

Situación Inmobiliaria

Marzo 2002

- En 2002, la obra civil sustentará a la construcción
- Los precios crecerán por debajo de la inflación al final de año
- La accesibilidad en España, a nivel anglosajón
- Fin de las reducciones de los tipos de interés



Fecha de cierre: 22 de Marzo, 2002

Índice

1. Entorno económico y financiero	1
2. Actividad Constructora	4
3. Mercado Inmobiliario	8
<i>Recuadro 1. Perspectiva Regional</i>	13
4. Financiación Inmobiliaria	15
<i>Recuadro 2. Factores que apuntalan la demanda de vivienda: Los tipos de interés</i>	18
5. Tema del Cuatrimestre:	
Política monetaria, precios de vivienda y actividad económica	21
<i>Recuadro 3. Política monetaria y activos inmobiliarios</i>	25

Han elaborado esta publicación:

Miguel Sebastián
David Taguas

Manuel Balmaseda
Ignacio San Martín

34 91 374 33 31
34 91 537 48 90

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

Editorial

En un entorno económico menos pujante, la construcción se mostró como el sector productivo más dinámico de la economía española en 2001. Las previsiones para 2002 adelantan una recesión de la inversión residencial que llevará al sector a crecer a una tasa del entorno del 2,2%, a pesar de la buena marcha de la ejecución de la obra ofertada y el previsible aumento de la realización de proyectos públicos por parte de las entidades locales unos trimestres antes de los procesos electorales de 2003.

La producción de viviendas, sin embargo, será significativamente inferior en 2002, como anticipa el menor número de proyectos que se han presentado en los Colegios de Arquitectos a lo largo de 2001. El menor crecimiento económico español, las incertidumbres existentes en el marco internacional y la desaparición del "efecto euro" provocarán que el descenso de las iniciaciones será más acentuado en 2002, con unas previsiones de 375.000 nuevas viviendas, lo que supondría una caída del número de nuevas viviendas a construir del 30% en su conjunto.

En los países de nuestro entorno, en los que la desaceleración económica ha sido mayor, se ha producido una contracción de las ventas en 2001 que ha llevado a una caída del ritmo de construcción de nuevas viviendas, especialmente en la segunda parte del año. En este contexto, las revalorizaciones inmobiliarias se han moderado y el aumento de los precios de las viviendas fue ligeramente superior al de la inflación en el conjunto de los países de la UEM.

En España, sin embargo, el mercado residencial se ha mantenido más activo que la media europea a pesar de que también se están conteniendo las ventas. Los precios inmobiliarios, por el contrario, continuaron avanzando a tasas elevadas en 2001, si bien se han ralentizado a medida que avanzaba el año. Estos ritmos de crecimiento no son sostenibles en el corto y medio plazo en un entorno de moderación de la demanda y ralentización de la actividad económica. Por ello, mantenemos la previsión de un crecimiento medio de los precios de las viviendas del entorno del 5% en 2002, con un perfil descendente que pudiera ser más acentuado en la segunda parte del año.

Las continuas revalorizaciones inmobiliarias por encima de los incrementos salariales en los últimos cuatro años han deteriorado la relación entre los precios de las viviendas y los ingresos familiares. Esta situación también se ha producido en los países de nuestro entorno en los que los precios de las viviendas han aumentado de forma intensa, como ha sido el caso de Holanda, Irlanda, el Reino Unido o EE.UU.

La política monetaria tiene una influencia clara en el mercado inmobiliario por los efectos que producen las variaciones de los tipos de interés en la demanda, y ésta en los precios inmobiliarios. Se expone en este número de Situación Inmobiliaria un análisis sobre los canales de transmisión de la política monetaria al mercado inmobiliario, profundizando en el efecto inducido que sobre el consumo tienen las revalorizaciones inmobiliarias.

1. Entorno económico y financiero

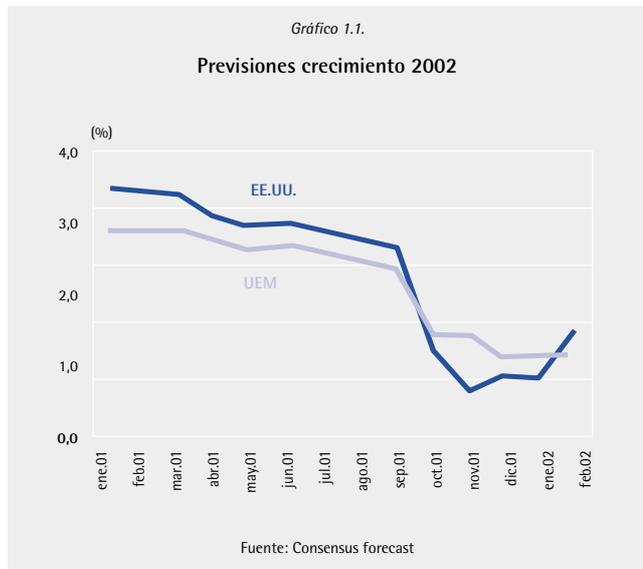
¿Optimismo para todos?

En los primeros meses de 2002 se está observando una reducción de las incertidumbres en el entorno internacional, especialmente las referidas al crecimiento de EE.UU. y, con ello, a la evolución del comercio mundial. La recuperación parece evidente y la incógnita es ahora su duración e intensidad. A medio plazo, el notable aumento de productividad se revela como la principal variable de soporte para que esta recuperación se convierta en duradera. Las expectativas empresariales están abandonando los mínimos de finales de 2001, reflejo del punto de inflexión que podría estar teniendo lugar en la actividad mundial.

El principal riesgo para las economías avanzadas es que los factores domésticos limiten su recuperación, reduciendo así la correlación de su ciclo económico con el de la actividad mundial. Europa parece estar en condiciones de beneficiarse del relanzamiento del comercio mundial, especialmente con una divisa depreciada, pero las dudas permanecen sobre la evolución de su demanda interna. Más complicada es la situación de Japón, donde la amenaza de la crisis financiera está obligando a adoptar medidas urgentes, en forma de aumentos de liquidez y de compras de activos por el sector público. En el caso de América Latina, tras la buena noticia de la ausencia de contagio real y financiero de la crisis argentina al resto de la región, la principal incertidumbre es la evolución de otro canal de transmisión: la inversión extranjera directa.

Se inicia el ciclo alcista de tipos de interés

El creciente optimismo sobre la recuperación de la actividad estadounidense ha permitido una reducción de la aversión al riesgo de los inversores, que progresivamente han regresado a los mercados bursátiles y a los bonos corporativos, tras un periodo de notable volatilidad provocada por las dudas sobre la contabilidad creativa de las empresas tras el "caso Enron". El resultado ha sido un aumento de las rentabilidades de la deuda pública en todos los plazos de la curva de deuda estadounidense. Actualmente, las expectativas apuntan a un abandono del tono claramente relajado de la política monetaria, con tipos de interés que se sitúan, en términos nominales, en mínimos de los últimos cuarenta años. Probablemente en un contexto de expectativas de baja inflación, y a la espera de que se consolide la recuperación de la actividad, la Reserva Federal esperará al segundo semestre del año para iniciar el ciclo alcista de tipos. Estos finalizarán 2002 un punto por encima



ma de su nivel actual y se situarán a mediados del próximo año en el entorno del 4%, esto es, en un nivel que puede considerarse como próximo al "neutral" en una economía creciendo cerca de su nivel potencial.

En Europa también se ha producido un repunte notable de rentabilidades pero, en este caso, no ha venido acompañado de una mejoría de las previsiones de actividad. Más bien está ligado al deterioro de las previsiones de inflación y de la situación fiscal.

En este contexto las condiciones monetarias europeas pueden considerarse como relajadas. Ello lleva a considerar que el ciclo bajista de tipos ha terminado y que, a lo largo del año, se iniciarán las subidas de tipos. La incertidumbre económica, por la evolución de la demanda interna, y la política, por los procesos electorales de Francia, Portugal y Alemania, pueden retrasar las subidas hasta fin de año, y limitarlas a veinticinco puntos básicos en 2002. A mediados del próximo año los tipos de intervención habrán alcanzado el nivel del 4%, esto es, se anulará el diferencial con EE.UU. en el corto plazo.

Cuadro 1.1. Previsiones de crecimiento

	2000	2001	2002	2003
OCDE	3,9	1,1	1,4	2,6
EEUU	4,1	1,2	2,0	3,2
UEM	3,4	1,5	1,3	2,3
RU	2,9	2,3	1,9	2,0
Japón	2,2	-0,4	-0,8	1,0
Paises en desarrollo	5,4	4,1	4,5	5,1
Latinoamérica	4,2	0,6	0,6	3,7
Paises en transición	6,3	4,9	3,9	4,2
MUNDIAL	4,7	2,5	2,7	3,6

Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2

Previsiones de tipos de interés oficiales				
	Hoy	jun-02	dic-02	jun-03
EE.UU.	1,75	1,75	2,75	4,00
UEM	3,25	3,25	3,50	4,00
Previsiones de tipos de interés a 10 años				
	Hoy	jun-02	dic-02	jun-03
EE.UU.	5,3	5,2	5,4	5,5
UEM	5,2	5,1	5,1	5,2
Previsiones de tipos de cambio				
	Hoy	jun-02	dic-02	jun-03
EE.UU.	0,88	0,88	0,86	0,86
UEM	129	140	135	135

Fuente: BCE, FED y BBVA

En el largo plazo, con mejores perspectivas de crecimiento en la economía estadounidense, los tipos de interés en la economía americana deben ser más elevados que Europa.

Rango estrecho para el euro

El tipo de cambio actual del euro con el dólar parece descontar la presencia de unos fundamentos contrarios a la moneda europea. El crecimiento y los tipos de interés de largo plazo serán más elevados en EE.UU. que en Europa en 2002, lo que probablemente contribuirá a mantener los flujos de fondos hacia la economía americana. La inflación, más elevada en la economía europea, introduce presiones depreciatorias sobre el euro. En este contexto es previsible que su rango de oscilación sea estrecho en los próximos meses, con presiones a la baja a medida que consolide la recuperación estadounidense.

España: la desaceleración continúa

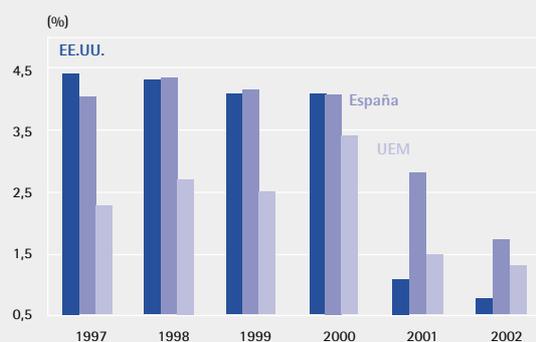
La economía española experimentó una importante desaceleración durante los dos últimos años, pasando de crecer el 4,5% en el primer trimestre de 2000 al 2,4% en el cuarto trimestre de 2001.

La coincidencia de las desaceleraciones a escala internacional encubren que la ralentización de la economía española es debida a factores propios, si bien el entorno internacional puede acentuar dicha ralentización. El retraso en la transmisión de los choques externos a la economía española hará que el deterioro del contexto internacional en la última parte de 2001 contribuya al menor dinamismo en España en 2002.

La economía española ha estado creciendo a tasas superiores a su potencial, que se sitúa en torno al 2,6%, desde 1997, lo que fue posible debido a una serie de factores

Gráfico 1.2.

Crecimiento del PIB



Fuente: BBVA, previsiones 2002

transitorios, tanto de demanda como de oferta, que impulsaron el crecimiento económico. A éstos se sumó el posible adelantamiento de decisiones de gasto ante la introducción del euro en enero de 2002, el llamado "efecto euro", que contribuyó a moderar el ritmo de ralentización en los trimestres finales de 2000 y en todo 2001.

El agotamiento de los factores que sustentaron la expansión en la segunda mitad de los noventa y el impacto del fin del "efecto euro", unido a la debilidad del comercio mundial, se traducirá en la ralentización de la actividad económica en España hasta el 1,7% en 2002.

La desaceleración del consumo privado permitirá que se frene el deterioro de la tasa de ahorro de las familias, que podría experimentar una leve mejora desde los mínimos históricos alcanzados en 2000. Por otra parte, el deterioro de las expectativas de las empresas y el aumento de los costes, tanto de explotación (mayor riesgo salarial y aumento, aunque limitado, del coste real del capital) como de financiación (por el elevado endeudamiento, a pesar del moderado aumento de los tipos de interés) incidirán negativamente sobre la inversión en bienes de equipo, que continuará reduciéndose a lo largo del año. La construcción, el componente más dinámico de los últimos años, tan sólo se verá apoyada por la obra civil, ante la recesión de la inversión residencial.

El entorno internacional, sólo un apoyo a finales de 2002.

El entorno internacional desempeñará un papel importante en el desarrollo de la actividad. En un mundo globalizado, el deterioro del contexto exterior incide, en primer lugar, sobre las expectativas de los agentes nacionales, tanto empresas como consumidores. En este sentido, la mejora esperada en la segunda parte del año ayudará a cambiar

las perspectivas sobre la evolución económica. Pero, a pesar de la mejora, tras la ralentización del comercio mundial, que pasó de crecer por encima del 12% en 2000 al 1% en 2001, éste tan sólo se expandirá moderadamente en 2002, en torno al 2%, la tasa más baja, con la excepción de 2001, desde principio de los ochenta. Por tanto, sólo será un apoyo moderado para la actividad nacional.

Continúa perdiéndose competitividad

La mejora del entorno internacional será matizada por el deterioro de la competitividad que continuará también en 2002, por el mantenimiento del diferencial de inflación con Europa, que no será compensado por la apreciación del tipo de cambio. Las expectativas inflacionistas de la economía española en 2002, medidas a través del IPC tendencial BBVA se mantienen estabilizadas entre el 3,3% y el 3,5%, aunque a lo largo de todo el año, la inflación total se situará por debajo de estas cifras gracias al favorable comportamiento esperado para los precios de la energía y los alimentos no elaborados, los componentes del IPC con mayor volatilidad. La evolución de estos factores se trasladará a la inflación general, que se reducirá hasta tasas cercanas al 2% a mediados de año, para luego repuntar en el segundo semestre. Con todo la inflación media anual se situará en el 3%.

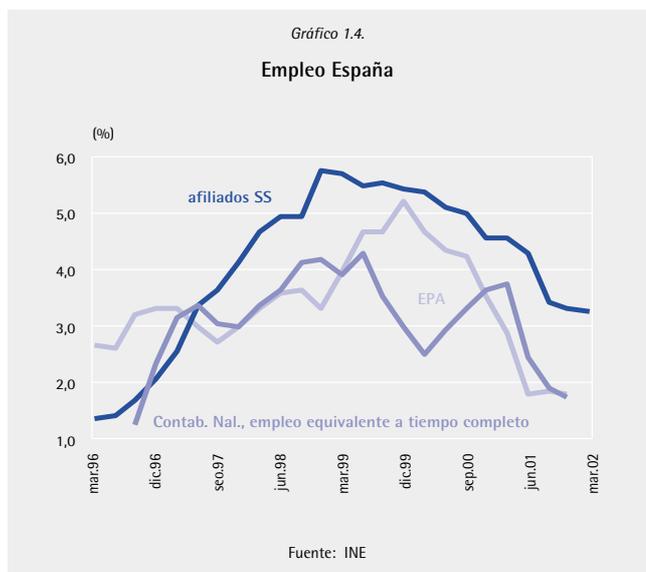
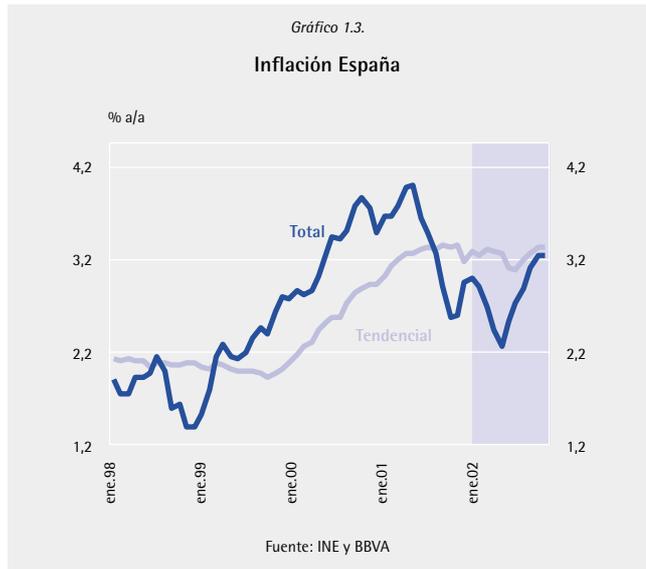
Paulatino deterioro del empleo

En este contexto de desaceleración económica, la creación de empleo continuará desacelerándose hasta el 0,9% en 2002, desde el 2,4% de 2001. Sin embargo, el repunte de la población activa hasta el 1,5%, produciría un aumento de la tasa de paro de 0,5 p.p., hasta el 13,5%.

