

# Situación Inmobiliaria

---

Junio 2001

- La edificación frena el sector
- La inversión en "ladrillos", detrás de la sorpresa de precios del primer trimestre
- Se reduce el margen de descenso de los tipos hipotecarios
- El crédito hipotecario se desacelerará hasta el 15%



Fecha de cierre: 15 de Junio, 2001

---

## Índice

1. Entorno económico y financiero	1
2. Actividad Constructora	5
3. Mercado Inmobiliario	11
4. La Financiación Inmobiliaria	15
<i>Recuadro 1. La UEM y los tipos de interés hipotecarios</i>	18
5. Tema del Trimestre:	
Inmobiliaria e hipotecas	21

---

### Han elaborado esta publicación:

Miguel Sebastián  
David Taguas

Manuel Balmaseda  
Julián Cubero  
Ignacio San Martín

34 91 374 33 31  
34 91 537 36 72  
34 91 537 48 90

m.balmased@grupobbva.com  
jcubero@grupobbva.com  
jisanmartin@grupobbva.com

## Editorial

En los primeros meses de 2001, los precios inmobiliarios repuntaron de forma significativa, rompiendo la incipiente desaceleración que se observó en el último trimestre de 2000. El avance anual del 16% de los precios de las viviendas se produjo, paradójicamente, en un entorno caracterizado por la ralentización del ritmo de ventas y en un momento en que se va generalizando la percepción de que el mercado inmobiliario pierde empuje en zonas cada vez más amplias del territorio nacional.

Tras el verano pasado, el deterioro de las expectativas de la rentabilidad de los fondos de inversión y de los mercados bursátiles ha favorecido la demanda de viviendas por motivos de inversión, ya que las revalorizaciones inmobiliarias suponen rentabilidades de estas inversiones superiores a las alternativas. El aumento de los flujos que han experimentado los Fondos Inmobiliarios en un contexto de ligera desinversión de las familias en otros tipos de fondos muestra el reajuste que se está produciendo en la cartera de las familias españolas, acostumbradas a invertir en ladrillo como refugio en situaciones de inflación e inestabilidad financiera.

De mantenerse el ritmo de aumento creciente de los precios de los activos inmobiliarios, en un contexto de desaceleración de la actividad, se generarán desequilibrios importantes en el mercado que terminarán de corregirse, generalmente, de forma brusca, afectando negativamente tanto al mercado inmobiliario como al hipotecario. Los principales indicadores económicos muestran, sin embargo, que se producirá una ralentización de los precios inmobiliarios en la segunda parte del año que llevará a un aumento del 9% de los precios de las viviendas de media en 2001.

La ralentización de la actividad del sector se está plasmando en un menor número de proyectos visados y en una moderación del crédito a la vivienda. También la producción de las empresas auxiliares de materiales para la construcción está avanzando a ritmos menores que en trimestres anteriores.

En el mercado hipotecario, la ralentización del crédito hipotecario se produce en unos meses en los que los descensos de tipos de interés de los préstamos para la adquisición de vivienda han mejorado la capacidad de compra de las familias españolas. Sin embargo, aunque las condiciones financieras se han mostrado relativamente estables, los factores más ligados a los precios de los inmuebles, al empleo, la renta o las expectativas de las familias determinan la demanda de vivienda.

El menor crecimiento económico y el endurecimiento de las condiciones de acceso a la vivienda supondrán una menor demanda de crédito, que crecerá a tasas inferiores a las de 2000. Se presenta en el Tema del Trimestre de este número de BBVA Situación Inmobiliaria un modelo que permite examinar la evolución de la financiación hipotecaria.



# 1. Entorno económico y financiero

## En 2001, menor crecimiento mundial...

En los últimos meses se han sucedido las revisiones a la baja del crecimiento mundial esperado para 2001. La previsión de BBVA se sitúa en el 3,0%, 1,9 p.p. menos de la tasa registrada en 2000, que fue un año excepcional, con el mayor crecimiento desde 1984 y récord de aumento del comercio mundial. La desaceleración actual supone un retorno al promedio de crecimiento de los últimos 20 años, no una recesión.

Ninguna de las grandes economías parece que vaya a mostrar un crecimiento superior al 2,0%. En EE.UU., el dato del primer trimestre, 2,5%, incluye una desaceleración de la inversión de bienes de equipo y de las importaciones de capital que puede continuar en los próximos meses. Después de un segundo y tercer trimestres débiles, la actividad podría comenzar a repuntar a finales de año, apoyada en las bajadas agresivas de tipos y en las reducciones de impuestos.

En Europa, el deterioro de la confianza industrial anticipa un crecimiento próximo al 2%. La ralentización de la economía se debe al agotamiento de los choques de demanda positivos que impulsaron el crecimiento en 2000 hasta niveles máximos de la década y al efecto negativo del 'shock' del petróleo.

## ... y en 2002, divergencias entre EE.UU. y la UEM

No parece que vaya a haber en 2001 un diferencial de crecimiento favorable a la UEM. Por tanto, para 2002, en EE.UU. se espera una recuperación hacia el crecimiento potencial, el 3,5%. En la UEM, con un margen limitado en las políticas de demanda y con problemas de oferta (aumentos de los precios de la energía y de los salarios), el crecimiento se situará en torno al 2,5%, cerca de su crecimiento potencial. Así, tras unos meses en los que el creci-

miento de las dos grandes áreas va a converger, en 2002 el diferencial de crecimiento volverá a ser favorable a EE.UU.

## Tendencias diferentes en inflación

La desaceleración mundial se está viendo acompañada de una reducción de la inflación. Tras situarse en un 4,2% en 2000, mínimo desde 1969, la inflación volverá a reducirse hasta alcanzar tasas del 3,6% en 2001. Es la primera vez que un aumento de los precios del petróleo no viene acompañado de un aumento de la inflación.

Sin embargo, la inflación ha mostrado en los últimos meses un comportamiento diferente en EE.UU. y la UEM. En Europa, a las presiones derivadas del aumento de los precios de los alimentos, se unen los efectos de "segunda ronda" del petróleo, esto es, la traslación del aumento de los costes de la energía a los precios de los bienes industriales. En este sentido, la inflación subyacente ha repuntado desde el 1,3% de septiembre de 2000 hasta una cifra superior al 2% en la primavera de 2001, el nivel máximo desde 1996. Dada la inercia de los choques inflacionistas en la UEM, el nuevo aumento del precio del petróleo limita la posibilidad de que a medio plazo la tasa de inflación subyacente se sitúe significativamente por debajo del 2%.

En EE.UU., con una economía más flexible, la inflación subyacente no ha aumentado en los últimos meses. Se mantiene en el 2,5%, su nivel a finales de 2000. Los precios de los bienes industriales no energéticos crecerán un 0,6% en 2001, exactamente lo mismo que desde 1997. Esto constituye una importante diferencia con la UEM, en la que los precios de estos bienes aumentarán el 1,4% en 2001, el doble de la tasa de variación observada en años anteriores.

## El euro vuelve a niveles mínimos

Las diferentes expectativas existentes entre EE.UU. y la UEM han pesado sobre la moneda europea, que regresa medio año después a niveles mínimos. La evolución del euro está recogiendo: i) las mejores perspectivas de crecimiento para

Cuadro 1.1. Previsiones de crecimiento

	1999	2000	2001	2002
OCDE	3,4	4,2	1,9	2,9
EEUU	4,2	5,0	1,8	3,5
UEM	2,5	3,4	2,0	2,2
RU	2,3	3,0	2,3	2,2
Japón	0,8	1,7	0,6	1,3
Países en desarrollo	3,6	5,5	4,6	5,2
Latinoamérica	0,0	4,3	3,4	4,2
Países en transición	2,6	5,8	3,8	4,2
<b>MUNDIAL</b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>

Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2. Previsiones de inflación

	1999	2000	2001	2002
OCDE	1,9	2,5	2,5	2,0
EEUU	2,2	3,4	3,0	2,4
UEM	1,1	2,3	2,6	1,9
RU	2,3	2,1	2,0	2,3
Japón	-0,3	-0,6	-0,3	-0,1
Países en desarrollo	6,0	5,8	5,1	4,8
Latinoamérica	8,8	8,0	6,2	5,5
Países en transición	45,4	20,3	15,0	10,1
<b>MUNDIAL</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>

Fuente: FMI y BBVA

**Cuadro 1.3. Tipos de cambio**

	actual	jun-01	sep-01	dic-01	jun-02
Dólar-euro	0,85	0,90	0,90	0,90	0,88
Libra-euro	0,60	0,62	0,62	0,63	0,63
Yen-dólar	119	125	122	122	120

Fuente: BBVA

2002 en EE.UU. que en la UEM, ii) el empeoramiento de las perspectivas de inflación, más acusado en Europa, iii) las dudas sobre la credibilidad y la política de comunicación del BCE y iv) la ampliación de los diferenciales de rentabilidad a largo plazo entre EE.UU. y la UEM. En los próximos meses, el euro recuperará el rango 0,87-0,90, una cotización que parece consistente con la evolución de los fundamentos económicos.

**Tipos de interés: se acaban las bajadas de los bancos centrales**

Desde principios de año, la mayor parte de los bancos centrales han relajado su política monetaria. Sin embargo, el proceso de bajadas está llegando a su fin.

El proceso de relajación monetaria mundial ha sido liderado por la Reserva Federal de EE.UU., que en cuatro meses y medio ha bajado sus tipos oficiales en 250 pb. La rápida reacción de la política económica (políticas monetaria y fiscal expansivas) junto al carácter estructural de las ganancias de productividad de los últimos años y el ajuste rápido de inventarios y empleo ha llevado a los mercados a considerar que se ha evitado la recesión en EE.UU.

Después de tocar mínimos en el 4,75% a mediados de marzo, los tipos largos en EE.UU. han repuntado impulsados fundamentalmente por el incremento de las expectativas de crecimiento e inflación. Sin embargo, es previsible que los tipos largos bajen desde los niveles actuales ya que la recuperación económica en EE.UU. sería más lenta que la descontada por los mercados financieros. A medio plazo, los tipos largos volverían a niveles cercanos a los actuales.

El pasado 10 de mayo el BCE decidió bajar sus tipos oficiales en 25 p.b. por el deterioro de las expectativas de crecimiento

**Cuadro 1.4. Tipos Oficiales**

	actual	sep-01	dic-01	jun-02
EE.UU.	4,00	4,00	4,00	4,00
UEM	4,50	4,25	4,25	4,25
Reino Unido	5,25	5,00	5,00	5,00
Japón	0,00	0,00	0,00	0,00

Fuente: BBVA

to en la UEM. Sin embargo, esto no va a suponer el inicio de una fase de significativa relajación de la política monetaria. Las condiciones monetarias en la zona son ya relajadas (tipo de interés real por debajo de su media histórica y tipo de cambio efectivo real del euro muy depreciado). Además, la desaceleración económica en la zona euro tiene su origen en la oferta y no en la demanda, limitando el efecto positivo de adicionales reducciones de tipos, y los riesgos inflacionistas se ha acentuado en los últimos meses.

**España: desaceleración con inflación**

Si hubiera que resumir el comportamiento esperado para la economía española en 2001, se podría hacer con la frase 'desaceleración con inflación'. Desde 1996 se ha registrado una etapa de crecimiento económico al alza e inflación a la baja, proceso que se está invirtiendo, desde mediados del 2000 para el crecimiento del PIB y desde un año antes para la inflación del consumo.

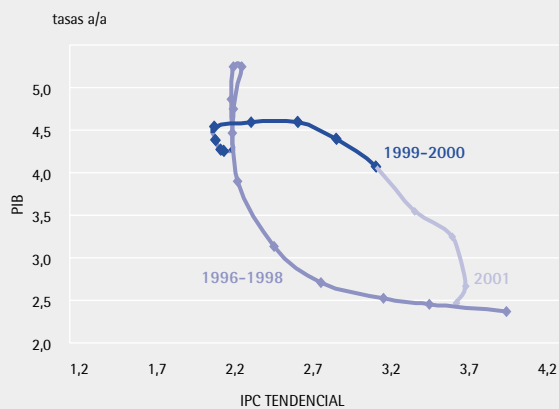
El PIB crecerá en 2001 a una tasa del 2,8%, 1,3 puntos porcentuales por debajo del crecimiento medio de los dos últimos años, pero todavía por encima de su crecimiento potencial, estimado en el 2,6%<sup>1</sup>. La inflación, por otra parte, será en 2001 0,3 puntos porcentuales superior a la de 2000, con una tasa media del 3,7%, lo que incrementará el diferencial con el conjunto de la UEM desde 1,1 puntos porcentuales de 2000 a 1,2 puntos. A pesar de la desaceleración de la actividad, la economía española continuará el proceso de convergencia real con la UEM. Continuará existiendo una brecha positiva de crecimiento, que incluso se incrementará en 2001 respecto de 2000. Pasará de 0,7 puntos porcentuales a 0,8 puntos en el crecimiento del PIB.

<sup>1</sup> Patry Tello, ¿Cuál es el PIB potencial de la economía española?. Situación España, febrero de 2001, Servicio de Estudios del BBVA.

Gráfico 1.1.

**Inflación y crecimiento**

1996-2001



Fuente: INE y BBVA

A lo largo de 2000, la economía española mantuvo tasas de crecimiento en el entorno del 4%, aunque con signos de desaceleración cada vez más evidentes desde el segundo trimestre del año pasado. El gasto interno, tanto de consumo como de inversión, comenzó a ralentizarse como consecuencia del agotamiento de los factores que impulsaron su aumento de años anteriores: caída de los tipos de interés reales, depreciación del euro, 'shock' positivo de materias primas y moderación salarial, así como el impulso adicional sobre la renta disponible de las familias de la reforma fiscal de 1999. Sólo la depreciación del euro sigue 'sumando' crecimiento a través de unas mayores exportaciones a países terceros, pero a costa de contribuir al aumento de la inflación y a la reducción de las ventas dentro de la UEM por la apreciación del tipo de cambio efectivo real español frente al conjunto del área del euro. Es decir, por una pérdida continuada de competitividad

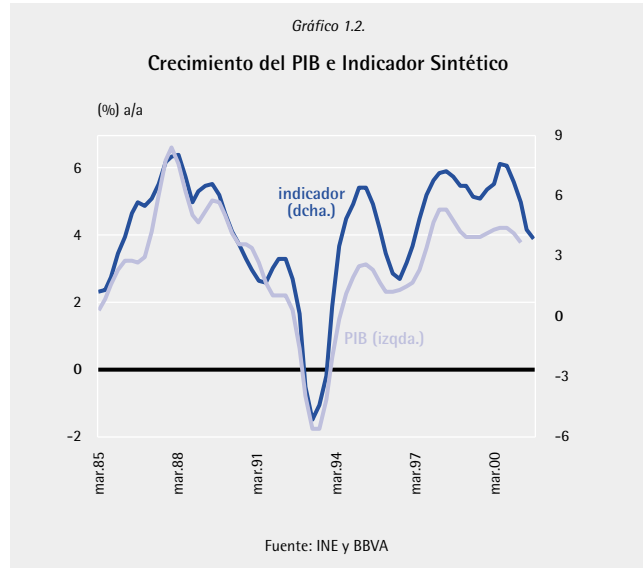
Los menores incrementos del gasto interno fueron compensados parcialmente por la menor detracción de actividad por parte del sector exterior. Las exportaciones mantuvieron en 2000 crecimientos muy estables cerca del 11% y las importaciones se desaceleraron en línea con la menor actividad interna.

