.21
España: indicador del clima de la construcción residencial (promedio mensual)



* Nota: datos entre enero y septiembre de 2016
Fuente: BBVA Research a partir de MINETUR

Gráfico 3.22
España: certificados de final de obra en viviendas (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

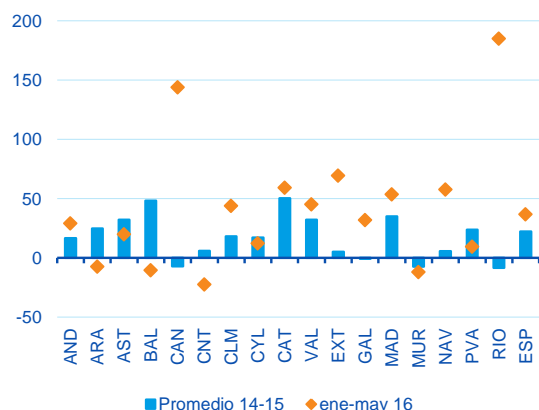
La edificación residencial se recupera a diferentes velocidades

Al igual que se observaba con las ventas, **la iniciación de viviendas evoluciona de manera muy diferente por comunidades autónomas**. La firma de visados de vivienda nueva en los primeros siete meses del año creció en todas las regiones salvo en Aragón, Baleares, Cantabria y Murcia. En Asturias, Castilla-La Mancha y Castilla y León, Cataluña, Comunidad Valenciana, donde los niveles de iniciación son todavía muy bajos, dada la virulencia de la pasada crisis en el sector, el inicio del año ha sido positivo, lo que se une a dos años consecutivos de crecimientos (tres en el caso de la C. Valenciana). Además, en Madrid y País Vasco, donde los visados cayeron a menores tasas que la media nacional en la etapa de crisis, también se aprecia una senda de crecimiento relativamente sostenida. En cualquier caso, en todas las comunidades autónomas el nivel sigue siendo bajo, por lo que pequeñas variaciones en las cantidades dan lugar a tasas de crecimiento relativamente elevadas. (Gráfico 3.23).

La reactivación de las viviendas terminadas, como cabría esperar, viene con retraso, dado el periodo que transcurre desde que se comienza una obra hasta que se finaliza. **Por el momento no se aprecia una consolidación del crecimiento de las viviendas terminadas en ninguna región**. Quizás es Extremadura la que presenta una mayor solidez al mostrar un crecimiento promedio en los dos últimos años positivo y un importante incremento interanual entre enero y mayo de 2016. Por lo demás, comienzan a observarse ligeros cambios en las tendencias. Por ejemplo, en Canarias, Madrid, Murcia y Navarra las viviendas finalizadas en los últimos dos años cayeron a un promedio anual relativamente bajo y en los siete primeros meses de 2016 se mantienen relativamente estables o con un ligero crecimiento interanual (Gráfico 3.24). **Poco a poco, el**

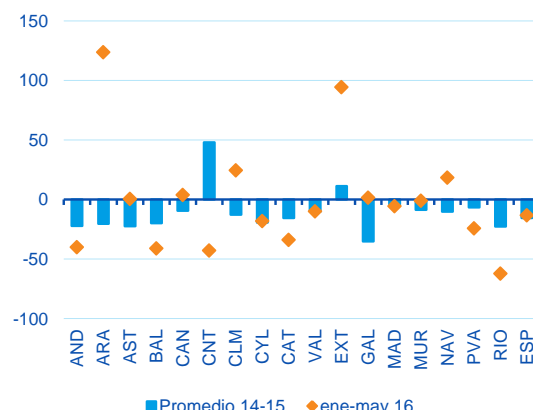
incremento observado en las viviendas iniciadas desde la segunda mitad de 2014 se irá traduciendo en un aumento de las terminadas y, por tanto, en un incremento del inventario a la venta.

Gráfico 3.23
España: visados de vivienda de obra nueva (crecimiento interanual, %)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.24
España: certificados de final de obra en viviendas (crecimiento interanual, %)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

A escala regional, las cifras de inventario de vivienda nueva publicadas por el Ministerio de Fomento también muestran una elevada heterogeneidad. Al tiempo que **hay regiones donde la sobreoferta es prácticamente inexistente** (Cantabria, Extremadura y Navarra), en otras las viviendas nuevas sin vender representan todavía una parte relativamente elevada del parque inmobiliario de la región. Tal es el caso en La Rioja (3,7%), Castilla-La Mancha (3,5%), Murcia y Comunidad Valenciana (en torno al 3,0% en ambos casos) y Canarias (2,8%). En otras comunidades autónomas, como Madrid y País Vasco, la sobreoferta se encuentra ya por debajo del denominado stock friccional (en torno al 1,5% del parque).