Leve mejora en la segunda parte del año

Con todo, la economía española tendrá un perfil de evolución en 2002 que irá de menos a más. Apoyada por el entorno exterior, los agentes económicos retomararán la

confianza en la demanda futura, lo que contribuirá a la mejora de las perspectivas de actividad en el segundo semestre, aunque difícilmente se recuperará, de momento, el dinamismo de años anteriores.



2. Actividad constructora

La desaceleración económica de la UEM ha llevado a descensos en la edificación a lo largo de 2001.

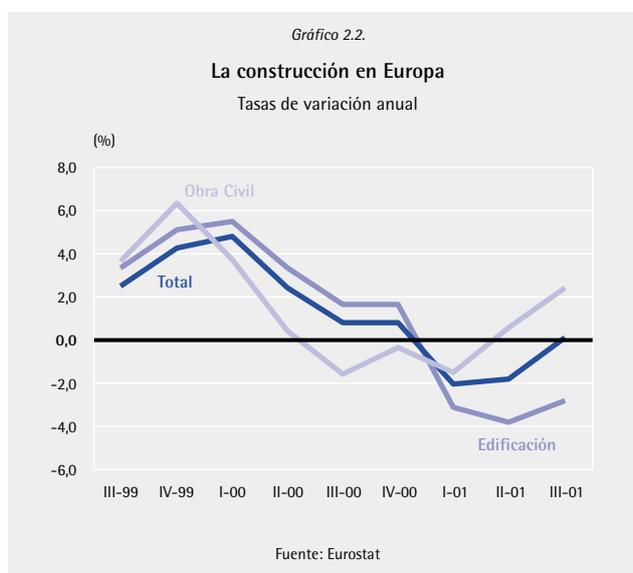
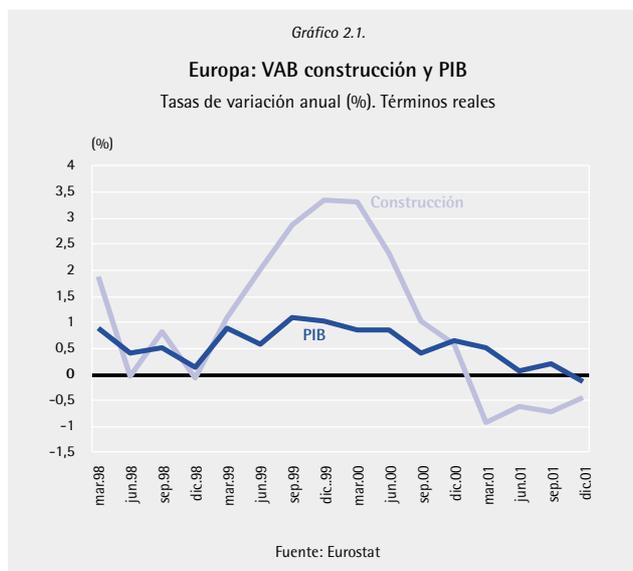
En el área del Euro, el sector de la construcción mostró un descenso de la producción a lo largo de 2001 como consecuencia de la menor actividad en el segmento de la edificación inmobiliaria y a pesar de la recuperación de la ejecución en obra civil, especialmente en la segunda parte del año. La actividad constructora ha experimentado una caída de la producción mayor que la del conjunto de la economía, mostrando tasas de crecimiento negativas a lo largo de todo el año.

Los últimos datos correspondientes al tercer trimestre de 2001 ponen de manifiesto que mientras la ejecución de la ingeniería civil avanzó un 4,2%, la promoción y construcción inmobiliaria en el conjunto de los países europeos descendió un 1,7%. El avance del segmento de la obra pública se debió al fuerte aumento de la inversión en países como el Reino Unido y Holanda, y al dinamismo observado en los países del sur. El descenso de la edificación tuvo una especial incidencia en Alemania, donde se registró una caída del 12,8%, y en Francia, donde la actividad del segmento se contrajo un 2,8% en tasas interanuales.

Tanto la situación de la cartera de pedidos de las empresas del sector como el intenso descenso del número de permisos de construcción indican que se mantendrá el tono de moderada actividad y no permiten avanzar una recuperación de la construcción en Europa en 2002. El impacto será mayor en los países continentales, donde las inversiones en la obra civil van a ser menos intensas y se mantendrán bajos volúmenes de edificación.

En España, la construcción ha tenido un significativo protagonismo en 2001...

El diferencial del crecimiento de España respecto de Europa en 2001 se ha apoyado, en parte, en el mayor protagonismo del sector de la construcción, que creció un



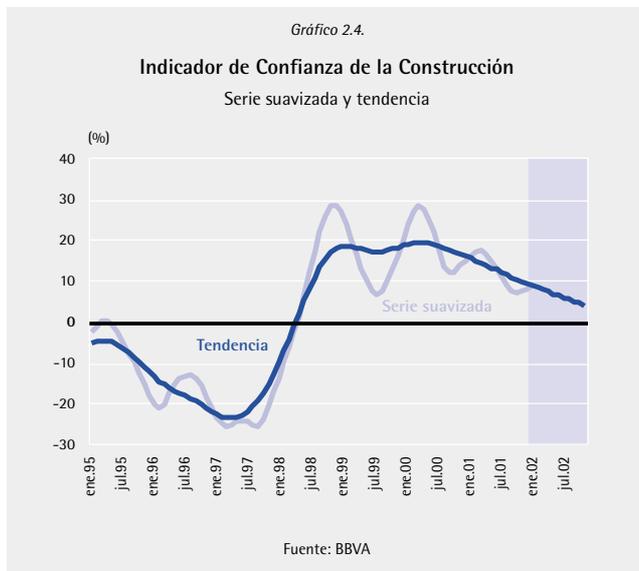
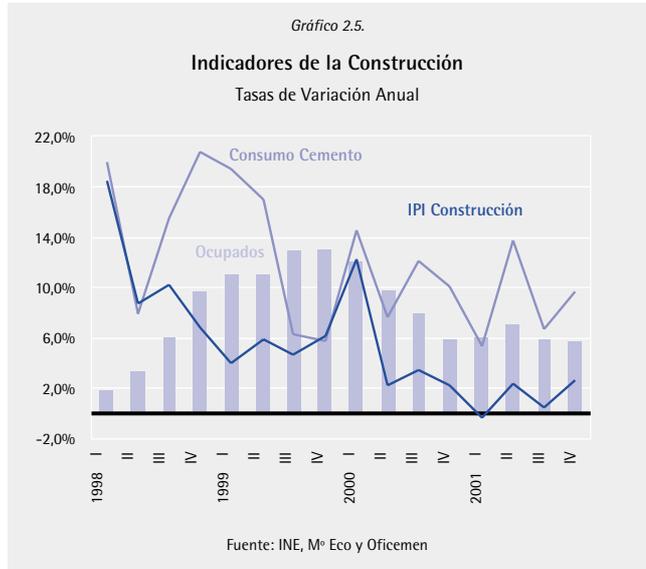
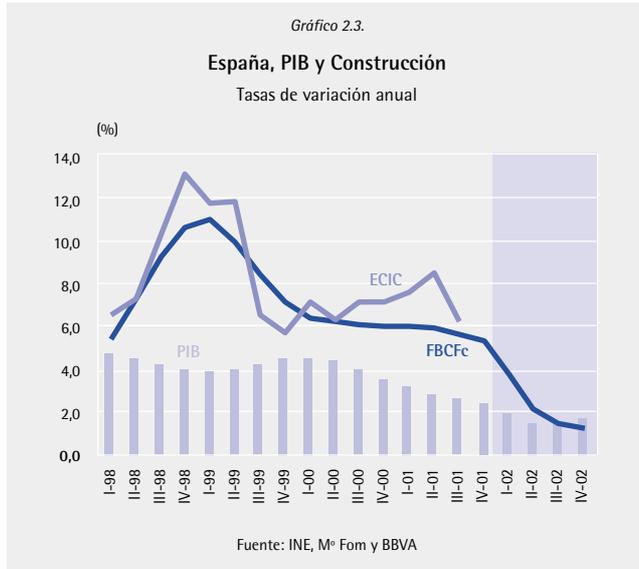
5,7% de media en el año. Si bien el sector se ralentizó respecto de 2000, el fuerte impulso de la obra civil, que se mostró muy dinámica y con tasas de crecimiento del entorno del 10% en los tres primeros trimestres del año, ha compensado en parte la moderación de la actividad del

Cuadro 2.1. Construcción en Europa

Indicador de actividad. Tasas de variación anual

	2000				2001			
	I Tr.	II Tr.	III Tr.	IV Tr.	I Tr.	II Tr.	III Tr.	IV Tr.
EU 15	4,8	2,0	0,5	1,3	-2,0	-2,0	-1,4	-1,5
UEM	4,7	1,9	0,7	1,5	-2,1	-2,7	-2,5	-2,4
Alemania	2,0	-2,7	-5,2	-5,5	-14,3	-12,3	-9,7	
Francia	3,6	4,0	2,5	4,0	0,8	-0,6	-1,9	
Italia	8,7	8,6	10,0	3,2	4,0	3,0		
Reino Unido	5,4	2,2	-1,1	-0,3	-1,2	3,1	5,8	
España	7,1	6,3	7,1	7,1	7,6	8,5	6,2	

Fuente: Eurostat y Mº Fomento.



segmento de la edificación. La desaceleración de la economía española y del fin del impulso de la demanda inmobiliaria afectará negativamente al conjunto de la construcción, que tendrá un crecimiento medio del 2,2% en 2002, mostrando un perfil descendente que se suavizará a medida que avance el año.

La evolución de las opiniones empresariales está siendo más favorable en el segmento de la obra civil, mientras que se nota una moderación del optimismo en el segmento de la edificación, producto de la menor entrada de proyectos residenciales y de la ralentización de los pedidos de productos no residenciales en la cartera de las empresas promotoras y constructoras, especialmente los orientados al segmento industrial. En su conjunto, el indicador del clima de la construcción continúa manteniendo la tendencia de suave descenso en los primeros meses de 2002 que se prolongará a lo largo del año.

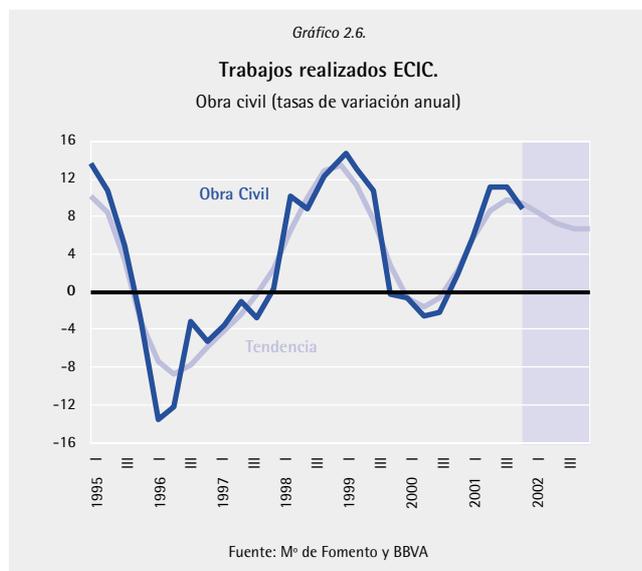
La evolución de otros indicadores del sector también refleja la suave ralentización de la actividad constructora, si bien han mantenido tasas de crecimiento positivas a lo largo del año. Así, el consumo aparente de cemento, más sensible al desarrollo de la obra civil, aumentó un 9,2% durante el ejercicio 2001, algo más de un punto por debajo del crecimiento del año anterior. También el empleo y los materiales intermedios utilizados en la construcción mantuvieron ritmos de crecimiento menores (6,1% los ocupados y 1,2 los materiales). La mayor moderación de la construcción en 2002 llevará a una ralentización de la producción de las industrias auxiliares a lo largo del año y a un aumento más suave del empleo.

...apoyado fundamentalmente en el crecimiento de la obra civil...

La obra civil está impulsando la actividad constructora gracias al elevado volumen de inversión que se está realizando en la ejecución de los planes de infraestructuras, que han consumido el 53% del total de la obra licitada. Las elecciones locales de 2003 alterarán el ciclo de la inversión pública y tendrán una repercusión positiva para la inversión, que mantendrá tasas de crecimiento superiores al 5% a lo largo de 2002, para descender en 2003.

La encuesta coyuntural de la industria de la construcción, elaborada por el M^o de Fomento, resalta el dinamismo de la ingeniería civil en el primer semestre del año 2001, con un crecimiento superior al 10%. Tendencia que se moderó en el tercer trimestre y continuará ralentizándose a lo largo de 2002.

A lo largo de 2001, la licitación oficial en obra civil aumentó un 34,5% respecto del volumen licitado en 2000. El esfuerzo inversor más importante correspondió a los Ayun-



tamientos y Comunidades Autónomas que licitaron un total de 8.772 millones de euros, con un aumento interanual del 38% en el volumen de obra a contratar ofertado, y alcanzando el 72% del total de la obra pública. La licitación se ha concentrado, principalmente, en el mantenimiento y desarrollo de nuevas infraestructuras.

...y a pesar de la suave moderación de la edificación residencial.

La reducción de proyectos inmobiliarios está teniendo un reflejo claro en los indicadores adelantados de actividad como son las viviendas proyectadas y las iniciadas. Así, los datos correspondientes a los proyectos contenidos en los visados de los colegios de arquitectos contemplaban la promoción de un total de 553.115 viviendas en 2001, lo que supuso un descenso de casi el 6,0% respecto de las proyectadas en 2000. Los datos provisionales muestran una caída superior al 12,5% en la vivienda protegida y ligeramente por encima del 5,4% en el caso de la vivienda libre. Durante los últimos cinco años, el impulso de la promoción ha correspondido principalmente a las empresas promotoras, que se han orientado, fundamentalmente, al mercado de la vivienda libre.

Cuadro 2.2. Licitación Oficial en obra Civil

Millones de Euros					
	TOTAL	ESTADO	SEGURIDAD SOCIAL	ENTES TERRITORIALES	OO.AA.
1998	11.539,8	3.742,3	0,3	7.674,5	122,6
1999	10.042,6	2.736,4	0,1	7.029,3	276,8
2000	9.059,8	2.514,8	1,0	6.357,9	186,1
2001	12.183,6	3.131,1	2,4	8.772,9	277,2
Variación					
2001/2000	34,5%	24,5%	140,0%	38,0%	49,0%

Fuente: Mº de Fomento

La creciente importancia de la segunda residencia y el mayor dinamismo del segmento de mercado frente al lento desarrollo del segmento protegido explica esta evolución. Las perspectivas para 2002 indican que se pudiera invertir esta tendencia y aumentará ligeramente la importancia del segmento de la vivienda social.

