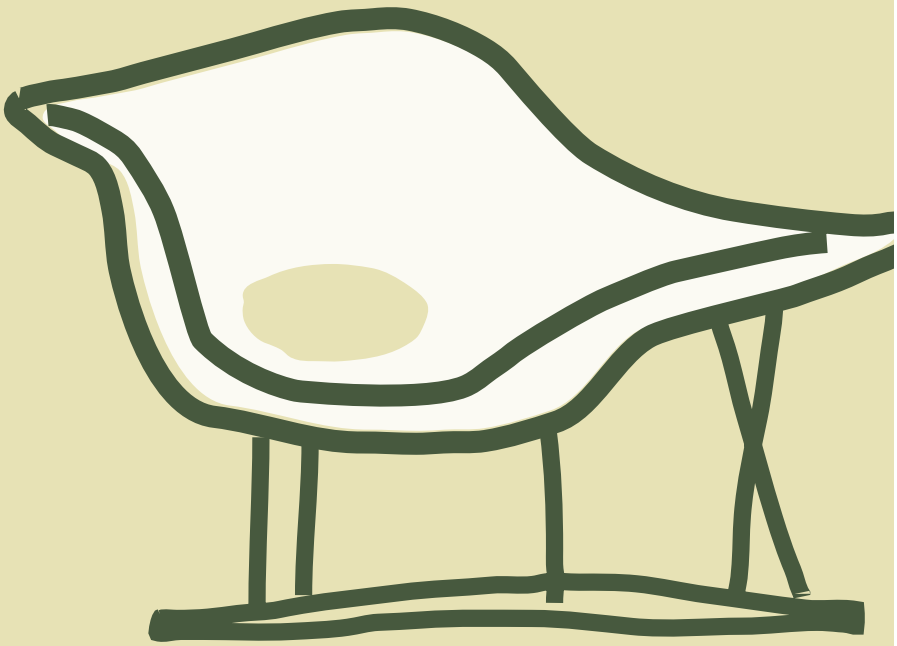
BBVA

Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios

Abril 2003



Nuevo Censo, más hogares, más viviendas
¿Desaceleración en 2003? Por encima de 450.000 viviendas
Inflexión a la baja de las revalorizaciones inmobiliarias
Vivienda: un riesgo controlado para la banca

Indice

Fecha de cierre: 15 de abril de 2003

1 Entorno Económico y Financiero 1

2 La actividad en la construcción 4

Recuadro: "Censo de Viviendas 2001" 7

3 El Mercado Inmobiliario 9

Recuadro: "PIB, suelo urbano y precios de las viviendas" 12

4 Financiación Inmobiliaria 14

5 Informe Inmobiliario México 17

6 Tema del Cuatrimestre: La vivienda. Un riesgo controlado para la banca 23

Han elaborado esta publicación:

David Taguas

Manuel Balmaseda	34 91 374 33 31	m.balmased@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 374 36 72	jcubero@grupobbva.com
Ignacio San Martín	34 91 537 48 90	jisanmartin@grupobbva.com

Consejo de Redacción:

Manuel Balmaseda, Jesús García de Ponga, Miguel Angel Muñoz,
Jesús del Pino, Ignacio San Martín

1. Entorno económico y financiero

En España, tras un "aterrizaje suave" en 2002, una tímida recuperación en 2003 "si todo va bien"...

La economía española crecerá en 2003 el 2,5%, 0,5 puntos más que en 2002, interrumpiendo la fase de desaceleración iniciada a mediados de 2000. La actividad se sustentará en unos tipos de interés reales muy reducidos, y sin perspectivas de repunte en el corto plazo, y en el impulso que sobre la renta de los hogares supone la reforma del IRPF. Además, aunque con un cierto retraso y menor intensidad de lo inicialmente previsto, la recuperación del comercio mundial, una vez resuelta la incertidumbre derivada del conflicto iraquí, apoyará el crecimiento en 2003. La recuperación se verá moderada por el deterioro de la competitividad, fruto tanto del mantenimiento de un diferencial de inflación con la UEM como de la apreciación del euro en los mercados internacionales. Sin embargo se acelerarán el consumo y la inversión, impulsando la demanda interna. El sector exterior, por su parte, tendrá una contribución negativa al crecimiento más intensa que en 2002, dado que la combinación de la mejora del comercio mundial, la mayor demanda interna y el deterioro la competitividad se reflejará en un mayor dinamismo relativo de las importaciones que de las exportaciones.

