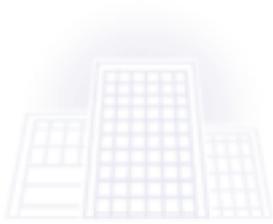


Situación Inmobiliaria

Julio 2002

- Los precios inmobiliarios: todo para septiembre
- La vivienda exige un mayor esfuerzo
- Obra Civil con elecciones, edificación con dudas
- Barcelona: una vivienda nueva genera tres usadas



Fecha de cierre: 12 de Julio, 2002

Índice

1. Entorno económico y financiero	1
<i>Recuadro 1. ¿Cual es el impacto sobre el consumo privado de la riqueza financiera y de la riqueza inmobiliaria?</i>	5
2. Actividad Inmobiliaria	7
3. Mercado Inmobiliario	11
<i>Recuadro 2. Indicador de accesibilidad ponderada</i>	14
4. Financiación Inmobiliaria	17
5. Situación inmobiliaria en Latinoamérica	21
6. Tema del Cuatrimestre:	
La movilidad residencial y el mercado de vivienda	25

Han elaborado esta publicación:

Miguel Sebastián
David Taguas

Manuel Balmaseda 34 91 374 33 31
Ignacio San Martín 34 91 537 48 90
Julián Cubero Calvo 34 91 537 36 72
Ernesto Gaba
Soledad Lencioni

m.balmased@grupobbva.com
jisanmartin@grupobbva.com
jcubero@grupobbva.com
egaba@bancofrances.com.ar
maria.lencioni@bancofrances.com.ar

Editorial

En los meses transcurridos de 2002, el mercado inmobiliario español ha evolucionado de forma ajena a la ralentización de la economía, con elevados ritmos de venta y alzas en los precios del entorno del 15% hasta el segundo trimestre del año. Este buen momento del mercado ha llevado a los promotores a mantener el impulso de la edificación y todo indica que los incrementos de precios continuarán por encima de dos dígitos en la segunda parte de 2002.

La diferente evolución de las magnitudes económicas y las del mercado inmobiliario está dando lugar a incertidumbres sobre la existencia de una burbuja inmobiliaria. Estas incertidumbres se apoyan en el acentuado deterioro que se ha producido en la relación existente entre precios de la vivienda y salarios medios, que se encuentra en niveles máximos históricos. También es notorio el diferencial de crecimiento del precio de la vivienda respecto del índice de precios, lo que ha llevado a un fuerte deterioro de los precios relativos de las mismas.

Sin embargo, desde la óptica de los pagos mensuales, esta situación no supone un riesgo intenso dado que los ratios de accesibilidad a la vivienda se sitúan en la actualidad en similares a los de 1986 o 1995, cuando el mercado inmobiliario no daba ninguna señal de recalentamiento. Además, a los tipos de interés actuales, la renta implícita en los precios de mercado se sitúa en mínimos históricos y muy por debajo de la media de los últimos 15 años. La evolución en la segunda parte del año permitirá determinar con mayor exactitud la tendencia de la edificación, en lo que a cantidad y precios se refiere.

La destrucción de empleo y alzas significativas de los tipos de interés son dos de los principales riesgos a los que se enfrenta el mercado inmobiliario.

Las previsiones actuales indican que, si bien se producirá una ralentización de la economía hasta finales de año, el empleo mantendrá tasas de crecimiento positivas. De igual modo, la recuperación económica de la UEM implicará, en el medio plazo, repuntes de los tipos de interés si bien éstos serán moderados.

En la actualidad, los retrasos que se están produciendo en la disponibilidad de los datos y estadísticas relacionados con el sector, en especial los publicados por el M^o de Fomento, están impidiendo la correcta interpretación del momento en el que se encuentra el negocio inmobiliario y dificultando la toma de decisiones de una industria clave.

Se incluye en este número un nuevo apartado que pretende ofrecer un análisis pormenorizado de la situación del mercado inmobiliario en las principales economías Latinoamericanas. La especial evolución de las variables económicas en Argentina está teniendo un importante impacto en el sector inmobiliario que el Departamento de Research de BBVA Banco Francés de Argentina explica de forma resumida en este ejemplar de BBVA Situación Inmobiliaria.

Por último, en el apartado del tema del cuatrimestre se incluye un estudio sobre la movilidad social y su impacto en el mercado inmobiliario realizado por Montserrat Pareja, de la Universidad de Barcelona, en el que se analiza no solo el impacto de las nuevas viviendas en el mercado, también su relación con las viviendas de segunda mano disponibles.

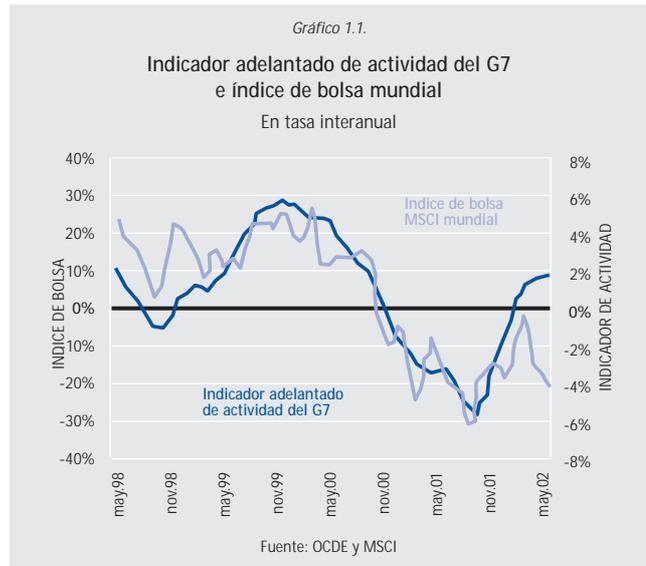
1. Entorno económico y financiero

Divergencias entre el mercado y la economía

Los últimos indicadores de actividad y de expectativas anticipan que las principales economías industrializadas, superado el periodo de desaceleración, están iniciando una etapa de expansión de su actividad. Ahora bien, las crecientes dudas sobre la intensidad y duración de esta nueva etapa, y, en particular, sobre su traducción en términos de expectativas de beneficios empresariales están impidiendo que esta recuperación se traslade a la evolución de los mercados financieros. Así, a diferencia de lo que debería ocurrir en el inicio de una expansión, los precios en el mercado bursátil no están repuntando, sino que, por el contrario, se sitúan en mínimos anuales y en algunos índices por debajo de los niveles alcanzados el pasado mes de septiembre.

A su vez, las expectativas de inicio del ciclo alcista de tipos se han retrasado significativamente. En los primeros meses del año, un conjunto de datos macroeconómicos que sorprendieron positivamente y el aumento de precios del petróleo, que pasó de 21 dólares por barril en el primer trimestre de 2002 a 25 en el segundo, provocaron repuntes en los tipos de interés en todos los países y plazos. De hecho, en algunas economías como Australia, Canadá o Nueva Zelanda, los tipos de interés de intervención empezaron a aumentar. Pero, desde mayo, el creciente pesimismo frustró la recuperación de los precios bursátiles y provocó una reducción generalizada de las rentabilidades. Así, en EE.UU., los tipos a 10 años se situaron por debajo del 5%, y las expectativas de inicio del ciclo alcista de tipos de intervención se desplazaron desde el verano hasta fin de año. En contra de las expectativas, el diferencial de tipos de largo plazo volvió a ser positivo para Europa, y la igualación de las rentabilidades de corto plazo entre ambas áreas, previsto en principio para mediados de 2003, se retrasó significativamente. En conjunto, se puede señalar que, en el contexto actual, los mercados descuentan que las condiciones monetarias permanecerán relajadas durante más tiempo del que se había previsto a principios de año.

Además, la menor rentabilidad esperada en EE.UU., en relación a otras áreas como la UEM, es uno de los factores que ha presionado a la baja al dólar. Se ha cuestionado también la confianza de los inversores internacionales en EE.UU., en un momento especialmente vulnerable, ya que el déficit de la balanza por cuenta corriente, que se ha mantenido por encima del 4% en términos del PIB, revela la notable dependencia de la financiación exterior que tiene esta economía. La divisa estadounidense que alcanzó en febrero su valor máximo en términos efectivos reales, se depreció primero lentamente y luego a un mayor ritmo desde abril. Especialmente destacable fue su depreciación



con el euro, que alcanzó máximos de los últimos 28 meses, y con el yen, aunque en este último caso provocó una inmediata reacción de las autoridades japonesas, con intervenciones en el mercado cambiario en un intento de frenar la apreciación de su divisa.

Incertidumbres en EE.UU.

Esta creciente divergencia entre la evolución de la economía y la de los mercados estuvo ligada a la acumulación de incertidumbres, que afectaron principalmente a la economía de EE.UU. como resultado de una combinación de factores macroeconómicos (riesgo de un ajuste aún insuficiente en la economía o de que el impulso fiscal hubiera sido excesivo) y microeconómicos (credibilidad de la contabilidad empresarial, decepción sobre la evolución de los beneficios). Frente a estos riesgos, es probable que los acontecimientos de los últimos meses en el sector empresarial constituyan, de hecho, un factor que desencadene mayor transparencia y una mejora de la regulación, facilitando un aumento de la confianza y, con ello, una reducción del pesimismo de los mercados.

Europa ¿recupe-flación?

La perspectiva para Europa es de una recuperación paulatina de la actividad, sin grandes incertidumbres, a diferencia de lo que ocurre en EE.UU. Ahora bien, en un contexto de crecimiento moderado del comercio mundial, será probablemente difícil conseguir en 2003 un crecimiento superior al potencial, un 2,3%. Europa afronta esta recuperación con una tasa de inflación que se sitúa sobre el objetivo del Banco Central Europeo, y con un sensible deterioro de las expectativas de crecimiento de los precios en los últimos meses. Ello revela que algunos de los choques que se planteaban como transitorios para la inflación pueden estar convirtiéndose en duraderos. Un ejemplo es el caso de los aumentos de precios ligados al redondeo del euro.

Cuadro 1.1. Previsiones de crecimiento

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

Fuente: FMI y BBVA

Este escenario de recuperación económica, con deterioro de las expectativas de inflación, debería conducir a un aumento de los tipos de interés, de forma que se corrigiera antes de mediados del 2003 el tono relajado de la política monetaria, esto es, los tipos de intervención regresaran a niveles superiores al 4%. Sin embargo, algunos factores nuevos se están añadiendo a este escenario. En primer lugar la apreciación del euro que puede reducir la presión sobre los precios y contribuir a sesgar a la baja las previsiones de actividad. En segunda lugar, el deterioro de los precios bursátiles, que, en un contexto de aversión al riesgo, muestran una notable correlación con EE.UU. y se encuentran presionados adicionalmente por las incertidumbres en países emergentes, como Brasil. Por tanto, si estos factores se mantienen en los próximos meses, se retrasarán las subidas previstas de los tipos de interés.

España: en 2002, desaceleración continua

Según la última información disponible, la economía española creció en el primer trimestre de 2002 el 2%, continuando así la fase de desaceleración iniciada a mediados de 2000. En los tres primeros meses del año, continuó moderándose el crecimiento de la demanda interna, con la desaceleración del consumo de los hogares y de la inversión en construcción y la caída de la inversión en equipo. El sector exterior, por otra parte, contribuyó positivamente al crecimiento, si bien ello se debió a la fuerte ralentización de las importaciones y no a un mayor dinamismo de las exportaciones. En esta línea, la economía española continuará desacelerándose los próximos trimestres y no se prevé una recuperación de la actividad hasta el comienzo de 2003.

En 2002, la economía española alcanzará su mínimo cíclico y crecerá el 1,7% de media. En 2003 se iniciará la recuperación de la actividad, acelerándose el PIB hasta el 2,5%. Sin embargo, a pesar de la desaceleración respecto de 2001, el diferencial de crecimiento con la UEM se mantendrá en cifras positivas (0,7 p.p. en 2002), con lo que continuará el proceso de convergencia real de la economía española.

Cuadro 1.2. Tipos de interés y de cambio

Previsiones de tipos de interés oficiales			
	Hoy	dic-02	jun-03
EE.UU.	1,75	2,25	3,25
UEM	3,25	3,50	4,00
Previsiones de tipos de interés a 10 años			
	Hoy	dic-02	jun-03
EE.UU.	4,8	5,3	5,5
UEM	5,0	5,2	5,2
Previsiones de tipos de cambio			
	Hoy	dic-02	jun-03
Dólar-euro	0,99	0,95	0,92
Yen-dólar	119	125	125

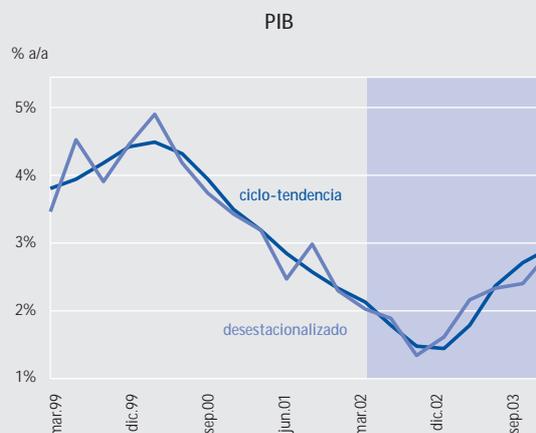
Fuente: BCE, FED y BBVA

Factores específicos y factores permanentes

A pesar de la desaceleración, el diferencial de crecimiento frente al conjunto de la UEM se ha ido ampliando desde el primer semestre de 2000. De una brecha positiva de 0,2 p.p. del segundo trimestre de 2000 se ha llegado al 2% del último trimestre de 2001 y primero de 2002, máximos desde 1999.

Este comportamiento parece coherente con el carácter propio de los factores que justifican la evolución del ciclo económico español. Así, el agotamiento del impulso que ha supuesto el "efecto euro" y el retraso y la moderación de la recuperación internacional determinarán la desaceleración continuada a lo largo de 2002, a pesar del impulso que está suponiendo el ciclo electoral sobre la obra pública, especialmente de CCAA y ayuntamientos. En 2003, el aumento del PIB reflejará el choque positivo de la reducción de impuestos directos, de la recuperación internacional y, en menor medida, del "efecto euro" y del ciclo electoral sobre la obra pública.

Gráfico 1.2.



Fuente: INE y BBVA

Este conjunto de factores "atípicos", específicos del periodo 2001-02, se añade a otros más permanentes, como son el riesgo de finalización de la moderación de costes laborales y los cambios en el comportamiento de empresas y familias por el aumento de su endeudamiento tras los cambios estructurales derivados de la incorporación de la economía española a la UEM. En este sentido, cabe destacar el riesgo de pérdida de la moderación salarial de los últimos años, que en un entorno de reducidos aumentos de la productividad, termina incrementando los diferenciales de precios y mermando la competitividad de la economía española. Además, el cambio producido en la composición de los balances de los agentes económicos, aumenta su sensibilidad a la evolución de los mercados financieros.

Recuperación internacional: con retraso y limitada por la pérdida de competitividad

La recuperación internacional en marcha no tendrá un efecto positivo significativo sobre la economía española en 2002. La recuperación del área del euro desde el segundo trimestre de este año es muy moderada, con un crecimiento medio esperado del 1,0% en 2002, 0,5 p.p. menos que en 2001. Además, su composición, con un comportamiento más expansivo de las exportaciones y mucho más moderado de la demanda interna, y la prevista caída de las importaciones del área, también limita el posible impacto positivo sobre las ventas españolas. En términos globales, la aceleración del crecimiento mundial llevará aparejada una recuperación del comercio muy limitada. De hecho, es previsible que tras una caída real cercana al 1% en 2001, el comercio mundial en 2002 no experimente ningún crecimiento. Para 2003, las expectativas son de una aceleración hasta el 4,8%. Aun así, un crecimiento inferior al 6% medio anual de los últimos 20 años.

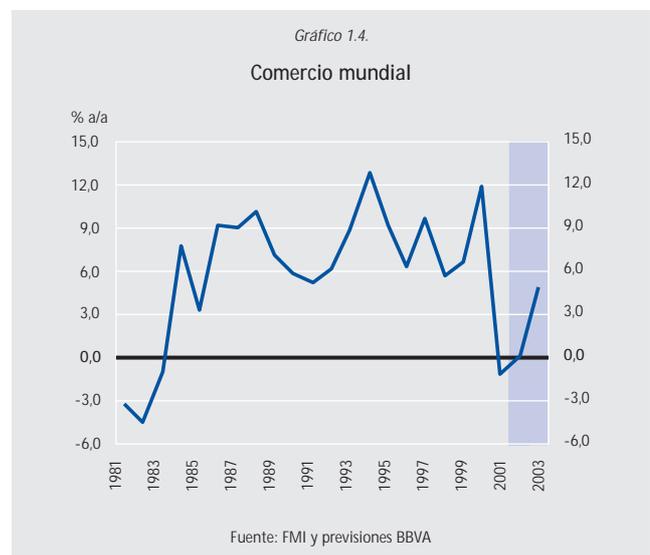
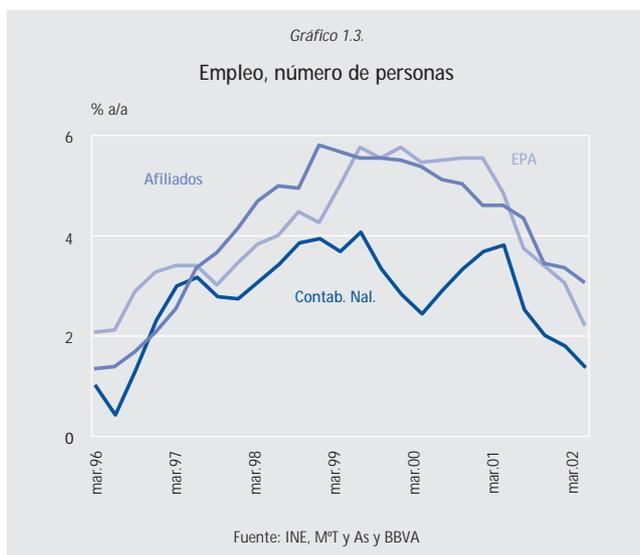
Por otro lado, la ligera recuperación de las exportaciones a lo largo de 2002 se verá limitada por la pérdida de competitividad que registrará la economía española por segundo año consecutivo, consecuencia tanto de los sostenidos diferenciales de precios frente a sus principales socios comerciales como de la apreciación del euro. Con ello, se prevé que en media, las exportaciones de bienes y servicios crezcan en 2002 menos que en 2001 (el 0,9% frente al 3,4%).