La reducción de proyectos se está trasladando a la actividad del segmento en una menor iniciación de obra. Así, el número de viviendas iniciadas en los diez primeros meses de 2001 superó las 468.000 unidades, por lo que en el conjunto del año se habrán iniciado un total de 540.000 viviendas, casi un 9,0% por debajo de las iniciadas en 2000, según los visados de aparejadores. El descenso de los tipos de interés reales y la mayor intensidad del afloramiento de efectivo en los últimos meses de 2001, han permitido que la iniciación de viviendas en España haya sido superior a la estimada inicialmente para el conjunto del año.

El menor crecimiento económico español, la incertidumbre existente en el marco internacional y la desaparición del "efecto euro" provocarán que el descenso de las iniciaciones será más acentuado en el 2002, en el que las primeras previsiones indican que se promoverán del entorno de las 375.000 nuevas viviendas, lo que supondría una caída de la iniciación residencial del 30% en su conjunto, con un mayor impacto en las zonas turísticas y en las ciudades de tamaño medio.

La edificación no residencial ha terminado el año con un comportamiento positivo.

La edificación no residencial se ha mostrando muy estable y con crecimientos positivos a lo largo de 2001. En el conjunto del año, con datos a octubre, las estimaciones indican que se habrán iniciado más de 21,2 millones de

Cuadro 2.3. Viviendas Iniciadas. España

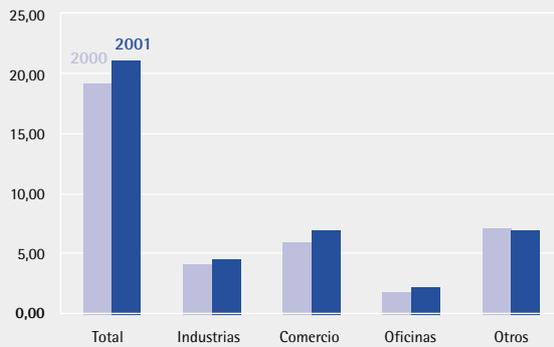
Número de viviendas y % variación					
	Total España	Grandes Ciudades	Ciudades/ Total%	Costa Turística	Costa/Total %
1997	368.259	45.976	12,48%	184.579	50,10%
1998	463.099	57.728	12,47%	233.082	50,30%
1999	558.260	58.419	10,46%	298.772	53,50%
2000	594.820	58.060	9,76%	316.455	53,20%
2001 (*)	540.000	58.000	10,75%	291.800	54,02%
2002 (*)	375.000	42.000	11,20%	175.000	46,67%
Variación Interanual					
1998	25,8%	25,6%		26,3%	
1999	20,5%	1,2%		28,2%	
2000	6,5%	-0,6%		5,9%	
2001 (*)	-9,2%	-0,1%		-7,9%	
2002 (*)	-30,6%	-27,5%		-40,0%	

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

Gráfico 2.7.

Superficie no residencial iniciada

Millones de metros cuadrados



Fuente: Visados de Aparejadores

metros cuadrados, de los que casi dos terceras partes se destinarán a industrias, almacenes, comercios y oficinas. Este volumen de obra supuso un aumento de casi el 10% de la superficie no residencial a construir, siendo las oficinas y las superficies comerciales los segmentos más dinámicos, con aumentos del 24,2% y del 17,1% respectivamente.

Es previsible que, en el corto plazo, la moderación del crecimiento económico y en especial el descenso de la inversión industrial supondrán una menor demanda de espacios industriales. El menor consumo esperado de las familias a lo largo de 2002 supondrá un menor atractivo para el desarrollo de nuevas superficies comerciales, lo que llevará a que se produzca, también, una desaceleración de la actividad en este segmento.

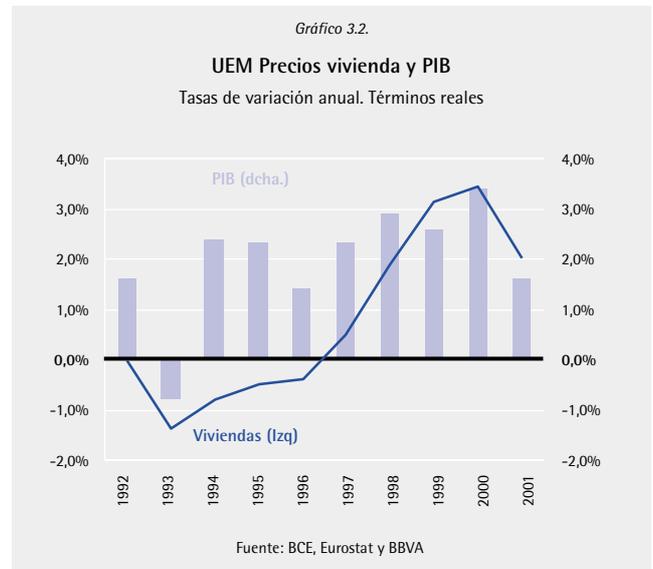
3. Mercado Inmobiliario

Se moderan las revalorizaciones inmobiliarias en Europa, por la ralentización de las ventas.

La moderación del crecimiento económico a escala internacional ha llevado a un menor dinamismo en el mercado inmobiliario europeo, con diferente incidencia en los distintos países, pero con una tónica casi generalizada de menores aumentos de precios y periodos de venta más prolongados.

El largo periodo de crecimiento del último ciclo económico en EE.UU. y la UEM supuso un importante estímulo de la demanda residencial, que generó tensiones en los mercados inmobiliarios y empujó los precios inmobiliarios al alza. En el caso estadounidense, las revalorizaciones inmobiliarias comenzaron en el año 1993, un año después de la recuperación económica, mientras que en Europa la reactivación inmobiliaria no se produjo hasta 1997, tres años después de que la economía superara el bache de 1993. En el año 2001 se ha producido una inflexión en la evolución de los precios inmobiliarios, que avanzaron a ritmos menores que en el año 2000, en las dos grandes áreas económicas por el impacto de la desaceleración de la economía mundial.

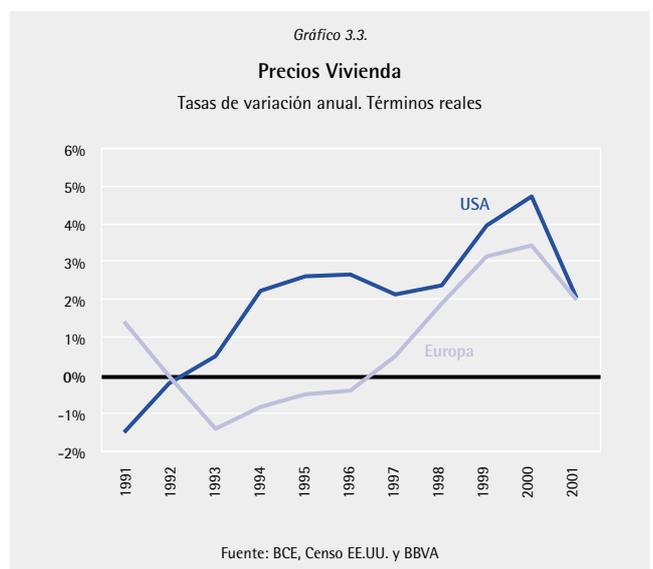
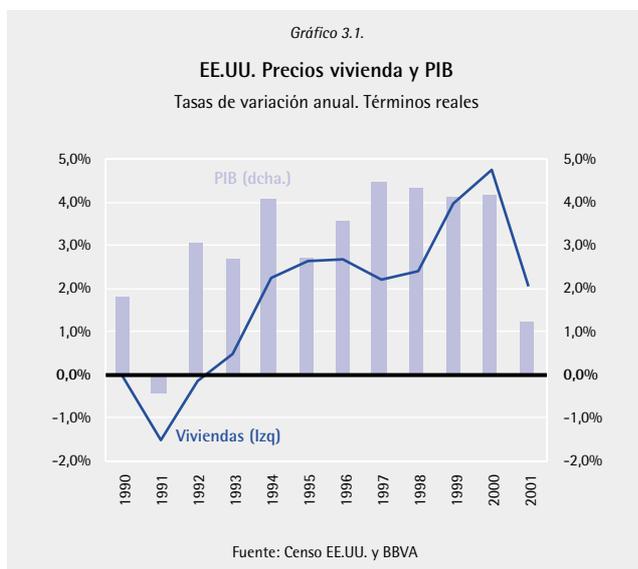
En 2001, los precios de las viviendas crecieron a tasas del 2,0% de media en 2001, en términos reales, tanto en Europa como en Estados Unidos, según las primeras estimaciones del Censo EE.UU. y del BCE. En los últimos diez años, la revalorización media de la vivienda ha sido del 2,3% en el caso americano y del 0,8% en el conjunto de las economías europeas. Las diferencias en las revalorizaciones de los inmuebles se pueden explicar por el mayor dinamismo de la economía americana, con tasas de crecimiento en

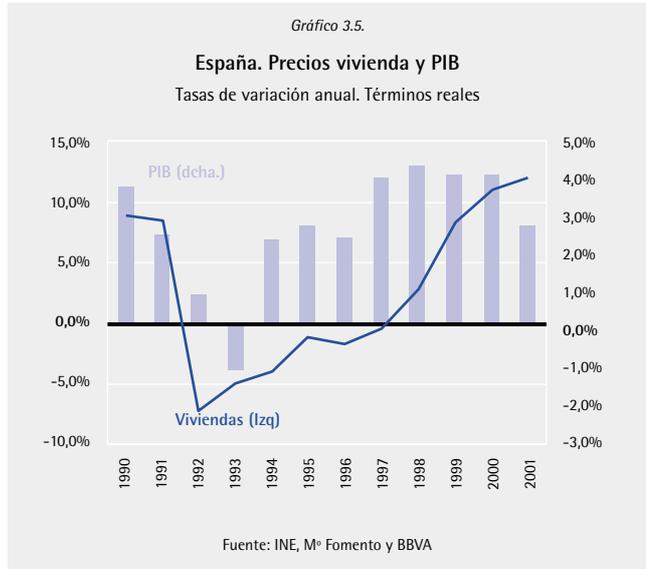
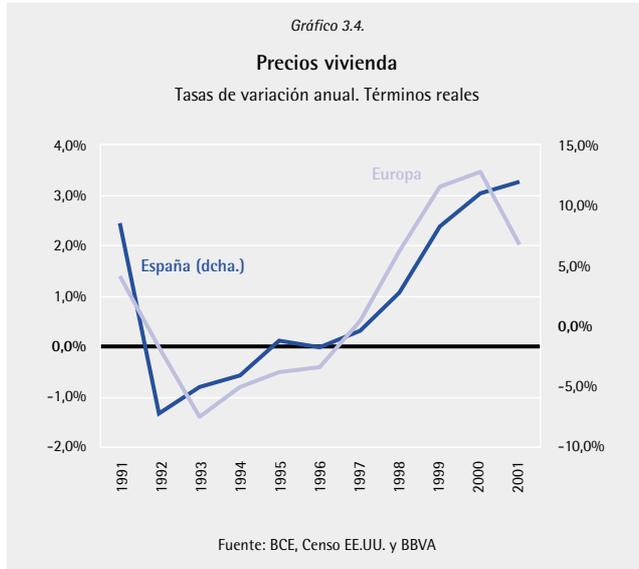


los últimos diez años del 3,4% de media frente a una tasa del 2,0% en Europa, y la mejor situación de las familias, en lo referente a los niveles de paro y crecimiento real de su renta y riqueza.

A pesar de la ralentización de las ventas, en España no se han moderado las revalorizaciones inmobiliarias en 2001.

En España también se están produciendo los mismos síntomas de agotamiento de la demanda observados en nuestro entorno: periodos de venta más largos y menor número de visitas a las promociones en marcha. Pero a diferencia del resto de los países, el mercado inmobiliario se mostró muy dinámico, con un elevado volumen de transacciones y con revalorizaciones por encima de las del año anterior, y muy superiores a las de los precios de consumo y los salarios por cuarto año consecutivo.



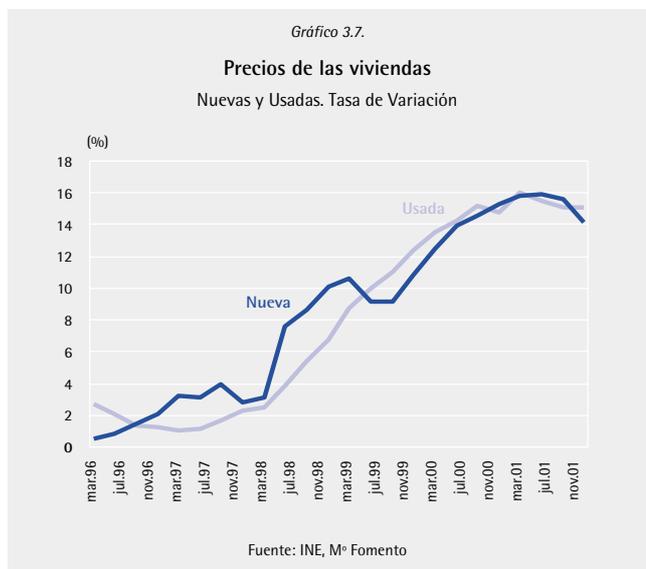
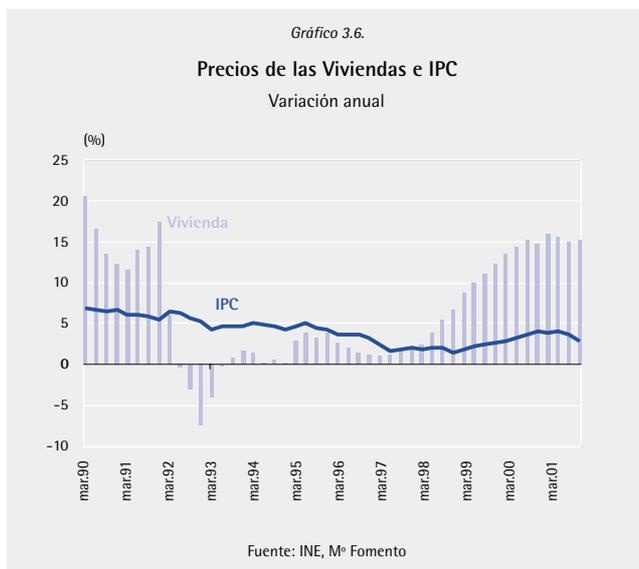


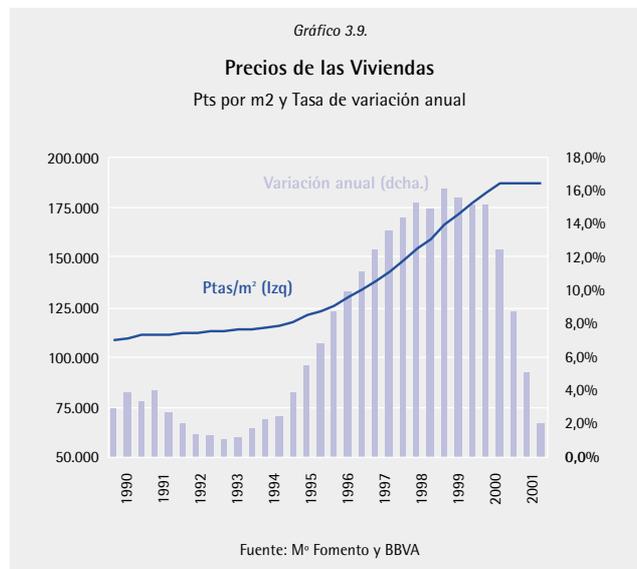
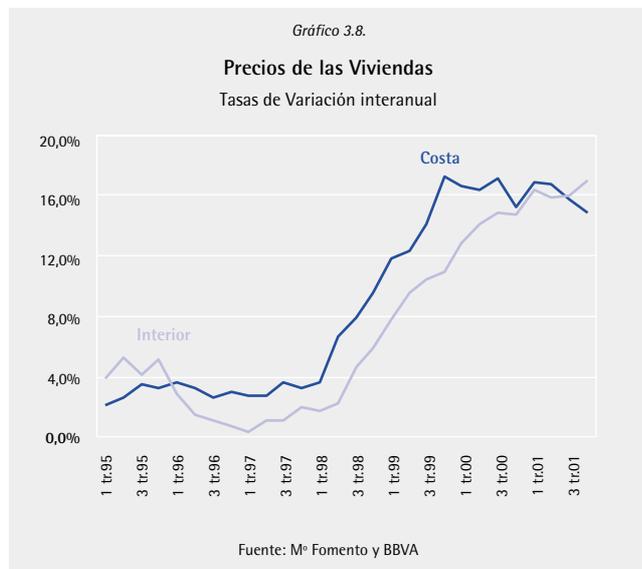
A pesar de la moderación de los factores de demanda, los precios inmobiliarios en España en 2001 mantuvieron la senda de años anteriores, con tasas de variación crecientes. Así, el precio de las viviendas en España alcanzó una media de 1.047,5 euros (174.118 pesetas) por metro cuadrado construido en el conjunto del año 2001, lo que supuso un avance del 15,4% respecto a los precios de 2000.