Todos los factores señalados más arriba son, por definición, transitorios, no tienen un efecto permanente sobre el crecimiento ni sobre la capacidad de la oferta para afrontar mayores aumentos de la demanda sin generar tensiones inflacionistas. Para incrementar la capacidad de crecimiento de la economía es necesaria la flexibilización de los mercados de bienes, servicios y factores que permita un aumento permanente de la productividad. Así, en mayo el Parlamento aprobó el Real Decreto Ley de 2 de marzo de 2001 de Reforma del Mercado Laboral. Este Decreto es una continuación de reformas anteriores que afecta únicamente a las formas de contratación dejando fuera de su ámbito de actuación cambios más profundos. En este sentido, se acaba de anunciar el inicio de conversaciones entre los agentes sociales para la reforma de la negociación colectiva.

### Sin punto de inflexión en la actividad

La agregación en un solo indicador de algunas series cuyas tasas de crecimiento mantienen una relación de coincidencia con el ciclo del PIB permite prever que la economía española se desacelerará por lo menos a lo largo de los primeros tres trimestres de 2001.

El indicador integra cinco variables que muestran coincidencia entre sus variaciones y las del PIB. Se trata del IPI filtrado del calendario laboral, el volumen de las importaciones no energéticas, el consumo de electricidad, la afiliación a la Seguridad Social y el número de pasajeros transportados por avión. Con la información disponible de las series señaladas hasta marzo de 2001, cabe esperar que no



se producirá un repunte de la tasa interanual del PIB en los tres primeros trimestres de 2001.

### Moderación de la demanda interna

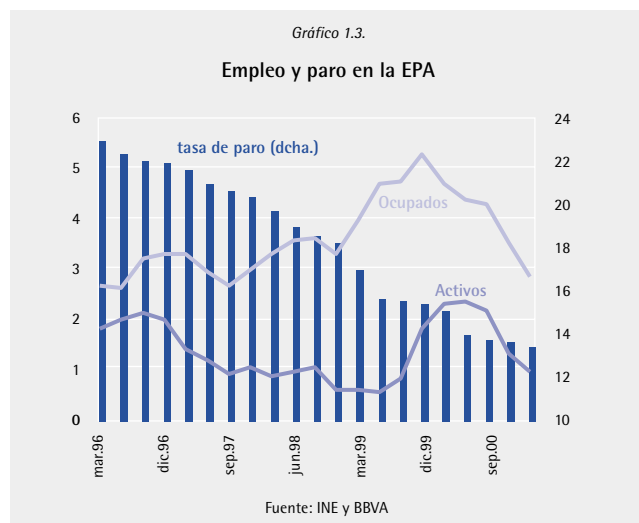
A pesar de que los indicadores coyunturales de gasto y expectativas de las familias (confianza, ventas del comercio minorista, matriculaciones) han ralentizado, o incluso detenido, el deterioro mostrado en la parte final de 2000, el gasto en consumo final de los hogares continuará en 2001 la tendencia de desaceleración iniciada a mediados del año pasado. Así, de un aumento medio del 4,0% en 2000, se pasará a un crecimiento del 2,9%, el más bajo desde 1996.

Fundamental en la previsión anterior es que todo apunta a que la capacidad de financiación de los hogares continuó reduciéndose en 2000. Las cuentas financieras publicadas por el Banco de España confirman el deterioro registrado por la situación financiera de las familias en la segunda mitad de los noventa: el ahorro financiero neto pasó de representar el 6,3% del PIB en 1995 al 0,1% en 2000, un punto menos que en 1999.

Respecto a la inversión en equipo, los indicadores coyunturales, que a finales de 2000 mantenían aún un tono positivo, se han deteriorado en los primeros meses de 2001. Además, dado que los factores que impulsan el crecimiento de la inversión (expectativas de actividad y situación financiera de las empresas) no tendrán una incidencia tan positiva como en 2000, se prevé una mayor desaceleración de la inversión en equipo, con un crecimiento medio en 2001 del 0,5%.

### Empleo y actividad a la baja

De acuerdo con los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), la economía española no ha generado empleo neto desde el verano de 2000. La tasa interanual de crecimiento



del empleo ha caído casi dos puntos porcentuales entre el primer trimestre de 2000 y el mismo periodo de 2001: del 4,7% al 2,8%. Si se considera el conjunto de actividades no agrarias, las cifras son el 5,4% y el 2,8% respectivamente.

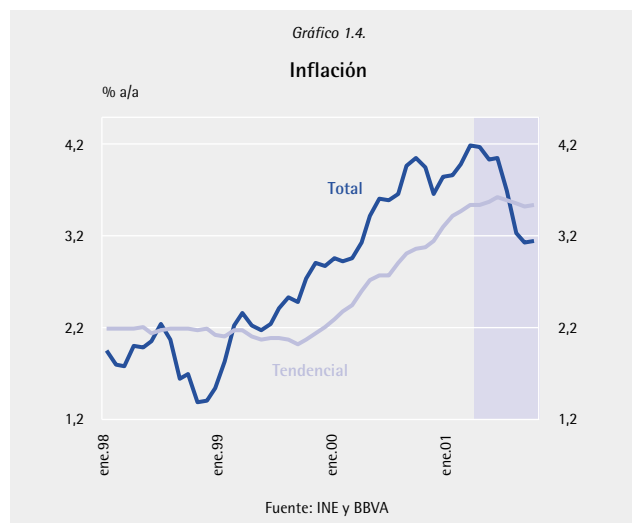
La población activa cayó el 0,2% en el primer trimestre de 2001, a pesar de que la población mayor de 16 años registra variaciones positivas y muy estables cercanas al 0,4% anual. Por ello, el descenso registrado ha podido ser resultado de una caída en el crecimiento de la población de 16 a 64 años y de cierto 'desánimo' en la incorporación al mercado laboral ante el empeoramiento de las expectativas de crecimiento económico.

Se prevé que el empleo EPA crezca en 2001 el 2,3%. La población activa crecerá el 1,0%, la mitad del aumento registrado en 2000 (corregido del cambio en la muestra realizado por el INE). Con todo, la tasa de paro se situará en el 13,0%, 1,1 puntos porcentuales menos que en 2000. La reducción se deberá al escaso aumento de la población activa, y no a la creación de empleo.

### Precios: la energía, los alimentos y los salarios añaden presión

A lo largo de los primeros cinco meses de 2001 han ido elevándose las expectativas de inflación de la economía española como consecuencia del peor comportamiento de los precios de los alimentos, de los salarios y del coste de la energía. Únicamente, y dada la desaceleración de la economía española, han mejorado las expectativas sobre el efecto inflacionista del excesivo crecimiento de la demanda.

La tasa de inflación se ha incrementado cinco décimas en los cinco primeros meses de 2001, del 3,7% al 4,2%. El IPC tendencial BBVA se ha acelerado cuatro décimas hasta el 3,5%. Las mayores variaciones de precios se han dado en los alimentos, resultado de las alteraciones en el consumo por la crisis sanitaria en algunas carnes, aunque este fenómeno podría estar finalizando entre abril y mayo dado el comporta-



miento más reciente de IPRI e IPC. Con todo, los alimentos registran una tendencia alcista desde principios de 2000 que no va a finalizar a corto plazo.

Los precios de las manufacturas no alimenticias también se han acelerado en los últimos meses, alcanzando en mayo una tasa del 2,8%, 0,8 puntos porcentuales más que un año antes, presionados por los efectos de 'segunda vuelta' de las subidas de precios petrolíferos de 2000.

Se prevé que el IPC cierre 2001 en el 3,2%, con una media anual del 3,7%, tres décimas más que en 2000. Índices menos erráticos que el IPC, como el IPSEBENE o el tendencial BBVA, registrarán en los próximos meses muy ligeros aumentos desde los niveles actuales, cerca del 3,5% anual.

El aumento de la inflación previsto para el conjunto de la UEM es del 2,5%, dos décimas más que en 2000, con lo que el diferencial de inflación de España con el conjunto del área del euro pasaría de 1,1 puntos porcentuales en 2000 a 1,2 puntos en 2001. La acumulación de un diferencial de inflación positivo respecto a los principales socios comerciales de la economía española supone, con un tipo de cambio nominal fijo, la continuada apreciación del tipo de cambio efectivo real y la consiguiente pérdida de competitividad de las exportaciones. La depreciación del euro y el fuerte crecimiento del comercio internacional de los dos últimos años han permitido 'encubrir' este problema, que se manifestará en términos de menor actividad y empleo una vez que ambos factores positivos se moderen o desaparezcan.

El efecto bajista sobre la inflación de la moderación del crecimiento se va a ver contrarrestado por un crecimiento salarial mayor. Hasta abril de este año tenían convenio colectivo firmado cuatro millones y medio de asalariados, el 50% del total de trabajadores con convenio en 2000. La subida media negociada para este año es del 3,4%, cuatro décimas más que en diciembre del año pasado (o tres menos si se incorpora al año 2000 el efecto alcista de las cláusulas de salvaguarda de pérdida de valor adquisitivo).



## 2. Actividad Constructora

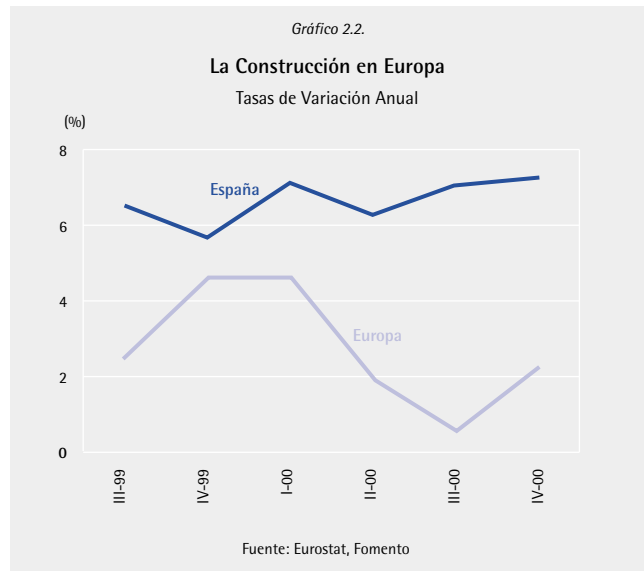
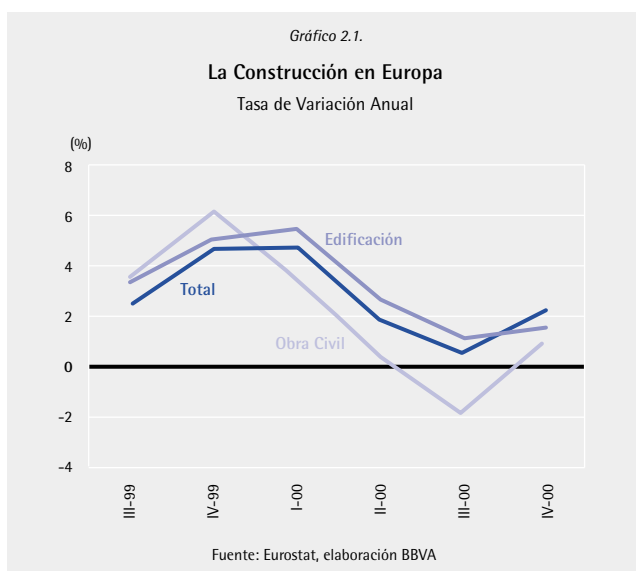
### La construcción se enfría en Europa ....

En Europa, desde los meses de la primavera del año 2000, el sector de la construcción moderó el ritmo de crecimiento y los indicadores adelantados muestran que dicha tendencia continuó en los primeros meses de 2001. El segmento de la ingeniería civil presentó una desaceleración más acusada que el de la edificación. El debilitamiento económico de los principales países europeos a medida que avanza el año y el control del gasto público está llevando, de una parte, a una moderación de la demanda residencial y, de otra, a una reducción de la inversión en infraestructuras. Esta tendencia se prolongará hasta el final de 2001.

El buen momento del sector en los países del sur de Europa no ha sido suficiente para compensar la evolución más negativa de Alemania, Francia y Reino Unido, en los que la actividad está perdiendo dinamismo desde comienzos de 2000. Además, el descenso del número de permisos de construcción de inmuebles que se está produciendo desde el segundo trimestre de 2000 indica que a lo largo de 2001 y, previsiblemente de 2002, se ralentizará la producción de viviendas de forma importante, especialmente en Alemania y Reino Unido.

### ..... aunque mantiene tasas positivas en España.

En España, la evolución de la construcción a lo largo de 2000 fue más positiva que la media europea, mostrando un perfil más estable desde principios de año, especialmente por el impulso de la obra civil en unos trimestres de moderación de la edificación. La recuperación de la inversión en obra civil, especialmente por el aumento de la eje-



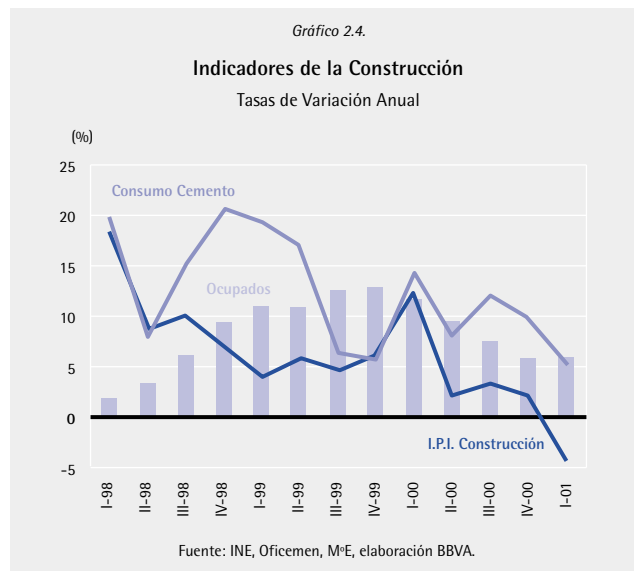
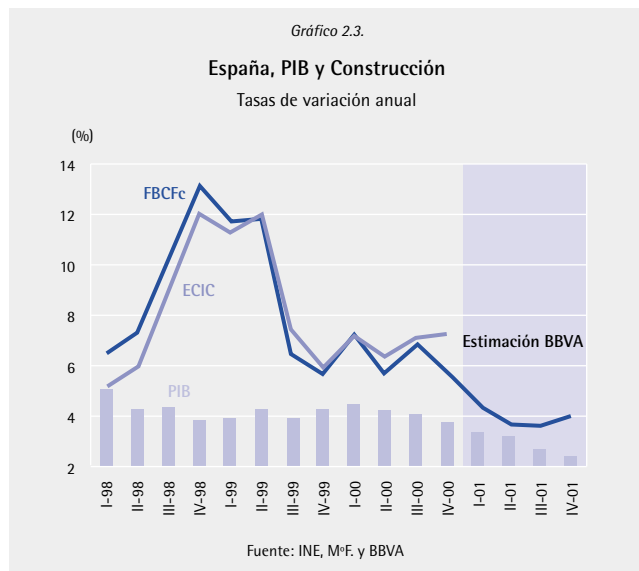
cución de infraestructuras, marca la principal diferencia con la evolución del sector en los países del entorno europeo.

Según los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral publicados por el INE, en el cuarto trimestre de 2000, la inversión en construcción aumentó un 5,8% en tasa interanual, con lo que el crecimiento medio del año fue del 6,4%. Por parte de la oferta, el valor añadido bruto del sector aumentó un 6,0% en el último trimestre, cerrando 2000 con un avance medio del 6,3%.