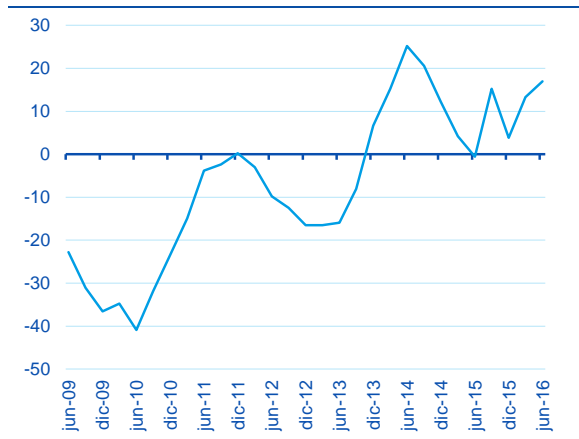
El mercado de suelo resurge: un seguro para la actividad en próximos años

El mercado del suelo también muestra un mayor dinamismo. Los datos recogidos por el Ministerio de Fomento indican que el incremento de la superficie vendida durante 2015 se mantuvo durante el primer semestre de 2016, incluso se incrementó. Así, tras un crecimiento de la superficie transada del 3,8% en 2015, en los seis primeros meses del año ésta aumentó el 19,2% en términos interanuales (Gráfico 3.25). Además, este incremento vino acompañado por una revalorización del precio medio tanto en el conjunto del pasado año (4,3%) como en el primer semestre del año en curso (5,9% interanual).

Otro de los datos positivos para la evolución del mercado es el **incremento de la proporción de transacciones llevadas a cabo por empresas.** Es decir, durante la crisis se observó cómo el mayor volumen de suelo lo adquirían personas físicas. Desde hace algunos trimestres, el peso de las personas jurídicas ha aumentado, de lo que se infiere la dinamización del mercado llega de la mano de las empresas del sector (Gráfico 3.26). Esto es coherente con el ligero aumento que se está apreciando en la financiación concedida a empresas del sector: los préstamos hipotecarios para construcción de vivienda en el primer semestre del año creció tanto en número como en cuantía media en torno al 25% en cada caso.

Gráfico 3.25

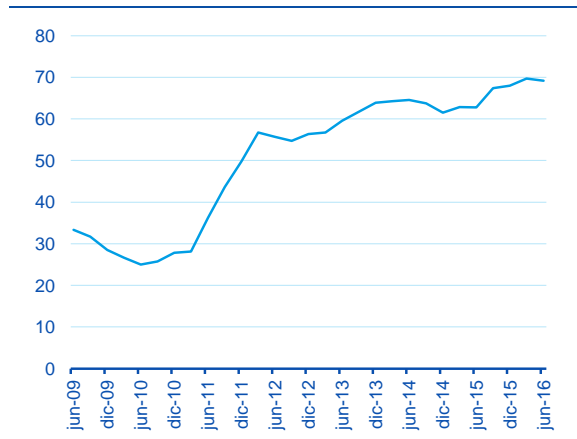
España: superficie de suelo transada (% a/a media móvil 12 meses)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.26

España: superficie de suelo adquirida por personas jurídicas (% a/a media móvil 12 meses)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

La recuperación del precio de la vivienda en la primera parte del año va de más a menos