En síntesis, la aceleración de 2003 se apoya en impulsos de demanda (reforma fiscal, tipos de interés bajos) en un entorno exterior que será más dinámico desde el segundo semestre del año por la resolución de las incertidumbres geopolíticas y el impulso significativo de la política fiscal (en EE.UU) y de la monetaria (en EE.UU. y la UEM), lo que compensará el freno al crecimiento que supone el limitado auge de la productividad y la pérdida de competitividad, tanto por la acumulación de diferenciales de inflación respecto a la UEM como por la baja dotación de capital, consecuencia de la relativamente escasa inversión en el actual ciclo.

El carácter transitorio de los choques que impulsarán la actividad este año, introduce incertidumbres adicionales sobre las perspectivas económicas para 2004. El fin del impulso que supone la reforma del IRPF y el previsible aumento de los tipos de interés el año próximo, junto al mantenimiento de incrementos modestos de la productividad, sugieren que uno de los factores claves de la economía española en 2004 deberá ser el sector exterior. Sin embargo, su impulso positivo éstará limitado por el deterioro de la competitividad y por el tono expansivo de las políticas fiscal y monetaria a escala global.

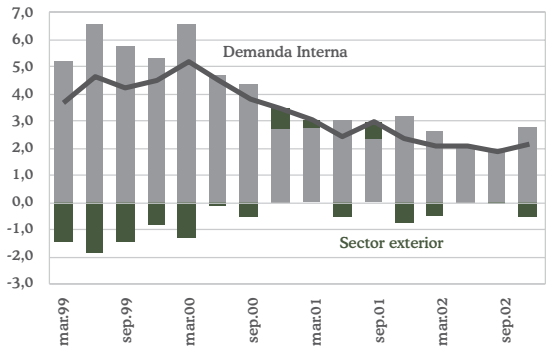
...pero los riesgos "exteriores" son relevantes

En lo que respecta al exterior de la economía española, el crecimiento del comercio mundial en 2002, en torno al 1,5%, resultó finalmente superior a las expectativas vigentes hace tres trimestres, aunque con un perfil interanual de desaceleración en la parte final de 2002 que previsiblemente continuará en el primer semestre de 2003. La continuación de esta atonía en el comercio global dificultaría la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios.

En cuanto al crecimiento internacional, los indicadores disponibles apuntan a que las principales economías crecerán en la primera mitad de 2003 menos de lo esperado. Esta evolución negativa ha llevado a revisar a la baja las previsiones de crecimiento mundial para el conjunto del año, a pesar de que se mantiene un escenario en el que la incertidumbre ligada al conflicto bélico con Iraq ha desaparecido y la actividad se recupera en el segundo semestre. Las perspectivas de crecimiento mundial se sitúan en un 2,9% para 2003, con una recuperación moderada hasta el 3,7% en 2004.

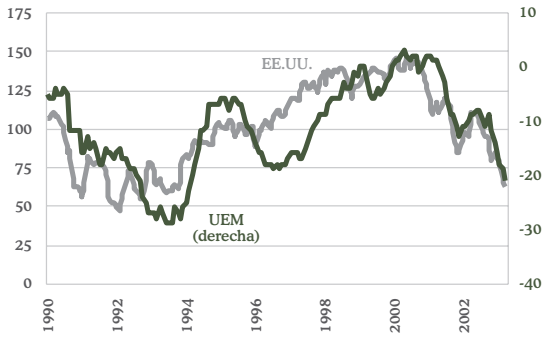
Pero además de las cifras de crecimiento, preocupa la composición del mismo. En EE.UU. se empieza a cuestionar si el incremento del gasto público es excesivo. A la fuerte expansión fiscal de los últimos años se

Gráfico 1.1.
Contribuciones al crecimiento



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 1.2.
EE.UU. Confianza de los consumidores



Fuente: Conference Board y Comisión Europea

Cuadro 1.1. PIB
En tasa interanual

	2001	2002	2003	2004
OCDE	0,8	1,8	1,7	2,5
EE.UU.	0,3	2,4	2,0	3,0
UEM	1,4	0,8	1,0	2,0
Japón	0,4	0,3	0,6	1,0
Países en desarrollo	3,8	4,4	4,6	5,1
Países en transición	5,0	4,0	4,1	4,1
Mundial	2,2	2,9	2,9	3,7