Esta evolución se ve ratificada por los datos de la Encuesta de la Industria de la Construcción, elaborada por el M<sup>o</sup>. de Fomento, que cuantifica el avance en el 6,9% de media en el año 2000, siendo el crecimiento aportado por la edificación del 8,6% y el de la obra civil del 1,1%. Los perfiles trimestrales indican una clara recuperación de la ejecución de la ingeniería a partir del verano de 2000 y una desaceleración de edificación desde comienzos del año pasado.

### Menos construcción en 2001

En el primer trimestre de 2001, los indicadores adelantados de actividad en el sector muestran un menor ritmo de crecimiento que en trimestres anteriores, en sintonía con la ralentización económica. El sector crecerá en 2001 a una tasa del 3,9%, la mitad del crecimiento medio de los últimos tres años, pero manteniendo un diferencial positivo respecto del conjunto de la economía. La ejecución de obra civil mantendrá, previsiblemente, un buen ritmo de crecimiento que se moderará a medida que evolucione el año. La actividad inmobiliaria continuará la desaceleración que se viene observando desde principios de 2000.



Tanto los indicadores relacionados con el empleo del sector como con el consumo de materiales de la construcción muestran una ligera moderación desde el verano pasado. Tras cuatro trimestres de continua ralentización, los 6.000 empleos netos generados en la construcción en el primer trimestre de 2001 supusieron una tasa de crecimiento interanual del 6%, similar a la del trimestre anterior. Sin embargo, tanto el consumo de cemento como el de materiales siderúrgicos se han desacelerado ligeramente en el primer trimestre de 2001. El índice de producción de otros materiales para la construcción ha mostrado, además, una tasa de variación negativa por primera vez desde principios de 1997.

Como ya se adelantó en el anterior informe inmobiliario, la moderación del crecimiento de la actividad en el sector está llevando a una contención de costes que, como se puede observar en el Gráfico 2.5, desde los primeros meses de 2001, están aumentando a un ritmo inferior al del nivel general de precios. Esta contención llega en un momento en el que, tras un año de incrementos superiores al 5%, las tensiones de costes estaban suponiendo un grado de incertidumbre adicional para el desarrollo de los pro-

yectos inmobiliarios. El descenso se produce tanto en el segmento de la obra civil como en el de la edificación, en el que los presupuestos de ejecución de obra comienzan a mostrar avances de precios inferiores a los de la inflación.

La buena situación de la cartera de pedidos, sobre todo de obra civil, conlleva un mayor optimismo en las opiniones empresariales del sector que, desde noviembre de 2000, muestran una tendencia positiva. A pesar de la evolución de las magnitudes del sector, la buena marcha de la cartera de obra civil permite a los empresarios mantener el optimismo sobre la evolución de este segmento en el primer trimestre de 2001. Por el contrario, las opiniones referidas al mercado residencial son menos optimistas y muestran un tono más negativo desde los últimos meses de 2000.

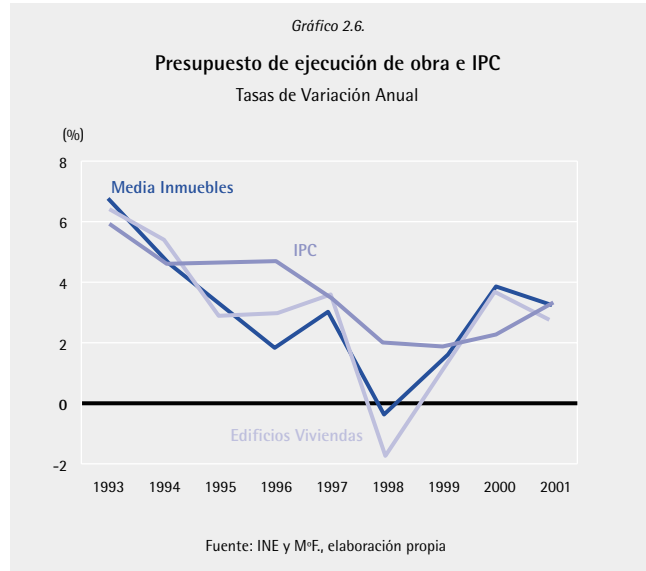
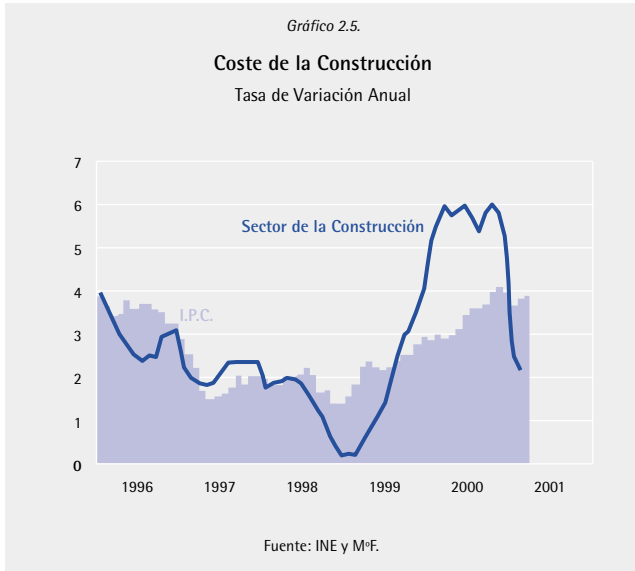
**La obra civil aguanta el cambio de ciclo**

A lo largo del año 2000, la obra civil se fue recuperando paulatinamente hasta alcanzar en el último trimestre del año un avance del 6,0%. El dinamismo de este segmento se debe al fuerte volumen de inversión destinado a las nuevas infraestructuras ferroviarias y al impulso de las in-

**Cuadro 2.1. PIB y Construcción**  
Tasas de variación anual

	1998	1999	2000	III-00	IV-00	I-01	II-01	III-01	IV-01
PIB	4,3	4,0	4,1	4,0	3,7	3,3	3,1	2,6	2,4
FBCF c	8,1	9,0	6,4	6,8	5,8	4,5	3,7	3,6	3,9
ECIC	9,5	8,6	6,9	7,1	7,2				
Edificación	8,8	10,5	8,6	8,4	5,9				
Obra Civil	11,7	5,1	1,1	2,1	6,0				

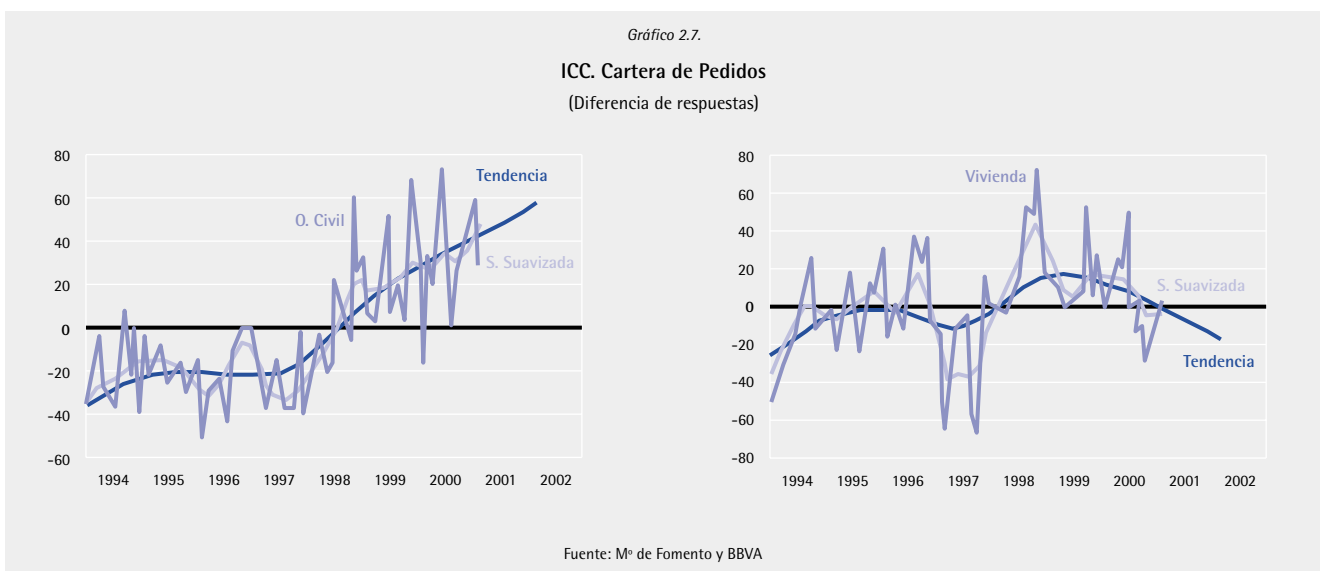
Fuente: INE, M<sup>e</sup>F, y BBVA



versiones aeroportuarias que están realizando tanto el GIF como AENA. Al crecimiento de este segmento, también ha contribuido el aumento de la ejecución en obras hidrológicas.

En 2000, el volumen total de la obra licitada por las Administraciones Públicas superó los 2,2 billones de pesetas, lo que supuso un descenso del 9,5% respecto de la obra ofertada en 1999. Este descenso fue menor en la contratación realizada por la Administración Central, con una caída del volumen de oferta del 7,4%; la mayor capacidad de la Administración Central de encontrar fórmulas alternativas de financiación está favoreciendo el desarrollo de la obra civil sin que ello esté exigiendo sacrificios en los presupuestos actuales. Como se puede observar en el Cuadro 2.2, el total de obra ofertada por Comunidades Autónomas y Ayuntamientos superó el billón de pesetas de presupuesto, un 9,4% por debajo de lo ofertado en 1999.

En el primer trimestre de 2001, el volumen de obra contratada descendió de forma notable, suponiendo algo menos de la mitad de la obra contratada en el mismo periodo de 2000, lo que tendrá una incidencia directa en el nivel de actividad de próximos trimestres. Una parte de la obra en ejecución en la actualidad se financia mediante formulas alternativas y no con cargo directo sobre los presupuestos de las administraciones, lo que ha supuesto un mayor volumen de ejecución de obra civil. Como se puede ver en el Gráfico 2.8, en los últimos tres años, la obra civil contratada para su ejecución fuera de los presupuestos de la Administración ha contribuido a aumentar significativamente el volumen de obra licitada por las distintas Administraciones Públicas.



**Cuadro 2.2. Licitación Oficial. Ingeniería Civil**

Millones de pesetas y % variación interanual.

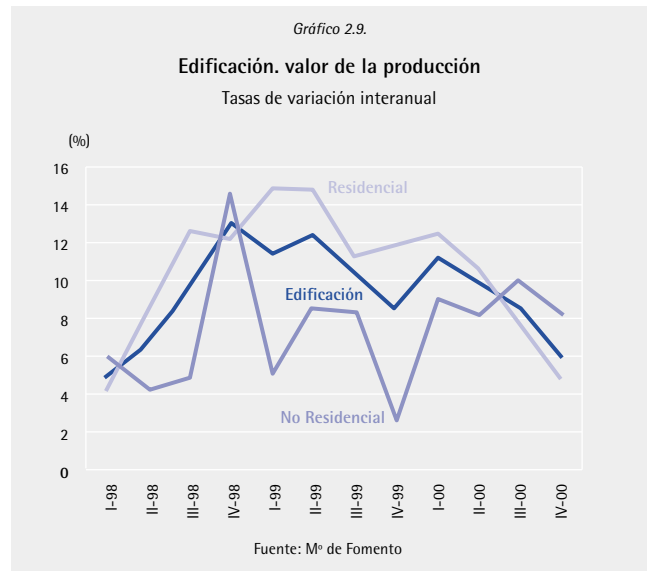
	Total	Administración Central	Entes Territoriales	OO. AA y Otros
1997	1.239.036	350.169	876.304	12.563
1998	1.920.348	622.669	1.277.221	20.458
1999	1.671.209	455.301	1.169.819	46.089
2000	1.512.941	421.827	1.059.983	31.131
<b>Variación</b>				
99/98	-13,0%	-26,9%	-8,4%	125,3%
00/99	-9,5%	-7,4%	-9,4%	-32,5%

Fuente: M<sup>o</sup> de Fomento.

**...pero la edificación no continuará expandiéndose.**

En el año 2000, la edificación inmobiliaria en España alcanzó un importante volumen de actividad, registrándose un número récord en la iniciación de viviendas y en el desarrollo de proyectos inmobiliarios no residenciales. El perfil trimestral del segmento residencial refleja, sin embargo, una constante pérdida de dinamismo a lo largo del año, mientras que el segmento no residencial está mostrando una evolución más estable y con tasas de crecimiento más elevadas. En el conjunto del año, la edificación avanzó el 8,6% de media, lo que supuso casi dos puntos porcentuales menos que el avance registrado en 1999.

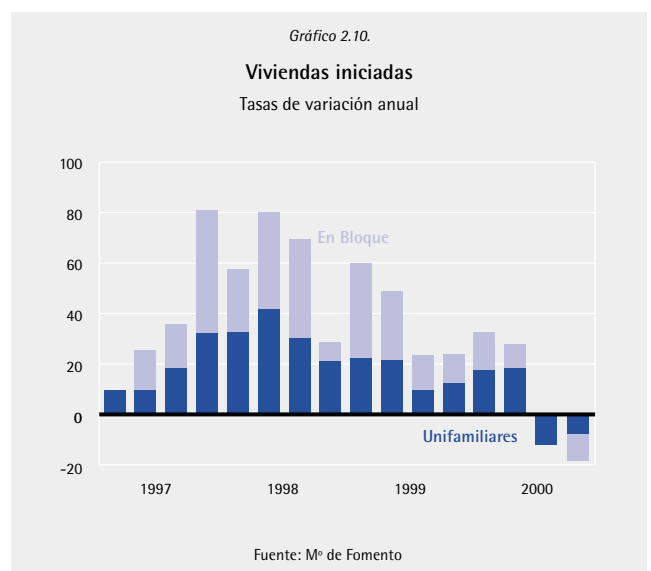
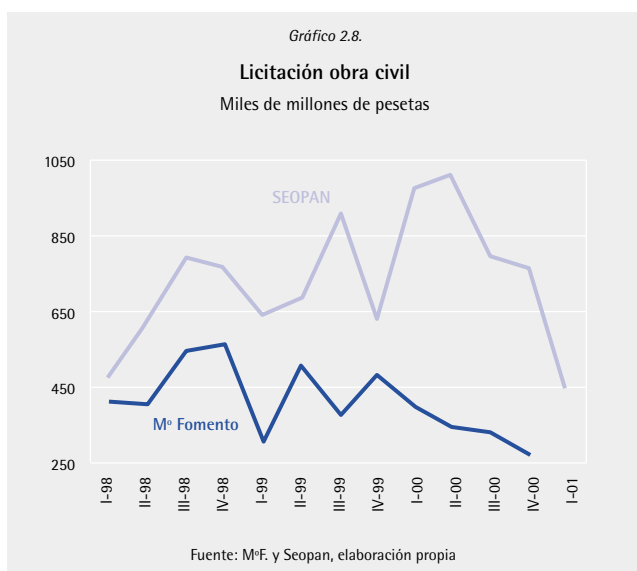
En 2000 se alcanzó un récord histórico en la promoción inmobiliaria, iniciándose cerca de 595.000 viviendas, lo que supuso un aumento del 6,5% del ya elevado número de iniciaciones observado en 1999 y que fue de 535.000 viviendas. Del total de las viviendas iniciadas en 2000, el 90% eran de nueva construcción, correspondiendo el 10%

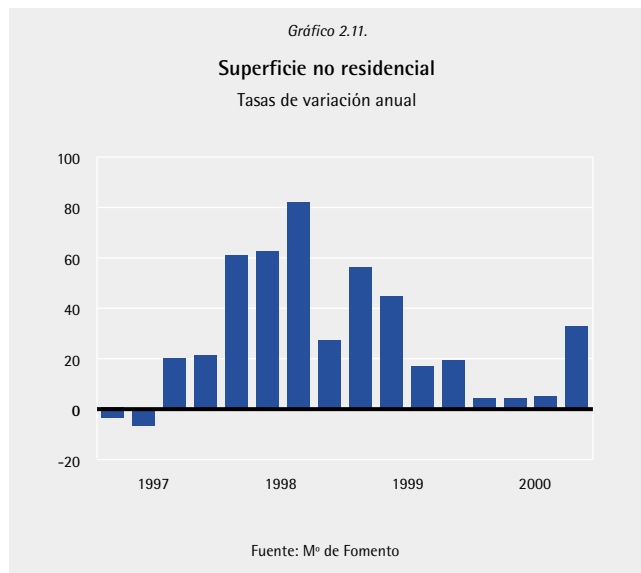


restante a rehabilitaciones integrales. También fue un año de máximos para la edificación no residencial que, con una superficie total de 19,3 millones de metros cuadrados visados, registró un incremento interanual del 10,9%.