El perfil trimestral de los precios muestra, sin embargo, una ruptura de la tendencia a medida que ha evolucionado 2001, con una primera parte del año con tasas de crecimiento más elevadas que las del segundo semestre. Así, mientras en el primer trimestre de 2001 los precios avanzaron a una tasa interanual del 16,0%, en el último trimestre lo hicieron a una tasa del 15,1%. El precio medio de una vivienda en España alcanzó a finales de 2001 los 1.096,2 euros (182.386 pesetas) por metro cuadrado construido, por lo que una vivienda de tamaño medio se sitúa

en el entorno de los 120.000 euros (20,0 millones de pesetas), con máximos de 206.500 euros (33,4 millones de pesetas) en el País Vasco y mínimos de 75.900 euros (12,6 millones de pesetas) en Extremadura.

En el último trimestre de 2001, las tensiones de los precios se han mostrado de forma más intensa en los centros de las ciudades, por la mayor escasez de suelo que se produce en las áreas ya consolidadas. Ello ha desembocado en que las viviendas usadas hayan mantenido tasas de crecimiento de precios más elevadas que las observadas en las viviendas de nueva construcción, generalmente más abundantes en las periferias. Como se observa en el Gráfico 3.6, los precios de las viviendas nuevas se moderaron en la segunda parte del año, para terminar 2001 con una tasa de crecimiento del 14,1% mientras que las usadas aumentaron un 15,3% en tasas interanuales. La desaceleración observada en los precios de las nuevas viviendas se traslada-





rá a los de la vivienda usada a lo largo de este año 2002 por la mayor salida al mercado de este tipo de vivienda en la medida que se terminen el gran número de promociones en marcha.

Tras el verano de 2001, los precios de las viviendas en los municipios costeros avanzaron a tasas inferiores a los de los municipios interiores por primera vez desde 1996. Esta menor presión sobre los precios de los inmuebles turísticos, que llevaban creciendo a tasas del entorno del 16,0% desde finales de 1999, pone de manifiesto el agotamiento que se está produciendo en la demanda de segunda residencia, tanto por parte de los agentes nacionales como extranjeros.

La ralentización del ritmo de creación de empleo y la contención que se está produciendo en los salarios reales está llevando a que la confianza de los consumidores se deteriore paulatinamente, con valores descendentes desde principios de 2001. Además, las constantes revalorizaciones de los activos inmobiliarios y las previsible alzas de los tipos de interés están empeorando las expectativas de las familias y dificultando el acceso de los nuevos compradores a una vivienda, lo que está llevando a un enfriamiento del mercado inmobiliario en el corto y medio plazo. Por otra parte, el sector turístico ha comenzado a dar muestras de menores entradas a las observadas en 2001 y pudiera moderarse a lo largo de 2002, lo que tendría una incidencia negativa en el segmento destinado a la segunda residencia.

Los ritmos de crecimiento de los precios inmobiliarios observados en 2001 no son sostenibles en un entorno de moderación de la demanda y ralentización de la actividad económica. Por ello, mantenemos la previsión de un crecimiento medio de los precios de las viviendas del entorno

del 5% en 2002, con un perfil descendente que pudiera ser más acentuado en el segundo semestre del año, con precios creciendo a tasas similares a las de la inflación.

Las mejores condiciones de financiación hipotecaria existentes en 2001 han afianzado la demanda inmobiliaria.

A pesar del aumento de precios, la demanda inmobiliaria en 2001 se ha visto favorecida por los continuos descensos de los tipos hipotecarios que han permitido que la capacidad de pago de las familias españolas haya mejorado a lo largo del año. Desde enero hasta diciembre de 2001, los tipos de interés descendieron del entorno de los 150 puntos básicos, lo que ha permitido que la capacidad de endeudamiento de las familias aumentase a finales de 2001 hasta los 90.000 euros, un 12,5% por encima de la capacidad de principio de año. Además, en el último trimestre de 2001, el descenso de más de 75 puntos básicos de los tipos de interés ha supuesto una mejora significativa de las condiciones para adquirir una vivienda, permitiendo que des-

Cuadro 3.1. Accesibilidad a la Vivienda

	Precio Viv. / Ingresos	Esfuerzo sobre Salario (%)	
		Bruto	Neto
1998	4,1	32,2	26,0
1999	4,4	32,7	26,5
2000	4,9	39,8	32,1
2001	5,5	43,4	35,0
2002 (*)	5,7	43,5	34,4
01 I	5,3	43,0	35,2
01 II	5,4	43,4	35,6
01 III	5,6	44,1	36,2
01 IV	5,7	43,0	34,0

(*) Estimación
Fuente: BBVA

cendiera el esfuerzo necesario para acceder a la misma, a pesar de los aumentos de los precios. A finales de 2001, el ratio de accesibilidad a la vivienda se situó en el 43,0% de los ingresos brutos salariales, un punto porcentual menos que el del trimestre anterior

Sin embargo, el previsible cambio de signo de la política monetaria sugiere que no se producirán descensos adicionales en los tipos de interés, por lo que los indicadores de accesibilidad se deteriorarán a lo largo de 2002 y se ampliará el gap existente entre la vivienda adquirible y la vivienda a precios de mercado. A finales de 2002, las previsiones de precios y de tipos de interés indican que el esfuerzo para acceder a una vivienda se situará en el entorno del 44,0% del salario bruto.

Se ha generalizado el aumento del esfuerzo para acceder a una vivienda en los últimos años en los países desarrollados.

Las continuas revalorizaciones inmobiliarias por encima de los incrementos salariales en los últimos cuatro años

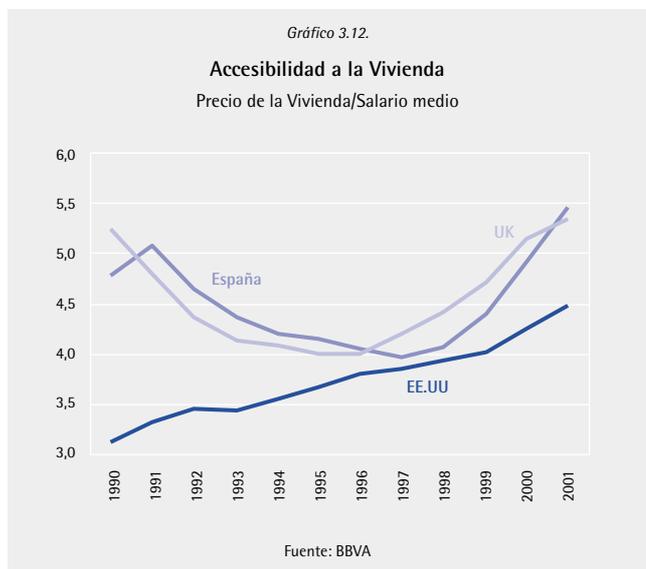
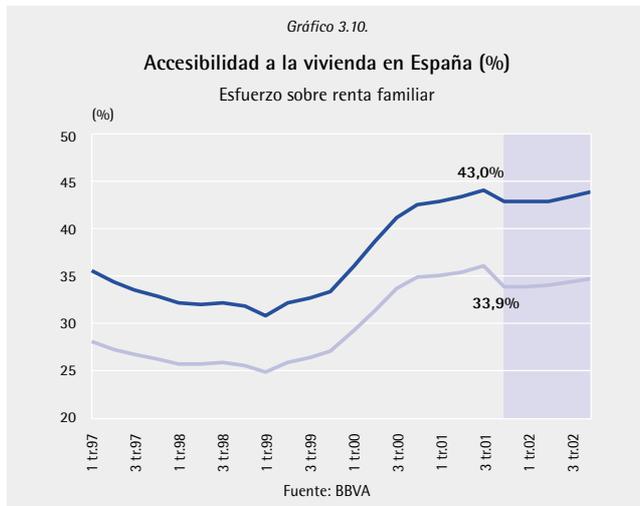
han deteriorado la relación entre los precios de las viviendas y los ingresos familiares. Así, mientras que en 1997, una vivienda media tenía un precio similar a cuatro veces el salario bruto medio de aquel año, en 2001 dicha relación ha aumentado hasta cinco veces y media.

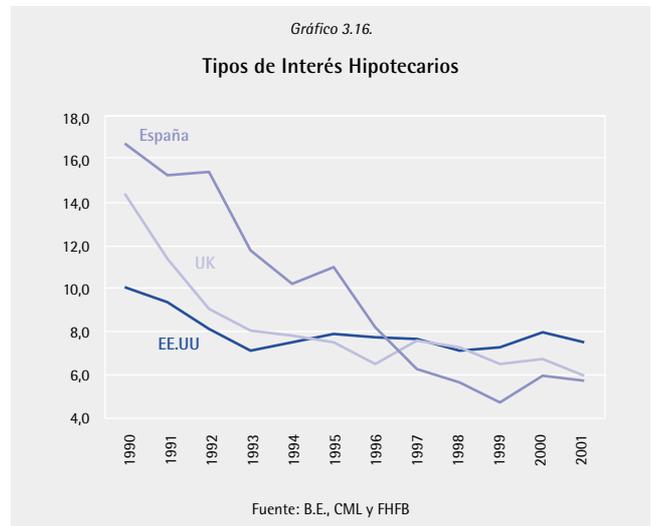
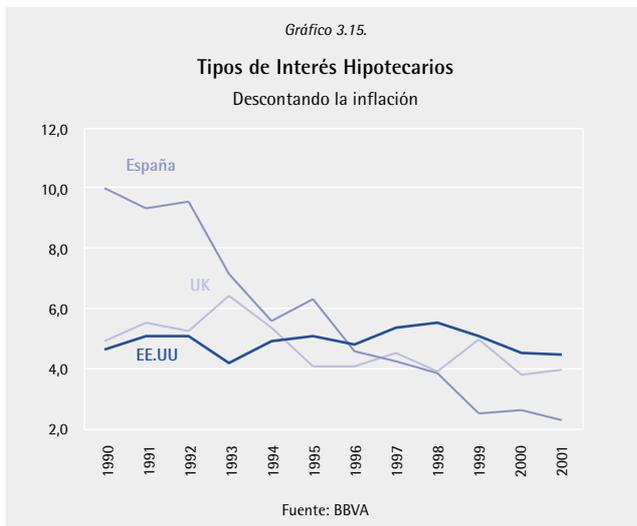
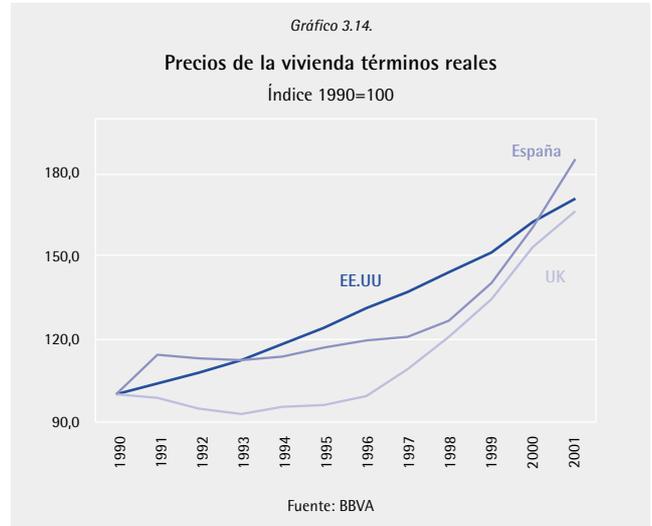
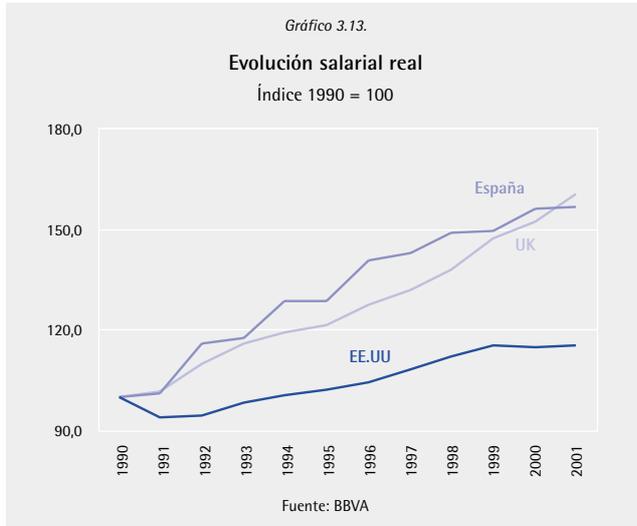
Esta situación también se han producido en los países de nuestro entorno en los que los precios de las viviendas han aumentado de forma intensa, como ha sido el caso de Holanda, Irlanda o el Reino Unido. En el caso de los EE.UU., el deterioro de esta relación ha sido menor en los últimos años, como corresponde a menores aumentos de precios inmobiliarios.

Como se puede observar en el Gráfico 3.12, La relación entre los precios medios de las viviendas y los salarios no solo presenta valores similares en el Reino Unido y España, también su evolución ha sido pareja a lo largo de la última década. En 2001, la relación ha empeorado en España, pero en ambos casos se situó en el entorno de las 5,5 veces los ingresos salariales medios. En los EE.UU ésta relación era de 4,5 veces.

El deterioro de esta relación en los últimos diez años ha sido mayor en EE.UU que en el caso de los dos ejemplos europeos, por el menor crecimiento de los salarios reales en unos años de crecimiento similar de los precios de las viviendas. Entre 1990 y 2001, mientras los salarios reales crecieron del entorno del 50% en U.K. o España, en los EE.UU lo hicieron por debajo del 20%; sin embargo, los precios de las viviendas mostraron crecimientos similares en los tres países en el conjunto de la década. Tomando como referencia el año 1990 y descontando la inflación, las revalorizaciones inmobiliarias fueron del entorno del 70% en EE.UU. y U.K. y del 85% en el caso de España.

Las revalorizaciones de estos diez años han sido acompañadas en los tres casos en descensos importantes de los



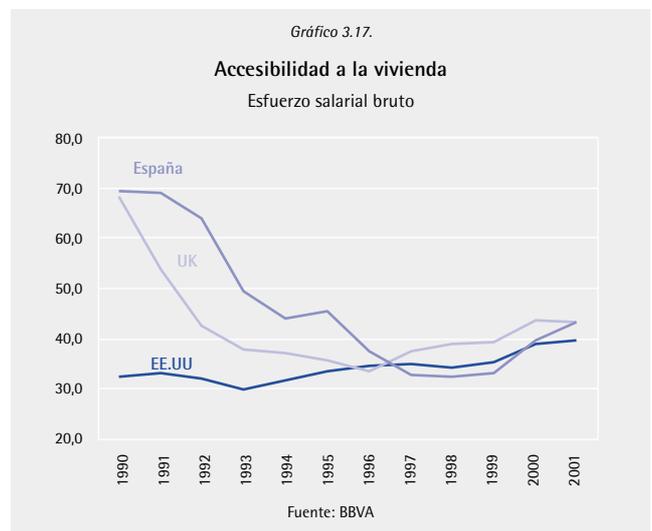


tipos de interés hipotecarios nominales. Si bien estos descensos han sido mucho menores en términos reales, en el caso español han sido más intensos.