Fuente: FMI y BBVA

unen, en 2003, los recortes impositivos y los costes de la guerra en Iraq. Todo ello supone una disminución del ahorro público que no se compensa con una subida equivalente del ahorro privado. La consiguiente reducción de la tasa de ahorro presionará al alza los tipos de interés y podría afectar a las expectativas de crecimiento a medio y largo plazo. En la UEM, preocupa la capacidad de la demanda interna para tomar el relevo del sector exterior, que en 2002 aportó tres cuartas partes del crecimiento total. En 2003, en un contexto de debilidad de la demanda exterior y con una apreciación adicional del euro, parece difícil que esto se repita. Además, al contrario de lo que ocurre en EE.UU., el margen de política fiscal es escaso. Los principales países han superado el límite del 3% del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), lo que incluso ha llevado a plantear una relajación excepcional del límite de déficit con motivo de la guerra. La relajación del PEC podría cuestionar la credibilidad del área en materia fiscal y dificultar el diseño de la política monetaria del BCE

La inflación se mantiene en niveles reducidos en las principales economías. Sin embargo, excepto en el caso de Japón, cuya economía continúa en una espiral de bajo crecimiento e inflación negativa, el temor a la deflación parece injustificado. El aumento de los precios del petróleo presiona al alza los precios de producción y de consumo, y las políticas de demanda siguen teniendo un sesgo notablemente expansivo a lo que hay que añadir, en el caso de EE.UU., la depreciación del dólar. Las previsiones de inflación en 2003 son del 2,4% en EE.UU. y del 2,2% en la UEM. En 2004, la inflación en ambas zonas se reducirá como consecuencia de la mejor evolución del componente energético.

En este contexto de bajo crecimiento con una inflación relativamente controlada, la política monetaria de los principales países industrializados tiene un sesgo expansivo. De hecho, las expectativas apuntan a reducciones de tipos de entre 25 y 50 puntos básicos en la UEM, movimiento que podría ser seguido por otros bancos centrales. Con todo, el margen de bajada es limitado, y en un contexto de recuperación de la actividad, la tendencia de los tipos debería ser al alza. Esta tendencia podría iniciarse a finales de año en el caso de la Reserva Federal.

El alto grado de incertidumbre, y el efecto refugio asociado, supuso que los tipos de interés de la renta fija alcanzasen niveles mínimos a principios de marzo. Este contexto también afectó al mercado de divisas, con una depreciación generalizada del dólar. Su tipo de cambio con el euro ha alcanzado niveles máximos desde el inicio de la UEM. El fin de la incertidumbre bélica permitió que se corrigiese parte del pesimismo existente en los mercados. De hecho, el precio del petróleo se redujo, así como el de otros activos refugio como el oro. No obstante, permanecen las dudas en los mercados sobre la recuperación de la actividad, a la espera de que los datos económicos confirmen el escenario de recuperación. A corto plazo, el mantenimiento de estas dudas seguirá determinando la evolución de los mercados. A medio plazo, la confirmación de las perspectivas de crecimiento y la superación de las incertidumbres permitirán un ligero aumento de los tipos de interés (mayor en EE.UU. consecuencia del deterioro fiscal), a la vez que la penalización sobre el dólar podría corregirse parcialmente. Sin embargo, la depreciación de la divisa estadounidense continuará, de forma paulatina y moderada, en la medida en que preocupan las elevadas necesidades de financiación de la economía de EE.UU., en un contexto de bajo nivel de ahorro público.

La reforma del IRPF, soporte del crecimiento de 2003

En este entorno de debilidad internacional, el papel de la reforma del IRPF como apoyo de la esperada aceleración del consumo es decisivo. La reforma inducirá un aumento de la renta disponible de los hogares estimado en 3.000 millones de euros en 2003 y 600 millones más en 2004. Aproximadamente el 50% de esa mayor renta se asume que se destinará a un mayor consumo, yendo el resto a intensificar la incipiente mejora del ahorro familiar. En un escenario de riesgo en el que no se

Cuadro 1.2.

Tipos, fin de periodo	abr-03*	sep-03	dic-03	mar-04
Tipos de interés oficiales				
EE.UU.	1,25	1,25	1,75	2,25
UEM	2,50	2,00	2,00	2,50
Tipos de interés a 10 años				
EE.UU.	4,02	4,60	4,90	5,10
Alemania	4,23	4,40	4,50	4,80
Tipos de cambio				
Dólar-euro	1,08	1,03	1,05	1,07
Yen-dólar	120	127	128	127

* fecha de cierre
Fuente: BCE, FED y BBVA

produjese la paulatina recuperación de las expectativas y de los mercados financieros en la segunda mitad de 2003, se produciría un aumento del ahorro-precaución de los hogares, lo que implicaría que una menor proporción de la renta obtenida con la reforma fiscal se destinaría al consumo. En dicho escenario, este efecto se sumaría al impacto directo que sobre el consumo tendría la previsible menor actividad, empleo, confianza, acumulación de riqueza, etc. Por tanto, en un escenario de riesgo, el dinamismo del consumo (2,4% medio en 2003) se vería limitado tanto por la incidencia directa de la peor evolución de sus determinantes (renta disponible y riqueza de los hogares) como por la indirecta del menor impulso de la reforma del IRPF.