Paulatina desaceleración del empleo en 2002 y aumento de la tasa de paro en 2002 y 2003

El empleo continuó desacelerándose en los primeros meses de 2002, consolidando la fase iniciada a finales de 1999. En 2001 el empleo medido a través de la EPA creció el 3,8% en tasas interanuales, 1,7 p.p. menos que en 2000, registrándose además un comportamiento desacelerado común a todos los sectores no agrarios.

Sin embargo, a pesar de la ralentización de la actividad en 2002, la economía española continuará generando empleo neto. Así se prevé que el empleo EPA crezca el 1,2%, cifra que en términos de Contabilidad Nacional es del 0,9%. Continuará así el comportamiento relativamente positivo del empleo respecto al crecimiento que se registra desde mediados de la década de los 90, consecuencia fundamentalmente de la moderación de los costes laborales reales y, también, aunque en menor medida, de las reformas emprendidas en el mercado laboral, fundamentalmente en la regulación de la entrada (contratación) y salida (costes de despido, desempleo) del mercado.

Con todo, las subidas esperadas en la población activa, mayores de las inicialmente estimadas como consecuencia de la nueva estructura poblacional recogida por la EPA, serán mayores que los aumentos del empleo. Con ello, se consolidará el aumento de la tasa de paro ya registrado en



el último trimestre de 2001 y el primero de 2002. Se prevé que la tasa de paro se sitúe en 2002 en el 11,7% de los activos, 1,2 p.p. más que en 2001. En 2003, la cifra sería del 12,5%.

Sin rebajas en las perspectivas inflacionistas

El deterioro de la inflación en los últimos meses (2,7% en diciembre de 2001 y 3,4% en junio de 2002) resulta de los efectos alcistas, y superiores a lo previsto inicialmente, de distintos shocks. En primer lugar, se ha producido un repunte de los precios alimenticios, consecuencia bien de problemas de escasez de oferta (caso de los cereales, las verduras y las frutas), o bien de un funcionamiento ineficiente de los mercados en un entorno de fortaleza de la demanda de determinados productos¹. Además, los cambios de precios en determinados grupos de productos, no sólo alimenticios, pueden haber sido más intensos de lo habitual como consecuencia del proceso de canje de peseta a euro y el consiguiente re-etiquetado de productos. La pérdida de referencias de precios por parte del consumidor, el “pensar en pesetas” ante precios ya en euros, pueden haber facilitado las subidas de precios, sobre todo en determinados productos de bajo coste por unidad y de consumo muy habitual, donde prima la búsqueda de precios ‘redondos’, fácilmente manejables. En este sentido, las subidas de precios registradas en la subclase del IPC de bares, restaurantes y cafeterías han situado su tasa anual en el 5,9% en junio, 1,0 puntos porcentuales por encima de la tasa de diciembre de 2001 y la más alta de la serie histórica.

¹ Por ejemplo, la rúbrica de aceites del IPC subió en abril el 21,4% anual, mientras que en la almazara, el precio del aceite de oliva de 1ª crecía el 9,2% y los precios de producción el 13,4%. Ello, en un año en que se prevé que, a pesar del aumento del consumo interior y las exportaciones, el excedente de la cosecha sea de 400.000 Tm.

Efecto redondeo

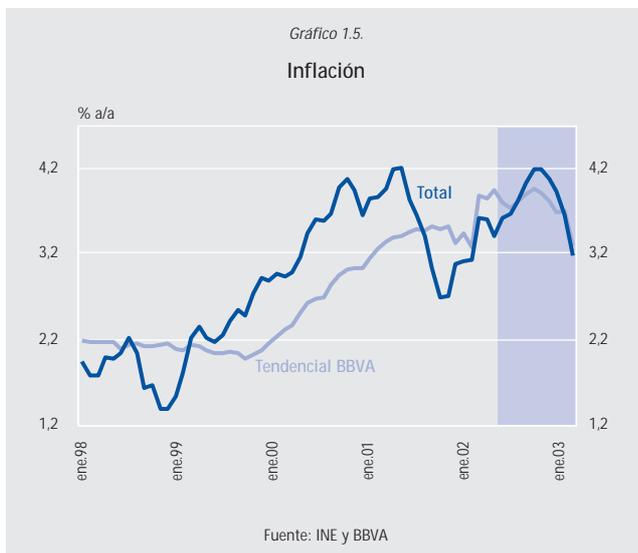
La evidencia disponible apunta a que la duración y la intensidad del efecto alcista en los precios del canje del euro podría estar siendo mayor de lo previsto inicialmente. Ello no supone en principio un aumento de las tensiones inflacionistas, sino un escalón en el nivel de precios. Sin embargo, de trasladarse este aumento de precios a los procesos de negociación de rentas, podría tener un efecto duradero sobre la inflación. Con todo, este riesgo alcista sobre las expectativas de inflación ha de moderarse a medio plazo por la menor presión de la demanda interna y específicamente del consumo de los hogares.

Las expectativas inflacionistas de la economía española, medidas a través del IPC tendencial BBVA se sitúan en el 3,7% en 2002, tres décimas más que el 3,4% registrado en 2001. La inflación general se situará a final de año en el 4,2%², 1,5 p.p. superior a diciembre de 2001, con lo que la tasa media anual será del 3,6%, igual que en 2001.

Estas previsiones llevan implícitas la relativa estabilidad del precio del crudo, que cerraría el año en 24 dólares/barril, 1,5 dólares menos que la media del segundo trimestre de este año, y una apreciación del euro en el segundo semestre del año cercana al 8%, con ello, los precios de la energía caerán en 2002 el 1,0%.

Respecto al diferencial de inflación con la UEM, se prevé que se mantenga por cuarto año consecutivo por encima del 1% (1,1%, una décima más que el 1% en 2001). Además, el diferencial de inflación se mantiene como un problema doble al afectar tanto a productos comerciables como no comerciables, con el consiguiente deterioro de la competitividad, tanto frente al conjunto de la UEM como con el resto del mundo.

² Hay que señalar que como consecuencia de la introducción de las rebajas, aumenta la incertidumbre a corto plazo sobre la evolución de la inflación.



¿Cuál es el impacto sobre el consumo privado de la riqueza financiera y de la riqueza inmobiliaria?¹

En la segunda mitad de los noventa dos factores han aumentado la vulnerabilidad de la situación financiera de las familias frente a alteraciones bruscas de las cotizaciones bursátiles y de los precios de la vivienda. En primer lugar, se ha producido un cambio en las preferencias de los individuos que ha alterado la composición de su patrimonio financiero, al aumentar la adquisición de activos financieros de renta variable frente a activos de renta fija, que, si bien, ofrecen una menor rentabilidad, también conllevan un menor riesgo. Según las Cuentas financieras publicadas por el Banco de España, los fondos invertidos en acciones representaban en 2001 el 28,5% del total de los activos financieros mantenidos por los hogares e ISFL, frente a tan sólo un 15,5% de 1994. No obstante, las fluctuaciones de la bolsa y la incertidumbre respecto a la evolución de los beneficios empresariales provocaron que a lo largo de 2001 las familias redujeran sus tenencias de activos en renta variable, que habían alcanzado un máximo en el año 2000 (un 31% del total).

En segundo lugar, se ha disparado la inversión en bienes inmuebles. La elevada rentabilidad relativa que ofrecía este tipo de bienes, como consecuencia del intenso aumento de precios que venían registrando desde 1998 (un 8,3% de media en el periodo 1998-2001), impulsó la adquisición de viviendas (la inversión interna residencial de las familias creció a una tasa media del 7,6% anual durante el periodo 1998-2001) en un contexto de bajos tipos de interés. Ambos factores, aumento de la inversión en bienes inmuebles y encarecimiento del activo han motivado que el nivel de endeudamiento de las familias haya aumentado significativamente. En términos de su renta bruta disponible los préstamos representaron en 2001 el 77%, cifra similar a la media de la UEM, frente al 46% de 1996. Ello, unido a que en España la riqueza inmobiliaria representa más del 70% de la riqueza total de los hogares, aumenta la vulnerabilidad de su situación patrimonial a una corrección del precio de la vivienda.

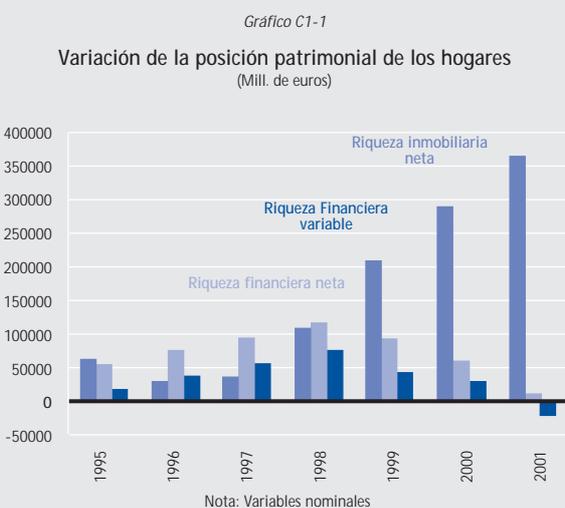
Dado que capacidad de pago de un hogar viene determinada no sólo por su renta disponible sino también por el valor presente del stock de riqueza que posee, cambios en los parámetros que determinan su evolución, tales como, correcciones en el precio de la vivienda o descensos de los índices bursátiles, condicionarán sus decisiones de gasto. Por este motivo, el impacto sobre el consumo privado de los cambios en la situación patrimonial de las familias está siendo objeto de un intenso debate.

Con el objetivo de conocer el papel de la riqueza en las decisiones de gasto de las familias se ha estimado una función para el consumo privado en España, en la que además de la renta disponible, se incluyen como variables explicativas del consumo tanto la riqueza financiera como la inmobiliaria. Aunque en el largo plazo, son estas variables las responsables del comportamiento del consumo privado, en el corto y medio plazo, la existencia de restricciones de liquidez, de incertidumbre respecto a la evolución de su renta o de hábitos de consumo pueden provocar que el consumo se desvíe transitoriamente de la senda que marcan sus principales determinantes.

Al realizar este ejercicio no hay que olvidar que la naturaleza de los activos en los que las familias materializan su ahorro es muy diferente y que, por tanto, la respuesta del consumo privado a cambios en su posición patrimonial no es independiente del tipo de activo que lo motivó. Así, la respuesta del consumo a cambios en la riqueza financiera e inmobiliaria va

a ser diferente por varias razones. En primer lugar, porque son activos que muestran un distinto grado de liquidez, mayor en el primer caso. Esta diferencia, no obstante, se ha reducido en los últimos años con el desarrollo de los mercados financieros y de los servicios de intermediación inmobiliaria². En segundo lugar, los precios de las acciones se perciben como más volátiles que los de la vivienda, por lo que cabría esperar una mayor incidencia sobre el consumo de revalorizaciones del stock inmobiliario.

En tercer lugar, el impacto final sobre el consumo agregado va a depender de la distribución del stock de riqueza entre los hogares. En el caso de España, dado el elevado porcentaje de viviendas en propiedad (ligeramente infe-



¹ Véase: Balmaseda, M. y Tello, P.: "¿Han cambiado los determinantes del consumo privado? en España". *Situación España*, julio 2002. BBVA.

² Ello ha permitido reducir el tiempo necesario para la venta de un inmueble, por un lado, y facilitado el acceso al crédito hipotecario al aumentar la competencia entre las entidades financieras por la captación de activo.

rior al 80%)³, la distribución parece ser más simétrica en el caso del stock de viviendas que en el de activos de renta variable. No obstante, con las privatizaciones y el aumento del recurso a bolsa de las empresas para captar fondos, la participación en la renta variable de las familias se ha generalizado en los últimos años. Finalmente, la transmisión de los cambios en la riqueza de los hogares a sus decisiones de gasto va a depender del grado de desarrollo de los mercados financieros. Los estudios realizados para países de la OCDE ponen de manifiesto que en países donde el sistema bancario continúa siendo la principal vía de canalización de los flujos financieros (Europa continental) la respuesta del consumo a cambios en su riqueza es menor que en países donde el mercado tiene un papel más relevante (países anglosajones). Por tanto, dada la diferente naturaleza de componentes de la riqueza de los hogares es necesario analizar por separado su incidencia en la evolución consumo privado. De ahí que en la función de consumo estimada se vaya a considerar el impacto de la riqueza materializada en activos de renta fija, en activos de renta variable y en vivienda.

Por tanto, el consumo privado va a ser función de la renta disponible (yd), de la riqueza financiera fija (wf), de la riqueza financiera variable (we), de la riqueza inmobiliaria neta⁴ (wi) y de otro conjunto de variables denotadas por Z (tasa de paro, tipo de interés real, tasa inflación, stock de bienes duraderos, "efecto euro", etc.).

$$c_t = f(yd_t, wf_t, we_t, wi_t, Z_t) \quad (1)$$

A partir de los coeficientes estimados para cada una de las variables incluidas en la función anterior, se realiza un ejercicio sencillo de simulación para mostrar el grado de sensibilidad del consumo a las dos variables que nos interesan: la riqueza en renta variable y la riqueza inmobiliaria. Los resultados se presentan en la tabla adjunta.

Cuadro C1-1. Sensibilidad el consumo privado a un cambio en el valor de mercado de las acciones y del stock de viviendas de las familias

	Escenario base			Escenario Alternativo	Desviaciones de la tasa de crecimiento del consumo respecto al escenario base (Impacto máximo)
	2001	2002	2003	2003	2003
(% anual)					
Riqueza en Acciones	-10,1	-4,0	6,0	-10,0	-0,4
Riqueza Inmobiliaria	14,4	8,0	0,6	8,0	0,4
Fuente: M ^o Fomento y BBVA					

Por tanto en el caso español, la riqueza inmobiliaria afecta al consumo privado en mayor medida que la riqueza bursátil. No obstante, a corto plazo, las fluctuaciones del consumo privado se explican tanto por los cambios en la riqueza financiera, dada su mayor liquidez, como por la rapidez con que se revaloriza (o pierde valor) el stock inmobiliario. Puesto que en 2003 se espera un estancamiento del valor del stock de viviendas en términos reales, tras el intenso y rápido crecimiento de finales de los noventa, y tan sólo una suave recuperación la riqueza materializada en activos financieros, tras las importantes correcciones de los años anteriores, las ganancias en la riqueza no van a contribuir a impulsar el crecimiento del consumo privado como lo hizo a finales de los noventa.

³ En España en torno al 78% de los hogares tienen vivienda en propiedad frente al 61% de media de la UE.

⁴ Se ha corregido el stock de riqueza del saldo vivo de crédito hipotecario concedido por entidades residentes.

2. Actividad inmobiliaria

La construcción recobra un tono positivo en Europa

En el primer trimestre de 2002, la construcción en la Unión Europea mantuvo la suave senda creciente de trimestres anteriores y su volumen de producción fue ligeramente superior al de finales de 2001, con una tasa de variación interanual del 1,7%. A partir de la segunda mitad de 2001, se produjo una mejora de la actividad del sector por el aumento de la inversión en obra civil. Si bien se ha producido un repunte del sector, no existen aún indicios claros de que se esté generalizando la recuperación en el conjunto de los países de la UEM. Tanto la edificación como la obra civil mantendrán un tono de moderado crecimiento a lo largo de 2002.

La desaceleración del consumo y el deterioro de las expectativas de las familias, por el aumento del desempleo y la erosión de la renta real, están afectando a la demanda residencial en Francia, Alemania y los países de su entorno. Además, la caída de la inversión industrial y la incertidumbre existente sobre la demanda de espacios para oficinas está frenando la demanda de inmuebles no residenciales. Todo ello tendrá un claro reflejo en la producción inmobiliaria de 2002 y 2003, que se mantendrá en unos niveles de producción similares a los de 2001 en el entorno europeo.

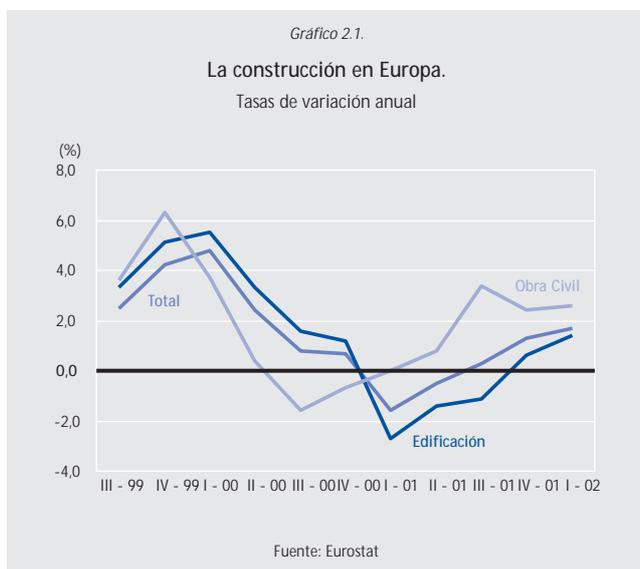
En la segunda mitad de 2001, la inversión en obra civil presentó avances significativos en alguna de las principales economías de la UEM, lo que se tradujo en un ligero crecimiento del segmento en el conjunto de los países. Pero esta tendencia no ha continuado en el primer trimestre de 2002 y las perspectivas son de estabilidad a lo largo del año.