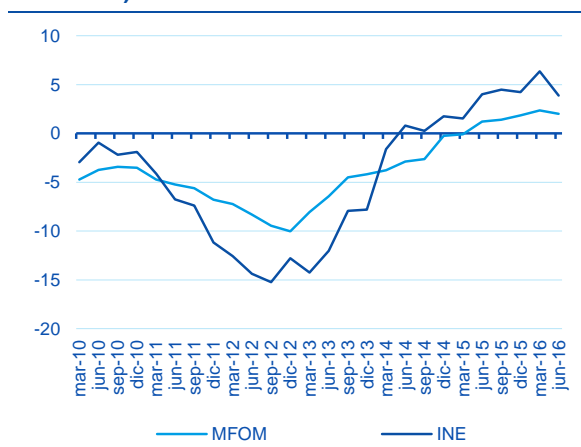
Durante el primer semestre del año el precio de la vivienda ha continuado revalorizándose. Tanto los datos de tasaciones del Ministerio de Fomento como el Índice de precios de la vivienda del INE, que recoge la evolución del precio de las viviendas vendidas, indican que precio de la vivienda sigue evolucionando al alza, si bien, **la revalorización observada en el segundo trimestre fue más moderada que la del primero.** El índice de precios del INE revela que en el primer trimestre el precio de la vivienda subió el 2,8% t/t (CVEC), el mayor ascenso desde que el precio de la vivienda comenzara su recuperación. En contraposición, en el segundo trimestre el precio tan sólo se subió el 0,2% t/t (CVEC). Esto se traduce en unas revalorizaciones interanuales del 6,3% y del 3,9%, respectivamente (Gráfico 3.27). La moderación del precio también se infiere en los valores de tasación. Según el Ministerio de Fomento, mientras que en el primer trimestre el precio creció a una tasa trimestral del 0,6% (CVEC), en el segundo el crecimiento se moderó hasta el 0,4% t/t (CVEC). Esto es equivalente a unas tasas interanuales del 2,4% y del 2,0%, respectivamente. **Con ello, el precio medio de la vivienda en el segundo trimestre del año se situó en los 1.506,4 €/m², un nivel similar al del primer semestre de 2004.**

Así, tal y como viene observándose desde el inicio de la recuperación, **la revalorización de las viviendas vendidas**, recogida por el índice de precios del INE, **está siendo superior al de las viviendas en oferta** que se desprende de los valores de tasación del Ministerio de Fomento.

Por tipología el precio ha subido tanto entre las viviendas nuevas como entre las usadas. Sin embargo, se aprecian comportamientos diferenciales: **el crecimiento del precio de las viviendas de segunda mano se moderó en el 2T16 al tiempo que se intensificó entre las nuevas.** Según los datos del INE, entre enero y junio el precio de la vivienda usada creció cada trimestre a un promedio interanual del 4,8%, a su vez, la vivienda nueva lo hizo al 7,3%. Tras esta diferencia se encuentra, a buen seguro, la cada vez más escasa oferta de viviendas de obra nueva, que podría estar empujando los precios al alza (Gráfico 3.28).

Gráfico 3.27

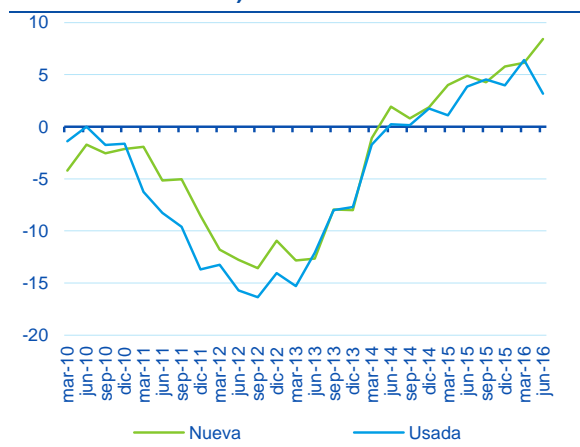
España: precio de la vivienda (% variación interanual)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM e INE

Gráfico 3.28

España: índice del precio de la vivienda (% variación interanual)



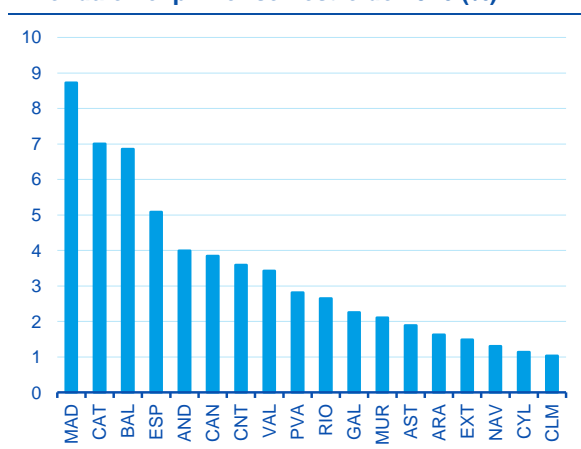
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Como ocurrió durante el pasado año, **el precio ha mantenido su heterogeneidad en la primera mitad de 2016**. Así, podría decirse que el precio continúa mostrando una subida sólida en los municipios con una economía más activa y en los grandes receptores de turistas, al tiempo que, en términos generales, sigue mostrándose débil en el interior el norte del país.