En 2003, "eurocaída" en la inflación

El escalón bajista en la inflación del 1tr03, como consecuencia de la salida del redondeo del euro y de la congelación en 2003 de los impuestos especiales, continuará en el 2tr03. Fue en este periodo cuando el ajuste de 2002 hacia precios manejables en euros pudo ser más intenso, dado que hasta febrero se mantuvo la doble circulación de pesetas y euros. Además, la llegada a partir de marzo de 2002 de productos de la nueva temporada en vestido y calzado impulsó el redondeo de precios a partir de ese periodo, lo que favorecerá una comparación bajista en el 2tr03 y posteriores.

Un segundo factor ligado al euro y moderador de la inflación en 2003 es el propio aumento del valor de la divisa, que se apreciará en media respecto al dólar el 9,2% (de 0,94 dólares de media en 2002 a 1,04 en 2003)[1]. Esta apreciación de la moneda europea está contribuyendo a moderar el efecto inflacionista de la subida de los precios del crudo.

En síntesis se puede decir que la salida del efecto del redondeo del euro, la apreciación del tipo de cambio y la prevista caída del precio del petróleo en la segunda mitad de 2003 más que compensarán el impulso alcista sobre el gasto de los agentes, y por tanto en cierta medida sobre los precios, de los bajos tipos de interés y de la reforma del IRPF. Con ello, la inflación se reducirá dos décimas en 2003, desde el 3,5% medio registrado en 2002 al 3,3%.

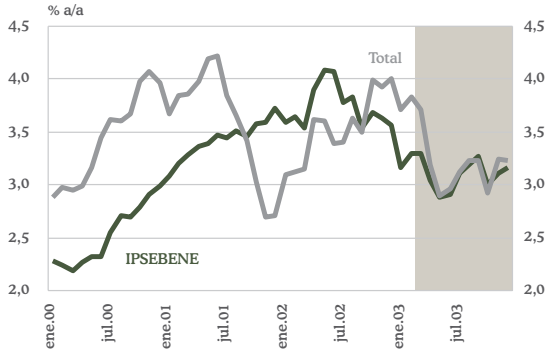
Pese a las incertidumbres, creación de empleo

El escenario central descrito supone que la economía española continúa creando empleo en 2003, como así se ha comprobado con los datos del 1tr03, periodo en el que se interrumpió la desaceleración vigente en el segundo semestre de 2002. Con todo, la tasa de paro se mantendría en niveles cercanos a la media de 2002 (11,4% de los activos). Estas previsiones no incorporan la adaptación de los datos de la EPA a la información del Censo de 2001, que el INE publicará próximamente, y que según esta institución, tendrán una "...notable repercusión en las cifras...". La población sobre la que se eleva la muestra de la encuesta será mayor y con una mayor tasa de actividad, tanto por la mayor importancia del grupo de edad de 16 a 55 años como por el mayor peso de la inmigración en la población total. Es decir, se trata de cambios en el mismo sentido que los producidos en el 1tr02 con la reponderación de la muestra y la actualización de proyecciones sobre el Censo de 1991[2].

Este año, en un entorno de crecimiento salarial no superior al de 2002[3] y de paulatina mejoría de las expectativas de actividad, el empleo EPA crecería entre el 2% y el 2,5%. En un escenario de riesgo en el que no se produjera esa mejora de las expectativas de actividad, ni por tanto de la inversión empresarial, el empleo registraría un comportamiento relativamente peor, aunque sin llegar a la destrucción de empleo en 2003.

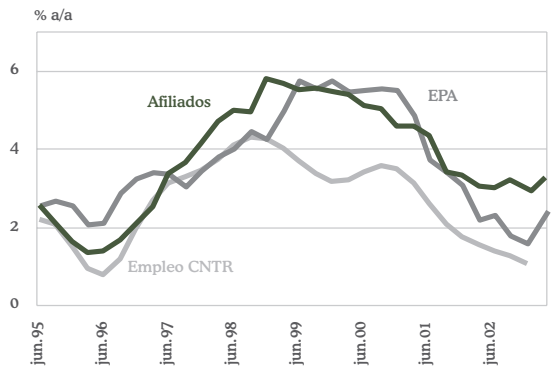
[1] En términos de tipo de cambio efectivo nominal, se prevé que el euro incremente su valor en 2003 el 5,4%, lo que supondría el tercer año de subida consecutiva.
[2] Estos cambios supusieron aumentar el 8,0% el nivel de empleo y el 7,7% el de la población activa (4,9% tras hacer más estricta la definición de desempleo).
[3] El aumento será limitado por la prórroga del acuerdo interconfederal entre empresarios y sindicatos, aunque sin que sean previsibles desaceleraciones significativas por las cláusulas de salvaguarda vigentes.