Salvo en el Reino Unido, donde la construcción está creciendo a buen ritmo en ambos segmentos, y en el sur de Europa, donde aún se mantienen ritmos de producción elevados, la atonía del sector es general en el resto de los países de la UEM, así como en Europa Central. Los datos provenientes de Euroconstruct¹ indican una caída de la edificación de nuevas viviendas del entorno del 4% en 2001 en el conjunto de las economías Europeas, mientras que la obra civil avanzó el 2,4% en tasas interanuales.

Como puede observarse en el cuadro 2-1, la edificación no residencial también se ha moderado, pero más suavemente que en 2001. Las perspectivas para el conjunto de los países analizados son de suave recuperación de la nueva edificación a partir de 2004 con una cierta estabilidad en la evolución de las obras de rehabilitación o mantenimiento y un empuje positivo de la edificación no residencial a partir de 2003. Según Euroconstruct, el sector de la construcción alcanzó el mínimo en 2001 y comenzará una suave recuperación a lo largo de 2002.

Pero esta tendencia no es común en todos los países. Alemania mantendrá un tono negativo en 2002, pero menos intenso que en 2001, por el mejor comportamiento de la inversión en obra civil ya que la edificación será inferior a la de 2001 y continuará la tendencia de estos últimos años. La misma tendencia, pero con unas tasas más moderadas, se está produciendo en Francia, donde la suave expansión de la obra civil está enmascarando el ligero descenso de la producción inmobiliaria.

Tanto España como el Reino Unido y, en menor medida, Portugal muestran un ritmo de actividad elevado debido a la buena marcha tanto de la edificación como de la obra civil, aunque las perspectivas son de crecimientos más moderados durante 2002 que se prolongarán a lo largo de 2003. En Italia, la construcción ha entrado en una senda de suave ralentización en todos los segmentos, pero aún tendrá una aportación positiva al crecimiento del PIB.



¹ Euroconstruct. European Building Outlook. 2002.

Cuadro 2.1. Sector de la Construcción.
Crecimiento por segmentos 2000-2002

Tasas de variación interanual

	2000	2001	2002
Residencial			
Nueva Obra	2,6%	-4,2%	-2,1%
Rehabilitación y Mantenimiento	2,9%	0,7%	1,8%
No Residencial			
Nueva Obra	2,5%	1,3%	-0,9%
Rehabilitación y Mantenimiento	3,7%	2,1%	1,6%
Total Construcción	2,8%	0,1%	0,5%

Fuente: Euroconstruct

**Cuadro 2.2. Sector de la Construcción.
Crecimiento por países**

Tasas de variación interanual		
	2001	2002
Alemania	-5,8%	-2,1%
Francia	1,6%	0,8%
Italia	4,1%	2,2%
Portugal	2,6%	1,0%
Reino Unido	3,5%	2,8%
Europa	0,2%	0,6%

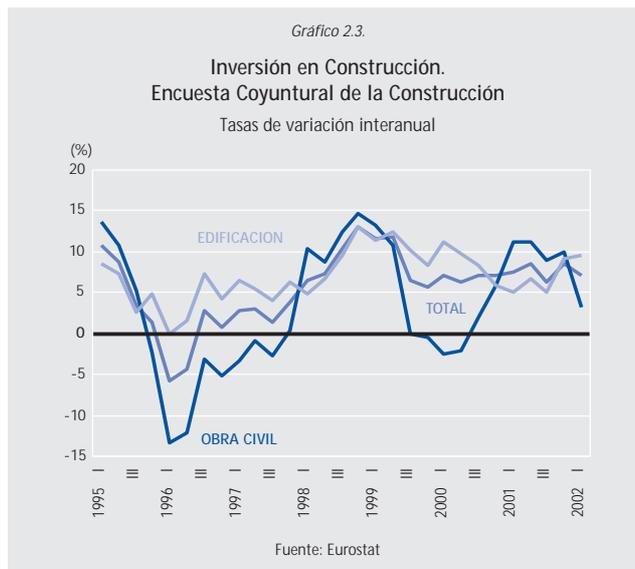
Fuente: Euroconstruct

Y en España se modera

En España, la construcción continúa manteniendo un comportamiento diferenciado respecto al resto de Europa. Aunque ralentizándose, está evolucionando de forma más positiva que en los otros países de la UEM desde el verano de 2001. Así, en el primer trimestre de 2002, la producción real del sector aumentó un 8,6%, casi siete puntos y medio por encima de la media europea, según los datos de Eurostat para el primer trimestre del año.

En términos de contabilidad nacional, la inversión en construcción aumentó un 4,5% en el primer trimestre de 2002, según las estimaciones del INE, medio punto por debajo de la tasa del trimestre anterior. La tendencia de suave moderación del sector que se observa desde principios de 2001 se prolongará a lo largo de 2002, reflejándose tanto en la edificación como en la obra civil.

A diferencia de trimestres anteriores, en el primer trimestre de 2002, el mayor dinamismo correspondió al segmento de la edificación, con un crecimiento interanual de la producción del 9,6%, según los datos preliminares de la Encuesta Coyuntural (ECIC), mientras que en el segmento



de la obra civil el aumento fue del 3,2%, muy por debajo del crecimiento observado en 2001².

La inversión en construcción se encuentra en una fase de desaceleración casi imperceptible. En su conjunto, y a pesar del sostenido impulso de la obra civil, el sector se desacelerará paulatinamente a lo largo del año por el deterioro en la edificación, sobre todo la residencial. Además, la licitación oficial se ha visto impulsada desde el segundo semestre de 2001 como consecuencia de las elecciones de 2003, en especial la obra proyectada por los Organismos Territoriales. Esta mayor licitación de finales de 2001 se traducirá en unos crecimientos de la actividad cercanos al 6% en 2002. En la segunda mitad de 2002 comenzará la ralentización de la licitación, que conducirá a la moderación de la actividad en 2003 hasta el 5%. En conjunto, la inversión en construcción crecerá

² Datos provisionales de Eurostat.

Gráfico 2.2.

España, PIB y Construcción
Tasas de variación anual

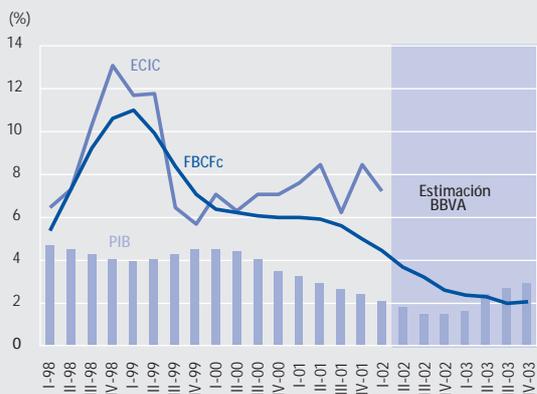
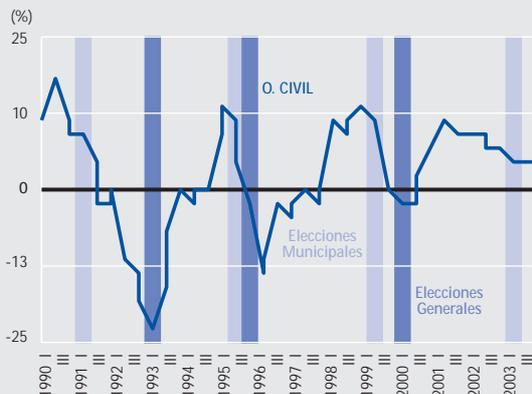
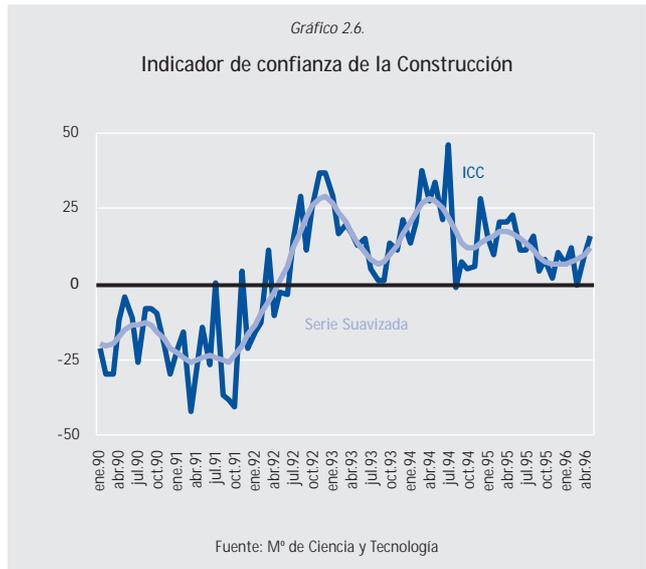
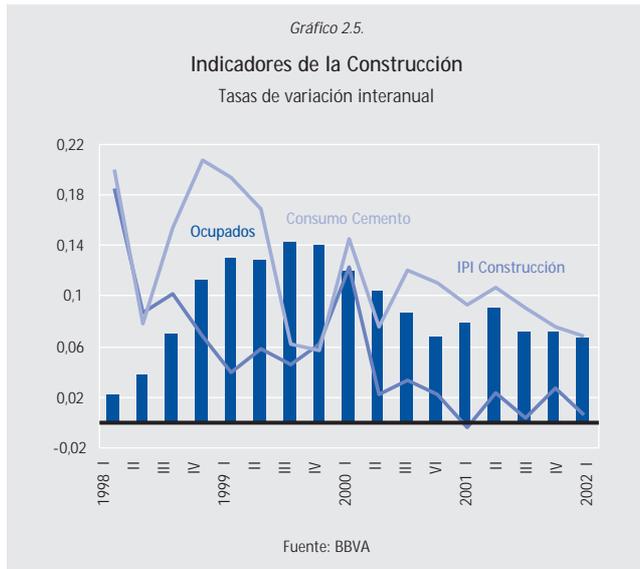


Gráfico 2.4.

Obra Civil y elecciones





en 2002 el 3,5%, 2,2 p.p. menos que el 5,7% registrado en 2001.

Los indicadores de actividad del sector del primer trimestre de 2002 han crecido a tasas menores que las del trimestre anterior, en correspondencia con la ligera ralentización que se está produciendo en el sector. Se ha moderado tanto la generación de empleo como la producción de materiales para el sector de la construcción. El consumo de cemento, a su vez, mantuvo tasas de crecimiento positivas, pero descendentes a lo largo del primer semestre del año.

La confianza de los empresarios del sector se mantuvo alta en los primeros meses de 2002, mostrando, incluso, cierta mejora respecto de las respuestas de los últimos meses de 2001. Esta evolución responde a la buena marcha del mercado inmobiliario desde el punto de vista de los promotores y a un cierto desahogo de la cartera de pedidos, tanto de obra civil como de edificación, que aún se mantiene elevada y asegura un buen nivel de actividad para el resto del año.

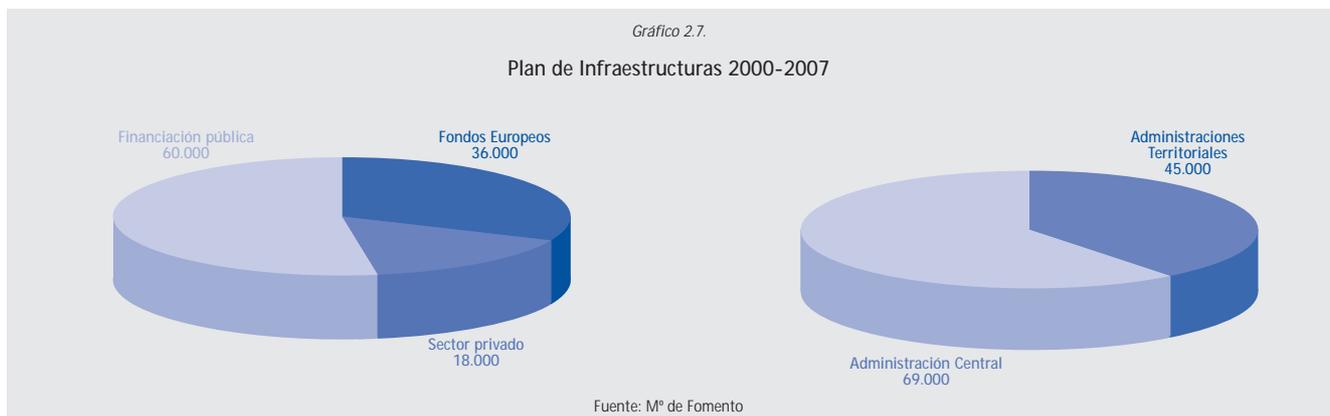
Con un buen desarrollo de la obra pública

En 2001 y la primera parte de 2002, la obra civil ha tenido un papel relevante en el buen comportamiento de la cons-

trucción, que ha crecido a tasas del entorno del 5% en términos reales a lo largo del periodo. El repunte de la edificación y, sobre todo, el buen ritmo de inversión en obra civil, mantuvieron la expansión de la actividad del sector de la construcción durante 2001 y todos los indicadores disponibles apuntan la estabilidad de esta tendencia en la primera parte de 2002.

Tras las elecciones generales de 2000, la actividad en el segmento de la ingeniería civil comenzó a expandirse hasta alcanzar tasas de crecimiento superiores al 10% en 2001. Este aumento de la inversión en obra pública se está realizando, básicamente, en el marco del programa de infraestructuras que están desarrollando las administraciones públicas. Este programa se inició en el año 2000 y tiene un horizonte temporal de diez años.

En su conjunto, el plan de infraestructuras contempla una inversión de más de 114.000 millones de euros en el periodo 2000-2007, que ejecutarán la administración central, en un 60,5%, y las administraciones territoriales, en un 39,5%. Los proyectos se concentran en la extensión de la alta velocidad, en la mejora y ampliación de un cierto número de puertos y aeropuertos españoles, en el



mantenimiento de la red viaria existente y la construcción de algunas circunvalaciones en centros urbanos en expansión.

Los fondos necesarios para la ejecución de estas inversiones provienen de diferentes fuentes. Así, el 52,6% del total de la financiación de la inversión la realizarán las administraciones públicas españolas, mientras que el 31,6% provendrá de fondos europeos y el 15,8% restante del sector privado.

La necesidad de contener los gastos presupuestarios ha llevado a que la financiación indirecta de parte de los proyectos de ingeniería civil haya sido una constante en los últimos años. Con la incorporación en Europa, la disciplina presupuestaria llevó a un ajuste gradual del gasto, que se ha traducido en que la financiación indirecta sea similar a la directa. En el caso de los Ministerios de Fomento y Medio Ambiente, la inversión indirecta supuso el 58% de las inversiones reales efectuadas en 2001 y se espera un porcentaje similar en 2002. Las inversiones directas, si bien han mantenido cierto crecimiento en los últimos años, han perdido importancia relativa en favor de los distintos organismos autónomos existentes en el conjunto de las administraciones públicas.

Las inversiones comprometidas y el desarrollo de los proyectos actualmente en marcha indican que se mantendrá un buen nivel de actividad en la obra civil en 2002 y 2003. La evolución del gasto de las administraciones públicas en

este capítulo no está exento, no obstante, de un cierto efecto electoral que se hará sentir a medida que se acerquen tanto las elecciones locales y autonómicas de 2003 como las generales de 2004.

La inversión pública total en el periodo 2000-2006 dentro del programa de infraestructuras contempla una inversión total de casi 200.000 millones de euros, considerando los proyectos financiados con capital privado. Este volumen de inversión supondrá aproximadamente una aportación igual al 4,5% del PIB de media en el periodo, según se desprende de los datos del Ministerio de Fomento. La inversión en Infraestructuras en el periodo será, como ya se ha comentado, de casi 115.000 millones de euros, lo que equivaldrá al 2,7% del PIB anual. La aportación de los Fondos Europeos destinados al Plan de Infraestructuras tendrá un impacto de casi el 0,8% del PIB de media en el periodo 2000-2006. Tres cuartas partes de esta inversión se realizará en los cuatro primeros años del programa, dejando para el periodo 2004-2006 una inversión total cercana a los 34.000 millones de euros.

Y una edificación aún con tasas crecientes

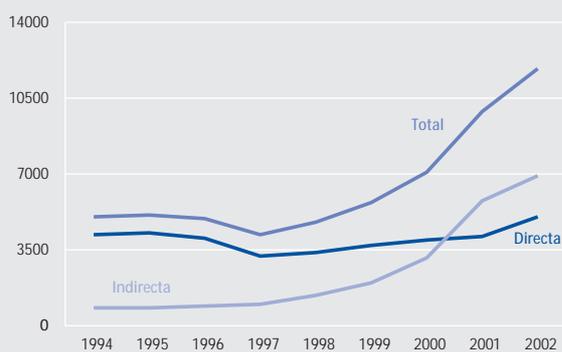
La falta de información sobre los indicadores adelantados de vivienda no permiten analizar en profundidad la evolución del segmento en los primeros meses de 2002. Otros indicadores indirectos, como la financiación y el grado de utilización de los recursos productivos, sugieren que la producción de viviendas se está manteniendo en unos niveles elevados y similares a los observados en 2001.

Ello nos lleva a revisar las estimaciones al alza, en lo que a la producción de viviendas se refiere en 2002. Los datos de la utilización de los recursos sugieren que si bien descenderá el ritmo de iniciación de viviendas, no lo va a hacer de forma importante y que pudieran alcanzarse las 450.000 nuevas viviendas iniciadas en el conjunto de 2002.

Este ritmo de iniciación, junto con la obra ya en marcha, significa que se mantendrá la actividad edificadora a lo largo de 2002, mostrando un ligero avance en términos de contabilidad nacional. En 2003, sin embargo, la actividad promotora se reducirá como consecuencia del menor número de iniciaciones. La tendencia de la iniciación de viviendas sugiere que en 2003 continuará reduciéndose el número de viviendas iniciadas y que nos situaremos en un nivel de producción más moderado que los observados en estos años de fuerte dinamismo inmobiliario.

Gráfico 2.8.