Según los datos del INE, durante el primer semestre del año el precio de la vivienda subió en todas las comunidades autónomas. Los ascensos interanuales más destacados fueron el de Madrid (8,7%) y los de Cataluña y Baleares, en torno al 7,0% en ambos casos. Por el contrario, en Castilla y León y Castilla-La Mancha los precios mostraron un menor dinamismo, con un incremento próximo al 1,0% (Gráfico 3.29). Las tres primeras regiones se caracterizan por contar con una recuperación de sus economías más fuerte y por ser claros polos de atracción turística (Cataluña y Baleares, sobre todo), por el contrario en las dos castillas la recuperación económica ha llegado más tarde y con algo menos de intensidad. Además, el peso de la sobreoferta, sobre todo en Castilla-La Mancha, podría estar condicionando la recuperación del precio.

Gráfico 3.29

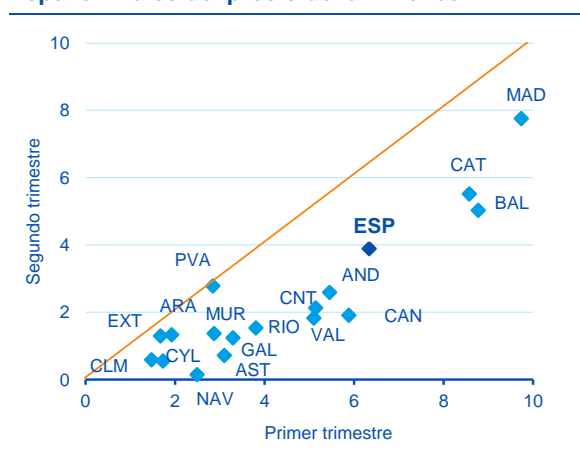
España: variación interanual de precio de la vivienda en el primer semestre de 2016 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.30

España: índice del precio de la vivienda



Fuente: BBVA Research a partir de INE

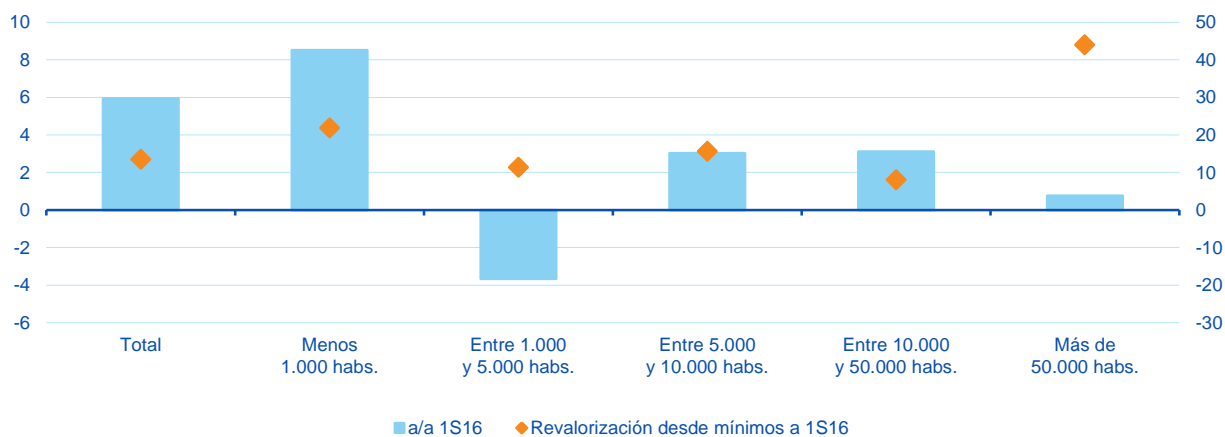
El detalle temporal refleja, en términos generales, que la dinámica de los precios ha sido diferente en los dos primeros trimestres de 2016. **El fuerte incremento que se apreció en el primer trimestre del año se moderó sensiblemente en el segundo en la mayor parte de las comunidades autónomas.** Tan solo en País Vasco la subida interanual del precio en el 2T16 fue similar a la del 1T16. Destaca la moderación del crecimiento producida en Canarias y Baleares, de casi 4pp, dos de las comunidades donde más se revalorizó el precio en el 1T16 (Gráfico 3.30).

Por el momento esta moderación del crecimiento del precio de la vivienda no parece preocupante dado el crecimiento de las ventas y la solidez de sus determinantes. De hecho, el menor crecimiento del segundo trimestre del año podría responder a la volatilidad asociada a los inicios de un proceso de recuperación.