Gráfico 1.3.
Inflación



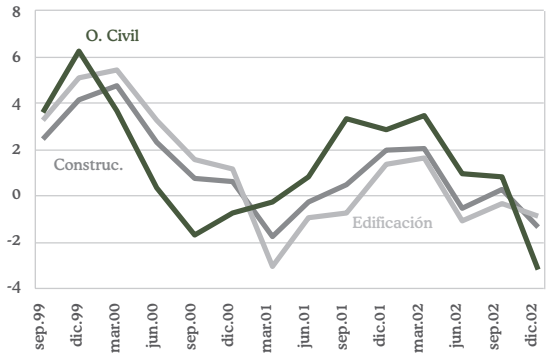
Fuente: INE y BBVA

Gráfico 1.4.
Empleo



Fuente: INE, Mº de Trabajo y BBVA

Gráfico 2.1.
Actividad en la Construcción. Europa 15
Tasa de variación interanual (%)



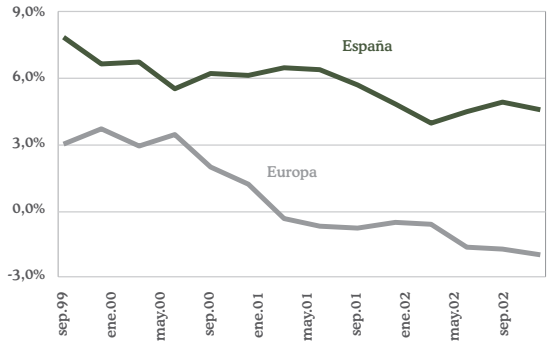
Fuente: Eurostat

Cuadro 2.1. Edificación en Europa
Indicador de actividad. Tasa de variación anual

	1 tr.02	2 tr.02	3 tr.02	4tr.02
EU 15	1,7	-1,0	-0,3	-0,8
Euro- Zone	0,9	-2,1	-1,5	-2,4
Alemania	-2,2	-7,1	-8,8	-7,6
Francia	-4,3	-4,0	-3,1	-2,8
Bégica	2,1	-0,8	-3,0	-5,2
Holanda	1,2	-1,8	-2,3	-4,7
Reino Unido	7,6	6,6	7,9	9,5
España	9,9	6,5	9,0	4,9

Fuente: Eurostat

Gráfico 2.2.
Valor añadido bruto de la construcción
Variación anual (%)



Fuente: Eurostat

2. La actividad en la construcción

Desde principios de 2002, la construcción en Europa ha mostrado un menor de vigor, reduciéndose el nivel de producción del sector

En Europa, la producción del sector de la construcción mantuvo un tono descendente a lo largo de 2002, tanto por la caída de la edificación en primer lugar, como por el posterior descenso de la obra civil. La moderación del consumo familiar y la contracción de la inversión empresarial han llevado a un descenso de la edificación tanto en el segmento residencial como en el destinado a oficinas, superficies comerciales o espacios industriales. El retraso de la recuperación económica y la previsible debilidad de la misma sugieren que no se producirá una repentina recuperación de la construcción en Europa en 2003. Además, las tensiones presupuestarias existentes son un importante impedimento para aumentar la inversión en obra civil, segmento que mantendrá tasas de variación interanuales negativas a lo largo de 2003.

La mayor caída de la producción se produjo en el segmento de la edificación que, al cuarto trimestre de 2002, mostraba un retroceso del 2,4% en tasas interanuales. La mayor ralentización de las economías continentales ha llevado a un significante descenso de la edificación en Alemania y Francia, así como en los países de sus órbitas económicas más cercanos, que han arrastrado a la media europea a tasas de crecimiento negativas.

El segmento de la obra civil tuvo un comportamiento menos negativo, especialmente en la primera parte de 2002, en el que aún mostró variaciones interanuales positivas, pero marcó una clara tendencia al descenso de la actividad. En el caso de la Europa de los 15, el descenso fue más moderado dado el dinamismo de la inversión pública en el Reino Unido, aunque en el cuarto trimestre de 2002, la caída de la actividad en el segmento de la obra civil era del 2,7% en el caso de la UEM y del 3,1% en la zona EU 15, según los ultimos datos de Eurostat.