Inversiones reales. M^o de Fomento y Medio Ambiente
Millones de euros



Fuente: M^o de Fomento

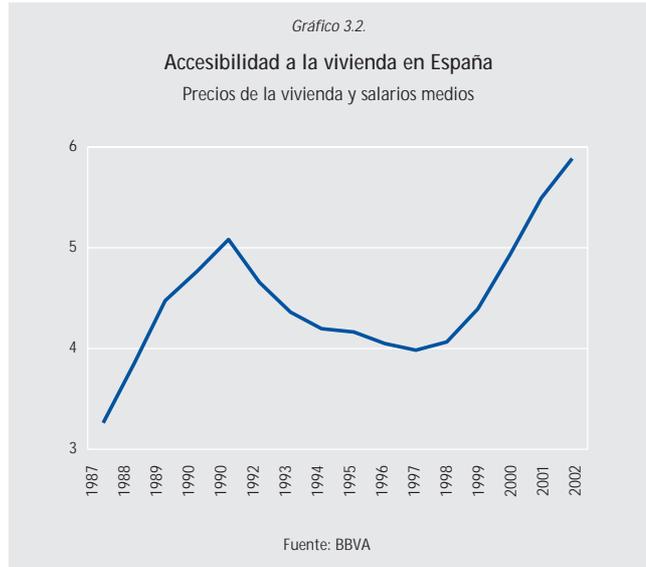
3. Mercado Inmobiliario

Contrariamente a las previsiones, ha continuado muy activo

En los meses transcurridos de 2002, el mercado inmobiliario español se ha comportado de forma desigual: mientras que los alquileres y los precios de las superficies comerciales y de oficinas se han ido estancando a medida que ha descendido la demanda y ha aumentado la superficie disponible, en el mercado residencial las revalorizaciones han sido similares a las del segundo semestre de 2001 y se han mantenido ritmos de ventas elevados y escasez de oferta en algunas zonas.

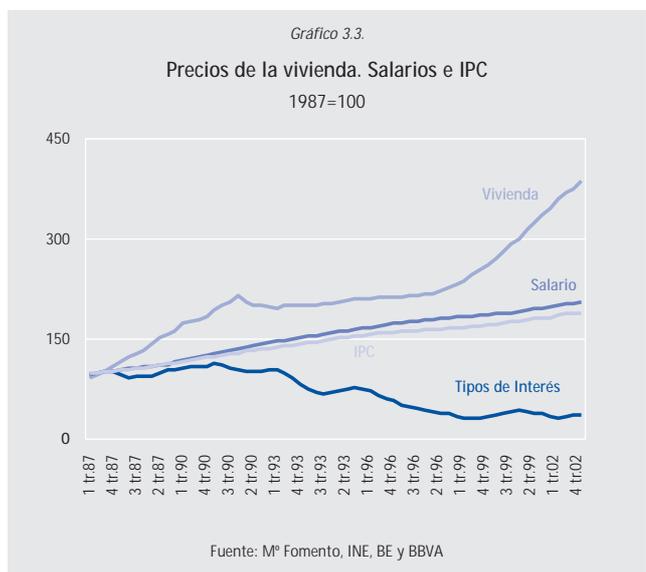
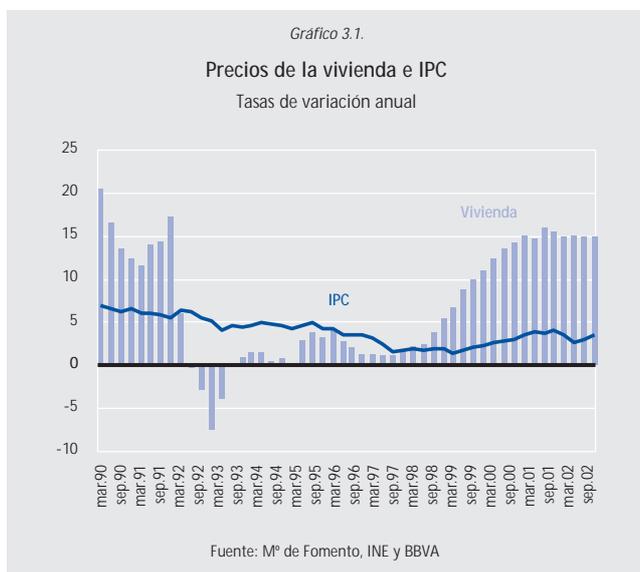
Contrariamente a las previsiones, la desaceleración económica está teniendo un impacto limitado en el mercado inmobiliario residencial en la primera parte de 2002. El número de transacciones no se está reduciendo con la misma intensidad que la prevista, lo que refleja la existencia de una demanda amplia y solvente que se está traduciendo en un mantenimiento de la tasa de crecimiento de los precios del entorno del 15% en la primera parte del año, según se desprende de los primeros datos facilitados por las empresas tasadoras. Así al final del segundo semestre de 2002, el precio medio de la vivienda en España se habría situado en el entorno de los 1.175 euros por metro cuadrado construido, con una revalorización real superior al 10% de media a finales de junio.

Los crecimientos actuales de los precios inmobiliarios no son sostenibles en el medio plazo, pero ello no quiere decir que se producirá una paralización repentina del mercado de la vivienda con un desplome de los precios. Existen, sin embargo, incertidumbres sobre la verdadera rentabilidad de las inversiones inmobiliarias actuales en el corto y medio plazo, ya que los niveles de precios podrían estar cerca de sus máximos en algunas zonas.



Si bien los segmentos inmobiliarios más orientados a la producción o comercialización de bienes y servicios están reflejando la moderación de la actividad económica, el de la vivienda, tanto de primera como de segunda residencia, está comportándose de forma ajena a la ralentización de la economía, dando lugar a incertidumbre sobre la existencia de una burbuja inmobiliaria que pudiera pasar factura en un futuro cercano.

Esta incertidumbre estaría justificada si se atiende al intenso deterioro que se ha producido en la relación entre el precio de la vivienda y los ingresos salariales en los últimos años: así, mientras que en 1999 el precio medio de una vivienda era equivalente a algo más de cuatro veces el salario medio anual, en el año 2000 esta relación aumentó hasta cinco veces y a mediados de 2002 el precio medio de una vivienda es igual ya a casi seis años del salario bruto. También es preocupante el diferencial de crecimiento que se ha producido entre el precio de la vivienda y la inflación, lo



que ha llevado a un importante deterioro del precio relativo de la vivienda respecto de otros bienes.

Además, la capacidad de pago de las familias se está deteriorando desde 1999. El aumento de los precios por encima de la capacidad de pago de los agentes indicaría que existe el riesgo de burbuja, ya que las familias compran tanta "cantidad" de vivienda como pueden pagar. Sin embargo, la reducción de los tipos de interés y el incremento de los plazos de amortización de los últimos años llevaron a que las familias alcanzaran una capacidad de pago muy elevada, en relación con periodos anteriores. Así, el esfuerzo que las familias tienen que hacer para acceder a la vivienda, medido como la proporción de la renta destinada a los pagos de las cuotas hipotecarias, a mediados de 2002 es similar al que existente en 1986 o en 1995, como se observa en el gráfico 3-4.

Al igual que en los edificios de oficinas o comerciales o con las industriales, en los que el precio de equilibrio se determina por la capitalización de las rentas anuales que dicho inmueble genera, en el caso de las familias se puede realizar un ejercicio similar definiendo el precio de equilibrio como aquel que se obtiene de capitalizar el alquiler mensual del inmueble al tipo de interés de mercado. Partiendo de los precios de las viviendas y de los tipos de interés hipotecarios de mercado, ambos en términos reales, se ha construido una serie de la renta de alquiler implícita en dichos precios del inmueble. Esta renta se ha cotejado con los ingresos familiares y los resultados, gráfico 3-5, muestran que con los precios y los tipos de interés de mercado actuales, la renta implícita de la vivienda en 2001 es ciertamente mayor que la estimada para los dos años previos, pero aún se mantiene muy por debajo de la media de los últimos 15 años.

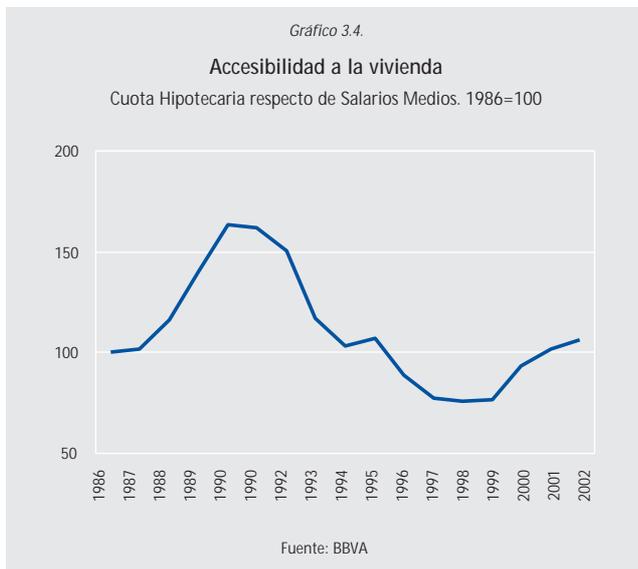
Una burbuja inmobiliaria se produce cuando los precios de las viviendas crecen por encima de las tasas justificadas

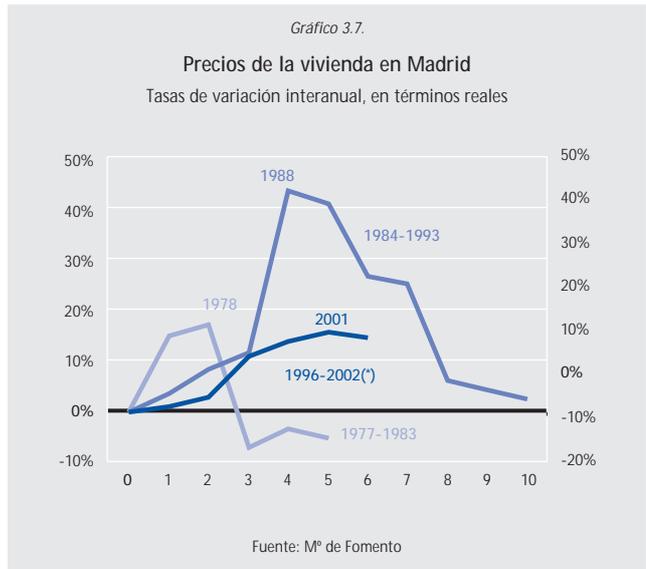
por sus determinantes fundamentales debido a razones psicológicas o especulativas. Sin embargo, otras fuerzas no especulativas pueden inducir a crecimientos temporales de precios por encima de los de equilibrio en el largo plazo sin que tengan, necesariamente, que ajustarse en el corto plazo y de forma brusca.

Los factores de impulso se deterioran

En los últimos años, un número de factores ha impulsado la demanda inmobiliaria por encima de lo que los motivos demográficos hubieran sugerido. Entre dichos factores, cabe destacar la importante mejora de la de accesibilidad a la vivienda, cuyo ratio se encuentra en niveles relativamente bajos, no muy por encima de los mínimos del año 1999: Además, el aumento del empleo y la mejora de la renta real ha facilitado no solo que un segmento amplio de la población accediera por vez primera a una vivienda, también que una parte importante de las familias cambiara a una residencia mejor o adquiriera una segunda vivienda. A este impulso hay que añadir la importante demanda de no residentes que se ha producido con la integración monetaria europea. También la competencia entre entidades para atraer clientes ha alimentado la demanda residencial. Por último, la puesta en circulación del euro ha llevado a que muchas familias hayan anticipado una serie de compras en 2001, como la de bienes inmuebles, en lo que se ha denominado "efecto euro".

Sin embargo, y como ya se ha comentado en anteriores números de BBVA Situación Inmobiliaria, algunos de los factores que han motivado la fuerte expansión de la demanda inmobiliaria han ido perdiendo dinamismo desde comienzos de 2001: la accesibilidad a la vivienda ha empeorado, la generación de empleo se ha ralentizado y no se están produciendo avances significativos en los salarios reales. Los tipos de interés están aumentando desde prin-



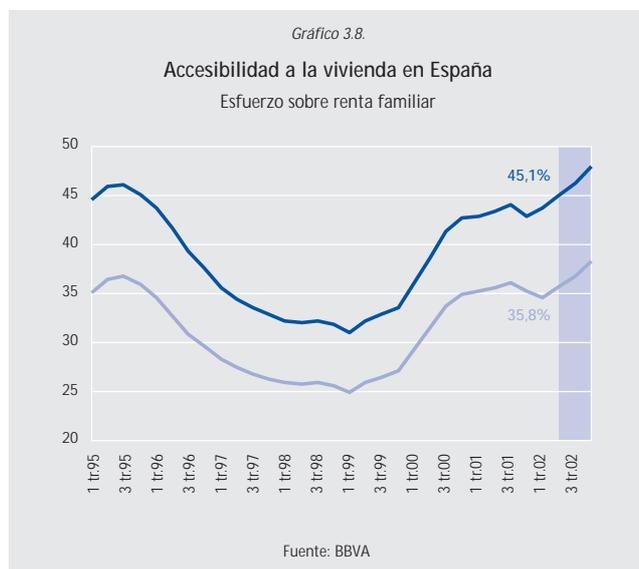


cipios de año y la menor entrada de turistas alterará las expectativas inmobiliarias de las zonas más orientadas a la segunda residencia. Todo ello terminará por reducir el número de viviendas demandas y, con ello, la presión sobre los precios.

Las previsiones para la segunda parte del año indican, sin embargo, que si bien se pudieran moderar ligeramente los aumentos de los precios de las viviendas, estos continuarán creciendo a tasas de dos dígitos y pudieran cerrar el año con avances del entorno del 12%. La tendencia de la serie muestra cierta moderación en los dos últimos trimestres de 2002, gráfico 3-6. Comparando la evolución de los precios de los últimos años con la de ciclos inmobiliarios anteriores, la serie de los precios en Madrid pone de manifiesto que, en el actual ciclo, los aumentos se están produciendo en un periodo más dilatado y están siendo mucho menos intensos que en los dos ciclos anteriores, siempre que se comparen en términos reales.

Se eleva el esfuerzo para acceder a una vivienda

Los avances de los precios inmobiliarios en 2002, junto con unos tipos de interés ligeramente más elevados, han deteriorado los indicadores de accesibilidad a la vivienda. Al final del segundo trimestre de 2002, el precio de una vivienda media en España era equivalente a casi seis años del salario medio. Este importe supone destinar el 45% del salario bruto al pago de las cuotas hipotecarias para la compra de una vivienda. Estos ratios indican un empeoramiento respecto de los observados en el último trimestre de 2001 y sitúa el esfuerzo para acceder a una vivienda en niveles similares a los de 1995, cuando el precio era ligeramente superior a la mitad de los precios actuales y los tipos de interés más del doble de los que se registran en estos momentos. Los aumentos de los tipos de interés en los dos primeros trimestres de 2002 han reducido sensiblemente la capacidad de endeudamiento de las familias españolas hasta los 90.000 euros de media.



Indicador de accesibilidad ponderada

La incorporación de la mujer al trabajo remunerado ha sido una de las principales tendencias del mercado laboral en la última década, lo que ha supuesto que cada vez existan más hogares en los que ambos componentes de la pareja trabajan. De hecho, las parejas con ambos miembros trabajando se han convertido en la forma predominante en la mayoría de los países miembros de la Unión Europea, como se pone de manifiesto en un reciente trabajo de Eurostat¹.

En este sentido, en España, el proceso de la integración de la mujer en el mercado laboral ha sido especialmente intenso durante la década de los noventa. En el año 2000, el 42% de los hogares españoles estaba formado por parejas en las que trabajaban los dos miembros, lo que ha supuesto un avance de 12 puntos porcentuales desde 1992.

Los datos detallados disponibles de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, desde 1997 hasta 2000, ponen de manifiesto que, en tan solo tres años, el número de ocupados por familia, debido a la incorporación de cónyuges al mercado de trabajo, aumentó desde una media de 1,32 hasta 1,42 ocupados por familia, considerando la totalidad de las familias con algún miembro activo.

Este hecho ha podido tener cierta importancia en el mercado inmobiliario en la medida en que han aumentado los ingresos familiares, especialmente los de los hogares más jóvenes en los que el aumento del empleo femenino ha sido más intenso, favoreciendo la demanda residencial. Asimismo, ha permitido que aumentara el número de hogares unipersonales, lo que también favorece la demanda residencial.

Con estos datos, el Servicio de Estudios del BBVA ha elaborado una serie, que se extiende desde 1990 hasta 2002, de ingresos medios por hogar que refleja la incidencia de los aumentos salariales, y también incorpora el efecto del aumento del número de personas que trabajan en cada familia desde 1990 hasta 2002.

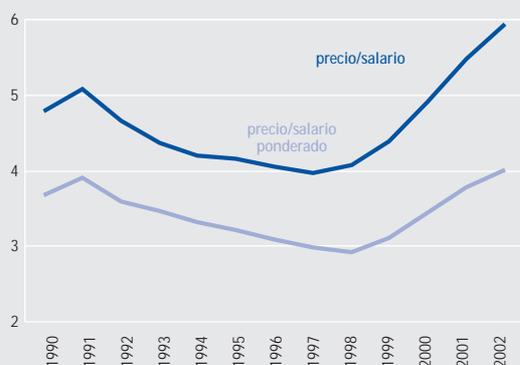
Teniendo en cuenta estos ingresos medios por hogar, la serie de los precios medios de la vivienda, la del tipo del interés medio de las hipotecas y una estimación del periodo medio de amortización de las hipotecas², es posible calcular un índice de accesibilidad ponderado, que incorpora el número medio de personas que trabajan en una familia. Toda esta información se recoge en el cuadro 1 se representan los datos y estimaciones utilizados para calcular dicho indicador.

¹ Franco, A. y Winqvist, K. "Women and Men reconciling work and family life". Statistics on Focus. Eurostat. Population and Social Conditions. Theme 3-9/2002. European Communities 2002.