Los datos trimestrales muestran una clara ralentización de las viviendas iniciadas a partir del tercer trimestre de 2000 que, a tenor de la información de los indicadores adelantados correspondientes a los primeros meses de 2001, continuará en el primer trimestre de 2001.

El crecimiento inmobiliario de estos años se ha producido, sobre todo, en las ciudades de tamaño medio y en las poblaciones costeras. La escasez de suelo asequible en las grandes ciudades ha hecho que la promoción inmobiliaria haya perdido peso en las cinco ciudades de mayor tamaño.





**Se iniciarán menos viviendas en 2001**

A lo largo del año 2000, la promoción de viviendas en las provincias costeras de mayor atractivo para el turismo ha mostrado, por primera vez desde 1992, menor dinamismo que la media nacional, lo que pudiera poner de manifiesto cierto agotamiento de la demanda de segunda residencia. Como se puede observar en el Cuadro 2.3, a lo largo de la década de los noventa, la promoción de viviendas en las provincias del litoral mediterráneo y del atlántico sur, las de mayor atractivo para el turismo nacional e internacional, han aumentado su peso en el conjunto de la promoción nacional, pasando de suponer el 42% del total a principios de década hasta superar el 50% en los últimos cuatro años.

**Cuadro 2.3. Viviendas Iniciadas. España**  
Número de Viviendas y % Variación

	Total España	Grandes Ciudades	Ciudades/Total %	Costa Turística	Costa/Total %
1993	234.864	31.417	13,38%	96.798	41,2%
1994	294.287	37.846	12,86%	123.274	41,9%
1995	330.261	43.098	13,05%	140.811	42,6%
1996	306.562	33.869	11,05%	146.700	47,9%
1997	368.259	45.976	12,48%	184.579	50,1%
1998	463.099	57.728	12,47%	233.082	50,3%
1999	558.260	58.419	10,46%	298.772	53,5%
2000	594.820	58.060	9,76%	316.455	53,2%
2001(*)	475.000	50.000	10,50%	250.000	52,6%
<b>Variación Interanual</b>					
1996	-7,2%	-21,4%		4,2%	
1997	20,1%	35,7%		25,8%	
1998	25,8%	25,6%		26,3%	
1999	20,5%	1,2%		28,2%	
2000	6,5%	-0,6%		5,9%	
2001(*)	-20,2%	-13,9%		-21,0%	

(\*) Estimación BBVA  
Fuente: Colegio Aparejadores y BBVA.

Esta positiva evolución no esconde, sin embargo, la ralentización en el número de nuevos proyectos que se ha producido a lo largo de 2000 en estas provincias costeras, lo que pudiera indicar un cierto agotamiento del mercado de segunda residencia. El descenso del número de turistas que se produjo en el año 2000 y el menor crecimiento económico que experimentarán los distintos países europeos pudieran afectar negativamente a las expectativas turísticas, y con ello al mercado inmobiliario.

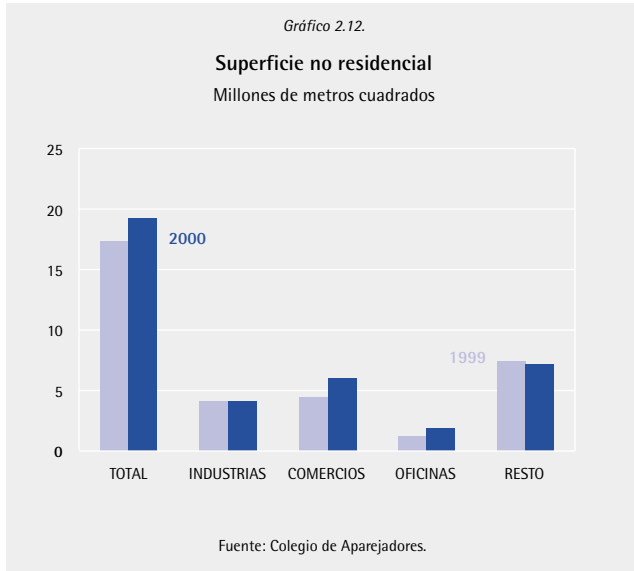
Los datos trimestrales de las viviendas visadas por los colegios de arquitectos, indicadores adelantados de actividad residencial, ponen de manifiesto que en el primer trimestre de 2001, el número de viviendas a iniciar era un 7% menor que el primer trimestre del año anterior, el mismo descenso se observó en las zonas turísticas. Estos nuevos datos elevan nuestras estimaciones hasta un total de 475.000 viviendas iniciadas en 2001, de las que algo más del 52% se construirán en las zonas de mayor atractivo turístico. Este volumen de iniciaciones supone un descenso del 20% respecto de los datos de 2000, el descenso será más pronunciado en el segmento de la segunda residencia.

**La construcción no residencial se mantiene**

El segmento de oficinas experimentó un fuerte impulso a lo largo de 2000 como consecuencia del buen momento de la demanda de este tipo de inmuebles, especialmente en los centros de las grandes ciudades. La superficie de oficinas a construir en 2000 superó los 1,8 millones de metros cuadrados, lo que supuso un aumento interanual del 46,1%. Asimismo, el desarrollo de promociones de superficies comerciales continuó creciendo en 2000, hasta alcanzar un total de 6,0 millones de metros cuadrados, 1,5 millones de metros cuadrados más que los visados en 1999.

En el año 2000, el desarrollo de las superficies industriales ha sido similar al de 1999, 4,2 millones de metros cuadrados visados. El resto de segmentos también mantuvo un comportamiento similar al de 1999. Como se puede observar en el Gráfico 2.12, el aumento de la superficie no residencial a construir fue debido a la demanda comercial y de oficinas.

A lo largo de 2001, el dinamismo de la edificación no residencial se concentrará en los segmentos comerciales y de oficinas pudiendo terminar el año con una iniciación total de más de 4,5 millones de metros cuadrados de superficies comerciales y de almacenaje y de casi 2,0 millones de metros cuadrados de oficinas. El resto



de los segmentos verá tasas de crecimiento menores, e incluso negativas a final de año, lo que llevará un total de 16,0 millones de metros cuadrados de superficie no residencial a construir, un 17% por debajo de los datos de 2000.

### 3. Mercado Inmobiliario

#### Las ventas inmobiliarias se ralentizan

En los últimos trimestres, los ritmos de venta de los bienes inmuebles se han ralentizado paulatinamente, continuando la tendencia iniciada el verano pasado, tanto en el segmento de la vivienda como en el de locales comerciales y oficinas. La ralentización de la demanda inmobiliaria en los meses iniciales de 2001 responde al empeoramiento que se ha producido en las condiciones para el acceso a una vivienda y a la moderación de las expectativas económicas. El segmento de inmuebles no residenciales es especialmente sensible a la desaceleración económica, con un impacto más inmediato y notorio.

Esta ralentización de las ventas no ha impedido, sin embargo, que los precios de las viviendas se acelerasen en el primer trimestre del año. Así, el precio de las viviendas en España superó las 165.400 pesetas por metro cuadrado de media, según los datos del Ministerio de Fomento, lo que supuso un incremento del 16,0% respecto del primer trimestre del 2000, la más elevada desde que comenzó este ciclo alcista de los precios inmobiliarios en 1997. Independientemente de la diferencia que, por primera vez, se ha observado entre los datos oficiales y los de las principales tasadoras, esta evolución alcista quiebra la incipiente desaceleración de precios que se observó en el último trimestre de 2000.

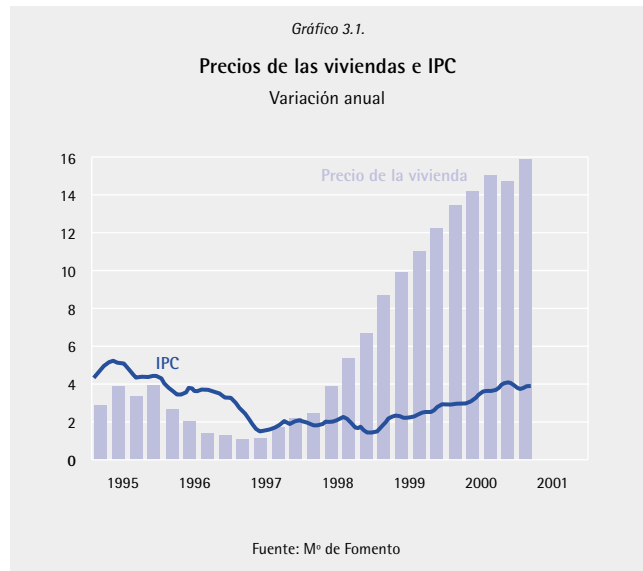
Estas tasas de crecimiento de los precios indican que, a pesar de la elevada oferta existente en el mercado, la demanda se mantiene vigorosa y continúa presionando los precios inmobiliarios al alza. Además, el descenso de los tipos de interés en este período ha supuesto una mejora en las condiciones de financiación para los consumidores.

**Cuadro 3.1. Precios de las viviendas. España**

Pesetas por metro cuadrado y % de variación

	Media España	Viviendas Nuevas	Viviendas Usadas
1998	119.238	140.899	116.062
1999	131.829	154.884	128.223
2000	150.905	176.755	146.684
mar-01	165.414	193.664	160.711
<b>Variación Interanual</b>			
99/98	10,6%	9,9%	10,5%
00/99	14,5%	14,1%	14,4%
01/00 (I Trm)	16,0%	15,8%	15,8%

Fuente: Ministerio de Fomento

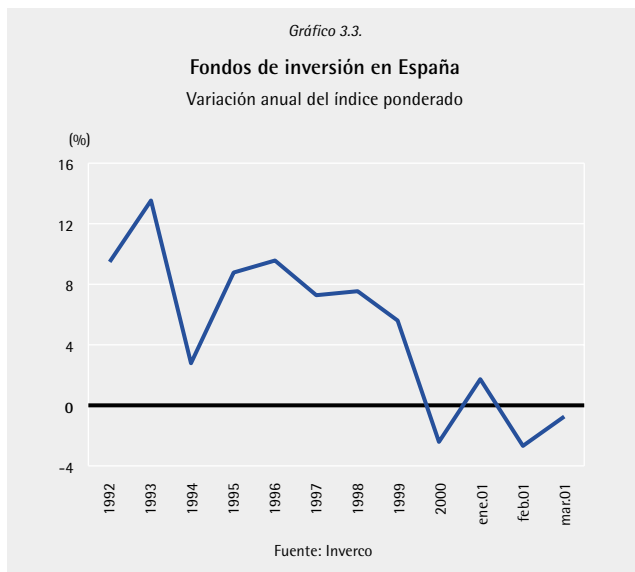
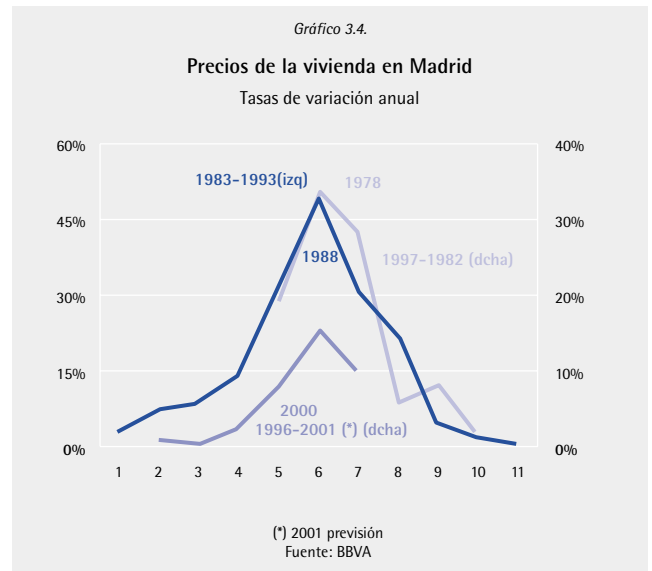
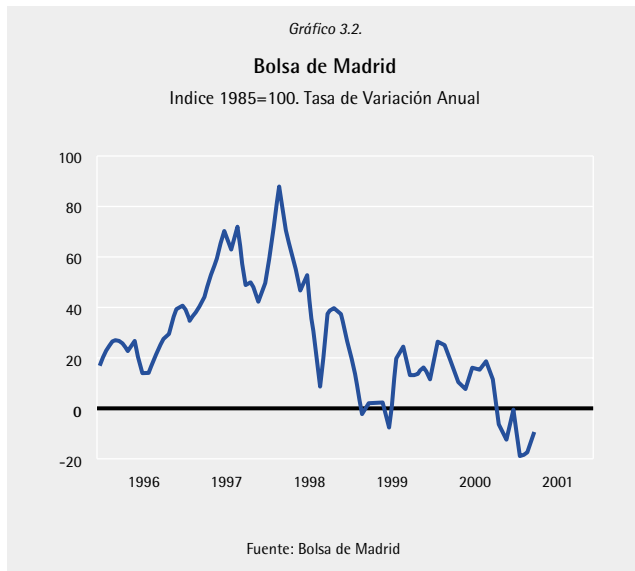


#### Pero los precios continúan acelerándose

La preocupante tasa de crecimiento del precio de la vivienda observada en el primer trimestre del año rompe con la tendencia de las estimaciones que se presentaron en anteriores números de BBVA Situación Inmobiliaria. En el caso de que los precios de las viviendas continúen avanzando a tasas crecientes en los próximos trimestres, en los que las principales magnitudes económicas españolas indican una importante moderación, se estará produciendo un alza de precios injustificable y el riesgo de una fuerte corrección a la baja aumentará.