Con estas variables y utilizando método de cálculo común, se observa que el esfuerzo para acceder a una vivienda en el año 2001 era similar en los tres casos y del entorno del 40%. La evolución en estos diez últimos años muestra una primera parte en la que se cierran las diferencias existentes entre los tres países y una segunda parte, a partir de que se produjera la liberalización real de los mercados de capitales, caracterizada por una evolución similar y creciente desde 1998. Esta igual evolución esconde, sin embargo, diferencias existentes en cada país que determina el grado de esfuerzo real, como pueden ser los beneficios fiscales, que no son considerados en la comparativa.

El control de la inflación y la integración en la UEM han propiciado descensos de tipos de interés que han permiti-

do un acercamiento a la situación de otros países, en lo que al grado de esfuerzo para acceder a una vivienda se refiere, a pesar del deterioro de los últimos años.



Perspectiva Regional

En los últimos cinco años, las viviendas se han revalorizado por encima del 50% en el conjunto nacional. Si bien los crecimientos de precios han sido generalizados, éstos han tenido mayor incidencia en las comunidades insulares, en el País Vasco y en Cataluña, con aumentos superiores al 70% en los cinco años del periodo. Por el contrario, los menores crecimientos se han observado en las comunidades de Galicia, Castilla-La Mancha y Extremadura, con incrementos por debajo del 30% en todos los casos. Como se puede observar en el Cuadro 1, estos años de revalorizaciones inmobiliarias han ampliado la brecha existente entre la mayoría de las comunidades autónomas, en lo que a los precios inmobiliarios se refiere, produciéndose una polarización mayor entre las comunidades de mayor y las de menor renta.

Cuadro 1. Precios de las viviendas. 1997 y 2001

	Euros por m ² construido			<i>Media Nacional = 100</i>	
	1997	2001	% Variación	1997	2001
Media Nacional	684,8	1046,5	52,8%	100,0	100,0
Andalucía	533,2	770,8	44,6%	77,9	73,7
Aragón	544,8	878,2	61,2%	79,6	83,9
Asturias	630,1	872,3	38,4%	92,0	83,4
Baleares	640,9	1360,0	112,2%	93,6	130,0
Canarias	639,4	1092,4	70,9%	93,4	104,4
Cantabria	698,9	1013,6	45,0%	102,1	96,9
Castilla-Mancha	456,0	576,5	26,4%	66,6	55,1
Castilla-León	632,4	905,9	43,3%	92,3	86,6
Cataluña	824,2	1352,4	64,1%	120,4	129,2
C. Valenciana	496,9	748,5	50,6%	72,6	71,5
Extremadura	390,2	505,1	29,4%	57,0	48,3
Galicia	571,7	715,2	25,1%	83,5	68,3
Madrid	1077,6	1605,3	49,0%	157,4	153,4
Murcia	422,9	626,7	48,2%	61,8	59,9
Navarra	728,0	1135,1	55,9%	106,3	108,5
País Vasco	930,8	1650,6	77,3%	135,9	157,7
La Rioja	607,2	926,3	52,5%	88,7	88,5

Fuente: M^e Fomento y BBVA

La evolución salarial en estos años tampoco ha sido homogénea espacialmente, lo que ha llevado a que se mantengan las diferencias en la capacidad de compra dados los distintos ingresos familiares que se observan en las Comunidades Autónomas. A pesar de que las ofertas de financiación son similares en todo el territorio nacional, las condiciones de acceso a una vivienda presentan ciertas diferencias regionales. A pesar de mantener los niveles de salarios más elevados, en el País Vasco, Madrid, Cataluña y las Comunidades Insulares, los mayores aumentos de precios han llevado a que el esfuerzo para acceder a una vivienda sea muy superior a la media y suponga más de la mitad del salario medio bruto en dichas comunidades.

Cuadro 2. España. Accesibilidad a la Vivienda por CC.AA. 2000 y 2001

	Esfuerzo Bruto		Vivienda Adquirible		Vivienda Mercado	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001
	<i>(% Salario Bruto)</i>		<i>(Millones de pesetas)</i>		<i>(Millones de pesetas)</i>	
Andalucía	31,7	35,2	12,24	14,34	11,04	12,83
Aragón	35,5	36,4	12,73	15,81	12,80	14,61
Asturias	32,6	33,9	14,39	16,88	13,21	14,51
Baleares	52,9	63,0	12,50	14,15	19,18	22,63
Canarias	48,7	53,7	11,52	13,35	16,00	18,18
Cantabria	42,8	42,9	11,92	15,48	14,58	16,86
C Mancha	26,7	28,7	11,52	13,18	8,65	9,59
C León	40,9	39,3	11,76	15,07	13,62	15,07
Cataluña	52,5	54,2	13,02	16,38	19,46	22,50
Valencia	32,1	34,9	12,06	14,05	10,98	12,45
Extremadura	23,5	25,5	11,51	12,98	7,63	8,40
Galicia	33,5	34,0	11,65	13,78	11,00	11,90
Madrid	50,2	57,1	15,60	18,45	22,40	26,71
Murcia	29,8	33,0	10,53	12,45	8,85	10,43
Navarra	43,4	44,1	12,94	16,88	16,13	18,89
P Vasco	56,7	57,7	14,37	18,77	23,53	27,46
La Rioja.	39,6	41,7	11,57	14,58	13,16	15,41
Media Nacional	39,4	43,2	13,43	14,23	15,10	17,41

Fuente: M^o Fomento y BBVA

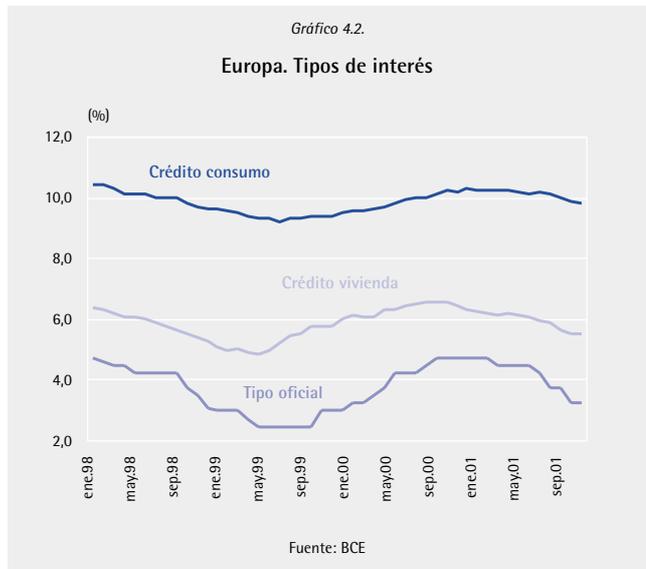
4. Financiación Inmobiliaria

La financiación a la vivienda en Europa se desacelera en 2001 en un entorno de estabilidad de tipos.

A finales del tercer trimestre de 2001, la financiación a la vivienda en Europa alcanzó un saldo vivo de 1,98 billones de euros, lo que supuso un incremento del 8,3% respecto del tercer trimestre de 2000. Desde principios de 2000, el saldo hipotecario está moderando sus tasas de crecimiento pero ha continuado siendo más dinámico que el resto de líneas de financiación (Gráfico 4.1), manteniendo medias de crecimiento de tres puntos por encima del aumento del crédito al consumo y ganando en importancia relativa. Así, en estos últimos tres años, el crédito para la adquisición de vivienda ha aumentado 5 puntos porcentuales su participación en la financiación de las familias, hasta situarse en 65% actual, lo que significa que dos de cada tres euros prestados a las familias en Europa se destinan a este fin.

Este desarrollo de la financiación a la vivienda se ha realizado en un marco de tipos de interés hipotecarios relativamente estables, con una media del entorno 6% desde 1998, y en mínimos históricos en términos reales. En Europa, a finales de 2000, los tipos de interés hipotecarios comenzaron una senda descendente, anticipándose a la laxa política monetaria del BCE, que les ha llevado a situarse en el entorno del 5,5% a finales de 2001, algo más de dos puntos por encima del tipo de referencia de la autoridad monetaria.

En los primeros meses de 2002, los tipos de interés han iniciado, de forma suave pero constante, una senda alcista que pudiera llevar a que el tipo medio para las hipotecas en Europa sea del 6,5% a finales de 2002. Éstos aumentos



repercutirán negativamente en la demanda inmobiliaria y, por extensión, en la del crédito para su financiación, que continuará desacelerándose hasta situarse en tasas del entorno del 5% a final de año.

Familias y empresas continúan impulsando el crédito a la vivienda en todas sus fases.

En España, el crédito al consumo de las familias también está ralentizándose desde 1999, y de forma más intensa que en Europa. Sin embargo, la expansión de la financiación a la vivienda en estos últimos cinco años ha sido más acentuada y duradera, y no ha empezado a mostrar indicios de moderación hasta comienzos de 2001. A diciembre de 2001, la financiación a las familias para la adquisición de vivienda alcanzó un saldo vivo de 205,3 miles de millones de euros, mostrando un incremento anual del 16,2%, muy por encima del crecimiento del crédito al consumo. Dentro de la financiación a las familias, el crédito a la vivienda representa en la actualidad el 66,0% del total, lo que le sitúa 6 puntos por encima del peso que tenía a principios de 1998.

Aunque aún presenta tasas de crecimiento elevadas y un ligero repunte en el último trimestre de año, el volumen de financiación destinado a la promoción inmobiliaria también se está moderando desde finales de 2000, reflejando el suave descenso de la iniciación de nuevas promociones inmobiliarias. A finales de 2001, el crédito a las actividades inmobiliarias alcanzó un saldo vivo de 47.654 millones de euros, con un aumento interanual de casi el 35%. El total de la financiación al sector, desde el punto de vista de la promoción, la construcción y la adquisición de viviendas, fue de casi 300.000 millones de euros, un 17,7% por encima del saldo existente un año antes.

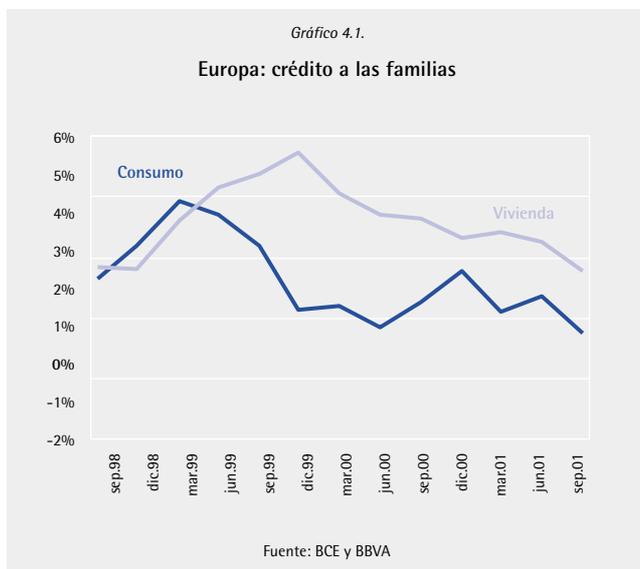


Gráfico 4.3.

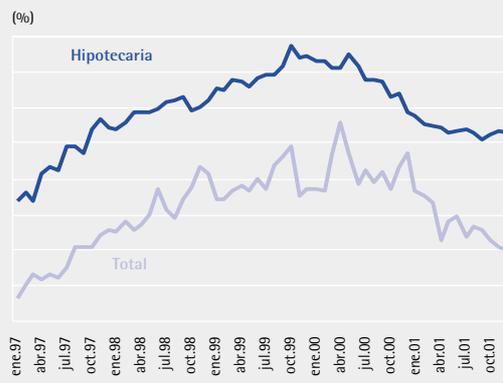
España. Crédito a las familias
Tasa de variación anual



Fuente: B.E.

Gráfico 4.5.

Financiación: Total e hipotecaria
Tasa de variación anual



Fuente: B.E.

Gráfico 4.4.

Promoción, construcción y adquisición de viviendas
Tasas de variación interanual



Fuente: B.E.

El crecimiento de la financiación a la vivienda en todas sus fases, está generando un importante volumen de créditos hipotecarios, aquellos que utilizan la vivienda como colateral, que a finales de 2001 alcanzaron un saldo vivo de 0,31 billones de euros, con un crecimiento interanual ligeramente por encima del 18%. Del total de préstamos, el 95,8% se mantenía en la cartera de inversión de las instituciones financieras y el 4,2% restante en bonos de titulización hipotecaria que se negocian en mercado abiertos.

Cuadro 1. Financiación empresas y familias. Total e Hipotecario

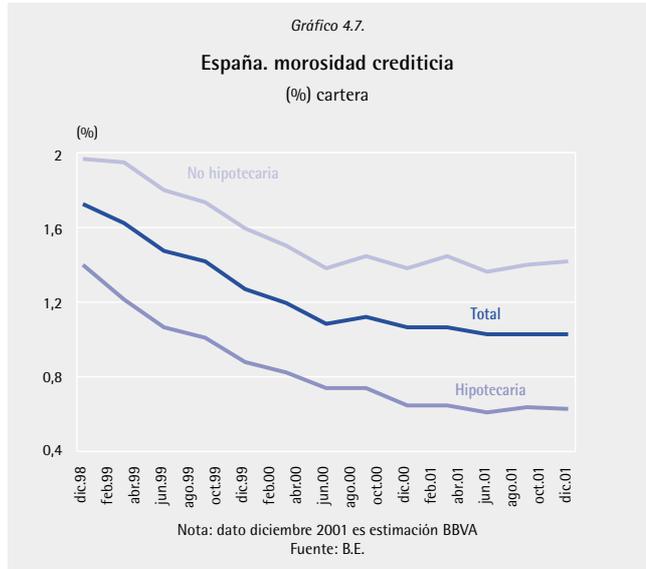
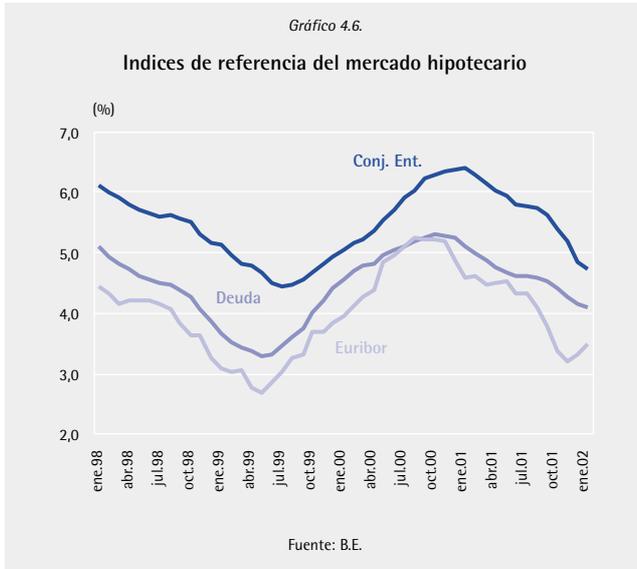
	Crédito (Millones)	Hipotecario (%)
Bancos	295.063	39,0%
Cajas de Ahorro	260.495	61,5%
Cooperativas	30.452	59,0%
E.F.C.	33.946	11,9%
TOTAL	619.956	48,0%

Fuente: BE y BBVA

El total de la financiación a empresas y familias por parte del sistema financiero español a diciembre de 2000 era de casi 0,62 billones de euros, lo que significó un crecimiento de casi el 12% en tasas interanuales. De este saldo total, el 48% disponía de garantía hipotecaria.

Los aumentos que se están produciendo en los tipos de interés en los mercados monetarios y financieros en los primeros meses de 2002 anticipan un cambio en la dirección de la política monetaria del BCE y comenzarán a trasladarse a los créditos hipotecarios en España a partir de la primavera de 2002.

En diciembre de 2001, los índices más ligados a los mercados monetarios recogieron rápidamente el cambio de tendencia e iniciaron un ligero repunte que los situará en el entorno del 3,75% a finales del primer trimestre de 2002, cerca de 65 puntos básicos por encima del mínimo de noviembre de 2001. En cuanto al índice de la deuda pública, más relacionado con los mercados de capitales y elaborado a partir de las medias semestrales, ha continuado con la tendencia descendente de meses anteriores si bien pudiera alcanzar el mínimo en el entorno del 4,0% en el primer trimestre de 2002. De forma similar, los índices elaborados a partir de los créditos concedidos por las entidades financieras continuaron descendiendo en los últimos meses de 2001 y primeros de 2002, llegando a un mínimo del 4,75% de media del conjunto de entidades.