² En 1990, la hipoteca media tenía una maduración de 10 años. En 1995, el periodo de amortización se había alargado hasta los 15 años en la mayoría de los nuevos créditos. Ya en 1998, con bajos tipos de interés, el plazo de las nuevas hipotecas aumentó hasta los 20 años. Teniendo en cuenta estas consideraciones, se ha elaborado una serie anual de periodos de amortización de los préstamos hipotecarios que ha tratado de reproducir lo que pasó en el mercado hipotecario durante esos años.

Gráfico 1

Precio de la vivienda y salario familiar



Fuente: BBVA

Cuadro 1. Indicador de Accesibilidad Ponderado

Año	Nº de Ocupados/Familia	Salario Medio Ponderado	Precio Vivienda Ptas/m2	Tipo de Interés Medio	Plazo Amortz- años
1990	1,30	2.304,1	94.070	16,66%	10
1991	1,30	2.478,8	107.543	15,21%	11
1992	1,30	2.666,0	106.102	15,41%	12
1993	1,26	2.746,8	105.670	11,73%	13
1994	1,27	2.894,3	106.415	10,26%	14
1995	1,29	3.076,8	110.155	11,01%	15
1996	1,31	3.261,7	112.197	8,17%	17
1997	1,33	3.428,3	113.942	6,25%	19
1998	1,39	3.669,8	119.238	5,64%	20
1999	1,41	3.809,5	131.829	4,72%	20
2000	1,43	3.952,4	150.905	5,76%	20
2001	1,45	4.147,9	174.100	5,76%	20

Fuente: Mº de Fomento, Banco de España, y BBVA.

El indicador estimado reflejaría los efectos que tiene para el acceso a la vivienda el aumento del número de trabajadores por hogar junto con la evolución que han experimentado el resto de las variables que componen el indicador.

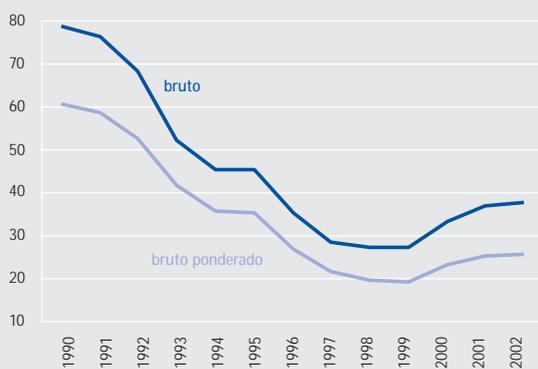
Los resultados muestran, como es lógico, unos ratios de accesibilidad más favorables que los estimados cuando se imputa un único salario por hogar. Así, como se puede observar en el gráfico 1, la relación entre el precio de la vivienda y los ingresos familiares ponderados presenta unos valores más favorables y en línea con los de otros países de nuestro entorno (ver BBVA Situación Inmobiliaria de marzo 2002). En el caso de un hogar con un solo salario, el precio de una vivienda suponía casi seis veces el salario medio anual a mediados de 2002, ratio que se rebajaba a cuatro años cuando se tiene en consideración la media ponderada del número de personas trabajando por hogar.

Cuando se consideran las condiciones hipotecarias y se calcula el esfuerzo financiero para acceder a una vivienda, en el caso de solicitar un crédito hipotecario por el 80% del precio de la misma, los ratios de accesibilidad también mejoran al considerar en el caso de los salarios ponderados. Así, mientras que en un hogar monosalarial, el esfuerzo para acceder a una vivienda media en las condiciones de mercado suponía el 45% del salario bruto a mediados de 2002; en el caso de considerar las nuevas estimaciones de los ingresos ponderados, el grado de esfuerzo se reduce hasta el 30% cuando el crédito solicitado era a 15 años y hasta el 25% si la maduración se prolongaba hasta los 20 años. Una reducción similar se observa cuando se introducen las desgravaciones fiscales por la compra de la vivienda (esfuerzo neto).

En este sentido, conviene recordar que del total de hogares existentes en España en el año 2000, el 37,4% de los mismos tenían un solo ingreso salarial y el 31,7% dos o más ingresos salariales. El restante 30,9% de las familias estaba formado por personas no activas, en el 86% de estos casos, y por familias con todos sus miembros en paro, en el 14% de este conjunto de familias.

Gráfico 2

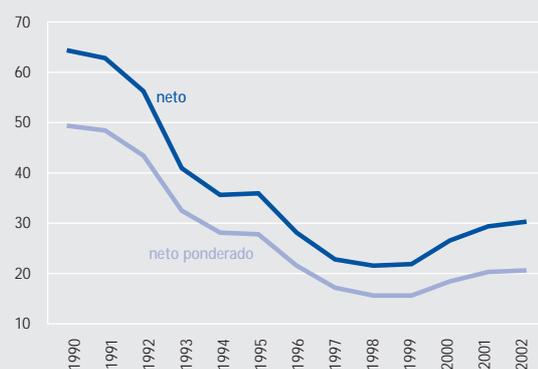
Accesibilidad a la vivienda
Esfuerzo Financiero Bruto (%)



Fuente: BBVA

Gráfico 3

Accesibilidad a la vivienda
Esfuerzo Financiero Neto (%)



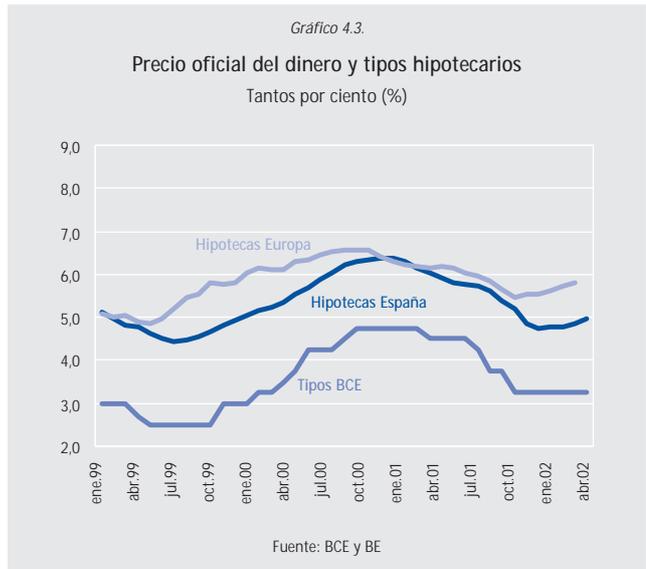
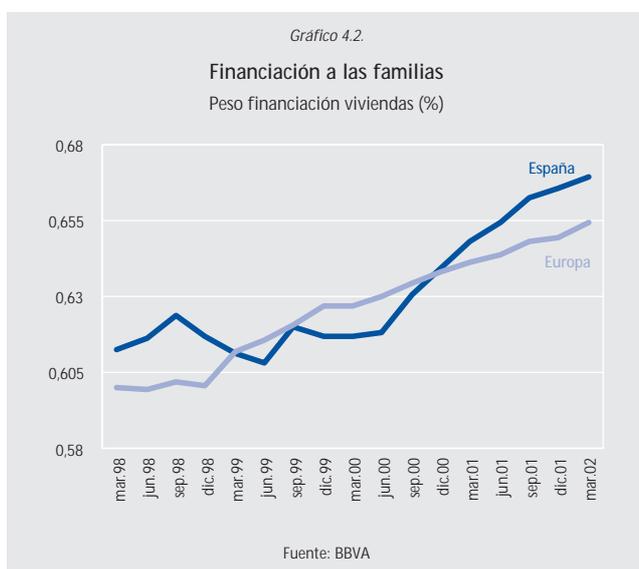
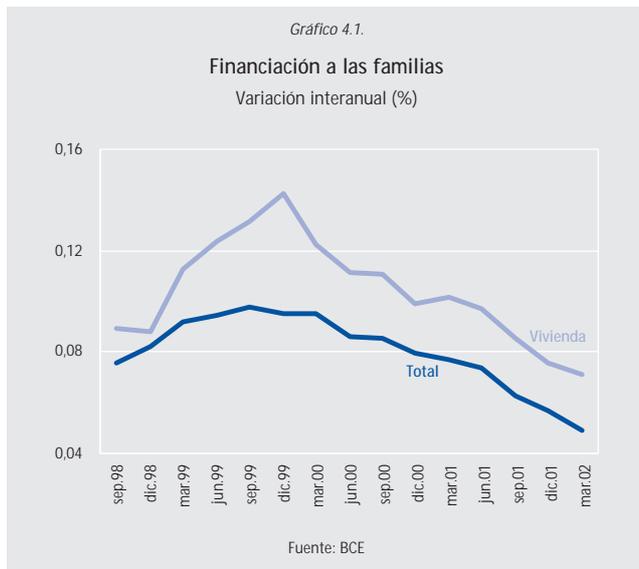
Fuente: BBVA

4. Financiación Inmobiliaria

Entorno Europeo. Se desacelera la financiación a las familias y se modera el crédito para la compra de vivienda

En Europa, como consecuencia de la ralentización económica, la financiación a las familias se ha moderado de forma importante en los dos últimos años, hasta situarse las tasas de crecimiento por debajo del 5% en el primer trimestre de 2002, casi la mitad del crecimiento de finales de 1999. En 2002, ésta desaceleración del crédito se está produciendo en un contexto de tipos de interés ligeramente al alza, que, previsiblemente, se intensificará en 2003.

Las líneas de crédito destinadas a la financiación de la adquisición de viviendas están siendo más dinámicas que el resto de líneas, con tasas de crecimiento más elevadas, pero siguiendo la misma tendencia descendente que el



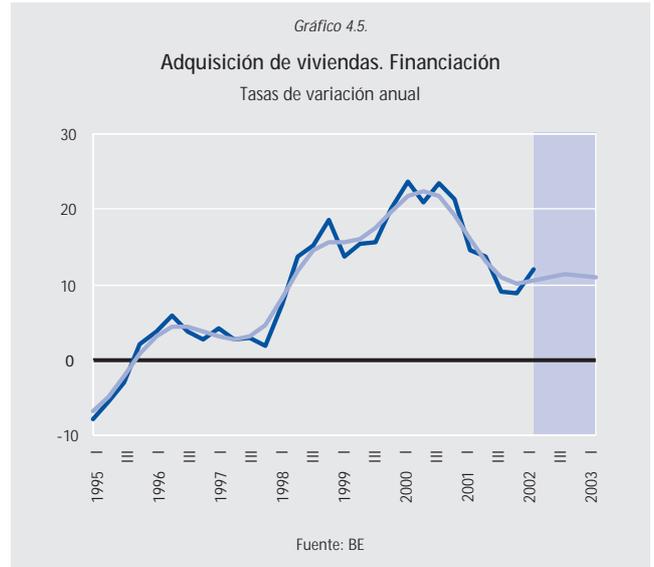
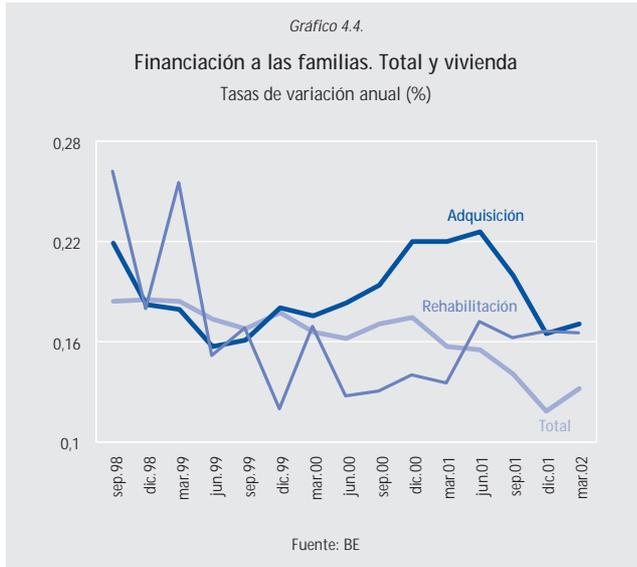
conjunto de la financiación a las familias. En el primer trimestre de 2002, el crédito para la adquisición de vivienda alcanzó un saldo vivo de 2,05 billones de euros, con un aumento interanual del 7,1%.

Como consecuencia de este mayor crecimiento, la financiación a la vivienda está ganando peso en el conjunto de la financiación a las familias en la mayoría de los países de la Unión Europea. En los últimos cuatro años, la importancia de la financiación a la vivienda ha aumentado más de cinco puntos porcentuales, hasta alcanzar el 65,4% del total del crédito a las familias en el primer trimestre de 2002.

A pesar de la estabilidad con la que se han mantenido los tipos de intervención por parte de la autoridad monetaria a lo largo del primer semestre de 2002, los tipos de interés de mercado mantuvieron la tendencia creciente, que se inició a finales de 2001. Ello tendrá un claro reflejo en los tipos hipotecarios que se situarán en el entorno del 6,0% a finales del segundo trimestre. Esta senda alcista actual pudiera llevar a que el tipo medio para las hipotecas en Europa sea del entorno del 6,50% a finales de 2002. Estos aumentos de tipos encarecen la financiación, lo que repercutirá negativamente en la demanda inmobiliaria y en la del crédito hipotecario, que continuará desacelerándose hasta situarse en tasas del entorno del 5% a final de 2002.

España mantiene diferencial de crecimiento

En España, el diferencial de crecimiento del consumo de las familias respecto de Europa está reflejándose en una mayor expansión del crédito, que ha avanzado a una tasa 8 puntos por encima de la europea desde 1999. El crecimiento del crédito a las familias en España ha sido más intenso que en Europa y su desaceleración está siendo más tardía y débil.



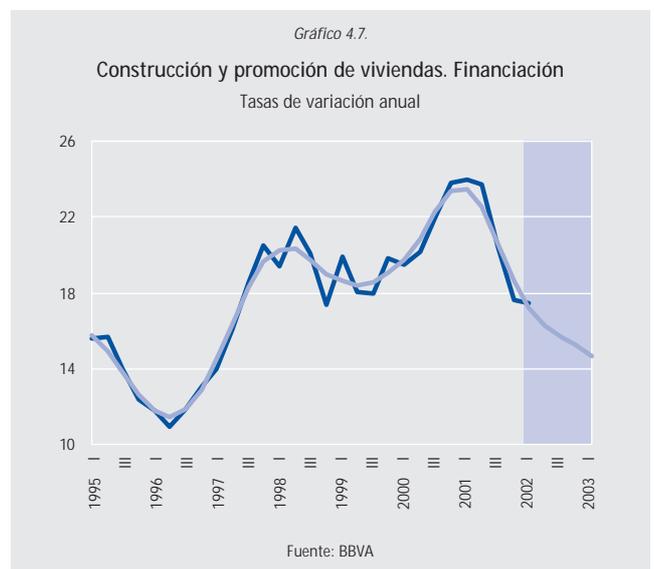
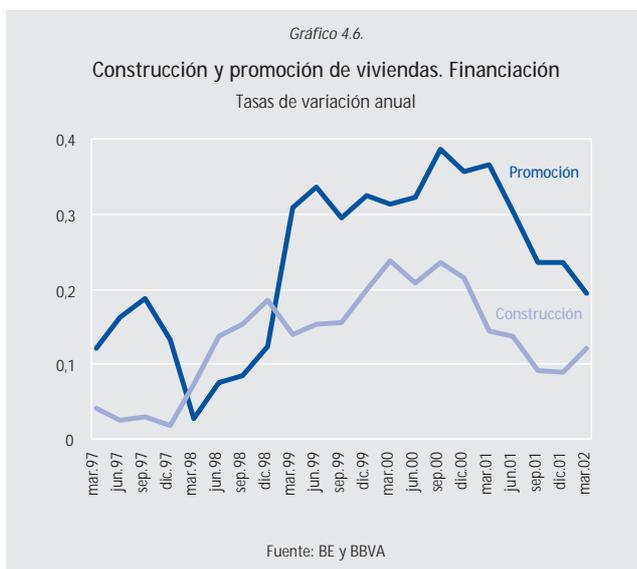
La financiación a la vivienda, sin embargo, ha tenido un comportamiento diferenciado respecto de la media europea por el intenso dinamismo del mercado inmobiliario español en los últimos años. A lo largo de 2000 y durante la primera mitad de 2001, al contrario que en Europa, el crédito para la adquisición de vivienda mantuvo la senda expansiva de trimestres anteriores hasta alcanzar un ritmo de crecimiento superior al 22% en tasas interanuales. Esta tendencia se rompió el verano pasado, dando lugar a una desaceleración mucho más intensa en la segunda parte de 2001 que se ha moderado en los primeros meses de 2002, con tasas de crecimiento interanuales del entorno del 16%.

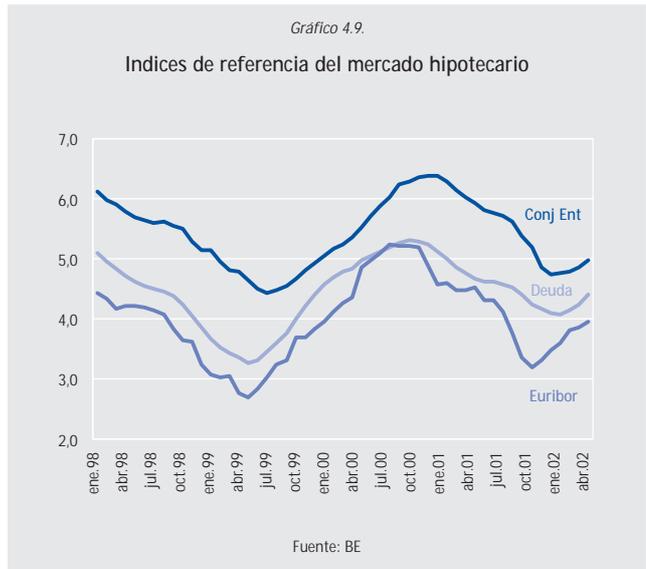
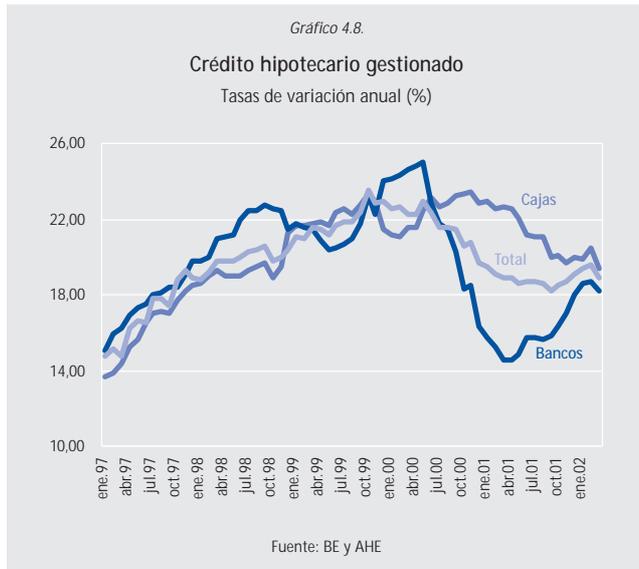
Al igual que en Europa, la financiación para la adquisición de vivienda en España también está ganando peso entre la financiación a las familias por la mayor expansión de este tipo de crédito frente a los créditos comerciales. En el primer trimestre de 2002, el crédito destinado a la compra o rehabilitación de vivienda alcanzó un saldo vivo de 0,214

billones de euros, lo que suponía que el 67,0% del total de la financiación a las familias se destinaba a este segmento, más de seis puntos por encima de la participación en 2000.