En estos meses pasados, el descenso de las rentabilidades que se ha producido en los fondos de inversión y el empeoramiento de las expectativas bursátiles a corto y medio plazo han motivado un reajuste de los activos de las familias españolas, orientando parte de sus inversiones hacia el mercado inmobiliario, que ha mantenido expectativas de mayores revalorizaciones. En los últimos meses de 2000, las rentabilidades de la bolsa española entraron en tasas negativas cerrando el año con un descenso interanual superior al 12,5%; esta tendencia ha continuado en los primeros meses de 2001 llegando a producirse un descenso de casi el 20% al final del trimestre. Las rentabilidades anuales del conjunto de los fondos de inversión también fueron negativas a finales de 2000, (-4,5%), continuando la tendencia en el primer trimestre de 2001. Además, la negativa evolución de la inflación desde mediados del año pasado ha podido impulsar parte de esta demanda: tradicionalmente, y en situaciones de inflación e inestabilidad financiera, los "ladrillos" han actuado de refugio inversor.





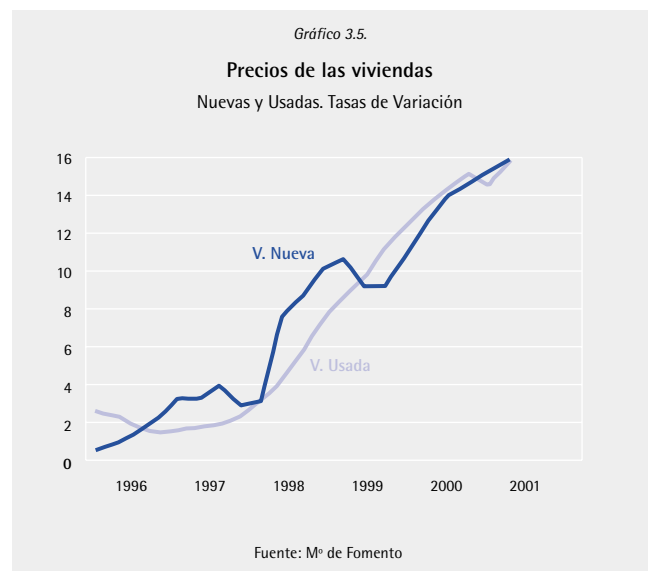
tiempo más corto. Como se puede observar en el Gráfico 3.4, la evolución de los precios de la vivienda desde 1976 en el municipio de Madrid muestra que existe cierta analogía entre los ciclos de finales de los setenta y de finales de los ochenta. Pero la evolución del ciclo de finales de los noventa presenta unas tasas de crecimiento más moderadas que en los ciclos anteriores.

El alza de los precios en 2001 se está produciendo con la misma intensidad en la vivienda usada como en la vivienda de nueva construcción. Así, el metro cuadrado de las viviendas de nueva construcción se tasó a una media de 193.664 pesetas mientras que el de vivienda con más de un año fue de 160.711 pesetas; en ambos casos, el incremento interanual fue del 15,8%. Asimismo, la evolución fue similar en las dos grandes ciudades, tras un crecimiento diferenciado importante, la variación de los precios en Madrid y en Barcelona fue del 18,6%, más de dos puntos y

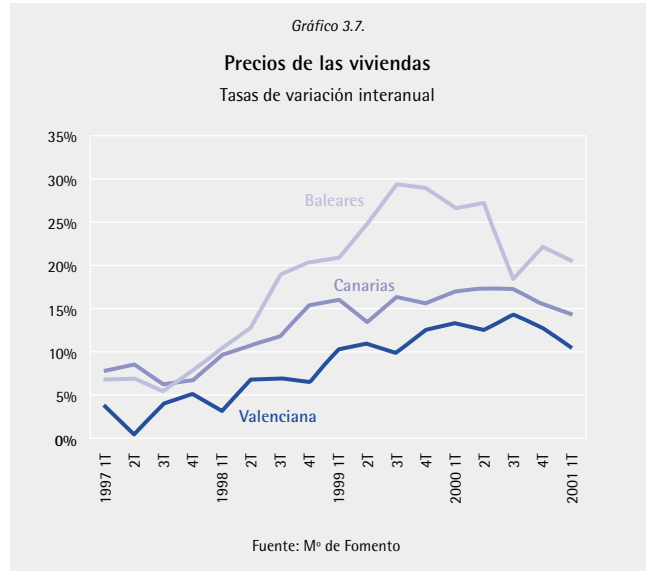
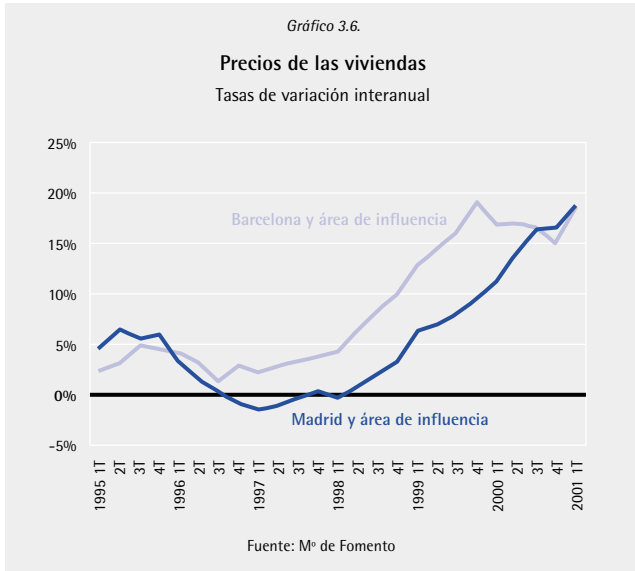
**Las previsiones, sin embargo, son de moderación a lo largo de 2001**

Este ritmo de crecimiento de los precios inmobiliarios no es sostenible a medio y largo plazo, por lo que esperamos que a lo largo de este año cambie la tendencia hacia tasas de crecimientos menores. Mantenemos la previsión de un crecimiento medio de los precios de las viviendas del 9,0% en 2001, si bien el perfil trimestral pudiera ser más acentuado, con un primer semestre con precios creciendo a tasas de dos dígitos y un segundo semestre mostrando una importante desaceleración. A finales de 2001, las viviendas se habrán revalorizado un 5%.

En relación con anteriores ciclos inmobiliarios, el alza de precios en los últimos tres años ha sido mucho más moderado que en los dos ciclos anteriores, aunque hay que destacar que la aceleración se ha producido en un periodo de





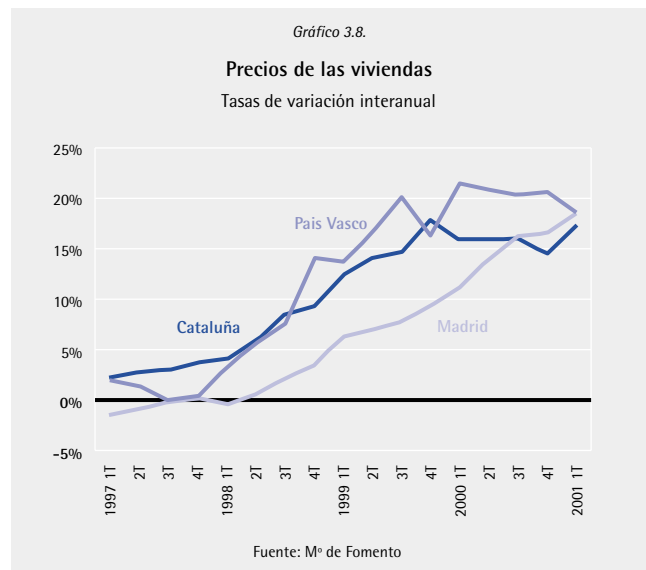


medio porcentuales por encima de la media nacional, lo que indica que la presión de la demanda urbana continua siendo importante.

**El mercado de segunda residencial comienza a dar síntomas de agotamiento**

En los primeros meses de 2001, en las comunidades más turísticas, los precios de las viviendas han mostrado crecimientos más moderados que en trimestres anteriores, lo que pudiera indicar menor presión por parte de la segunda residencia. Como se puede observar en el Gráfico 3.7, Baleares continua siendo la comunidad con mayores alzas de precios, aunque con un claro perfil descendente. La misma tendencia se observa en las Comunidades Valenciana y Canaria, aunque la desaceleración comenzó posteriormente. En las Comunidades con los precios más altos, éstos han avanzado a ritmos mayores que la media nacional. Así, en la Comunidad Catalana, la posible ralentización de la demanda de segunda residencia se ha visto compensada con la presión de la demanda urbana, más centrada en la residencia habitual, y se han producido crecimientos de precios más constantes. En el País Vasco y en la Comunidad de Madrid, el importante avance de los precios de la vivienda pone de manifiesto los problemas existentes en ambas comunidades para la obtención de suelo en condiciones aceptables.

Los fuertes aumentos de los precios inmobiliarios, muy por encima de los crecimientos salariales, han impedido que los descensos de tipos de interés que se han producido en los primeros meses de 2001 impliquen una



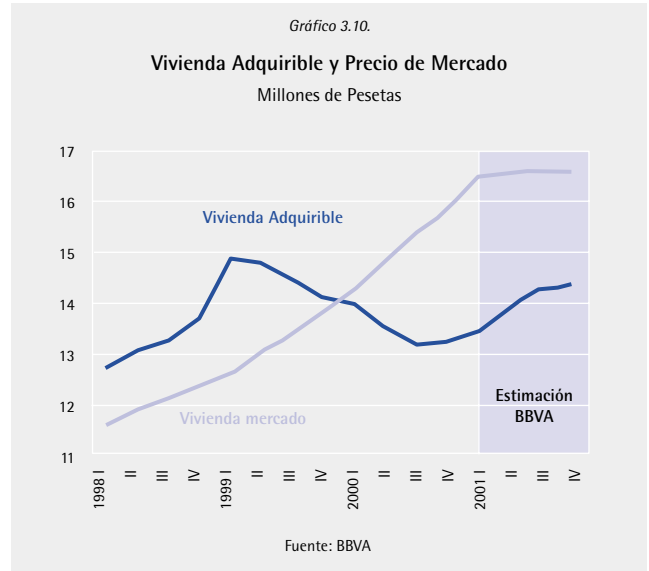
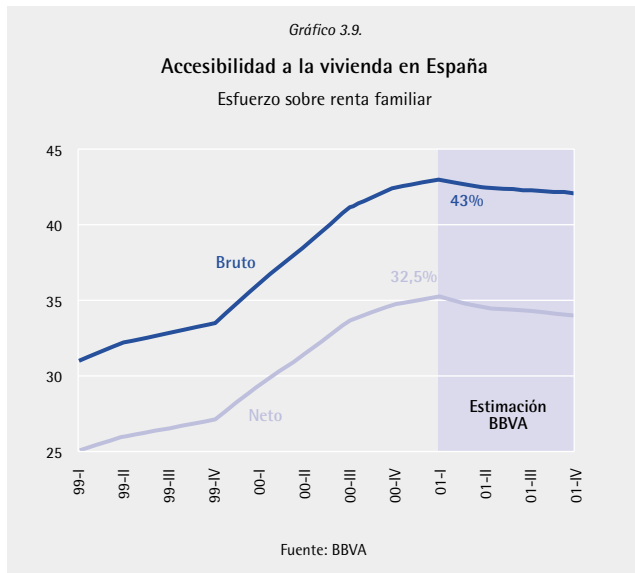
reducción del esfuerzo para acceder a una vivienda. A pesar del aumento de la capacidad de financiación inmobiliaria, que posibilita una mayor facultad de compra, se ha producido un descenso del ritmo de transacciones inmobiliarias en los primeros meses de 2001.

**Las condiciones de acceso a la vivienda no continuarán deteriorándose**

En relación con los ingresos de las familias, en el primer trimestre de 2001, la compra de una vivienda estándar suponía un importe equivalente a cinco años y tres meses de trabajo de una persona con un salario medio en España. Este importe supone destinar el 43% de los ingresos brutos al pago de las cuotas del préstamo hipote-

cario necesario, en la amplia mayoría de los casos, para la compra de la vivienda. Estos r atios indican un empeoramiento respecto de los observados el último trimestre de 2000 y sitúan el esfuerzo para acceder a una vivienda en los mismos niveles de 1994 y 1995, cuando los precios de las viviendas eran una tercera parte de los actuales y los tipos de interés de los prestamos hipotecarios superaban el 10%.

A lo largo de 2001, la moderación de los precios de la vivienda hasta tasas del 5% y la estabilidad de los tipos de interés hipotecarios, que cerrarán el año en el entorno del 6,0%, permitirán que el esfuerzo para el acceso a una vivienda se modere ligeramente hasta finalizar el año en el entorno del 42% de la renta bruta, que se reduce al 33,0% si se consideran las desgravaciones fiscales por la compra de una vivienda.



El aumento de la capacidad de endeudamiento de las familias desde los meses posteriores al verano de 2000 no se est  traduciendo en una mejora de ésta en relación con los precios de los bienes inmuebles, dado que sus revalorizaciones est n siendo lo suficientemente elevadas como para mantener el diferencial existente entre la vivienda adquirible y los precios medios de las viviendas en España. En el primer trimestre de 2001, la capacidad de endeudamiento de una familia media española permitía el acceso a una vivienda de 13,5 millones de pesetas, que se elevarán por encima de los 14,3 millones a finales de 2001.

La mejora de los índices de accesibilidad a la vivienda que se puedan producir en el segundo semestre de 2001 no tendrá una incidencia en la demanda de viviendas, más dependiente en la actualidad a los factores ligados al empleo, renta y a las expectativas familiares que a los factores financieros, que est n demostrando un elevado grado de estabilidad.

## 4. Financiación Inmobiliaria

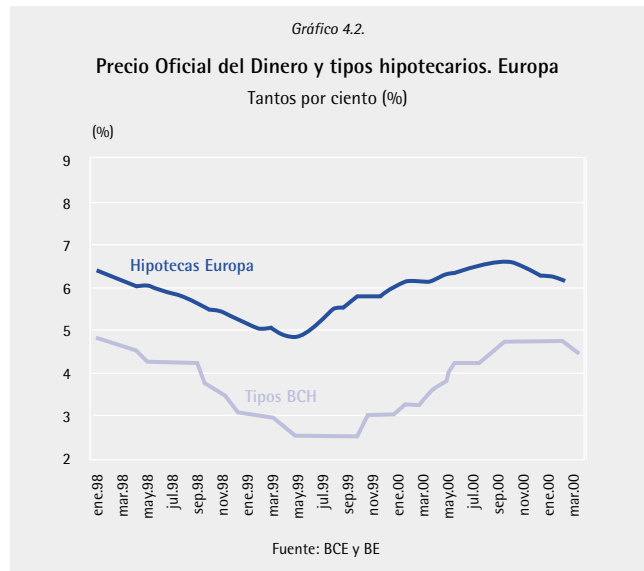
### El crédito hipotecario en Europa se ralentiza

En Europa, el ritmo de expansión del crédito para la adquisición de viviendas por parte de las familias se ha ido moderando a lo largo de 2000 como consecuencia de las alzas de los tipos de interés hipotecarios y la ralentización del crecimiento económico. Tras un crecimiento neto de 165 millones de euros en el conjunto del año, el saldo total del crédito para la compra de vivienda ascendió a 1.870,7 millones de euros en diciembre de 2000, lo que supuso un crecimiento interanual del 9,8%, más de cuatro puntos porcentuales por debajo del crecimiento observado a principios de año (14%), lo que pone de manifiesto la desaceleración de la demanda de crédito para la compra de vivienda que se está produciendo en la mayoría de los países de la UEM.

Como se puede observar en el Gráfico 4.1, desde los primeros meses de 1998, el crédito hipotecario en Europa se fue acelerando paulatinamente hasta finales de 1999 como consecuencia de las buenas perspectivas económicas de las familias europeas que, junto al importante descenso de los tipos de interés en el mercado hipotecario, potenciaron de forma importante la demanda de vivienda y, con ella, la de los préstamos para su adquisición. El cambio de tendencia en la evolución de los tipos de interés hipotecarios en los primeros meses de 2000 y la moderación del crecimiento económico a lo largo del año llevó a las familias a ralentizar la demanda de crédito en todos sus segmentos, incluido el de vivienda.