Esta descendente evolución de la construcción ha llevado a una reducción del empleo en el sector y a una moderación de los costes en el segmento. En el tercer trimeste de 2002, el número de ocupados en la costrucción era un 1,3% inferior al existente un año antes. Tanto en Alemania y Austria como en el Reino Unido e Irlanda, la caída del empleo en la construcción ha sido significativa, alcanzando una variación negativa del 7,8% en Alemania y del 5,6% en el caso del Reino Unido.

Los costes de la construcción también están reflejando el menor grado de actividad del sector, mostrando una evolución similar a los del conjunto de bienes de consumo. En 2002, el avance de los costes en el sector fue del 2% de media en la UEM.

La suave recuperación de las economías europeas, con un débil aumento del consumo familiar y un contenido crecimiento de la inversión empresarial a lo largo de 2003, hacen prever cierto retraso en la recuperación del sector que, se estima, se producirá de forma paulatina a lo largo de 2004.

En España, la construcción ha mantenido tasas de crecimiento positivas a lo largo de 2002, aunque más moderadas que en años anteriores

En España, la evolución del sector de la construcción, si bien ha moderado su ritmo de expansión, todavía mantuvo unas tasas de crecimiento elevadas en 2002, tanto en el segmento de la edificación como en el de la obra civil, aunque este último mostró ciertos indicios de agomiento en la segunda parte del año. En 2002, la construcción avanzó

a un ritmo del 4,5% en tasas interanuales, lo que supuso una moderación del dinamismo respecto de años anteriores. La evolución trimestral muestra un perfil creciente hasta septiembre de 2002, que se moderó en el último trimestre del año.

Esta moderación del sector continuará a lo largo de 2003, hasta cerrar el año con un aumento medio del entorno del 3,6%, en términos de contabilidad nacional, manteniendo el perfil descendente iniciado el último trimestre de 2002.

En su conjunto, el aumento de la producción en la construcción ha supuesto una tercera parte del aumento del producto nacional bruto en 2002 y su peso en la economía ha alcanzado un porcentaje del 14%, el más elevado de los últimos años y muy superior a la media europea. Además, a lo largo de los noventa este diferencial ha sido creciente, poniendo de manifiesto el mayor esfuerzo inversor realizado por la economía española en el proceso de convergencia con Europa, en materia de infraestructuras, y el elevado grado de maduración que esta alcanzando el sector inmobiliario en España, tanto el residencial como el de otros productos.

El segmento de la obra civil comenzó a acusar el ciclo electoral, con tasas de crecimiento mucho más moderadas

La inversión en obra civil creció a un ritmo del entorno del 3,0% en 2002, según la Encuesta de la Construcción. En la primera parte del año el avance de la ingeniería civil fue más estable, con tasas de crecimiento del entorno del 4% mientras que en la segunda mitad, los datos muestran una mayor dispersión, con un último trimestre con tasas negativas, según el avance provisional de los datos de Eurostat. La licitación de obra civil en el año 2002 alcanzó un volumen de casi 15.400 millones de euros, de los que el 70% fue licitado por el total de la Entidades Locales, que incluyen a Comunidades Autónomas y Ayuntamientos, y el 30% restante por la Administración Central y los organismos autónomos dependientes de la misma.

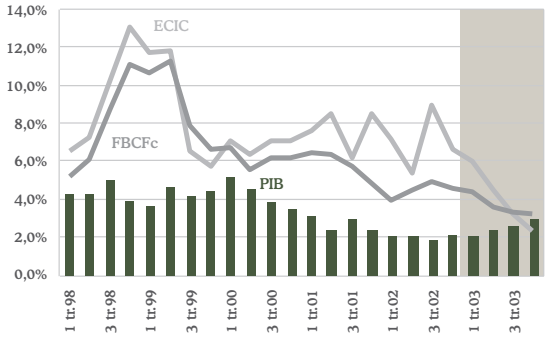
La inversión pública licitada en 2002 se ha destinado, básicamente, a carreteras, con el 46,6% del presupuesto, y a infraestructuras ferroviarias, con el 18,4% del total licitado. En su conjunto, la inversión en la mejora de las comunicaciones rodadas ha supuesto dos de cada tres euros licitados en 2002. El 10% de la inversión se destinó a la realización de obras y urbanización de suelo, mientras que un 13% del importe licitado se destinó a abastecimiento de aguas y saneamientos. Tras las elecciones locales es previsible una caída de la inversión de los entes territoriales, lo que llevará a que el segmento de la obra civil a una tasa de crecimiento nula en 2003, a pesar del esfuerzo inversor de la Administración Central.