La finalización y entrega de un importante número de nuevas viviendas a lo largo de 2002, vendidas sobre plano, junto con la existencia de un nivel de precios mayor supondrá un impulso de la demanda de créditos por parte de las familias que se traducirá en tasas de crecimiento similares a la observada en el primer trimestre del año.

El crédito a las empresas para la construcción y promoción de viviendas mostró una evolución similar a la del crédito para la adquisición, especialmente hasta finales de 2001. Sin embargo, en los primeros meses de 2002, la financiación a las empresas ha continuado moderándose, mostrando una tendencia de clara desaceleración a lo largo del año. Las mayores incertidumbres sobre la situación del mercado inmobiliario en el corto y medio plazo pudieran





llevar a una ralentización de la financiación a las empresas promotoras que tendrá su reflejo en menor crecimiento de la cartera de este segmento.

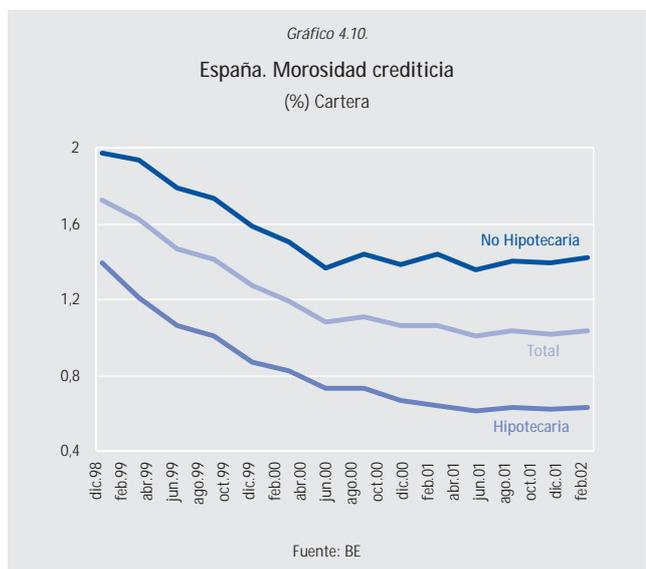
La moderación de la financiación a la vivienda en los primeros meses de 2002 no está teniendo un reflejo evidente en el crédito hipotecario, que continua expandiéndose a tasas elevadas y similares a las de trimestres anteriores. A finales de abril de 2002, la financiación hipotecaria alcanzó un saldo total de 315.000 millones de euros, correspondiendo más de 300.000 millones a los préstamos en cartera de las entidades, el 95% del total, y casi 15.000 millones a los créditos hipotecarios titulizados en los mercados de bonos. Este volumen de crédito era un 18,8% más elevado que el de abril de 2001. Desde mediados de 2001, este segmento está evolucionando de forma estable, con tasas de crecimiento del entorno del 19%, aunque desigual, con un mayor dinamismo, aunque moderándose, por parte de las cajas y cierta expansión por parte de los bancos.

Esta estabilidad del crédito en los primeros meses de 2002 está teniendo lugar en un entorno de tipos de interés al alza, que en el mercado hipotecario supondrán aumentos cercanos a los 60 puntos básicos en los seis primeros meses del año. Tras siete meses de aumentos, en junio de 2002, los índices de referencia de los préstamos hipotecarios ligados a los mercados monetarios descenderán unos 10 puntos básicos, situándose en el entorno del 3,88% de media del mes. Esta inflexión supone un cambio de tendencia en la evolución en el corto plazo de los tipos de interés y obedece a la apreciación por parte del mercado de un cierto retraso de las alzas esperadas de los tipos de interés del Banco Central Europeo que lo pensado en los primeros meses del año.

Este descenso de tipos en los mercados monetarios tardará unos meses en trasladarse a los índices elaborados a

partir de los tipos de interés efectivos de las entidades financieras, que mantienen aún una senda creciente. En mayo de 2002, los índices de activo del mercado hipotecario aumentaron 14 puntos básicos de media, cerrando el mes en el entorno del 5%. El índice de la deuda pública también mantuvo la senda creciente de los primeros meses del año y cerró mayo en el 4,40% de media.

A pesar de este aumento de los tipos de interés, los ratios de morosidad se mantuvieron estables durante los primeros meses de 2002. Así, en marzo de 2002, la morosidad hipotecaria se situó en el 0,63% del total de la cartera, similar a la de 2001, y muy por debajo de la morosidad del resto de líneas de crédito. Como se puede observar en el gráfico 4-6, los ratios de morosidad se mantienen en mínimos desde diciembre de 2000. La desaceleración económica y el contexto de tipos de interés al alza pueden llevar a un ligero repunte de los créditos dudosos, si bien la no destrucción de empleo asegura que no se producirán ratios



de morosidad tan elevados como los de desaceleraciones económicas pasadas.

La elevada demanda de recursos financieros para atender la expansión del crédito está favoreciendo el desarrollo de los instrumentos de pasivo propios de este mercado, que han aumentado sus emisiones. En abril de 2002, el saldo vivo de cédulas hipotecarias alcanzó un volumen de casi 16.000 millones de euros, un 24% por encima del saldo existente un año antes.

También se ha avanzado en el proceso de titulización de parte de la deuda hipotecaria. En los cinco primeros meses de 2002 se han producido tres emisiones de bonos de titulización hipotecaria por un importe total cercano a los 1.200 millones de euros. Este instrumento mantenía un saldo vivo cercano a los 14.800 millones de euros a finales del primer trimestre de 2002.

Cuadro 4.1. Titulación

FONDO	FECHA	PRÉSTAMOS PARTICIPADOS	
		Mill. €	Mill. ptas.
TOTAL	2000	3.062,0	509.579
Foncaixa Hipotecario 3	JUL 2001	1.500,0	249.579
Banesto 3	JUL 2001	545,0	90.680
Hipocat 4	JUL 2001	300,0	49.916
BZ Hipotecario 3	JUL 2001	310,0	51.580
Bankinter 3	OCT 2001	1.322,5	220.045
UCI 7	OCT 2001	455,0	75.706
AYT. Cédulas Cajas II	NOV 2001	2.500,0	415.965
Foncaixa Hipotecario 4	DIC 2001	600,0	99.832
TOTAL	2001	7.532,5	1.253.303
Hipotebansa X	FEB 2002	317,0	52.744
Rural Hipotecario III	MAY 2003	325,0	54.075
Barclays Hipotecario I	MAY 2002	530,0	88.184
TOTAL	2002	1.172,0	195.003

Fuente: Europea de Titulización

5. Situación Inmobiliaria en Latinoamérica

Argentina: actividad de la construcción y el sector inmobiliario

Departamento de Research. BBVA Banco Francés

I- El sector de la construcción

i. El sector durante el año 2001

El sector de la construcción finalizó el año 2001 con una de las mayores caídas registradas en los últimos diez años ante la falta de confianza y a las restricciones de liquidez que impuso el corralito financiero. De todos los sectores productivos, fue el que registró la peor evolución casi triplicando la baja observada en el PIB. En el cuarto trimestre del 2001 la inversión en construcción cayó un 20,6%, según las estimaciones del Ministerio de Economía, con lo que la caída para el año se situó en -9,4%. Por el lado de la oferta, el valor agregado del sector se redujo en -22,7% en el cuarto trimestre de 2001 y en -11,6% para todo el año.

Durante el primer trimestre del año, el valor agregado de la construcción continuó cayendo en 41,5% respecto del mismo período del año anterior, con un PIB que se redujo en 16,3%. Por el lado de la demanda la inversión en construcción se deterioro en 40,4%.

La elasticidad de la construcción a la evolución del PIB es distinta en las recesiones y en las expansiones. En general, durante los períodos de crecimiento, un aumento del PIB del 1% se corresponde con un aumento de la construc-

ción de 1,8%. Sin embargo en los períodos de recesión una caída de producto de 1% se condice con una baja de la construcción de 2,5%. Con lo cual, dada la caída proyectada en el PIB de -17% para este año, la construcción podría llegar a caer cerca de un 40%.

El Indicador Sintético de la Construcción, provee información mensual sobre la actividad del sector. Dado que constituye una muestra más pequeña puede presentar algunas variaciones respecto de lo estimado para las cuentas nacionales. De acuerdo con este indicador, el sector continuó cayendo durante el mes de abril con una baja de 35,6% comparado con abril del 2001, aunque en mayo la caída se desaceleró levemente a 35,1%. En términos desestacionalizados la actividad cayó 5,5% en abril y recuperó parte de lo perdido en mayo con una suba de 3,3%. Parte de este aumento se explica por: a) lo reducida de la base de comparación, b) porque los despachos al mercado interno aumentaron por compra anticipada de insumos ante el temor a un rebrote inflacionario, c) por sustitución de importaciones en lo referido a fabricación de pisos cerámicos.

De esta forma, los primeros cinco meses del año se acumulan una baja de 39,8%. El único dato alentador es que la tendencia ciclo, que se muestra en el gráfico a continuación, indica que la caída se está desacelerando.

Cifras al mes: Mayo/02

Indicador Sintético Act. Const.

Var. % a/a

Interanual	-35,1%
Ult. 3 meses (*)	-36,0%
Ult. 12 meses (*)	-24,2%

(*) Variación respecto a igual período año anterior

Fuente: Indec

Gráfico 5.1.

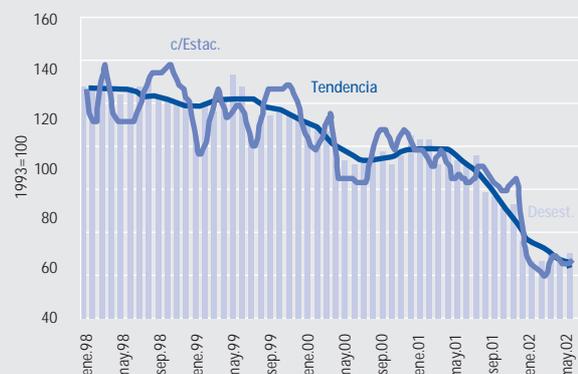
Actividad de la construcción y PIB
Tasas de variación, series a precios de 1993



Fuente: M° Economía

Gráfico 5.2.

Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC)



Fuente: Indec

A diferencia de crisis anteriores donde la construcción comienza a recuperarse junto con el PIB, la característica no transable de este sector junto con la falta de financiamiento disponible, implica que esta actividad tardaría más tiempo en volver a crecer comparado con otros sectores que están más ligados al comercio exterior. Dado que esperamos una modesta recuperación del PIB del 0,5% el año próximo, la construcción podría recién arrojar mejoras a partir del año 2003.

ii. Los pedidos de superficie a construir constituyen un indicador adelantado para la actividad

Otro indicador de la evolución de la actividad son los permisos de edificación en metros cuadrados, que anticipan la futura actividad del sector y la oferta real de unidades inmobiliarias. La superficie a construir se registra por los permisos que se otorgan en 42 municipios y se contabiliza en metros cuadrados.

Los permisos de construcción vienen cayendo desde fines de 1998, pero a partir de principios del 2001 la caída se intensificó y en ese año mostraron una baja de -20,6%.

En los primeros cinco meses del año 2002, la superficie a construir registrada cayó un promedio de 56,6% respecto del mismo período del año anterior, a su vez la tendencia ciclo todavía no anticipa que la actividad haya alcanzado un piso.

Permisos de edificación en 42 municipios	
Tasa de Variación	Mayo-02
Interanual	-54,6%
Ultimos 3 meses (*)	-51,9%

(*) Variación respecto a igual período año anterior.
Fuente: Indec

Como se dijo anteriormente la superficie a construir es un indicador adelantado de lo que ocurrirá en el sector. Bajo un test de causalidad se comprobó que en promedio, los permisos anticipan la evolución del ISAC en 6 meses y, por cada 1% de crecimiento interanual en los metros cuadrados a edificar registrados, el ISAC aumenta 0,6%. En la medida que los permisos de edificación comienzan a recuperar, se va a observar una mejora en la actividad de la construcción.

iii. Costo de la construcción en el Gran Buenos Aires

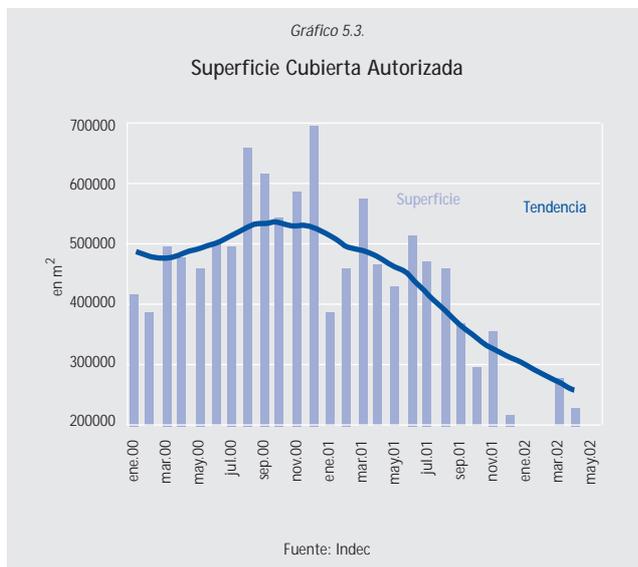
La actividad de la construcción, luego de varios años de deflación donde acumuló una baja de precios de casi 5%, sufrió un rebrote inflacionario producto de la devaluación de la moneda.

El índice de costo de la construcción (ICC) en los primeros cinco meses del año acumula una suba de 26,7%. Este aumento se explica principalmente por el aumento de 51,6% en el precio de los materiales utilizados, seguido por el de gastos generales, 11,6%, y por el costo de la mano de obra que tuvo un aumento poco significativo de 3,6%.

El aumento de precios del sector resultó llamativamente alto ya que subió más que el índice de precios al consumidor que a mayo acumula un aumento de 25,9%. Este último esta compuesto por una canasta de bienes tanto transables como no transables, mientras que el sector de la construcción es principalmente no transable. Demás está

ICC nivel general y capítulos		
Tasa de Variación %	May-02/dic-01	May-02/dic-01
Nivel general	26,7	24,3
Materiales	51,6	49,4
Mano de obra	3,6	0,9
Gastos generales	11,6	10,6

Fuente: Indec



decir que, esta suba del costo de la construcción pone otro freno a la recuperación de este sector.

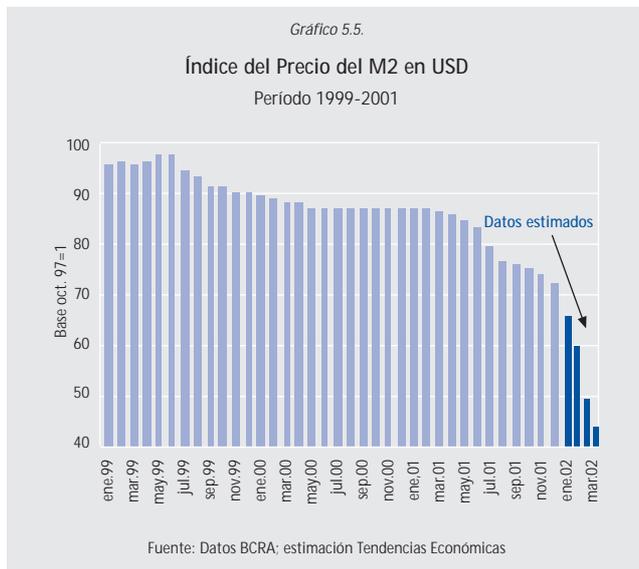
II- El Mercado inmobiliario

Lamentablemente no existe información regular que cubra la situación de demanda y oferta del sector, tanto para el stock de viviendas como nuevas construcciones, de modo que nuestro análisis se basa en información parcial.

i. Los inmuebles en venta

En primer lugar, el mercado inmobiliario resulto muy golpeado por el corralito financiero y la devaluación. A pesar de que durante los meses de marzo y abril se pudo comprar una propiedad con el dinero que quedó atrapado en el corralito o que fue reprogramado, muchos propietarios decidieron retirar la propiedad de la venta debido a que la devaluación junto con la recesión implicó que el valor de las propiedades en dólares sufriera una depreciación del orden del 40%. De esta forma, según el informe de Tendencias Económicas, la oferta de propiedades para la venta se redujo en un 62,2% en abril comparado con abril del año anterior (Capital y Gran Bs.As).

En materia de precios por m², según la serie del Banco Hipotecario, el año pasado se produjo una caída del 8,5% y desde que comenzó la crisis, a fines de 1998, acumula una baja de casi 30% que lamentablemente no fue suficiente para dinamizar el sector.