### Con tipos de interés a la baja

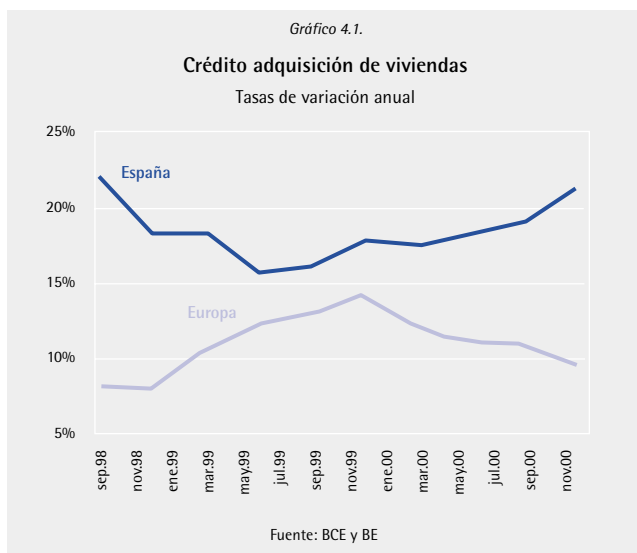
En los cuatro primeros meses de 2001, los tipos de interés hipotecarios en Europa han continuado la evolución des-



centente que comenzara en octubre de 2000, consecuencia del descenso de los tipos oficiales por parte del Banco Central Europeo. Como se puede observar en el Gráfico 4.2, los tipos de interés evolucionan de forma paralela a la de los tipos oficiales, pero con un diferencial que se está estrechando paulatinamente. Así, mientras en 1999, el diferencial de tipos se situaba por encima de los 250 puntos básicos, en el año 2000 había descendido hasta los 230 puntos y ya en marzo de 2001 el tipo de interés hipotecario se situaba en el 6,2%, algo menos de 150 puntos básicos por encima del precio oficial del dinero.

### El crédito hipotecario en España ha mantenido tasas de crecimiento elevadas

A diferencia de Europa, en España el crédito hipotecario no ha comenzado a reducir su ritmo de crecimiento hasta los primeros meses de 2001. A pesar de los aumentos de los tipos de interés que se produjeron a lo largo del año 2000, el crédito hipotecario creció a tasas superiores al 20% como consecuencia del elevado dinamismo del mercado inmobiliario, que se tradujo en un importante im-



Cuadro 4.1. Tipos de interés del Mercado Hipotecario Europeo (%)

Fin de período

	I 00	II 00	III 00	IV 00
Alemania	6,643	6,64	6,72	6,44
Bélgica	7,10	7,10	7,10	7,25
Francia	5,50	5,50	5,50	....
Holanda	6,30	6,60	6,60	6,60
Portugal	5,20	5,70	6,60	6,90
Reino Unido	6,90	6,90	6,90	6,70
España	4,95	5,90	6,00	5,30

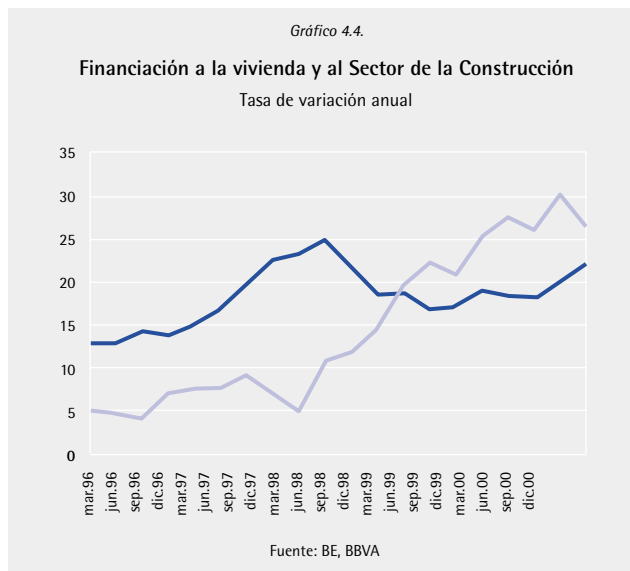
Fuente: Federación Hipotecaria Europea

pulso de la demanda de crédito. Sin embargo, en los primeros meses de 2001, el saldo de crédito comenzó a crecer a tasas menores, poniendo de manifiesto la moderación de la demanda de viviendas en estos primeros meses del año.

A finales de marzo, la financiación a la vivienda en España alcanzó un volumen total de 45,3 billones de pesetas, lo que supuso un crecimiento interanual del 18,7%. De este total, 1,8 billones correspondieron a la financiación aportada al sistema mediante los bonos de titulización hipotecaria y 43,5 billones correspondieron al saldo vivo de los créditos hipotecarios en las carteras del conjunto de entidades financieras. Este saldo hipotecario presentó un avance neto de casi 1,8 billones de pesetas en el primer trimestre de 2001.

La expansión del crédito hipotecario no está siendo homogénea en el conjunto de las entidades financieras. Las cajas de ahorro, con un saldo hipotecario vivo de 23,4 billones de pesetas a finales de marzo de 2001, que suponen casi el 54% del total, aumentaron su balance un 23,1% en tasas interanuales. En el mismo periodo, los bancos, con casi 17 billones de pesetas de saldo, el 39% del total, aumentaron su cartera hipotecaria a un ritmo del 14,7%. Las cooperativas de crédito mantienen un saldo vivo de 2,58 billones de pesetas mientras que los Establecimientos Financieros de Crédito han visto reducida su cartera hasta los 0,57 billones de saldo hipotecario a finales de marzo de 2001.

Las familias, para la adquisición o rehabilitación de viviendas, constituyen el principal destino de esta financiación. Aunque, desde principios de 1999, el mayor auge ha correspondido a la financiación a las empresas constructoras y promotoras. En diciembre de 2000, el saldo de la fi-

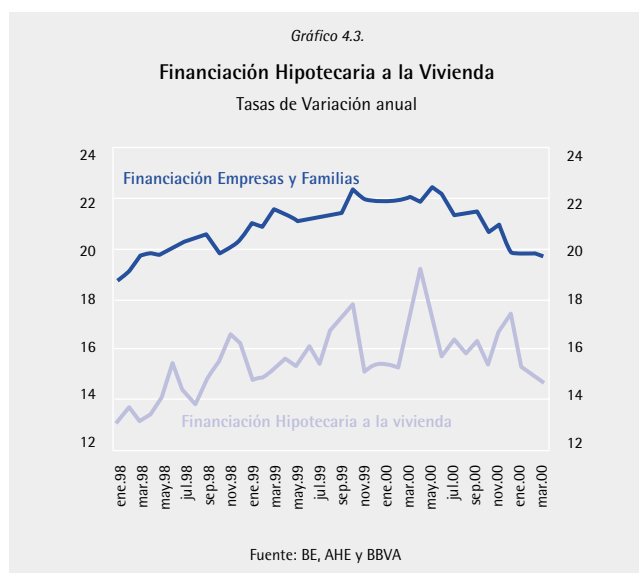


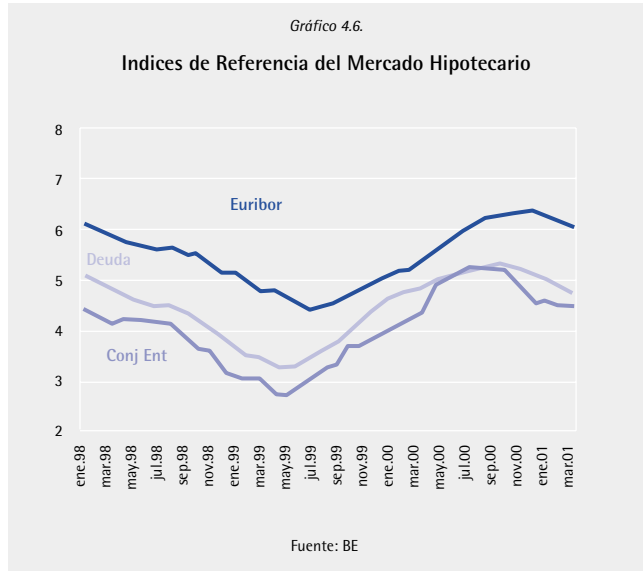
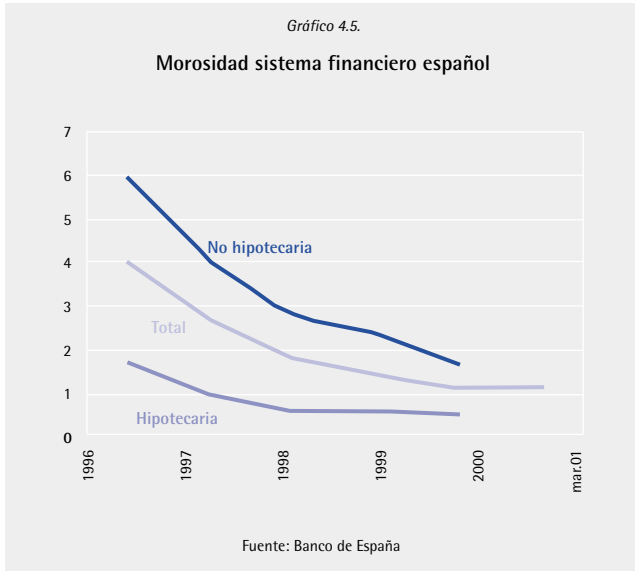
nciación a las familias superó los 27,8 billones de pesetas, lo que supone un aumento neto del 22,1% respecto de diciembre de 1999. El crédito a las empresas inmobiliarias, promotoras y constructoras fue de casi 11,7 billones de pesetas, un incremento del 26,3%.

La financiación a las empresas ya comenzó a moderarse en el último trimestre de 2000 y continuará haciéndolo a un ritmo más intenso que la financiación a las familias, puesto que la desaceleración de la promoción inmobiliaria llevará a menores necesidades de financiación por parte de las empresas promotoras.

**La morosidad se encuentra en mínimos históricos.**

El crecimiento del crédito se está realizando en un entorno de control de la morosidad, lo que ha permitido que los créditos impagados se encuentren en unos niveles muy bajos, tanto en las líneas de crédito comerciales como en las hipotecarias. Como se puede observar en el Gráfico adjunto, en los últimos cinco años, el seguimiento de la cartera y la mejora de las técnicas de gestión por parte de las entidades financieras han permitido que la morosidad descienda desde el 4% de la cartera hasta el 1% actual, lo que supone alcanzar los mínimos históricos, a pesar del alza de los tipos de interés en el año 2000. Con la ralentización económica, la morosidad del sistema financiero pudiera repuntar ligeramente.





**Los tipos hipotecarios descienden en 2001**

Desde comienzos de 2001, los índices de referencia de los créditos hipotecarios a interés variables han experimentado reducciones significativas llegando, a situarse, en abril de 2001, en los mismos niveles de doce meses antes. El descenso de los tipos de interés oficiales ha sido trasladado por completo al mercado hipotecario.

Los índices hipotecarios más relacionados con el mercado de dinero han anticipado los descensos de los tipos oficiales por parte del BCE y, en los cuatro primeros meses de 2001, han descendido 40 puntos básicos (p.b.). El Euribor a 1 año fue del 4,5% en abril de 2001, el nivel más bajo desde mayo de 1999. El índice de la Deuda Pública, más relacionado con la financiación a medio y largo plazo, también descendió desde finales del año pasado, casi 50 p. b., cerrando el mes de abril con una media del 4,75%.

El descenso del precio del dinero también ha tenido reflejo en los índices hipotecarios calculados a partir de las operaciones efectivas realizadas por las entidades financieras. En abril de 2001, por tercer mes consecutivo, descendieron de forma notoria. Así, el índice de los tipos más utilizados por el conjunto de las entidades financieras para la adquisición de vivienda libre fue del 6,03%, lo que re-

presentó un descenso de 12 (p.b.) sobre el tipo registrado en marzo de 2001. En el mes de abril de 2001, el tipo de interés medio efectivo aplicado por la banca se situó en el 5,81%, con un descenso de 16 (p.b.), y el de las cajas de ahorro en el 6,24%, 8 p.b. por debajo del índice del mes anterior.

**La tendencia para la segunda parte de 2001 es de estabilidad de tipos**

Las perspectivas de tipos de interés en el mercado hipotecario en la segunda parte de 2001 son de ligeros descensos de tipos hasta el tercer trimestre de año para mantenerse estables hasta finales de año.

**Cuadro 4.2. Tipos de Interés. Índices de Referencia del Mercado Hipotecario (%)**

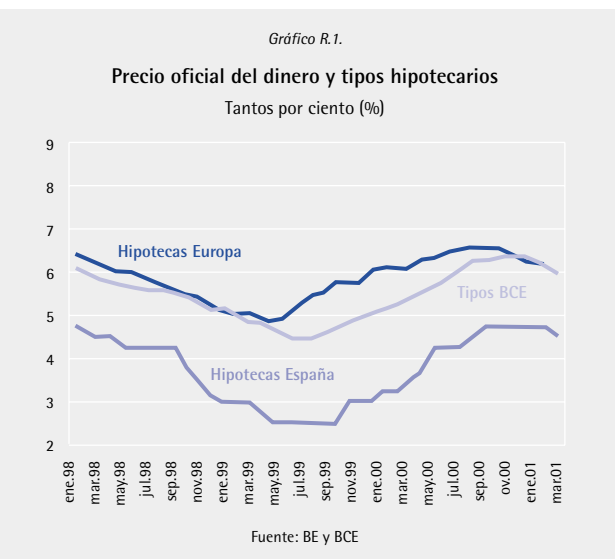
	Fin de período y previsión						
	1999	2000	III 00	IV 00	I 01	II 01	III 01
Mibor 1 Año	3,71	4,89	5,21	4,89	4,47	4,40	4,30
Deuda Pública	4,40	5,24	5,25	5,24	4,86	5,00	4,90
Conjunto Entidades	4,94	6,37	6,23	6,37	6,15	6,00	6,00
Tipo Oficial BCE	3,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50	4,25

Fuente: BE, BCE y BBVA

## La UEM y los tipos de interés hipotecarios

En los últimos años, las mejoras que se han producido en el mercado hipotecario han llevado a una generalización de los créditos hipotecarios con interés variable, representando en la actualidad la práctica totalidad de la cartera hipotecaria. Las condiciones en las que se establecen y revisan los créditos hipotecarios en España, llevan a que la evolución de los tipos de interés hipotecarios esté muy ligada a la evolución del precio del dinero, que depende en última instancia de los tipos de interés establecidos por las autoridades monetarias.

Con la incorporación a la Unión Económica y Monetaria, los índices hipotecarios Españoles se han ajustado a los tipos de interés negociados en el mercado europeo, que están fuertemente condicionados por la política monetaria del BCE. Además, y como puede observarse en el Gráfico R-1, los tipos de interés españoles se han ajustado más al tipo de interés del BCE que la media europea.



La política monetaria europea, responsabilidad del BCE, se establece en función de la evolución de las magnitudes económicas del conjunto de los países que forman la U.E.M. y que, al representar valores medios, mantienen una mayor estabilidad que la evolución de las mismas en los países miembros.