La revalorización del precio de la vivienda sigue acompañada de un incremento del valor del suelo urbano. En el primer semestre del año el precio medio del suelo se incrementó el 5,9% interanual, lo que consolida la tendencia de crecimiento que viene mostrando el valor del suelo en los últimos trimestres. Pese a todo, el incremento refleja una **elevada heterogeneidad atendiendo al tamaño de los municipios.** Así, en la primera mitad de 2016 el mayor incremento del precio, en términos interanuales, fue el registrado en los pequeños municipios (8,5%). Una variación que hay que analizar con cuidado dado el escaso mercado existente en ellos, al aglutinar en torno al 9% de las transacciones de suelo, lo que hace que operaciones concretas tengan una elevada repercusión en la variación total. En los municipios medianos, entre 5.000 y 50.000 habitantes, el suelo se revalorizó en torno al 3% en el primer semestre del año. A su vez, en los grandes municipios, donde se efectúan casi el 20% de las transacciones, el precio se elevó el 0,8% interanual. Tan sólo entre los municipios de 1.000 a 5.000 habitantes se registró un descenso del precio del suelo en el primer semestre. Con todo, desde que alcanzara el mínimo el suelo acumula una revalorización del 13,5% de media. El mayor ascenso desde mínimos se ha producido en los municipios de más de 50.000 habitantes (44,0%) y el más ajustado en aquellos de entre 10.000 y 50.000 habitantes (8,0%) (Gráfico 3.31).

Gráfico 3.31

España: precio medio del suelo urbano por tamaño municipal en 1S16 (% variación anual)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Perspectivas

En los próximos trimestres, **las previsiones de BBVA Research apuntan hacia una moderación del crecimiento económico**. Pese a ello 2016 concluirá con un crecimiento promedio anual fuerte, en torno al 3,1%. Sin embargo, la moderación se dejará notar en el crecimiento de 2017 y se espera que el próximo año concluya con un avance anual del PIB del 2,3%. Aunque, previsiblemente, esta moderación afectará a buena parte de los sectores productivos del país, **se espera el mercado inmobiliario afronte relativamente bien esta moderación**.

Las razones que hacen pensar que el sector inmobiliario seguirá creciendo a buen ritmo en 2017 son dos. La primera es que una **mejora de las expectativas del sector** se puede convertir en una importante palanca en los próximos años. Y, la segunda, es que la moderación del crecimiento no se va traducir en destrucción de empleo o caída de la renta de las familias, sino en un menor crecimiento al esperado. Es decir, en 2017 se creará empleo y, previsiblemente, la renta de las familias crecerá. Además, en cuanto a la financiación, otro importante determinante de la demanda residencial, no se esperan grandes cambios y se prevé que en el próximo año se mantengan la estabilidad y los tipos de interés en niveles relativamente reducidos.

La evolución del mercado en 2016 y 2017

En términos generales puede decirse que **la recuperación del sector inmobiliario está consolidada. En los próximos dos años se prevé que el sector siga avanzando hacia su normalización**. Un avance que se irá produciendo a distintas velocidades ya que el mercado residencial continuará exhibiendo una **marcada heterogeneidad entre regiones**.

El crecimiento económico, la creación de empleo y las condiciones financieras seguirán siendo los determinantes más relevantes para la demanda residencial, pero también el comportamiento de la demanda externa determinará la evolución del mercado residencial en España en general, y en algunas regiones en particular. A este respecto, las previsiones apuntan a que la economía española seguirá creciendo en los próximos trimestres. Aunque a un ritmo más moderado, el PIB en España crecerá a tasas que permitirán que la economía siga creando empleo. En particular, **el crecimiento del 3,1% con que cerrará el PIB 2016 y el 2,3% esperado para el próximo año será suficiente para acumular una creación neta de empleo en torno a los ochocientos mil puestos de trabajo** y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 18,2% al final del periodo.

Por su parte, **la política monetaria acompañará a la recuperación económica**. Ante los riesgos que penden sobre el crecimiento y la inflación, el BCE ha revalidado su compromiso de utilizar, si fuera necesario, todos los instrumentos estabilizadores contemplados dentro de su mandato. Así, no se espera una subida de tipos en el intervalo de previsión, por lo que se mantendrán en niveles bajos. Además, tampoco se espera un aumento de los diferenciales en los próximos trimestres. En la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España, las entidades encuestadas respondieron que la mayor competencia entre actividades, las mejores perspectivas económicas generales y en el mercado de la vivienda, y la mejora de la solvencia de los prestatarios, estaban explicando una cierta relajación en los criterios de concesión de préstamos hipotecario.