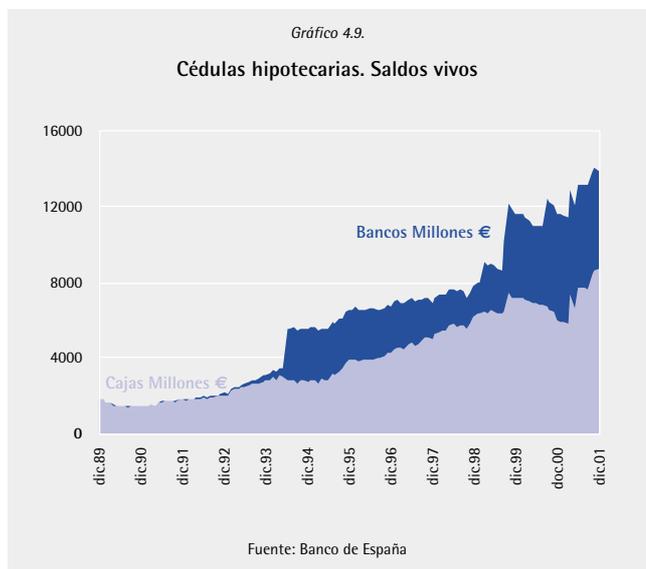
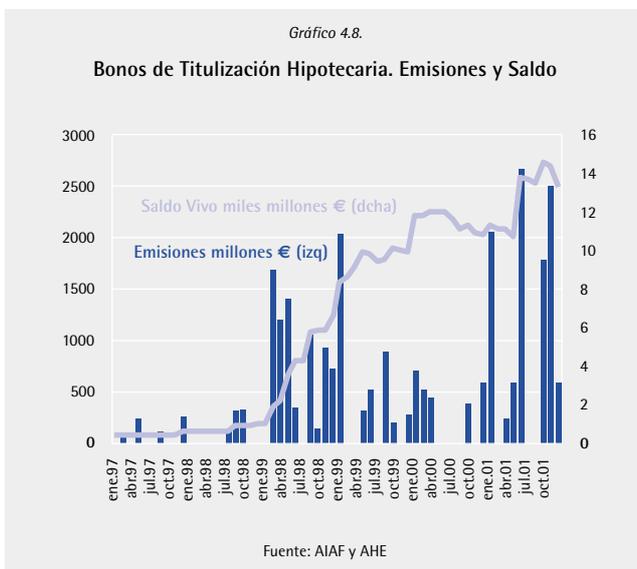


Las previsiones de tipos de interés indican que se producirán nuevas alzas de tipos por parte del Banco Central Europeo a lo largo del año que pudieran llevar el precio oficial del dinero hasta el 3,5%, con el consiguiente impacto en los índices hipotecarios, que se elevarían un punto por encima de los niveles actuales.

Este desarrollo del crédito hipotecario a lo largo de 2001 se ha realizado sin perjudicar los ratios de morosidad de la cartera de las entidades financieras, que se han mantenido constantes y en unos niveles históricamente bajos desde principios del año 2000. En el tercer trimestre de 2001, la morosidad hipotecaria se situó en el 0,63% del total de la cartera, en línea con los datos correspondientes a los dos trimestres anteriores y, previsiblemente, similar a la del último trimestre. La buena gestión de la cartera y los continuos descensos de los tipos de interés han permitido que se hayan alcanzado los mínimos de morosidad en un contexto de

desaceleración económica. El aumento de los tipos junto a una situación laboral menos próspera que la de trimestres anteriores pueden provocar un ligero repunte de los saldos dudosos, también los hipotecarios, que en ningún caso alcanzaran las elevadas tasas de ciclos pasados.

El crecimiento del crédito hipotecario ha llevado a las entidades financieras a una mayor necesidad de captar recursos en el mercado. En este contexto, se ha producido un fuerte auge de la emisión de los instrumentos propios de este mercado, tales como cédulas hipotecarias o bonos de titulización hipotecaria. A finales de diciembre de 2001, el saldo de cédulas hipotecarias emitidas por las entidades de crédito alcanzó un volumen vivo de 44.319 millones de euros, lo que supuso un crecimiento interanual del 18,1%. Las cédulas emitidas por las cajas de ahorro representaban el 62% del total mientras que las de los bancos suponían el 37%.



Durante 2001, el proceso de titulización hipotecaria también avanzó a buen ritmo, incluyendo tanto préstamos como cédulas hipotecarias en los bonos puestos en el mercado. En el conjunto del año se titulizaron créditos y cédulas por algo más de 11.000 millones de euros, de los que 4.550 millones correspondieron a cédulas titulizadas. El saldo vivo de este instrumento alcanzó a finales de 2001 un total de 13.200 millones de euros.

Los bonos de titulización hipotecaria están siendo bien aceptados en los mercados de títulos gracias a la excelen-

te calificación otorgada por las agencias de rating en la mayoría de las emisiones. En términos generales, las emisiones españolas se realizan en un 97% en bonos preferentes y el restante 3% en bonos subordinados; el tipo de interés es variable y están referenciadas al euribor, mayoritariamente a un plazo de 3 meses. La relación existente entre el precio de los títulos y el valor de la garantía hipotecaria que les avalan no ha superado, salvo raras excepciones, el 60%.

Factores que apuntalan la demanda de vivienda: los tipos de interés

La elevada relación del precio de una vivienda respecto de los salarios medios implican que la financiación se transforme en un elemento fundamental para el dinamismo del mercado inmobiliario. Es por ello que elementos que estructuran la financiación, tales como el volumen de recursos existentes, el coste de transformación de dichos recursos y las condiciones de los préstamos, en lo referente a tipos y plazos, tengan una incidencia clara en el mercado inmobiliario.

En este sentido, la integración en la Unión Económica y Monetaria ha permitido a las entidades financieras el acceso a los mercados financieros en mejores condiciones, disponiendo en la actualidad de un mayor volumen de recursos, a tipos de interés más bajos, para la financiación de empresas y familias.

En lo que al mercado inmobiliario se refiere, el sistema financiero español actual tiene la capacidad para captar los recursos necesarios para la financiación inmobiliaria e hipotecaria en condiciones competitivas dado que se dispone de amplio acceso a

los mercados de capitales sin una penalización añadida y se han desarrollado nuevos instrumentos para la captación de recursos, mejorando también los existentes. Además, el control del flujo de financiación por parte de la Autoridad Monetaria se está realizando por medios distintos del racionamiento del crédito. Los coeficientes de inversión obligatoria y las restricciones de crédito que existieron en el pasado suponían una limitación para la financiación inmobiliaria, que repercutía en menores facilidades para el desarrollo de la demanda de viviendas y en un mercado menos profesionalizado.

De forma paralela a lo anterior, los costes de transformación de los recursos se han ajustado progresivamente por las mejoras técnicas y de gestión introducidas en las entidades financieras para hacer frente a la creciente competencia existente en el mercado hipotecario. El diferencial entre el tipo de interés de las hipotecas y el precio de dinero se ha reducido en España hasta situarse entre los países con menor diferencial a escala internacional.

En lo referente a los tipos de interés, el control de la inflación y la integración monetaria han permitido el descenso del precio de los recursos financieros que, en el caso español, se han trasladado poco a poco a los consumidores mediante la generalización de los tipos de interés variables. En la actualidad, la práctica totalidad de la cartera hipotecaria es a tipo de interés variable, por lo que el riesgo de tipos de interés ha pasado al consumidor, lo que ha permitido que los tipos de interés del mercado se ajustarán más intensamente.

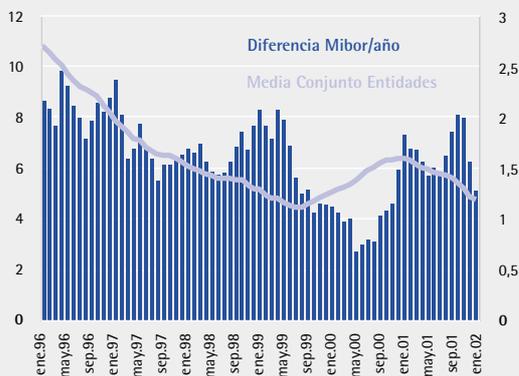
Cuadro 1. Tipos de interés hipotecarios

	1999		2001	
	Medio	Dif BCE	Medio	Dif BCE
España	4,7	2,0	5,8	1,5
UEM	5,3	2,6	6,0	1,7
EEUU	7,3	2,3	7,7	2,8
		Dif FED		Dif FED

Fuente: BCE, BE y RF

Gráfico 1

España. Diferencia de tipos desde 1991
Media entidades - Euribor. (Ilustrativo)



Fuente: BE

De igual forma, los descensos de los tipos de interés han permitido que los plazos de los créditos se hayan ampliado. Con tipos de interés por encima del 10%, los alargamientos de los plazos de amortización de las hipotecas más allá de los diez o doce años no suponen un ahorro importante en las cuotas mensuales en comparación con el aumento que se produce en los pagos totales mientras que con tipos de interés menores, plazos más dilatados suponen reducciones significativas en la cuota mensual a pagar por la financiación de la vivienda (ver Cuadro 2). Ello ha permitido que, a los tipos actuales, los créditos se hayan ampliado hasta los 20 o 25 años de maduración con importantes ahorros en los pagos mensuales.

Como se puede observar en el Gráfico 2, para una familia con unos ingresos medios de 3 millones de pesetas al año, que adquiere una vivienda de 15 millones de pesetas, un crédito hipotecario a un tipo de interés del 5%, con un plazo de amortización de 20 años, le permitiría una capacidad de financiación suficiente para que con el 80% del valor de la vivienda, las cuotas mensuales no excedieran del 30% de sus ingresos brutos. En el caso de que los tipos de interés fueran del 10%, las cuotas ascenderían hasta el 45% de los ingresos y hasta el 65% si los tipos fueran del 15%.

Del mismo modo, para tipos de interés iguales, diferentes periodos de amortización suponen mayores o menores capacidades financieras y, por lo tanto, mayores o menores esfuerzos para adquirir una vivienda. Así, como se observa en el Gráfico 3, la familia del ejemplo anterior, con un crédito al 5%, vería aumentar su esfuerzo financiero para acceder a una vivienda hasta el 50% de su renta cuando el periodo de amortización se reduce hasta los 10 años, y descender hasta el 25% si el plazo aumenta hasta los 30 años.

Cuadro 2. Tipos de interés, plazos y cuotas

Tipos de interés	Plazo	Cuota/millón	Reducción	
			cuota	Total intereses
5%	10 años	10.600		272.786
	20 años	6.600	38%	583.483
10%	10 años	13.215		585.509
	20 años	9.650	27%	1.315.302
15%	10 años	16.133		936.019
	20 años	13.168	18%	2.159.336

Fuente: BBVA

Gráfico 2

Sensibilidad a tipos de interés



Fuente: BBVA

El efecto directo que generan los descensos de los tipos de interés y el inducido por el alargamiento de los plazos, ha llevado a que una parte muy importante de la población disponga de la capacidad financiera para acceder a una vivienda. Extrapolando la estructura del IRPF de 1995, para una vivienda de 15 millones de pesetas, con unas condiciones de financiación con tipos de interés del 14% y plazos de 10 años, tan solo el 5% de las declaraciones podrían acceder a una vivienda sin destinar más del 33% de su renta bruta al pago de las cuotas hipotecarias. Con un tipo de interés del 5% y plazos de 20 años, el porcentaje aumentaba hasta el 60% de las declaraciones.

Gráfico 3

Sensibilidad a plazos de amortización



Fuente: BBVA

Cuadro 3. Condiciones financieras y estructura IRPF

Condiciones financieras	Estructura IRPF
14% - 10 años	5% Declara.
10% - 15 años	20% Declara.
5% - 20 años	60% Declara.

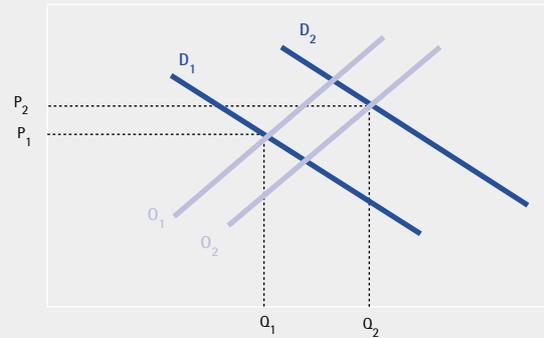
Fuente: BBVA

En este sentido, el significado económico de los cambios que se han realizado en la financiación a la vivienda en España en los últimos años se pueden expresar en un cambio estructural que desplaza la curva de la demanda (D_1 pasa a D_2) de tal forma que, al mismo precio, más familias estarían dispuestas a comprar una vivienda. De igual manera, la curva de oferta se desplazaría (O_1 a O_2) puesto que, al mejorar las condiciones financieras, más promotores estarían dispuestos a producir vivienda a los mismo precios. El desplazamiento de la oferta sería menor, por el menor peso de los costes financieros en la promoción de viviendas en relación con la importancia en el caso de las familias. El nuevo punto de equilibrio significaría un mayor volumen de producción de viviendas ($Q_2 > Q_1$) para atender la mayor demanda, pero a un nivel de precios más elevados ($P_2 > P_1$). La magnitud del impacto de un descenso de los tipos de dependerá de las elasticidades de las curvas de oferta y demanda y del desplazamiento que produzca en ambas.

La transición entre dos diferentes niveles de tipos de interés da lugar a un periodo de ajuste que se caracteriza por crecimientos elevados de la actividad inmobiliaria acompañados de aumentos de los precios hasta que se alcanza el nuevo equilibrio. En este proceso de ajuste, se pueden producir sobrevaloraciones inmobiliarias en el corto plazo que tenderán a corregirse con el nuevo nivel de precios de equilibrio, y no el precedente, como punto de referencia.

Gráfico 4

Demanda y oferta inmobiliaria. Efecto de una variación en las condiciones de financiación: Menores tipos de interés y mayores plazos de amortización



Fuente: BBVA

5. Tema del Cuatrimestre

Política monetaria, precios de vivienda y actividad económica

Manuel Balmaseda
Ignacio San Martín
Servicio de Estudios BBVA

Introducción

La interacción entre la política monetaria y el mercado inmobiliario tiene una doble vertiente. Por un lado, las decisiones de política monetaria inciden sobre la evolución de todas las magnitudes inmobiliarias, desde los tipos de financiación a la actividad y precio de los activos. A su vez, la evolución del sector inmobiliario condiciona, si bien de forma indirecta, la toma de decisiones por parte de los bancos centrales, debido, fundamentalmente, a su incidencia sobre las variables económicas objetivo de la política monetaria. Uno de los temas que mayor atención ha suscitado en la literatura reciente sobre la implementación de la política monetaria es si ésta debiera tener como objetivo la evolución de los precios de los activos financieros, bien por su impacto directo sobre la economía o bien por los desequilibrios futuros que pueda suponer. En este contexto, el debate en torno a los activos inmobiliarios suscita las mismas incógnitas.

La creación de un espacio monetario único en Europa supuso la renuncia voluntaria, por parte de las economías que lo formaron, de su soberanía monetaria. Desde 1999, esta potestad recae en el Banco Central Europeo (BCE) y la política monetaria del mismo se diseña sobre la base de las magnitudes económicas del conjunto europeo de forma agregada, por lo que puede tener impactos asimétricos en los diferentes países¹. El mercado de la vivienda no está aislado de estas asimetrías. El régimen de propiedad de la vivienda dominante, los costes de las transacciones inmobiliarias, la disponibilidad de crédito, el grado de desarrollo de la financiación inmobiliaria, los tipos de interés hipotecarios o la facilidad para el desarrollo de la oferta, entre otras, conforman estructuras nacionales únicas que suponen un grado de heterogeneidad muy elevado en lo que al mercado inmobiliario europeo se refiere. Estas diferencias inducen a pensar que los efectos de la política monetaria del BCE tendrán repercusiones distintas según el país de referencia.