Por ello, desde la incorporación a la UEM, las condiciones económicas europeas (en cuanto a crecimiento e inflación se refiere) han sido las que han condicionado el precio del dinero en Europa, y por extensión también en España. Si hubieran sido las condiciones económicas españolas las determinantes del tipo de interés oficial, éste hubiera sido más elevado con los consiguientes efectos, sobre el mercado hipotecario.

Se puede evaluar el impacto de la incorporación de España en el paraguas de la política monetaria europea en el mercado hipotecario estimando la diferencia entre el tipo

de interés que se hubiera implementado el Banco de España para cumplir con los objetivos de inflación establecidos en España y el que se ha fijado por el BCE, atendiendo a las condiciones económicas europeas.

Para analizar los movimientos de tipos de interés de un banco central, se intenta definir su regla de comportamiento, con el objetivo de tener un marco sencillo que permita trasladar los datos económicos a movimientos de tipos de interés a corto plazo. La regla generalmente utilizada y que ha alcanzado un alto grado de difusión es la diseñada por Taylor (1993). Esta regla postula que el BCE reacciona, moviendo el tipo de interés a corto plazo, cuando aprecia desviaciones de la inflación esperada respecto de su objetivo (límite superior del 2% en Europa) o cuando el crecimiento económico se desvía de su potencial (nivel de crecimiento estable a largo plazo) generando un "output-gap". Aunque en la práctica, los bancos centrales no sigan exactamente la Regla de Taylor; esta, sin embargo, refleja de forma bastante adecuada el comportamiento de los mismos.

### Regla de Taylor

$$i_t = r + \pi^* + 0.5 (y_t - y^*) + 1.5 (\pi_t - \pi^*),$$

- $i_t$  Tipo interés nominal de corto plazo.
- $r$  Tipo interés real de equilibrio
- $y_t$  Producto real
- $y^*$  Producto potencial
- $\pi_t$  Tasa de inflación
- $\pi^*$  Inflación objetivo del banco central

El cálculo de la regla de Taylor para España se ha realizado con valores de 2,5% para  $r$ , 2,0% para  $\pi^*$  (límite superior de inflación del BCE) y 2,6% para el crecimiento potencial de la economía<sup>2</sup> ( $y^*$ ). Con estos valores, se puede deducir

<sup>2</sup> Ver Tello, P. ¿Cuál es el PIB potencial de la economía española?. Situación España, febrero de 2001, Servicio de Estudios del BBVA.

cuál hubiera sido la política monetaria "adecuada" para España, dada la evolución de la inflación y el crecimiento (es decir, si la política monetaria la hubiera seguido fijando el Banco de España dependiendo de las condiciones cíclicas de nuestra economía). Como resultado, los tipos de interés en España hubieran sido mucho más elevados. En la primera mitad de 1999 se produjo el momento en el que se quebró la sintonía de la política de tipos: el BCE bajó los tipos de interés en medio punto, hasta el 2,5%, en abril de ese año; cuando la situación de la economía española, inflación y crecimientos superiores al objetivo, hubiera requerido una subida de más de un punto porcentual de los tipos de interés.

En los dos años transcurridos, el diferencial medio entre el tipo calculado para España según la regla de Taylor y el observado en el mercado es de 250 puntos básicos; es decir, los tipos de interés españoles han sido significativamente inferiores a aquellos que hubiera requerido, teóricamente, la situación económica. La política monetaria fijada por el BCE ha sido demasiado laxa para las condiciones de la economía española. Aplicando un diferencial similar a los tipos de interés hipotecarios, se ha estimado la evolución que hubieran tenido los índices hipotecarios, Gráfico R.3.

Este ejercicio teórico no considera que tipos de interés más altos hubieran incidido directamente sobre las magnitudes económicas, enfriando el crecimiento económico y moderando la inflación en el medio plazo y, por lo tanto, la evolución económica hubiera diferido de la observada.

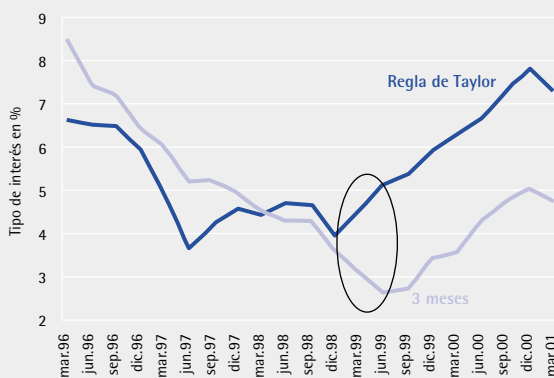
Estos menores tipos de interés han tenido una incidencia directa en el mercado hipotecario y, de forma menos directa, en el mercado inmobiliario y en el consumo familiar:

- En el mercado hipotecario, mayores tipos de interés hubieran supuesto un importante desincentivo para la demanda de nuevos créditos puesto que los encarece, por lo que una parte del significativo crecimiento hipotecario desde principios de 1999 se debe a la pertenencia de España a la Unión Económica y Monetaria.
- La mayor dificultad para financiar el acceso a una vivienda hubiera supuesto un menor número de viviendas demandadas, lo que hubiera incidido de forma negativa el mercado inmobiliario.
- Mayores tipos de interés hubieran implicado mayores pagos mensuales para las familias que ya tuvieran una hipoteca y una condiciones de acceso a una vivienda más duras para los que accedieran por primera vez a una vivienda.

Cuantificar los dos primeros aspectos se desborda los objetivos de esta nota. Sin embargo, la pertenencia de España a la UEM ha permitido ahorrar a las familias con una hipoteca media más del 15% de los pagos anuales debido a los menores tipos de interés existentes. También las familias que han accedido por primera vez a una vivienda han visto reducido su esfuerzo financiero en más de 8 puntos porcentuales.

Gráfico R.2.

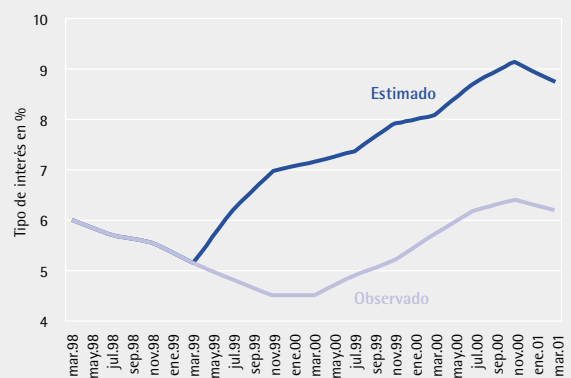
Regla de Taylor en España



Fuente: BE y BBVA

Gráfico R.3.

Tipos de interés hipotecarios  
Media Conjunto de Entidades



Fuente: BE y BBVA





## 5. Tema del Trimestre: Ciclo económico, financiación inmobiliaria e hipotecas

Ignacio San Martín  
Servicio de Estudios. BBVA.

### 1. Introducción

La economía española ha mantenido tasas de crecimiento positivas desde finales de 1993. En estos años, el crecimiento medio del producto interior bruto ha sido del 3,3%, en términos reales, lo que ha permitido una creación neta de empleo del 3,0% de media desde 1994. En los primeros años de este ciclo, el desarrollo económico se produjo en un entorno de moderado crecimiento del consumo familiar y con una inflación descendente. A partir de 1998, sin embargo, el consumo de las familias se aceleró y, también, se produjo un cambio de tendencia en la inflación.

El proceso de convergencia nominal con Europa se plasmó en el descenso de los tipos de interés nominales hasta 1999, tanto los de largo como los de corto plazo. Descontando la inflación, los tipos de interés reales han continuado descendiendo hasta los primeros meses de 2001, facilitando la expansión del crédito a empresas y familias, Cuadro 5.1.

El crecimiento económico de estos años se ha visto acompañado, como es lógico, de una expansión del crédito interno acorde con la evolución de la producción nacional. Como se puede observar en el Gráfico 5.1, hasta 1997 el crecimiento medio de la economía fue del 2,6% en términos reales. En estos mismos años, el saldo de crédito avanzó a una tasa anual media del 6,3% y la inflación media fue del 4,3%. A partir de 1997, la economía española creció a tasas superiores al 4,0%, mientras que el crédito lo hizo a una tasa del 15,2%, con una inflación media inferior al 2,5%.

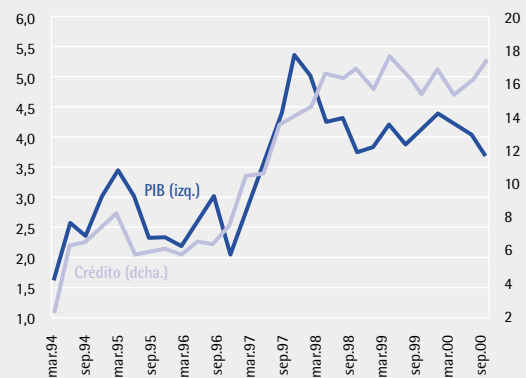
Dentro de la financiación a empresas y familias, el crédito a la vivienda, en todas sus modalidades, ha mantenido un creciente protagonismo a lo largo de la pasada década, llegando a suponer, la financiación hipotecaria actual, casi la mitad de la cartera de créditos del conjunto de las entidades financieras. En enero de 1990, solo una de cada cinco pesetas prestadas tenían garantía hipotecaria mientras que en 1996 esa proporción había aumentado a una de cada tres pesetas. Continuando la tendencia actual, en 2002, uno de cada dos euros prestados por las entidades de crédito tendrá garantía hipotecaria.

En este trabajo se analiza la evolución de la financiación inmobiliaria y el crédito con garantía hipotecaria en estos últimos años, relacionándolos con las variables económicas que más inciden en la demanda de financiación de la vivienda. Se elabora también un modelo de previsión que permite establecer las pautas de comportamiento de la financiación hipotecaria a corto y medio plazo y elaborar una estimación sobre la evolución de la misma.

Gráfico 5.1.

#### PIB y crédito a empresas familias

Tasas de variación anual



Fuente: INE y BE

Cuadro 5.1. Economía española. 1993-2001

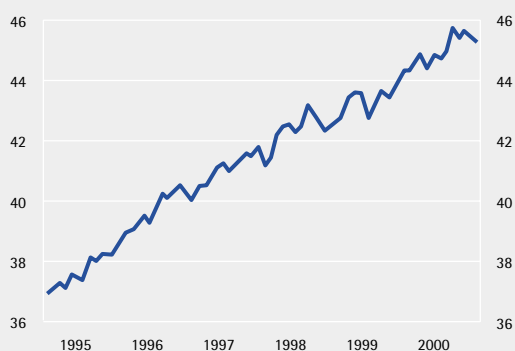
Tasa de variación interanual

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Promedio 1993-2001
PIB	2,4	2,8	2,4	3,9	4,3	4,0	4,1	2,8	3,3
Empleo	-0,9	2,7	2,9	3,0	3,4	4,6	4,7	3,2	3,0
Consumo familias	1,1	1,7	2,2	3,1	4,5	4,7	4,0	2,9	3,0
IPC	4,7	4,7	3,6	2,0	1,8	2,3	3,4	3,6	3,3
Tipos interes L/P	10,1	11,4	8,5	6,3	4,8	4,6	5,6	5,0	7,0
MIBOR 1 año	8,4	10,0	7,4	5,2	4,0	3,2	4,8	4,5	5,9
Crédito	2,0	5,8	6,7	11,8	13,4	15,4	17,3	14	10,8

Fuente: INE, BE y BBVA

Gráfico 5.2.

### Crédito hipotecario y crédito interno Porcentaje de participación



Fuente: BE

## 2. La financiación Inmobiliaria

A lo largo de estos años, la financiación inmobiliaria se ha apoyado, principalmente, en el segmento familiar, que ha mostrado más estabilidad y ha evolucionado con tasas medias superiores a la de otros segmentos. La evolución del ciclo inmobiliario, más acentuado que el de la economía en su conjunto, ha condicionado directamente la demanda de financiación de las empresas constructoras y promotoras.

Como se puede observar en el Cuadro 5.2, desde 1990, el crédito a la construcción y al sector inmobiliario se ha multiplicado por cuatro, alcanzando un saldo vivo a finales de 2000 de casi 39,5 billones de pesetas, de los que 27,8 billones corresponden a la financiación asu-

### Cuadro 5.2. Crédito a la construcción, promoción y adquisición inmobiliaria

Saldos a fin de período, billones de pesetas

Período	Total	Financiación a personas	Financiación a empresas
1989	7,95	4,36	3,59
1990	9,85	5,23	4,62
1991	11,88	6,27	5,61
1992	14,09	7,94	6,15
1993	15,40	9,38	6,01
1994	16,82	11,19	5,63
1995	18,56	12,65	5,92
1996	20,97	14,47	6,50
1997	24,57	17,68	6,89
1998	26,55	19,16	7,38
1999	32,03	22,79	9,24
2000	39,49	27,83	11,67

Fuente: Banco de España

mida por las familias para la compra y rehabilitación de sus viviendas y 11,7 billones a la financiación dispuesta por las empresas para la construcción y promoción de inmuebles. Sin considerar la repercusión que el proceso de titulización hipotecaria ha tenido sobre estos saldos de crédito, en la década de los noventa, la financiación a familias con destino a inmuebles aumentó a una tasa media cercana al 19% de media anual, mientras que el crédito a las empresas constructoras y promotoras lo hizo a una tasa ligeramente superior al 10%.

### 2.1. La financiación a las familias

A lo largo de la década de los noventa, una de las características principales de la financiación a las familias ha sido el elevado crecimiento del crédito para la compra o rehabilitación de viviendas. Según los datos del Banco de España, a finales de 2000, el 75% de la deuda viva familiar se destinaba a la financiación de la vivienda, Cuadro 5.3. Dentro de este segmento, la financiación para la adquisición supone, prácticamente, el 94% del total mientras que la financiación para rehabilitar viviendas o comprar suelo suponen el 4% y el 2% del total respectivamente.

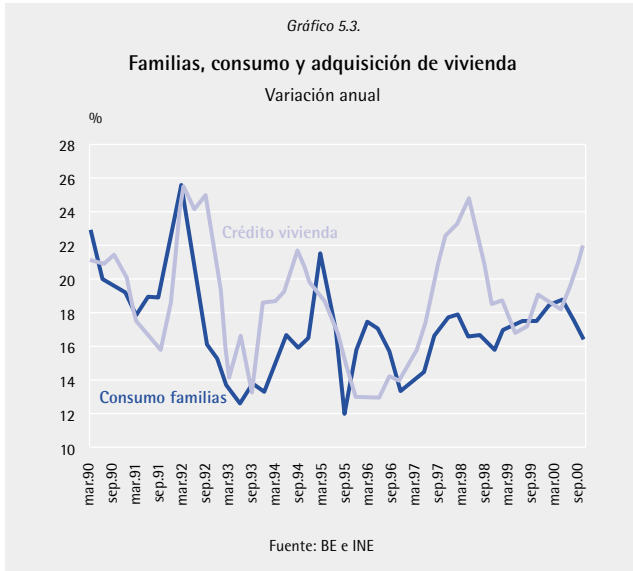
La evolución del crédito a familias para la compra de viviendas presenta similitudes, como es lógico, con la evolución del consumo familiar, muy condicionado por la evolución de la renta disponible y la riqueza real de las familias. En los primeros años de la década de los noventa, en los que el crecimiento de la economía española fue limitado, e incluso negativo en 1993, el crédito a las familias se ralentizó hasta situarse en tasas de crecimiento inferiores a la inflación; sin embargo, el crédito para la adquisición de viviendas se expandió en todo momento a tasas superiores al 10%. En la segunda parte de la década, la expansión de la demanda de vivienda facilitó que la expansión del crédito a las familias fuera mucho mayor que el crecimiento del consumo de las mismas.