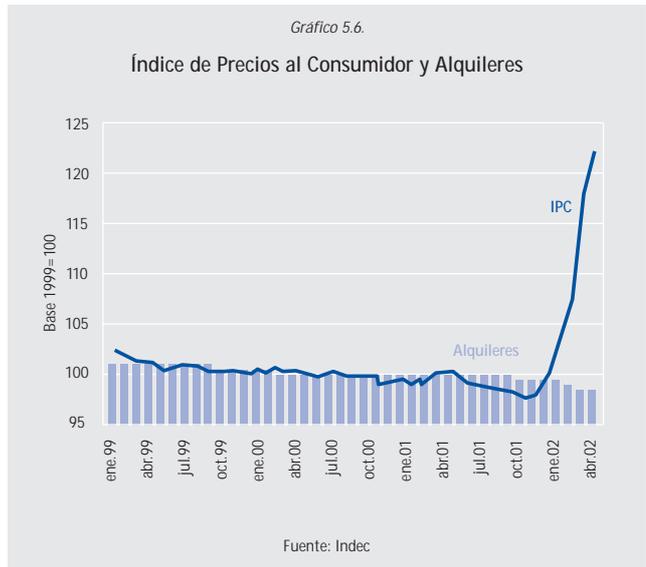


ii. Los inmuebles en alquiler

En general los propietarios continuaron optando por colocar el inmueble en alquiler, ante los altos costos de oportunidad de mantener las unidades ociosas. De esta forma, la oferta de alquileres se ubicó en el lugar más alto desde 1996.

En lo que va del año, los precios de los alquileres (medidos en el IPC) continuaron en baja, ante la oferta excedente

Índice de Precios de Alquileres		
Tasa de Variación a/a	Alquileres	IPC
May-02	-1,3	23,0
Acumulado año	-0,8	25,9
Fuente: Indec		



de inmuebles y el efecto ingreso negativo de la recesión. Esto se refleja en el hecho de que los alquileres arrojan una baja acumulada del 0,8% frente a la suba del 25,9% en el IPC y una devaluación del 263%.

Sin embargo, ante la pesificación de los contratos luego de la devaluación, se aplicó una norma donde por 6 meses se los precios se congelaban en pesos. Esto puede influir en que los precios todavía no reflejen la situación de oferta y demanda prevaleciente en el sector.

La mayor flexibilización del corralito durante marzo y abril ayudó a que se agilizará el mercado. Sin embargo el número de escrituras realizadas en la capital Federal durante el primer trimestre del año fue de 13.118 escrituras, casi un 40% menos de lo registrado durante el primer trimestre del 2001.

iii. El financiamiento del mercado inmobiliario

El monto de préstamos hipotecarios se viene reduciendo considerablemente desde principios de 2001, registrando una baja para ese año de 6%.

A partir de diciembre pasado cuando se inició el corralito, hubo una abrupta baja en el saldo de préstamos hipotecarios y una aceleración en la tasa de caída de los mismos. La crisis de confianza en el sistema financiero implicó un freno para el otorgamiento de nuevos préstamos por parte de los bancos. A esto se sumó el temor de los poseedores de créditos hipotecarios que luego de ver pesificado su

contrato en enero, temieron la aplicación de algún tipo de indexación, con lo cual algunos optaron por cancelar anticipadamente su deuda.

De esta forma los préstamos hipotecarios acumulan una baja de 17% a fines de junio. Es poco probable que el crédito hipotecario se recupere en el corto o mediano plazo, ya que el sistema financiero no cuenta con fondos frescos para prestar por falta de confianza de los ahorristas. Sin un ahorrista que confíe en el sistema financiero no hay crédito posible y es previsible que la recuperación de la confianza recién se logre dentro de varios años.

Al momento no se disponen de fuentes de financiamiento alternativas para la compra de inmuebles. Solo comenzó a promoverse el sistema de construcción al costo, donde el comprador desembolsa el dinero a medida que avanza la obra. Sin embargo, esto sólo se aplica a la compra de viviendas nuevas, y no es suficiente para dinamizar el sector dada su reducida envergadura y el amplio volumen que se dispone en stock.

Préstamos hipotecarios

Ultimo dato: \$13,3 miles de MM

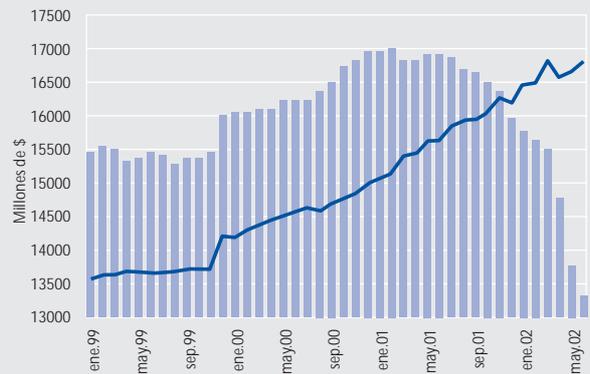
	Tasa de variación % a/a
Interanual	-21,6%
Últimos 3 meses (*)	-17,6%
Últimos 12 meses (*)	-6,7%

(*) Variación respecto a igual período año anterior

Fuente: Boletín Estadístico BCRA

Gráfico 5.7.

Préstamos hipotecarios



Fuente: BCRA

6. Tema del Cuatrimestre

La movilidad residencial y el mercado de vivienda

Montserrat Pareja Eastaway
Departamento de Teoría Económica
Universidad de Barcelona

Introducción

Los rasgos característicos de la vivienda desde la perspectiva económica la sitúan como un bien con una relevante participación en la cesta de la compra de las familias, de alta duración y necesidad en el consumo. La larga vida útil de una vivienda permite el uso de la misma por diferentes propietarios o consumidores. Una vivienda no se agota con el consumo del primer usuario, admite varias transacciones antes de quedar obsoleta.

La profundización en la dinámica del mercado considerando, por un lado, la creación de nuevas familias y la movilidad residencial de las ya existentes y, por otro, la nueva construcción y la rotación del stock ya construido, se puede ilustrar en un único proceso: el análisis de las cadenas de vacantes. Este mecanismo muestra la reacción del mercado a cambios producidos tanto en la demanda – demográficos y de movilidad- como en la oferta – cambios en el inventario de viviendas.

La realización de estudios empíricos sobre longitud y composición de las cadenas de vacantes fue un motivo de especial atención en los años sesenta y setenta por el potencial que mostraron para el mejor y más profundo conocimiento de los mecanismos del mercado residencial. Los EE.UU. fueron pioneros en llevar a cabo estos cálculos, dado el grave problema que existía para dotar de viviendas asequibles a una parte muy importante de la demanda, especialmente la de las familias con recursos más escasos. Durante este periodo, en Europa se produjeron en contadas ocasiones estudios relacionados con las cadenas de vacantes; no había motivos para preocuparse sobre aspectos relacionados con la rotación del parque existente o los efectos que pudiera tener, por ejemplo, la llegada de una oleada de inmigración sobre la oferta. A partir de los años ochenta, estas cuestiones merecieron mayor atención y empezaron a elaborarse modelos de análisis de cadenas de vacantes, con especial atención al realizado por Markov¹.

El creciente peso relativo de la demanda inmobiliaria por motivos de mejora de nivel de vida y la aparición de nuevas necesidades de vivienda procedentes de determinados

colectivos, como por ejemplo el de los inmigrantes, hace que resulte interesante analizar algunos aspectos relativos a la vida útil de las viviendas así como las zonas urbanas en proceso de degradación para comprender los mecanismos de distribución en el mercado residencial desde una dimensión más amplia.

Para ello, y a pesar de las condiciones particulares y las restricciones metodológicas, este trabajo utiliza el estudio de las cadenas de vacantes, método adecuado y válido, para investigar el funcionamiento del mercado, con el objeto de hacer posible, la comparación y evaluación de la disyuntiva entre una mayor intervención pública y el resultado del mercado.

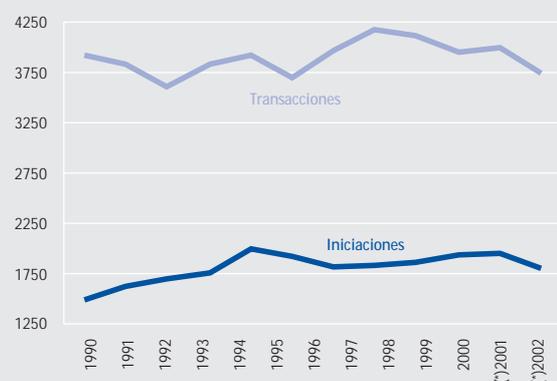
La demanda residencial por motivos de mejora

Una parte importante de la demanda de vivienda se apoya en los “motivos de mejora”, provocados a menudo por el aumento de la renta de las familias y/o por la búsqueda de una mejor calidad de vida a través de la vivienda y su entorno. Este tipo de demanda suele residir en una vivienda previa, en alquiler o en propiedad, la cuál se libera y sale de nuevo al mercado al producirse el traslado de la familia a la nueva residencia. Este fenómeno es especialmente intenso en aquellos países donde la población crece muy lentamente y la formación de hogares nuevos se ha ralentizado significativamente.

Así, el mercado inmobiliario europeo, más maduro que el español en términos demográficos, muestra un número de transacciones que supera en más de dos veces el número de viviendas de nueva construcción. En los últimos diez años, la media de transacciones ha sido de casi 4 millones de viviendas al año sobre un parque residencial cercado a 150 millones de viviendas, mientras que la edificación de nueva vivienda superaba ligeramente los 1,8 millones de unidades.

Gráfico 6.1.

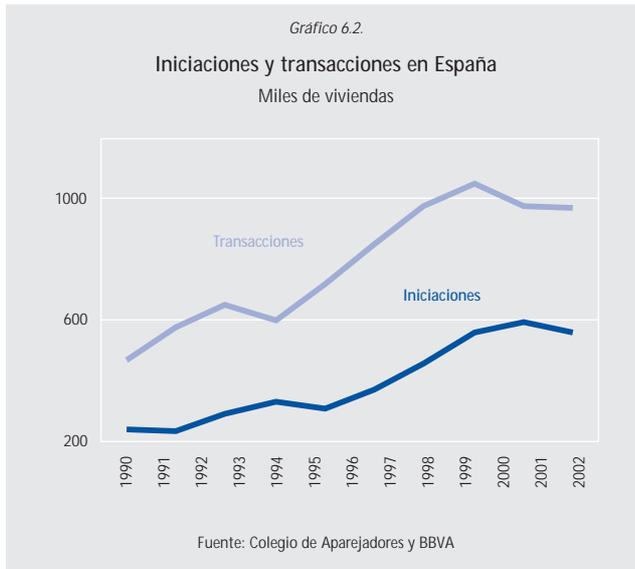
Iniciaciones y transacciones en Europa



(*) Estimación BBVA

Fuente: Comisión Europea y BBVA

¹ Tienen un especial interés los trabajos efectuados en Suecia por Clark (1984) y Emmi y Magnusson (1988) y en Francia por Bessy, Guillouet y Soullignac (1995).



España es, desde este punto de vista, un país joven, aunque la tendencia de la población es a homogeneizarnos con la situación existente en los países del norte de Europa. En la actualidad, el ritmo de creación de hogares nuevos en España, en términos relativos, es todavía superior al europeo. Además, ciertas zonas de España son un destino atractivo para el turismo, lo que provoca un aumento añadido de la demanda de vivienda. Por estos motivos, la nueva construcción mantiene todavía un peso relativo mayor en la composición de la oferta de vivienda existente en el mercado inmobiliario español.

Las cadenas de vacantes y el proceso de filtrado

El concepto de cadena de vacante aparece hace más de un siglo con las "leyes de migración" de Ravenstein (1885,1889), relacionadas con migración hacia los pueblos. Firestone (1951) y Kristof (1965) introdujeron la investigación sobre cadenas de vacantes residenciales.

Las cadenas de vacantes se generan con las diferentes transacciones que se suceden debido a la compra de una vivienda – a menudo entendida como "vivienda nueva"-. En general, existen dos grupos de familias afectadas por la nueva compra; aquellos que son los compradores efectivos, directamente beneficiarios de la nueva vivienda y aquellos que son indirectamente beneficiarios debido a que se han trasladado a alguna de las vacantes liberadas en el proceso iniciado por el primer grupo (Forrest & Murie, 1993).

Cuando una familia se traslada a otra vivienda provoca un aumento en la oferta debido a la casa vacía que deja. De este modo, es posible que otra familia ocupe la vivienda de segunda mano que los primeros dejaron vacante. En un tercer tramo de la cadena, una tercera familia puede tomar posesión de la vacante existente debida a la segunda compra. Este proceso puede repetirse hasta que la vivien-

da ocupada por la familia no deja ninguna vacante en el mercado o la vivienda vacía no es interesante para ningún segmento de demanda. " *Los incrementos anuales netos al stock de vivienda y de familias de una determinada área no pueden ser observados como flujos reales que se igualen en uno y otro mercado. Es necesaria una nueva perspectiva, un modelo dinámico de reasignación continuada entre los stocks de vivienda existente y las familias*"(White, C. 1971).

Desde la perspectiva de la oferta, hay algunos hechos que tienen efectos obvios en la longitud de la cadena como por ejemplo, valor, localización o características estructurales de las nuevas vacantes (Sharpe, 1978). Desde la perspectiva de la demanda, un estudio sobre cadenas de vacantes debería responder a preguntas como quién se traslada a la vivienda nueva y qué tipo de familias se aprovechan de las vacantes secundarias liberadas por la adición de nuevas unidades al stock.

Una de las hipótesis a contrastar en los estudios sobre cadenas de vacantes es el efecto del filtrado, "filtering effect". El concepto de filtrado a menudo se asocia con la provisión de vivienda para las rentas bajas a través del mecanismo de las cadenas de vacantes: a medida que pasa el tiempo, una vivienda se deteriora y su precio y calidad bajan. Si los propietarios de esta casa deciden cambiar la vivienda por una mejor, aparece la posibilidad para aquellos con niveles inferiores de renta de acceder a dicha vivienda de menor calidad. Si el proceso de filtrado funciona, tan solo hay una dirección en el desplazamiento de la demanda a través de las cadenas de vacantes: de vivienda barata y de baja calidad hacia viviendas de mayor precio y mejor calidad.

Hay una serie de supuestos comunes y aceptados en los estudios sobre cadenas de vacantes. Se constata (Lansing, Clifton, Morgan, 1969; White, 1971) que cuanto mayor sea el status de una vivienda, más larga es la cadena que genera. Además, cuanto mayor sea la movilidad residencial en los mercados de vivienda, mejor para todos. La movilidad en general mejora las condiciones de vivienda, solo un pequeño porcentaje sufre deterioros a través de los diferentes traslados. En conclusión, y bajo esta óptica, construir para mejorar el bienestar de todos supone construir vivienda grande, de buena calidad y alto precio, lo cual asegura el mayor índice de desplazamientos de las familias.

La simulación empírica y el modelo de Markov

En 1965, Kristof introdujo el modelo de entrevista como una forma para identificar los lazos entre las vacantes que se generan en la cadena. Una muestra representativa de inicios de vacantes permite comenzar una serie de entrevistas a todas aquellas familias que hayan comprado una

vivienda. Las entrevistas revelan por un lado, los motivos por los cuales la familia ha decidido mudarse y, por otro, elementos acerca de la localización pasada de la familia: las antiguas direcciones y las características de la vivienda anterior. Estas referencias permiten continuar entrevistando a las familias que han ocupado las vacantes, es decir, las viviendas previas de los que han comprado la nueva vivienda.

El objeto del análisis empírico es medir la longitud de las cadenas de vacantes generadas por una primera compra en una promoción de vivienda nueva. Se dispone de dos instrumentos para realizar tal medición: la simulación empírica y las cadenas del modelo de Markov.

El primer método divide las cadenas obtenidas a través de las entrevistas en completas e incompletas. Las cadenas completas son aquellas en donde en alguno de los tramos, no se libera ninguna vacante en el mercado. Por ejemplo, si una pareja de jóvenes decide compartir una vivienda emancipándose del hogar familiar, no se libera ninguna vivienda por este desplazamiento. Las cadenas incompletas son aquellas en donde no ha sido posible continuar la encuesta en alguno de los tramos. Los motivos son muy diversos y van desde la negativa a contestar a la aparición de una vacante en algún tramo de la cadena. La simulación empírica aplica a aquellas cadenas incompletas, los ratios² obtenidos de las cadenas completas. De este modo, la extrapolación de resultados permite identificar el número de viviendas "liberadas" en el mercado a raíz de la construcción de viviendas nuevas.

El segundo instrumento, la aplicación del modelo de Markov a los datos obtenidos en las diferentes entrevistas, divide el mercado de la vivienda en sectores homogéneos considerando sus similitudes. Normalmente, los diferentes sectores se distinguen según características de la vivienda, por ejemplo el régimen de tenencia o el tamaño. Una vez establecida la clasificación, se procede a estudiar el proceso de transferencia, esto es, al crearse una vacante en un determinado sector, ésta puede ser ocupada por alguna familia procedente de otro sector ubicado en el mismo mercado objeto de análisis. De este modo se puede construir una matriz de transferencias de vacantes donde se identificaran en qué sectores se crean las vacantes y de qué sectores proceden las familias que las ocupan.

Según Emmi y Magnusson (1993), la elección de las familias al trasladarse está delimitada por las oportunidades que ofrezcan las viviendas vacantes disponibles en el mercado en un momento dado. Las cadenas de desplazamientos en un mercado local se generan con la aparición de nueva oferta debido a: la nueva construcción, la subdivisión del espacio de la vivienda o la conversión de usos no

residenciales. También se produce la aparición de nueva oferta o nuevas vacantes en el mercado cuando fallecen los residentes de una vivienda, cuando varios hogares comparten alojamiento o cuando el hogar emigra a otra localización. Una vez que existe una vacante, ésta se somete a la probabilidad de ser ocupada por una nueva familia o individuo o de ser absorbida³.