En el caso español, la armonización monetaria europea supuso un importante recorte de los tipos de interés. Estos descensos tuvieron un considerable impacto el mercado

inmobiliario en la segunda parte de la década de los noventa, y explican parte de la intensa expansión del mercado hipotecario de los últimos años. Este impulso monetario favoreció la demanda inmobiliaria, en la medida en que permitió aumentar la capacidad de endeudamiento de las familias, y la oferta residencial, al abaratar los costes financieros de promotoras y constructoras, que alcanzaron niveles de producción máximos.

Sin embargo, el fuerte impulso constructor de estos años no ha sido suficiente para compensar la vigorosa expansión de la demanda inmobiliaria, lo que ha presionado al alza a los precios de las viviendas y de las superficies no residenciales, que han crecido muy por encima del índice general de precios.

En estos últimos años, la convergencia con Europa, primero, y la política monetaria desarrollada por el Banco Central Europeo, desde 1999, han desempeñado un papel muy relevante en el desarrollo del mercado inmobiliario español, si bien de forma indirecta. Por un lado ha incidido en la producción final del sector, aumentando el número de viviendas construidas. Además, ha afectado a los precios de los inmuebles, que han avanzado a tasas superiores a las de los costes de la construcción desde 1997.

Estas variaciones que se han producido en el mercado inmobiliario y que han sido originadas, en parte, por la política monetaria, se han trasladado al contexto macroeconómico general a través de diversos canales, alterando, a su vez, el efecto final de las decisiones monetarias de la autoridad central.

La política monetaria y los precios de las viviendas.

Existe un amplio consenso en la literatura económica actual sobre la capacidad de la política monetaria de incidir sobre la evolución de la economía real en el corto plazo, aunque, en el largo plazo, únicamente afecte al nivel de los precios. En términos generales, la política monetaria se transmite al resto de la economía a través, fundamentalmente, de dos canales: el "canal monetario", mediante los tipos de interés y el "canal del crédito", mediante las restricciones de crédito. Desde el punto de vista monetario, con aumentos o descensos de los tipos de interés reales, los bancos centrales pueden dificultar o facilitar la inversión de los agentes económicos, familias y empresas, afectando a la actividad.

El canal del crédito bancario surge por vía de la restricción de liquidez a la que están sujetos los agentes económicos. La autoridad monetaria gestiona, mediante la política monetaria, la capacidad de las instituciones financieras de abastecer liquidez a los agentes. El canal de transmisión de los efectos de la política monetaria a través del crédito tiene dos vertientes. Por un lado, debido a las asimetrías

¹ Balmaseda, M y D. Taguas (2001), "Proagation of Monetary Policy in Europe." Forthcoming.

existentes en el acceso al crédito por parte de las pequeñas empresas y familias y las grandes empresas. Así, cuando existen restricciones de crédito, las empresas más dependientes de la financiación externa pueden ver paralizados sus proyectos de inversión. Por otra parte, el canal del crédito también afecta a las decisiones de los agentes económicos debido al impacto que tienen cambios en los tipos de interés sobre la riqueza neta de las empresas y familias. Así, cuando aumentan los tipos de interés reales, desciende el valor neto de los activos y los colaterales, lo que hace más difícil a las empresas o familias encontrar financiación para sus proyectos.

En el mercado inmobiliario, en particular, los canales de transmisión de la política monetaria son análogos a los mencionados anteriormente. Así, el monetario implica que descensos (aumentos) de los tipos de interés suponen menores (mayores) costes de adquisición de las viviendas para aquellas familias con necesidad de financiación externa, lo que induce a un mayor (menor) número de viviendas demandadas. El canal del crédito afecta a la financiación inmobiliaria en la medida en que una política restrictiva (expansiva) supone menos (más) recursos financieros para la adquisición de viviendas y, por lo tanto, un menor (mayor) número de familias con la capacidad de adquirir una vivienda, lo que implica una disminución (aumento) de la demanda residencial, con el consiguiente impacto sobre precios y cantidades en el mercado inmobiliario.

Las variaciones de los precios de los activos que se han producido en las últimas décadas en los países desarrollados se pueden explicar, en la mayoría de los casos, por la evolución de los factores macroeconómicos y por las condiciones monetarias existentes. En particular, un reciente trabajo del Banco Central Europeo² concluye que las decisiones de política monetaria pueden tener efectos significativos sobre los precios de las viviendas, desempeñando tanto las empresas que operan en el mercado de la vivienda como las entidades financieras un papel importante como mecanismo de transmisión de dichos efectos.

Por otra parte, la evidencia empírica a escala europea sugiere importantes diferencias entre países en los mecanismos de fijación de precios en el sector inmobiliario. Kasparova y White³ agregan los países de la Unión Europea en cuatro grupos, en función de su inflación histórica y de los tipos de cambio, y muestran que la combinación de los factores, de demanda y de oferta, propios de cada país explican las diferencias existentes en la evolución de los precios inmobiliarios de los distintos grupos de países.

² Iacoviell, M (2000), "House Price and the Macroeconomy in Europe: Results from a Structural VAR Analysis." Working Paper n° 18; European Central Bank Working Paper Series. Frankfurt 2000.

³ Kasparova, D y M. White, (2001), "The Responsiveness of House Prices to Macroeconomic Forces: A Cross-country Comparison". European Journal of Housing Policy 1(3), 2001.

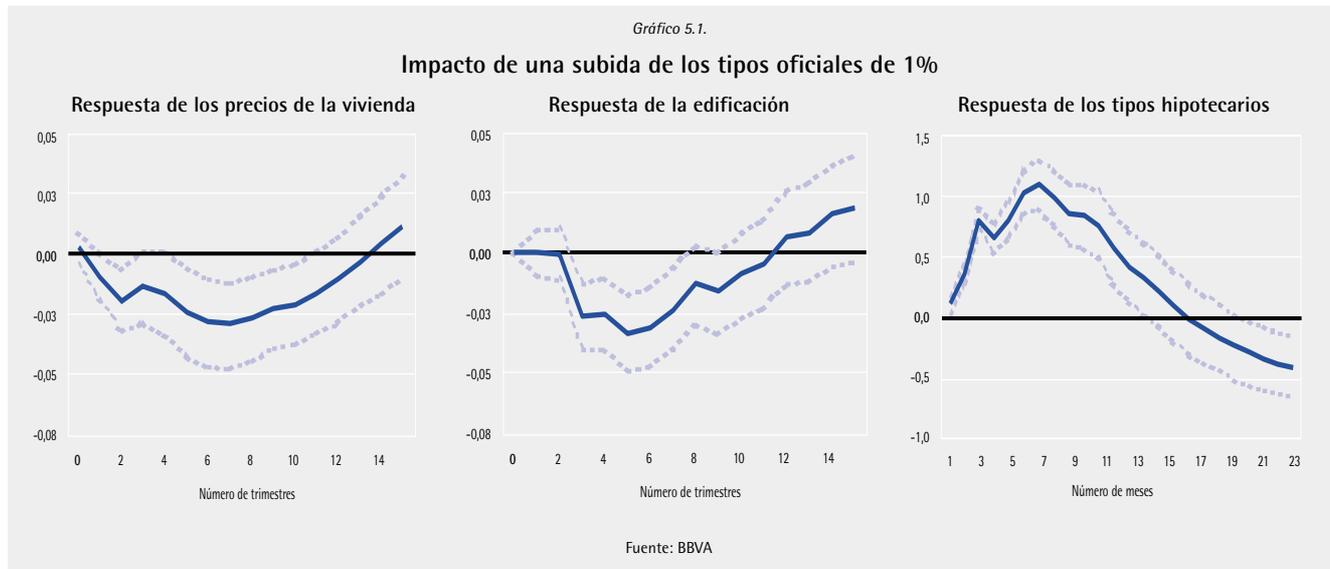
Ello determina el contexto macroeconómico en el que el BCE debe desarrollar la política monetaria y fijar los tipos de interés, que a su vez incidirá en la evolución de los precios inmobiliarios. Pero además, las diferencias en los mecanismos de transmisión de la política monetaria inducen evoluciones diferentes de los precios de la vivienda en distintos países ante variaciones similares en los tipos de interés. Ello sugiere, según Kasparova y White, que la política monetaria única puede tener impactos asimétricos en los precios inmobiliarios de la Unión Europea, que redundarían negativamente en la integración de los distintos mercados inmobiliarios europeos.

Independientemente de estos factores diferenciales, la evidencia empírica para la economía española sugiere que las decisiones de política monetaria afectan al mercado inmobiliario tanto en cantidades como en precios. La estimación del impacto dinámico de un endurecimiento o una relajación de esta política monetaria se puede realizar mediante técnicas VAR (ver recuadro adjunto). En este contexto, el aumento de los tipos de interés oficiales en un punto disminuye la edificación, si bien la actividad inmobiliaria no se reduce hasta pasados varios trimestres, teniendo su impacto máximo en el periodo comprendido entre 4 y 6 trimestres después de la contracción monetaria. En lo que respecta a los precios, la subida de los tipos de interés tiende a reducir los precios de los activos inmobiliarios. Pero, como se observa en el Gráfico 5.1, es tan sólo marginalmente significativo y los intervalos de confianza son relativamente anchos. Además, la política monetaria tiene efecto sobre los precios de las viviendas con un retraso incluso superior al de la edificación (no tiene efecto hasta más un año después de la subida y perdura durante el año y medio siguiente). Todo ello sugiere la dificultad de utilizar la política monetaria para incidir sobre los precios de los inmuebles. Finalmente, los tipos de interés hipotecarios evolucionan con cierto retraso respecto a los tipos oficiales (en torno a medio año), pero las magnitudes de subida y bajada reflejan bastante fielmente su evolución.

El sector inmobiliario como canal de transmisión de la política monetaria

El papel desempeñado por los activos financieros como canal de transmisión de la política monetaria está siendo un foco de estudio preferencial en los últimos años. En este sentido, los activos inmobiliarios desarrollan un rol de similar relevancia, si bien menos estudiado, debido a su impacto sobre la actividad económica. Mishkin⁴ identifica tres canales por los que los aumentos de precios de los inmuebles inciden en la demanda agregada:

⁴ Mishkin, F. (2001). The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. National Bureau of Economic Research, Working Paper 8617. Cambridge MA (2001).



1) Los efectos directos derivados del gasto e inversión en vivienda. La expansión monetaria (M), que reduce los tipos de intereses, permite que el coste de financiar una vivienda descienda, lo que aumenta la demanda y, en el corto plazo, los precios inmobiliarios (P_i). Con precios más elevados, en relación a los costes de producción, los promotores aumentarán la producción de inmuebles ($FBCFc$), y, por tanto, la demanda agregada aumentará (PIB).

$$M\uparrow \Rightarrow P_i\uparrow \Rightarrow FBCFc\uparrow \Rightarrow PIB\uparrow$$

2) El aumento de la riqueza familiar. Una política monetaria expansiva, que aumenta los precios inmobiliarios, aumenta también la riqueza de las familias (W) y, por lo tanto, el consumo (C) de las mismas y, con ello, la demanda agregada.

$$M\uparrow \Rightarrow P_i\uparrow \Rightarrow W\uparrow \Rightarrow C\uparrow \Rightarrow PIB\uparrow$$

3) El efecto balance de las entidades financieras. El sistema financiero desempeña un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria a través del "canal del crédito". Estas entidades financieras dan un elevado número de créditos a los agentes económicos, en los que el valor de la vivienda es usado como colateral. El aumento de los precios, debido a un relajamiento monetario, incrementa el capital bancario (CB), en la medida en que las pérdidas crediticias disminuyen. Ello permite a las entidades aumentar su cartera de préstamos (L), lo que llevará a aumentos de la inversión (I) y del PIB. En otras palabras, el aumento del colateral reduce la restricción crediticia de los agentes.

$$M\uparrow \Rightarrow P_i\uparrow \Rightarrow CB\uparrow \Rightarrow L\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow PIB\uparrow$$

Cuando la situación opuesta aparece y los precios inmobiliarios se reducen, el mecanismo de transmisión puede desembocar en un "credit crunch" como ocurrió en Esta-

dos Unidos al principio de los noventa o en Japón en los últimos años (causa en gran parte de la estagnación de la economía japonesa).

Los precios de las viviendas y el consumo.

Uno de los determinantes del consumo de las familias en el largo plazo es su riqueza. La riqueza se compone por activos de distintas clases y naturaleza, de tal forma que el impacto que ésta tenga sobre el consumo, "efecto riqueza", dependerá tanto de las características propias de los activos como de la composición de la cartera familiar. Dado que la elasticidad del consumo respecto de la riqueza financiera no tiene porque ser igual a la riqueza asociada a una revalorización inmobiliaria, el peso de cada uno de los activos es determinante para conocer el impacto en el consumo ante una variación de los precios de los mismos.

En el caso español, los bienes inmuebles tienen un peso relevante en la composición de la riqueza familiar, peso que ha oscilado en los últimos años, y que en la actualidad se sitúa sobre el 70% del total de la riqueza de las familias. En términos absolutos, la riqueza inmobiliaria de las familias españolas supone casi cinco veces el total del PIB nacional, que en el año 2000 superó los 108 billones de pesetas (€ 650 m.M.).

El aumento de la riqueza inmobiliaria ha supuesto un fuerte incremento de la deuda hipotecaria de las familias españolas, que en la actualidad supone casi el 50% del saldo vivo de los préstamos del conjunto de las entidades financieras. Con ello, el patrimonio inmobiliario de los españoles es casi 7 veces superior a su renta disponible.

Una comparación internacional pone de manifiesto las diferencias existentes en la composición de la riqueza de las familias. En España, el peso de la riqueza inmobiliaria sobre el total de la riqueza es uno de los más elevados de los países de nuestro entorno, siendo mucho menor el peso de las acciones o el de otros bienes tangibles.

Cuadro 5.1. Patrimonio Inmobiliario de los Hogares en España

Billones de pesetas

	Riqueza Inmobiliaria Urbana	Deuda Hipotecaria Saldo Vivo	Patrimonio Inmobiliario Neto	Renta Bruta Disponible	Patrimonio/Renta Bruta (%)	Deuda/Renta Bruta (%)
1984	59,4	3,1	56,4	18,39	3,1	16,7%
1985	65,1	3,5	61,6	20,37	3,0	17,0%
1986	78,8	4,0	74,8	23,09	3,2	17,4%
1987	106,4	4,9	101,5	25,06	4,1	19,6%
1988	138,5	6,3	132,2	27,89	4,7	22,5%
1989	176,0	7,9	168,1	30,73	5,5	25,7%
1990	191,9	9,8	182,2	34,84	5,2	28,0%
1991	246,5	11,2	235,2	38,31	6,1	29,3%
1992	248,6	12,6	236,0	41,45	5,7	30,4%
1993	256,5	14,2	242,3	44,11	5,5	32,3%
1994	267,9	16,4	251,6	45,51	5,5	35,9%
1995	284,0	18,3	265,7	50,61	5,3	36,1%
1996	292,0	20,7	271,3	53,39	5,1	38,8%
1997	306,7	24,6	282,1	55,95	5,0	44,0%
1998	336,2	29,6	306,5	59,25	5,2	50,0%
1999	388,9	36,4	352,5	62,59	5,6	58,2%
2000	455,6	43,6	412,0	67,07	6,1	65,0%
2001(*)	542,2	51,8	490,4	71,09	6,9	72,9%

(*) Estimación BBVA

Fuente: INE, BE, Naredo⁽⁵⁾ y BBVA

Cuadro 5.2. Composición del activo de las familias

	Peso de los Inmuebles en el Total				Otros Activos en 1998		
	1980	1990	1995	1998	Acciones	Otros Activos Financieros	Otros Activos Tangibles
Estados Unidos	27%	27%	23%	21%	20%	20%	8%
Japón	14%	8%	10%	10%	3%	44%	43%
Alemania	—	34%	34%	32%	3%	35%	30%
Francia	44%	43%	40%	40%	3%	47%	9%
Italia	40%	37%	35%	31%	17%	39%	13%
Reino Unido	40%	44%	33%	34%	17%	39%	23%
España (*)	65%	73%	72%	69%	9%	18%	4%

(*) los datos se refieren a 1984, 1990, 1995 y 2000

Fuente: en Girouard⁽⁶⁾ y Naredo

De hecho, las viviendas difieren de otros activos por dos razones básicas⁷. La primera es que las familias suelen vivir en sus propias viviendas. Esto es especialmente cierto en España, donde la ratio de viviendas en régimen de propiedad alcanza valores del entorno del 80%, de los más altos de Europa, por lo que se valora directamente el servicio ofrecido por las mismas. La segunda razón es que, a nivel agregado, los agentes económicos de un país solo podrán obtener plusvalías del incremento de precios inmobiliarios si las transacciones inmobiliarias se realizan con extranjeros, como ocurre en bue-

na medida en el caso español.