### Cuadro 5.3. Financiación a Familias

Saldos a fin de período, billones de pesetas

	Total	Otros Bienes	Total Vivienda	De los cuales:		
				Adquisición	Rehabilitac.	Suelo
1997	21,57	5,43	16,13	15,18	0,73	0,23
1998	26,10	6,94	19,16	18,03	0,85	0,29
1999	30,93	8,13	22,79	21,32	0,95	0,52
2000	36,85	9,02	27,83	26,12	1,08	0,63

Fuente: Banco de España



## 2.2. El crédito a la promoción inmobiliaria

Tras el bache que se produjo en la construcción en 1995, por el importante descenso del ritmo de ejecución de la obra civil y el frenazo del desarrollo inmobiliario, el sector volvió a crecimientos importantes de la actividad, principalmente la relacionada con la edificación de inmuebles, que en el año 2000 alcanzó un máximo histórico.

En su conjunto, el valor de la producción en el sector de la construcción ha crecido, en los últimos cinco años, a una tasa media anual del 8,2%, medida en términos nominales. En el mismo período, la financiación orientada a este segmento del tejido productivo ha crecido a una tasa media del 14,7% en el mismo período. En los últimos dos años, el saldo de crédito a este segmento avanzó a una tasa media cercana al 25% en respuesta a un crecimiento medio de la actividad del sector de casi el 12,0%.

Diferenciando entre la financiación orientada a la obra civil y la financiación del proceso de edificación de inmuebles, encontramos que el desarrollo de esta última ha sido mucho más dinámico, con mayores tasas de crecimiento del crédito a la ingeniería civil. Como se puede observar en el Gráfico 5.5, el desarrollo del crédito a la edificación ha evolucionado de una forma paralela a la producción de las empresas del sector. Sin embargo, en los dos últimos años, el crédito a la promoción inmobiliaria ha mostrado una expansión mucho más acentuada que el crecimiento de la actividad, lo que pudiera recoger la mayor implicación de las entidades financieras en unos años en los que la demanda de viviendas ha dado muestras de absorber con relativa facilidad la oferta que ha salido al mercado, especialmente la de nueva vivienda.

El mercado inmobiliario, especialmente el de la vivienda, ha mostrado una actividad creciente desde 1994 que se ha mantenido hasta finales de 2000, año en el que el número de viviendas iniciadas alcanzó un máximo histórico, pero en el que también han aparecido síntomas claros de que se está produciendo un cambio de tendencia en el ciclo de la vivienda.

El segmento de la obra civil, más relacionado con la política económica y con las inversiones de las distintas administraciones públicas, ha mostrado un ciclo diferente, comenzando la recuperación con posterioridad a la edificación. El saldo de crédito destinado a este segmento productivo descendió suavemente hasta marzo de 1998, momento en el que se rompió la tendencia y el crédito comenzó a crecer, dando así respuesta a la elevada demanda de financiación de proyectos, mayormente públicos, que se produjo unos trimestres antes de las elecciones locales.

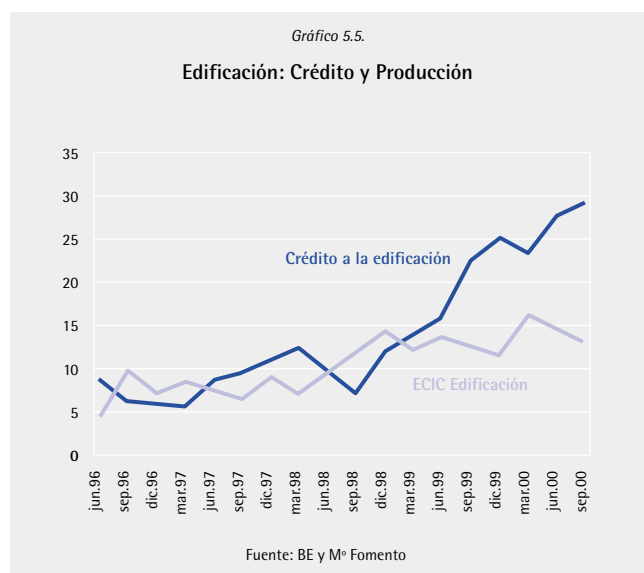
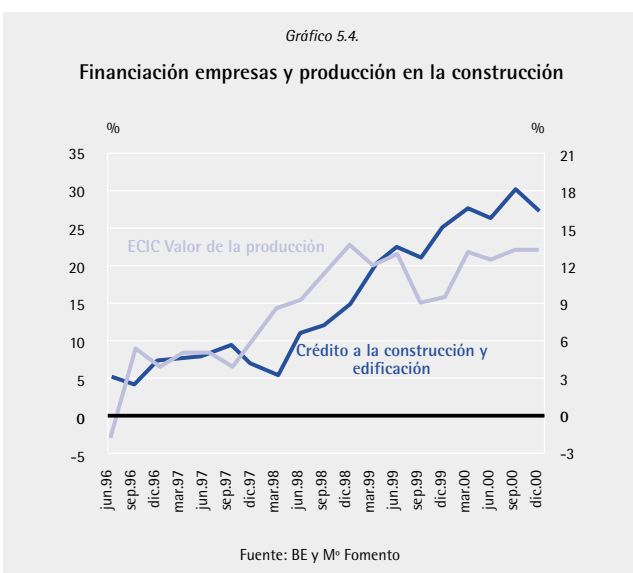
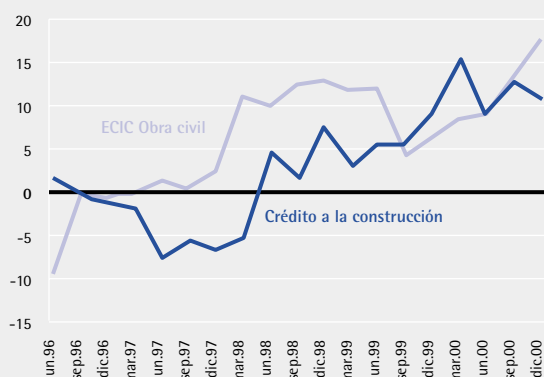


Gráfico 5.6.

Obra Civil: Crédito y Producción



Fuente: BE y M<sup>e</sup> Fomento

### 3. El crédito hipotecario

#### 3.1. Evolución en los últimos años

En la década de los noventa, el saldo de crédito hipotecario se ha multiplicado casi por 4,5 hasta alcanzar, en marzo de 2001, un saldo vivo de 43,5 billones de pesetas, lo que supone el 47% del total de créditos de las entidades financieras. La cartera hipotecaria está en manos, principalmente, de los bancos y las cajas de ahorro, siendo el peso de las cooperativas de crédito y de otro tipo de entidades financieras muy reducido.

Los menores tipos de interés y la mayor duración de los plazos de amortización de los créditos hipotecarios hacen que sean utilizados, tanto por las familias como por las empresas no solo para la adquisición o promoción de bienes inmuebles, también es utilizado como fuente de financiación o colateral de otras finalidades.

#### Cuadro 5.4. Crédito con garantía hipotecaria

Saldo vivo. Miles de millones de pesetas

Período	Total	Bancos	Cajas
1990	9.756,7	4.138,0	4.811,4
1991	11.219,9	4.831,3	5.356,0
1992	12.559,4	5.198,6	6.196,7
1993	14.173,1	5.694,3	7.240,7
1994	16.231,6	6.394,8	8.492,7
1995	18.051,7	7.020,9	9.572,6
1996	20.644,5	8.057,6	10.849,5
1997	24.507,8	9.620,0	12.863,0
1998	29.050,4	11.367,7	15.456,2
1999	34.878,0	13.983,0	18.273,0
2000	41.723,6	16.254,2	22.457,1
mar.01	43.518,1	16.959,6	23.409,2

Fuente: Banco de España

En los últimos años, la expansión de este tipo de crédito ha sido muy superior al del crédito sin garantía hipotecaria, lo que ha supuesto que haya ganado un peso importante en la cartera de las entidades financieras (más del 37% de la cartera de los bancos está garantizada con un bien inmuebles, proporción que aumenta hasta el 60% en el caso de las cajas de ahorro).

#### 3.2. Tendencia

##### Modelo de previsión del crédito Hipotecario

Para conocer la evolución futura del crédito hipotecario, aplicamos un modelo Bayesiano que permite descomponer la serie de crédito en un conjunto de series que admiten un análisis estadístico más intenso. A partir del modelo, se estiman la tendencia, la estacionalidad de los datos y el conjunto de factores irregulares que forman la serie. El análisis de la tendencia y de los componentes estacionales se realizan mediante modelos Gaussianos autorregresivos de las diferencias de componentes, en los que se ajustan un grupo de parámetros en función de la evolución de las diferentes magnitudes económicas.

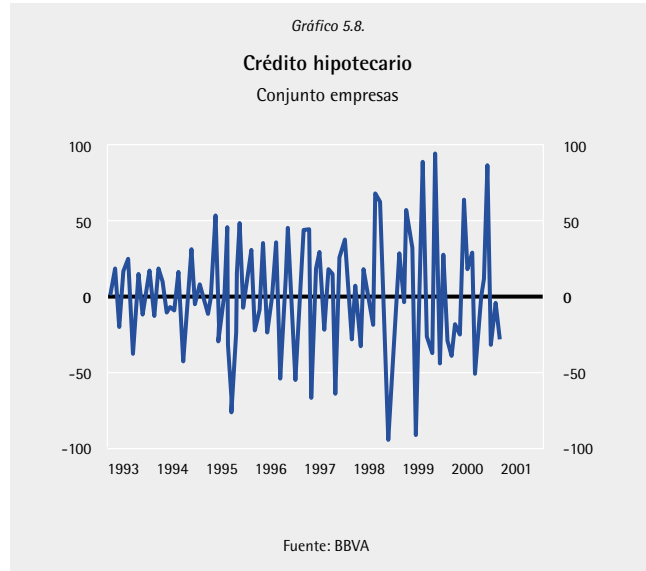
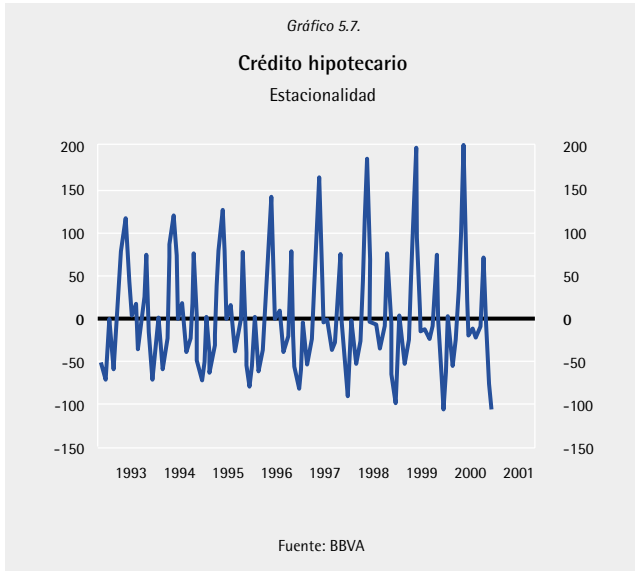
La descomposición de la serie se realiza de la siguiente forma:

$$SH(t) = T(t) + E(t) + I(t).$$

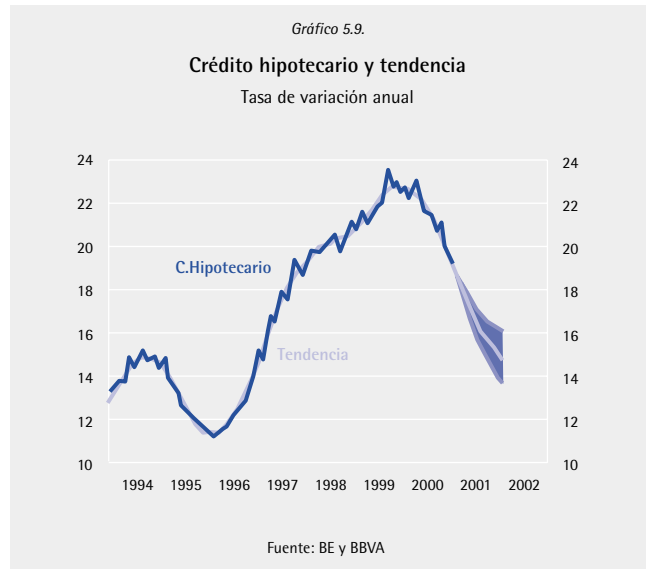
En donde SH es el saldo de crédito hipotecario, T la tendencia de la serie de crédito, E la estacionalidad de la misma y el término I contiene los componentes irregulares. Todos ellos referidos al periodo (t).

Los datos utilizados son los correspondientes al saldo vivo de crédito con garantía hipotecaria, publicados por el Banco de España con periodicidad mensual, al que se han agregado, para corregir el efecto de la titulación hipotecarias, la evolución estimada de los saldos de las participaciones hipotecarias que han salido del balance de las entidades financieras mediante el proceso de titulación desarrollado, principalmente, a partir de 1998.

En los Gráficos 5.7 y 5.8 se presentan la estacionalidad de la serie y el componente irregular respectivamente, correspondientes a la década de los noventa. La serie de crédito hipotecario presenta cierto grado de estacionalidad en los meses de febrero y abril y también en julio y diciembre.



En el Gráfico 5.9 se presenta, la tendencia del crédito hipotecario con previsiones hasta finales de año y un intervalo de confianza correspondiente a una probabilidad del 95,5%. El modelo indica que, a finales de 2001, el saldo vivo de crédito hipotecario será de 48,0 billones de pesetas, lo que supondrá un crecimiento interanual del 15,0% a finales de diciembre de 2001.





# Situación Inmobiliaria

**Edita:** Servicios de Estudios BBVA  
**Director:** Manuel Balmaseda  
**Consejo de Redacción:** Jesús García de Ponga, Luis Leirado, Miguel Angel Muñoz, Belén Piserra, Jesús del Pino, Ignacio San Martín, Fernando Vara y Rafael de Vicente.

Para cualquier consulta dirijase a:

## Servicio de Estudios BBVA

Paseo de Recoletos, 10 - ala norte  
28001 Madrid  
Tlfn.: 91 537 48 90  
Fax: 91 537 99 85

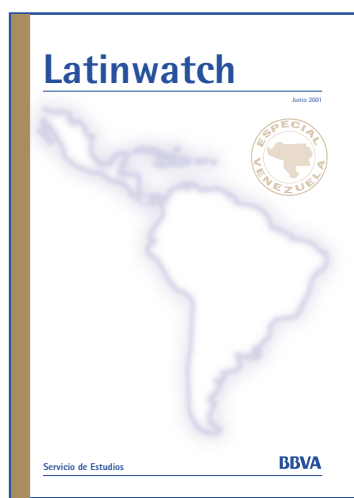
Depósito Legal: M-3479-1994  
ISSN: 1133-8709

*Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios del BBVA por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.*

*Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.*

*El presente documento no constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.*

## OTRAS PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS DE **BBVA**



Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA  
Gran Vía, 1  
48001 Bilbao  
Tlfn: 34-94-4876845  
Fax: 34-94-4876417

Internet:

<http://www.bbva.es>

*Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.*

*Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.*

*El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.*

**BBVA**