El fin de una cadena se produce con la desaparición de la vivienda o de la vacante; bien sea por demolición de la vivienda o por su conversión en uso no residencial. También se puede producir una reducción de oferta por la fusión de varios espacios residenciales o por la generación de una nueva familia, bien por traslado desde el hogar paterno, bien por la división de familias existentes, o por la transformación de la vivienda en segunda residencias (Short, 1978).

Bajo una serie de supuestos de partida⁴, es posible construir una matriz con la probabilidad de transacción de vacantes (T). Los elementos de esta matriz definen la probabilidad de que una vacante sea transferida desde el sector i al sector j de una vez. La matriz T^2 define la probabilidad de que una vacante vaya de i a j , a través de otro sector k , en dos veces; la matriz T^3 define la probabilidad de ir de i a j en tres veces y así sucesivamente. La suma de esta serie decreciente e infinita de probabilidades se denomina matriz M o multiplicador de Markov.

Los elementos de la matriz M definen, de forma fraccionada, el número esperado de veces que una vacante introducida en el sector i , "pasa o visita" el sector j antes de ser absorbida. Dicho de otro modo, la matriz M representa la suma acumulada de probabilidades de que una vacante sea transferida. Las transferencias de vacantes son siempre el anverso de los movimientos residenciales de las familias. Una predicción de las transferencias de vacantes es implícitamente una predicción de la movilidad intra-urbana residencial. Esta movilidad se representa como un proceso, la realización del cuál depende explícitamente de la creación y la subsiguiente difusión de oportunidades de vivienda en el mercado, entendido como una jerarquía sectorial de diferentes tipos de vivienda.

La longitud de la cadena de vacantes puede obtenerse sumando la fila de los elementos de la matriz M, de este modo, el número obtenido representa el número de unidades de vivienda involucradas cuando se crea una vacante en un determinado sector a causa de cualquiera de los

³ Se entiende como absorción de una vacante su desaparición sin la generación de otras vacantes en el mercado.

⁴ *Homogeneidad intersectorial* (las vacantes en cualquier sector están gobernadas por las probabilidades de transacción definidas para todas las vacantes del sector), *estacionariedad* (las probabilidades de transición se mantienen constantes durante el periodo de simulación) y *markovicidad* (las transferencias de vacantes dependen exclusivamente de las probabilidades del sector al que pertenecen, independientemente de su historia).

² Tasa de final de cadena y longitud de la cadena, principalmente.

motivos antes mencionados de creación de vacantes. La eficiencia de una cadena de vacantes se mide por la longitud de la cadena y por su composición. Esta aproximación puede utilizarse tanto para mejorar el conocimiento del mercado de la vivienda como para considerar otras alternativas de política que tenga como objetivo la provisión de vivienda para familias más desfavorecidas.

Resultados

La construcción de la Vila Olímpica de Poblenou en Barcelona supuso la aparición en el mercado de cerca de 2.000 nuevas viviendas. En general, dichos inmuebles podían considerarse como un buen ejemplo de vivienda nueva de alta calidad y precio, por lo que el estudio de la cadena de vacantes generada por la aparición de estas viviendas en el mercado permitía una descripción más panorámica del funcionamiento del mercado inmobiliario en una ciudad tan emblemática como Barcelona. Si bien el análisis se concentra en esta ciudad por motivos prácticos, el método y los resultados pudieran ser aplicables y extrapolables a otras ciudades o áreas urbanas, con las debidas diferencias.

Los datos utilizados en este estudio fueron obtenidos mediante entrevistas realizadas a una muestra de familias representativas que se habían trasladado a las viviendas de la Villa Olímpica. En 1995, 165 familias⁵ fueron entrevistadas. La entrevista consistió en 52 preguntas divididas en tres categorías principales: la situación actual en la Vila, la situación en la vivienda anterior y la tipología de la familia compradora.

El ocupante típico de la Vila Olímpica resultó ser el de una familia formada por una pareja en sus treinta-cuarenta años, con uno o dos hijos y, en la mayoría de los casos, con dos fuentes de ingresos. Muchos de ellos habían vivido anteriormente en un piso de su propiedad –solo en un 30% de los casos habían residido previamente en viviendas de alquiler–. El motivo por el cual las familias se tras-

ladaban a la Vila Olímpica era básicamente la mejora de las condiciones de vida. En la mayoría de las situaciones, la decisión de mudarse respondía a la búsqueda de más espacio o el disfrute de una buena vista o vecindario.

Observando los motivos por los que se terminaba la cadena de vacantes, los resultados del cuadro 1 indican que la tasa de demolición y de cambio de uso de residencial aumenta a medida que avanzamos en la cadena, lo que sugiere que las viviendas que se van liberando son cada vez más viejas o están localizadas en zonas en transformación: áreas centrales terciarizadas, zonas de reconversión urbana, etc.

También se observa que el origen de la demanda se hace más local a medida que avanzamos en la cadena, lo que sugiere que las familias de fuera de la ciudad tienden a localizarse en las zonas de nueva construcción mientras que aquellas que establecen lazos más profundos con el entorno urbano, se mantienen en sus barrios de procedencia en mayor proporción. Además, el peso de los jóvenes que se emancipan de sus padres o familiares es mayor a medida que avanzamos en la cadena, lo que significa que los más jóvenes optan por viviendas más baratas, localizadas en sus entornos más cercanos.

La interpretación de los resultados requiere de algunas consideraciones previas. En primer lugar, el número de viviendas construidas en la Vila Olímpica representaba, aproximadamente, la mitad de las viviendas construidas en 1992 en la ciudad de Barcelona, por lo que el impacto en la oferta fue importante. Además, los altos precios de las viviendas no podían ser absorbidos por familias que pertenecieran a segmentos de demanda media o media-baja por lo que las viviendas estaban especialmente orientadas a aquellas personas o familias con renta altas o elevada capacidad de financiación.

En segundo lugar, la movilidad residencial en Barcelona presenta unas características particulares: más de un 60% de los traslados tienen su origen y su destino en el mismo distrito. En muchos casos, las familias deciden permanecer cerca de la vivienda anterior. Además, los mercados de

⁵ La muestra fue diseñada recogiendo las diferentes características de las viviendas y regímenes de tenencia en la Vila.

Cuadro 6.1. Movilidad social

Cadenas de vacantes completas. Motivo fin de cadena

	1ª Posición	2ª Posición	3ª Posición	4ª Posición	Total
Demolición - Cambio de Uso	4%	20%	22%		10%
Matrimonio	14%	5%	12%		11%
Independencia padres - estudiante	8%	25%	22%	50%	15%
Otros Familiares	18%	5%	22%	50%	16%
Otros Municipios	54%	45%	22%		46%
(Otra Provincia)	(24%)	(15%)	(11%)		(20%)
Otros	2%				2%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

vivienda periféricos a la ciudad se han convertido en altamente atractivos para las familias de renta alta que desean disfrutar de una mejor calidad de vida, aumentando así el número de vacantes (vivienda de segunda mano) disponibles en el entorno urbano.

Finalmente, en el mercado de la vivienda en Barcelona persisten algunos problemas de oferta, lo que lleva a cierta escasez de vivienda asequible para familias con rentas bajas o la inexistencia de una amplia oferta de vivienda para jóvenes y otros colectivos específicos. Los instrumentos utilizados para solventar parte de estos problemas han sido fundamentalmente políticas de demanda tales como los subsidios en los tipos de los intereses en los casos de compra o algunas ayudas específicas en el caso del alquiler. Cabe notar que en otros países donde se han detectado longitudes de cadena no suficientemente largas, el estímulo a la mejora en la rotación del parque construido constituye un mecanismo adecuado de oferta orientado a estimular la flexibilidad del mercado de segunda mano.

- Simulación empírica

En primer lugar, con los datos obtenidos a través de las sucesivas entrevistas efectuadas a los ocupantes de las viviendas liberadas en el mercado por el traslado de las familias a la Vila Olímpica, se valoró el tipo de cadenas que surgían a raíz de la nueva construcción. En este caso, el motivo principal por el cual las cadenas acababan era la procedencia externa⁶ de la mayoría de las familias. En muchos casos, el área metropolitana de Barcelona representaba una fuente de migración a las diferentes posiciones de la cadena. Las familias procedentes de fuera de la provincia de Barcelona y la emancipación del hogar familiar se muestran como segundo y tercer motivo respectivamente para finalizar las cadenas.

El análisis anterior permite efectuar ciertos cálculos; en particular, la tasa de final de cadena como cociente entre el número de finales de cadena en cada posición y el número de entrevistas efectivamente realizadas. Como era de esperar, la tasa de final de cadena aumenta a medida que se avanza en los tramos de la cadena. Tres posibles tasas fueron calculadas dependiendo del número de tramos considerados: 30,3% considerando tan solo las cade-

nas completas de un tramo, 45,7% considerando las cadenas completas con dos o más tramos, 34,9% considerando las cadenas completas de cualquier longitud.

La longitud de la cadena observada fue muy reducida debido a las dificultades para la realización de las entrevistas⁷. Sin embargo, la simulación empírica corrige el fuerte sesgo observado en las cadenas completas observadas. De este modo, después de la simulación, la longitud de la cadena se mueve entre 2,74 y 3,22, dependiendo de la tasa de final de cadena escogida, que puede ser del 45,7% o del 34,9%, respectivamente. Así pues, se concluye que 100 viviendas de nueva construcción liberarían entre 174 y 222 viviendas de segunda mano. Estas viviendas serían de un precio menor y estarán localizadas en sectores distintos.

- Simulación del modelo de Markov

La aplicación del modelo de Markov requiere, como ya se ha mencionado, dividir el mercado en diferentes sectores homogéneos. Se consideraron tres criterios: estructura de la vivienda (1-2 habitaciones, 3-4 habitaciones, 5 o más habitaciones), tamaño de la vivienda (menos de 80 m² cuadrados, entre 80 y 90 m², entre 90 y 100 m² y los de más de 100 m²) y régimen de tenencia de la misma (alquiler o propiedad). El cuadro 2 muestra la longitud de las diferentes cadenas generadas por los diferentes sectores de vivienda considerados:

Los resultados se ajustan a los supuestos de partida en cualquier estudio sobre cadenas de vacantes. Las viviendas con menos habitaciones o menos metros cuadrados liberan vivienda de segunda mano con menor intensidad que las viviendas más grandes (excepto para el caso de las viviendas con más de 100 metros cuadrados). Considerando el régimen de tenencia, la propiedad ocasiona cadenas considerablemente más largas que el alquiler: mientras 100 nuevas viviendas en propiedad liberan 179 viviendas de segunda mano, 100 nuevas viviendas destinadas al alquiler solo liberan 68.

Estos resultados reflejan el estado del mercado de la vivienda en Barcelona suponiendo que a lo largo de las cadenas de vacantes se repiten las mismas condiciones que en el primer tramo de la cadena. Considerando que cada

⁶ Procedencia externa implica que la vivienda anterior se encontraba fuera de la circunscripción de Barcelona ciudad pero dentro de la misma provincia.

⁷ Ello se refleja también en una alta tasa de pérdida, comparable a la de otros estudios empíricos realizados a escala internacional.

Cuadro 6.2. Longitud de las cadenas según características de la vivienda

	Modelo de Markov								
	1-2 hab.	3-4 hab.	5 o más hab.	Menos de 80 m ² .	Entre 80 y 90 m ² .	Entre 90 y 100 m ² .	Más de 100 m ² .	Propiedad	Alquiler
Longitud de la cadena	1,86	2,60	3,53	2,15	2,59	2,60	2,28	2,79	1,68

año se acaban en términos medios entre 2.000 y 2.500 viviendas de promoción privada y suponiendo que, en su mayoría son viviendas en propiedad, de alta calidad y precio, según los resultados obtenidos, se liberarían en el mercado anualmente entre 3.200 y 4.000 viviendas de segunda mano. Un resultado de esta magnitud permitiría paliar algunos de los problemas del mercado de la vivienda barcelonés.

Reflexiones

Los estudios sobre cadenas de vacantes y el contraste del efecto del filtrado adquieren una especial relevancia en mercados de vivienda caracterizados por una importancia decreciente de la nueva construcción y un alza simultánea del número de transacciones en el mercado de segunda mano. Los resultados obtenidos permiten sugerir algunas iniciativas en materia de política de vivienda.

En síntesis y en este contexto, las propuestas se fundamentan en los efectos teóricos positivos del filtrado: por un lado, aprovechar y facilitar las oportunidades que el propio mecanismo de mercado ofrece, es decir, mientras la construcción de nuevas viviendas se orienta hacia segmentos de demanda con alta capacidad adquisitiva, las viviendas de segunda mano liberadas durante este proceso, filtran hacia abajo, convirtiéndose en accesibles para otras familias con un menor nivel de renta. Por otro, diseñar políticas ad hoc para aquellos que no pueden acceder a la vivienda en las condiciones ofrecidas por el mercado.

Sin embargo, si la transparencia y la flexibilidad del mercado no están garantizadas, las cadenas de vacantes originadas por la nueva construcción resultan demasiado cortas y no pueden ser utilizadas como un instrumento indirecto para proveer de vivienda a las rentas más bajas.

La existencia de un conjunto de factores que entorpecen una rotación activa del parque de viviendas impide el acceso a la vivienda a algunos segmentos de demanda. Entre ellos cabe destacar la relativa vejez del stock construido, y el crecimiento del número de vacantes sin ocupar en el mercado. Además, en los últimos años, la formación de nuevos hogares ha representado la mayor parte de la de-

manda de vivienda. La satisfacción de esta demanda no ha dejado vacantes en el mercado.

En el contexto de las cadenas de vacantes y del cumplimiento de la hipótesis del filtrado, la política de vivienda debería optar por mecanismos que mejorasen el ajuste entre las necesidades de vivienda de las familias y la disponibilidad de oferta en el mercado. De este modo, pueden aprovecharse los efectos del propio mercado y orientar la intervención pública a través de la construcción directa de vivienda para los segmentos de demanda más desfavorecidos.

Referencias bibliográficas

- Bessy, P., Guillouet, J.-J. and Soullignac, F. (1995) *Construction neuve et déménagements en chaîne*. Institut d'Aménagement et d'Urbanisme de la Région d'Ile-de-France.
- Clark, E. (1984) Housing Policies and New Construction. A Study of Chains of Moves in Southwest Skane. *Scandinavian Housing and Planning Research*, 1, pp. 3-14.
- Forrest, D. and Murie, A. (1993) The dynamics of the owner-occupied housing market in Southern England in the Late's 1980's: A study of new building and vacancy chains. *Regional Studies* 28.3, pp. 275-289.
- Kristof, S. (1965) Housing policy goals and the turnover of housing. *Journal of the American Institute of Planners*, 31, pp. 232-245.
- Emmi, P.C. and Magnusson, L. (1988) Residential vacancy chains models of an urban housing market. *Scandinavian Housing & Planning Research*, 5, pp. 129-145.
- Emmi, P.C. and Magnusson, L. (1993) Intrasectoral homogeneity and the accuracy of multisectorial models. *The Annals of Regional Science*. No. 27, pp. 343-362.
- Lansing, J., C. Clifton and J. Morgan (1969) *New homes for poor people: A study of chains of moves*. Ann Arbor, Michigan: The University of Michigan, Institute for Social Research.
- Short, J. (1978) Residential mobility. *Progress in Human Geography*, 2, pp. 419-447.
- Sharpe, C.A. (1978) New construction and housing turnover: vacancy chains in Toronto. In: *Canadian Geographer* XXII 2.
- White, H. (1971) Multipliers, vacancy chains and filtering in housing. *Journal of American Institute of Planners*, 37, pp. 88-94.

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

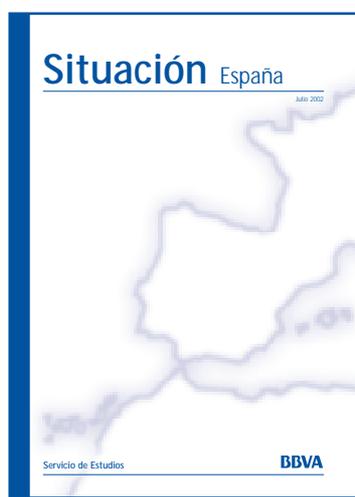
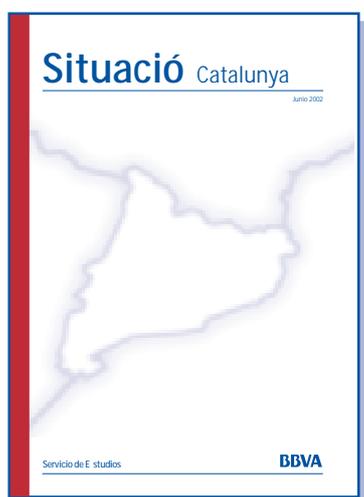
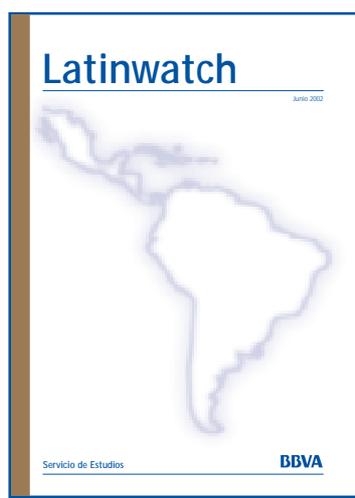
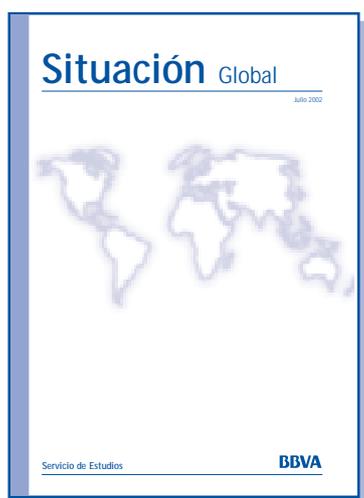
Depósito Legal: M-3479-1994
ISSN: 1133-8709

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: 34-94-4876231
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