Todo ello implica que el impacto sobre el consumo de las familias de variaciones en los precios inmobiliarios es de una naturaleza distinta al impacto que tienen las revalorizaciones de los activos financieros.

En este sentido, pueden distinguirse cinco canales mediante los que los aumentos de precios de los bienes inmuebles suponen cambios en el consumo de las familias⁸:

- *Efecto riqueza realizado.* Aquellos consumidores que posean vivienda tendrán un aumento de la riqueza neta al aumentar el valor de sus bienes inmuebles, por lo que podrá aumentar su consumo actual. Si los precios inmobiliarios aumentan, las familias pueden disponer de capital inmobiliario, bien vendiendo el inmueble bien refinanciándose. Estas ganancias de capital realizadas sí tendrán un efecto positivo en el consumo de las familias.
- *Efecto riqueza no realizado.* En el caso de que los precios inmobiliarios suban, pero las familias no vendan el inmueble o no se hipotequen, por lo que no podrán disponer de capital, aún existe un efecto riqueza por cuanto que las familias pueden consumir más hoy ante la expectativa de ganancias de capital futuras, son "más ricos" en la actualidad.
- *Efecto restricción presupuestaria.* El aumento de los precios, y el consiguiente incremento de los alquileres, incidirá negativamente sobre las decisiones de gasto de aquellos consumidores que viven en régimen de alquiler. Éstos son los que con mayor probabilidad están sujetos a restricciones presupuestarias, que se verían agravadas por el aumento de gasto inmobiliario. En este caso, el aumento del precio llevará a un menor consumo, lo que tendrá un efecto negativo en el producto final de la economía.
- *Efecto restricciones de liquidez.* En el caso de que los consumidores no tengan acceso a los canales de crédito, aumentos en los precios de las viviendas no tienen porque trasladarse al consumo si no se puede disponer de liquidez para capitalizar dichas ganancias.
- *Efecto sustitución.* Un incremento de los precios de las viviendas supone, para aquellas familias que quieran adquirir una vivienda, un incremento del desembolso a efectuar en el futuro, lo que supondrá un menor consumo privado en la actualidad. Las revalorizaciones inmobiliarias, en este caso, tendrán un efecto negativo en el consumo final de las familias.

Las revalorizaciones inmobiliarias permitirán un mayor consumo a ciertas familias, aquellas que puedan vender o refinanciar sus inmuebles, pero reducirá el consumo de otras, aquellas que accedan a una vivienda o las que vivan de alquiler. El efecto neto no es claro y dependerá del régimen de tenencia de la vivienda, de la capacidad de refinanciación de las familias y del número de familias que accedan por primera vez a una vivienda.

⁵ Naredo, J.M. y O. Carpintero (2002). El Balance Nacional de la Economía Española. FUNCAS, Madrid, 2002.

⁶ Girouard, N y S. Blöndal (2001) House Prices and Economic Activity. Working Paper n° 279, OCDE.

⁷ Aoki, K; Proudman, J y Vlieghe, G (2001). "Why house price matter", Bank of England Quarterly Bulletin, Winter 2001. London 2001.

⁸ Ludwig, A y T. Slok, (2002). The impact on changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries. Working Paper WP/02/01. IMF 2002.

Política monetaria y activos inmobiliarios

El papel que debe desempeñar la evolución de los precios de los activos en la conducción de la política monetaria está de plena actualidad. Este debate sobre si la política monetaria debe o no fijar objetivos de precios de activos esconde que la evolución de sus precios ya influye sobre las decisiones de las autoridades monetarias, debido a su impacto indirecto sobre la actividad y los precios y su papel anticipador de variaciones futuras de estas variables. El debate se ha centrado, por el momento, en el rol de los activos financieros. Pero el de los activos reales, y, en particular, los inmobiliarios, es también de singular relevancia.

En esta nota no se pretende dar respuesta al debate sobre los objetivos de los bancos centrales, sino contrastar hasta qué punto la evolución de los activos inmobiliarios ha influido en la toma de decisiones por parte de la autoridad monetaria en España. Dado el carácter dinámico de las relaciones, y la estructura de retardos de las interacciones entre la política monetaria y las magnitudes inmobiliarias, el marco elegido para su análisis es el de la metodología VAR (vectores autoregresivos). Para ello es necesario, en primer lugar, identificar una aproximación a la regla de política monetaria.

$$i_t = \Pi(L)Z_t + \varepsilon_t$$

donde i es el tipo de interés de intervención (instrumento utilizado por el Banco de España en el periodo de referencia¹), $\Pi(L)$ es una matriz del operador de retardos, y Z es el vector de variables económicas, tanto generales como inmobiliarias, que constituyen el estado de la economía en el periodo t . ε es la perturbación de la política monetaria no observable. Ello implica que la regla de política monetaria tiene un componente anticipado (sistemático) y otro no anticipado. Es decir, la autoridad monetaria tiene en consideración el estado de la economía en su toma de decisiones. Pero, también hay un componente "sorpresa" en dicha toma de decisiones que es independiente del estado de la economía y de los "shocks" a otras variables económicas.

De igual forma, también puede identificarse una regla de fijación de precios inmobiliarios. Al igual que la regla monetaria, tendrá un componente sistemático, función del estado de la economía (los fundamentos), y un componente no anticipado, "shock" de precios (como por ejemplo una burbuja inmobiliaria).

$$P^v_t = \Gamma(L)Z_t + \eta_t$$

donde P^v es el precio del activo inmobiliario, $\Gamma(L)$ es una matriz del operador de retardos, y η es el "shock" (no anticipados) a los precios de la vivienda.

Una vez identificadas las reglas de política monetaria y de fijación de precios se incluyen como ecuaciones en un sistema de ecuaciones que constituyen el estado de la economía. Las variables incorporadas corresponden tanto a la economía en general, PIB e IPC, como al sector inmobiliario, edificación. De este modo, a partir de la estimación del sistema de ecuaciones, las reglas especificadas pueden recuperarse a partir de los coeficientes estimados del VAR,

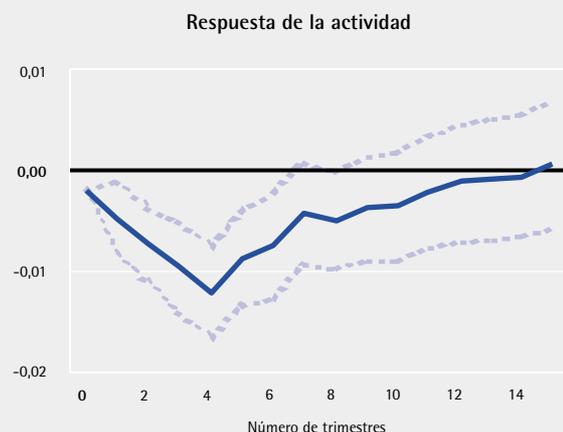
$$Z_t = B(L)Z_t + \mu_t$$

y puede evaluarse la respuesta de la economía a "shocks" exógenos.

Impacto de una subida de los tipos de intervención del 1%



Fuente: BBVA



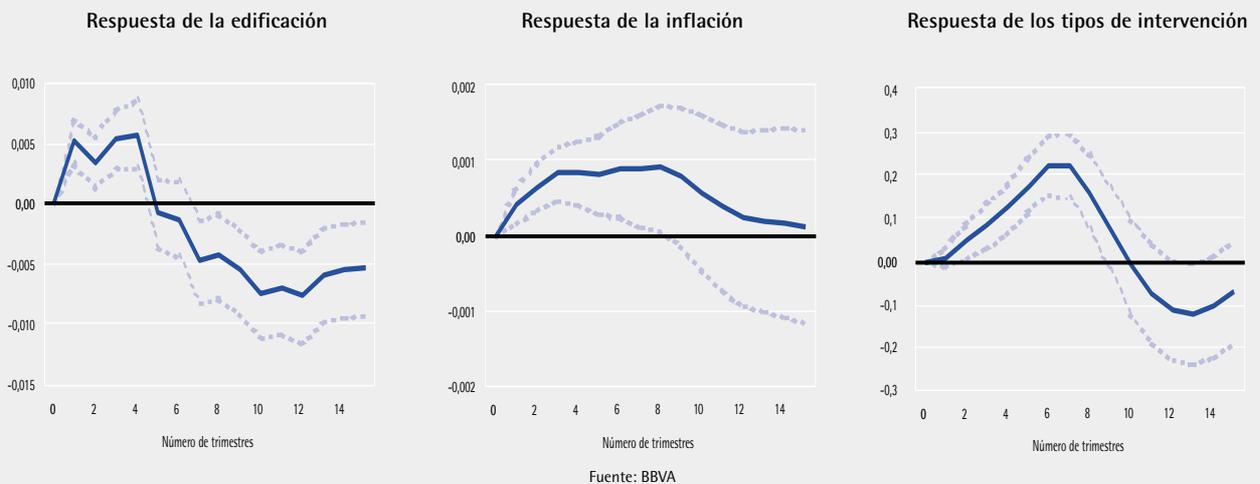
Fuente: BBVA

¹ El período considerado va del primer trimestre de 1989 al tercero de 2001.

En primer lugar se examina la transmisión de la política monetaria a la economía en su conjunto, y al sector inmobiliario en particular. El efecto de una restricción monetaria, un "shock" a los tipos de interés, sobre la economía es la anticipada por la teoría económica. En primer lugar, la dinámica propia de la política monetaria hace que una subida de tipos perdure en la economía durante 4 trimestres. Es decir, los tipos tardan un año en retornar a su estado estacionario. A su vez, como se puede observar en los gráficos adjuntos, una restricción monetaria induce una caída tanto de la actividad como de los precios. El impacto sobre la actividad es prácticamente inmediato, tiene su incidencia máxima en un año y desaparece dos trimestres después. El impacto sobre la inflación tarda más en manifestarse, reflejo de las rigideces de precios en la economía, alcanza el impacto máximo tras algo más de dos años y desaparece un año más tarde.

Ahora bien, la evolución de los activos inmobiliarios (precios) incide a su vez sobre las decisiones de política monetaria. El análisis de la respuesta de la economía a un aumento no anticipado de los precios de la vivienda sugiere, en primer lugar, que la autoridad monetaria responde a dicho "shock" debido a su impacto indirecto sobre el resto de magnitudes económicas. Así, el aumento transitorio y no anticipado de los precios supone, a corto plazo, un incremento de la actividad, tanto de la edificación como de la economía en su conjunto. Asimismo, dicho "shock" supone un aumento de las tensiones inflacionistas de la economía que se traducen en un aumento continuado de los precios. A medio plazo, y ante los desequilibrios acumulados en actividad y precios, la autoridad monetaria implementa una política restrictiva con el fin de atajar la inflación. Ello conduce a un freno del crecimiento de los precios y, posteriormente, a su vuelta a la normalidad. La restricción monetaria, junto con la mayor inflación, incide negativamente en la actividad, que se reduce drásticamente y que no se recuperará hasta pasados varios años.

Impacto de un aumento no anticipado en los precios de la vivienda



En consecuencia, la evolución de los precios de los activos inmobiliarios juega un papel significativo en la evolución de las magnitudes macroeconómicas, por tanto, de forma indirecta, en la determinación de la política monetaria. Los resultados anteriores sugieren que la autoridad monetaria debería prestar más atención a la evolución de estos precios, anticipándose a su transmisión al resto de la economía. De hecho, si la autoridad monetaria hubiera actuado con mayor premura podría haber minimizado el impacto del "shock" a los precios inmobiliarios y evitado, al menos en parte, su impacto posterior sobre la economía. El problema aparece ante la dificultad de identificar en la práctica lo que constituye un "shock" a los precios de la vivienda, diferenciándolos de la evolución natural de éstos.

Por otro lado, en el contexto de la Unión Económica y Monetaria, el Banco Central Europeo sólo reaccionará ante "shocks" de precios nacionales si éstos se producen de forma simétrica en todos los países de la unión. De no ser así, la política monetaria no actuará para desinflar el "shock", lo que permitirá que aumente y que su impacto sobre la economía sea superior. Por tanto, es vital dotar al mercado de los mecanismos de ajuste necesarios para evitar la transmisión de aumentos de precios no justificados por los fundamentos. Ello implica una mayor competencia y una mejor regulación, apoyadas en la transparencia, que dote de mayor eficiencia al mercado inmobiliario.

Situación Inmobiliaria

Edita: Servicio de Estudios BBVA
Director: Manuel Balmaseda
Consejo de Redacción: Jaime Cabezas, Jesús García de Ponga, Luis Leirado, Miguel Angel Muñoz, Jesús del Pino, Belén Piserra, 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

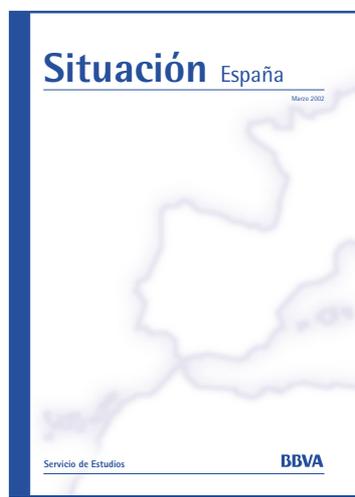
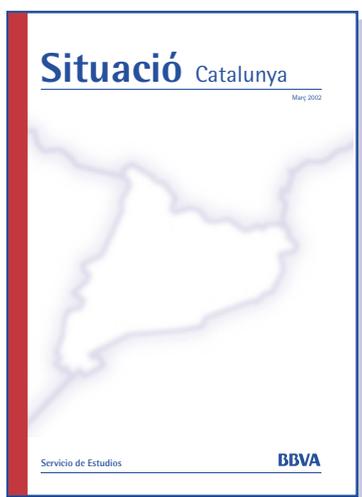
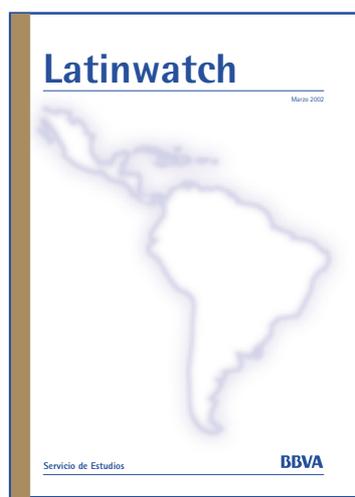
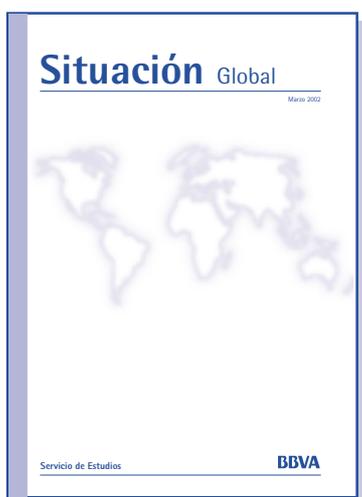
Depósito Legal: M-3479-1994
ISSN: 1133-8709

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