Junto a todo ello, **las previsiones en torno al turismo en España siguen siendo positivas**, aunque la moderación del crecimiento global podría atenuar el crecimiento del turismo, todo apunta a que los niveles se mantendrán elevados, lo que supone un nuevo estímulo para la demanda foránea de vivienda en España. Sin embargo, **la evolución de este segmento de la demanda no está exenta de riesgos**, siendo el más destacado para buena parte de las regiones del mediterráneo el derivado de las consecuencias del *brexit*. Las decisiones en torno al mecanismo de salida de Reino Unido de la Unión Europea serán

determinantes para cuantificar su impacto en la demanda residencial, sobre todo en regiones como Murcia, Canarias o Baleares, donde el peso de la demanda británica es relativamente elevado.

Así, **se espera que los determinantes macroeconómicos de la demanda residencial continúen evolucionando positivamente en los próximos trimestres, aunque de manera más moderada** a lo que lo venían haciendo. Una moderación que se compensará, en parte, con la **recuperación de las expectativas del mercado inmobiliario**. Tras varios años con expectativas negativas en torno al sector inmobiliario, la recuperación del precio de la vivienda y la cada vez mayor certidumbre de la consolidación de esta recuperación han virado las perspectivas existentes en torno al futuro próximo del sector.

Con todo, **se espera que en los próximos trimestres la demanda residencial siga ganando fortaleza**. Así, las previsiones apuntan a que 2016 se despedirá con un crecimiento de la venta de viviendas similar al del año anterior, en torno al 10%. Del mismo modo, para 2017 las transacciones de compraventa crecerán a una tasa ligeramente inferior, alrededor del 6,5%, lo que supone un volumen de operaciones en torno a las 475.000.

Del mismo modo, **el precio de la vivienda concluirá el año en curso en positivo, con un crecimiento promedio anual alrededor del 2,5%. Un incremento que en 2017 será del entorno del 3,5%**. Con ello, paulatinamente, el precio va recuperando la caída de algo más del 38% que sufrió durante la crisis. Así, al cierre de 2017 se espera que el precio de la vivienda se sitúe en niveles de mediados de 2004. Pese a todo, **la recuperación va a ser muy desigual en términos geográficos**. Mientras en algunas zonas la tasa de crecimiento del precio volverá a ser muy superior a la media, en otras todavía podría haber correcciones.

Varios años de crecimiento consecutivo en la venta de viviendas se trasladará directamente a la actividad constructora. Aunque todavía se encuentra en niveles bajos, la previsión apunta a que este año y el próximo la firma de visados cerrará con un crecimiento anual del entorno del 40% y 25%, respectivamente. Así, 2017 podría concluir con la firma de casi 90.000 visados para la construcción de vivienda, un nivel elevado si se compara con las poco más de 34.000 viviendas que se visaron en 2014, pero que dista mucho de los niveles previos a la crisis.

Con todo, por segundo año consecutivo, **el segmento residencial del sector de la construcción contribuirá positivamente al crecimiento de la economía**. En particular, las previsiones apuntan a que la inversión en vivienda crecerá en 2017 ligeramente por encima del 3,0%, lo supondría 0,15pp del crecimiento del PIB.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de España

Economista Jefe de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com
+34 91 537 36 72

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 374 39 61

Ignacio Archondo
ignacio.archondo@bbva.com
+34 91 757 52 78

Joseba Barandiaran
joseba.barandia@bbva.com
+34 94 487 67 39

Álvaro Flores
alvaro.flores.alonso@bbva.com
+34 91 757 52 78

Juan Ramón García
juanramon.gl@bbva.com
+34 91 374 33 39

Félix Lores
felix.lores@bbva.com
+34 91 374 01 82

Antonio Marín
antonio.marin.campos@bbva.com
+34 648 600 596

Myriam Montañez
miriam.montanez@bbva.com
+34 638 80 85 04

Matías José Pacce
matias.pacce@bbva.com
+34 647 392 673

Virginia Pou
virginia.pou@bbva.com
+34 91 537 77 23

Juan Ruiz
juan.ruiz2@bbva.com
+34 646 825 405

Pep Ruiz
ruiz.aguirre@bbva.com
+34 91 537 55 67

Camilo Andrés Ulloa
camiloandres.ulloa@bbva.com
+34 91 537 84 73

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes**Análisis Transversal de Economías**

Emergentes
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Áreas Globales**Escenarios Económicos**

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:**BBVA Research**

Calle Azul, 4
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas
28050 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com