La edificación no residencial mantuvo un elevado ritmo de actividad en un año en el que el segmento no residencial ha dado inequívocos síntomas de agotamiento

La edificación, sin embargo, ha presentado un perfil más estable, con tasas de variación ligeramente por encima de las observadas el año anterior. En 2002 la edificación creció a un ritmo medio del entorno del 7,0%, según Eurostat. La evolución del segmento se apoyó en la edificación residencial y tuvo un perfil no definido, con avances irregulares a lo largo del año.

El número de viviendas visadas en 2002 fue superior a las de 2001, con un crecimiento del 2,6% en el caso de las viviendas iniciadas, según el colegio de aparejadores, y del 3,5% en el caso de los proyectos visados por los colegios de arquitectos. En España se iniciaron un total de 575.000 viviendas en 2002, el volumen más elevado desde que se dispone de estadísticas y supone alcanzar una media de 500.000 nuevas viviendas en los últimos cinco años.

Gráfico 2.3.
España: pib y construcción
Variación anual



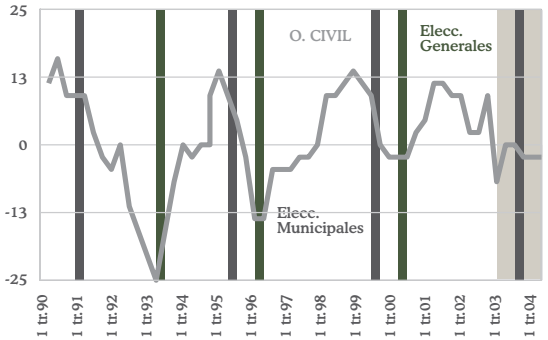
Fuente: INE y BBVA

Cuadro 2.2. Construcción

Tasa variación a/a	2000	2001	2002	2003
Inversión CNTR	6,1	5,8	4,5	3,6
Inversión ECIC	6,9	7,7	5,5	4,0
Edificación ECIC	8,6	6,6	7,0	6,0
Obra Civil ECIC	1,1	10,3	3,0	0,0

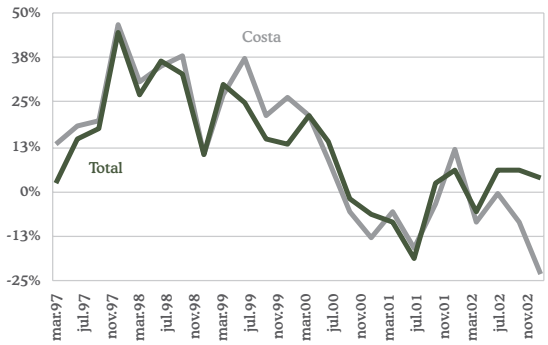
Fuente: INE, Mº Fomento, Eurostat y BBVA

Gráfico 2.4.
Obra civil y elecciones
Tasa de variación anual



Fuente: Mº Fomento y BBVA

Gráfico 2.5.
Viviendas iniciadas. España total y costa
Tasas de variación interanual



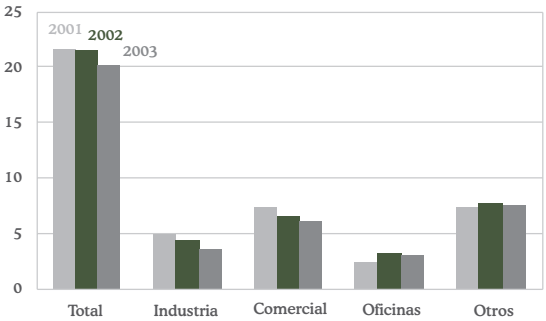
Fuente: Mº Fomento y BBVA

Cuadro 2.3. Visados de viviendas

Número total	2000	2001	2002	2003
Arquitectos	584.950	554.531	574.029	459.000
Aparejadores	594.820	561.186	575.546	460.000

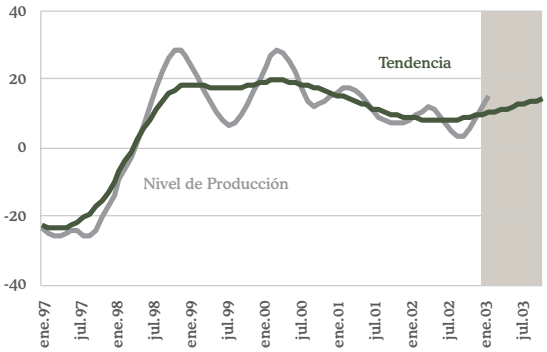
Fuente: Colegios de Arquitectos, de Aparejadores y BBVA

Gráfico 2.6.
Superficie no residencial
Millones de m²



Fuente: Colegio Aparejadores y BBVA

Gráfico 2.7.
Construcción. Opiniones empresariales
Diferencia de respuestas



Fuente: Mº Economía y BBVA

En 2003, se producirá un descenso en la iniciación de nuevas viviendas, como consecuencia de la desaceleración de las expectativas de la demanda, que pudiera llevar a unos niveles de iniciación del entorno de las 460.000 viviendas en el conjunto del año.

La superficie no residencial a construir en 2002 fue inferior a la visada en 2001, como consecuencia de la moderación del mercado de oficinas y centros comerciales, que comienzan a alcanzar cierta saturación en algunas localizaciones. En su conjunto, en 2002, se visaron un total de 21,5 millones de metros cuadrados de superficie, un 1,1% por debajo del volumen visado un año antes. En los primeros meses de 2003, la tendencia ha continuado, lo que llevará al segmento no residencial a un descenso de la superficie a construir que alcanzará los 20 millones de metros cuadrados, lo que supondrá una caída del entorno del 7,0%. Serán las superficies industriales y las destinadas al comercio las que experimentarán descensos más intensos mientras que el volumen destinado a oficinas será similar o ligeramente inferior a la superficie visada en 2002.

Con todo, las opiniones de los agentes del sector son relativamente optimistas en términos generales, manteniéndose aún un mayor saldo de respuestas positivas que negativas en cuanto a la evolución del sector y sus perspectivas a corto y medio plazo. El indicador del clima de la construcción ha mostrado una tendencia de suave moderación desde principios del año 2000, pero en los primeros meses de 2003 ha vuelto a repuntar, marcando una dinámica positiva para el resto del año.

La cartera de pedidos se mantiene elevada en los segmentos de obra civil y edificación residencial, aunque ha perdido volumen en el caso de la construcción de obras industriales o de superficies comerciales, según el indicador del clima de la construcción.

El ritmo de creación de empleo en el sector se ha moderado paulatinamente desde 1999, año en que aumentó a una tasa interanual del 13,6%, hasta 2002, que presentó un avance del 3,2% respecto a los ocupados un año antes. Como consecuencia de esta ralentización, desde 2001 se está produciendo un aumento del número de parados en la construcción que alcanzó a un total de 200.000 personas en el último trimestre de 2002, con una tasa de variación del 14,2%, dada la nueva definición de parado.

En el conjunto del sector, la moderación de la actividad y de la creación de empleo está impulsando la contención de los costes de construcción que a lo largo de 2002 se han moderado suavemente. El aumento de los mismos fue del 1,6% en 2002, con un avance superior en el caso de la edificación que en el de la obra civil.

Los indicadores de consumo de materiales para la construcción muestran una evolución descendente a lo largo de 2002 con crecimientos inferiores a los observados un año antes. Así, el consumo aparente de cemento creció un 3,9% en 2002, dos puntos por debajo del dato de 2001 mientras que la venta de productos de acero para la construcción lo hizo a un ritmo de 5% anual, la mitad del año anterior.

Censo de Viviendas 2001

España. Viviendas familiares, ocupadas y desocupadas

	1960	1970	1981	1991	2001
(Valores Absolutos)					
Ocupadas	**7.359.695**	**9.300.068**	**12.330.654**	**14.659.991**	**17.593.783**
Principales	7.028.651	8.504.326	10.430.895	11.736.376	14.270.656
Secundarias	331.044	795.742	1.899.759	2.923.615	3.323.127
Desocupadas y Otras	**366.728**	**1.355.717**	**2.396.205**	**2.546.372**	**3.229.586**
Total Viviendas Familiares	**7.726.423**	**10.655.785**	**14.726.859**	**17.206.363**	**20.823.369**
(Valores Relativos)					
Ocupadas	95,3%	87,3%	83,7%	85,2%	84,5%
Principales	91,0%	79,8%	70,8%	68,2%	68,5%
Secundarias	4,3%	7,5%	12,9%	17,0%	16,0%
Desocupadas y Otras	4,7%	12,7%	16,3%	14,8%	15,5%

Fuente: Censos Población y Vivienda del INE

En España había en 2002 un total de 20,8 millones de viviendas. El 68,5% del total se destinaba a vivienda habitual y el 16% a secundaria.

En 2001, en España existían un total de 20,8 millones de viviendas, según el avance de resultados del último Censo elaborado por el INE. De este total, 14,27 millones se destinaban a viviendas principales, 3,23 millones a viviendas secundarias y el resto estaban vacías o en la rúbrica de otro tipo de viviendas. Este parque de viviendas da cobijo a un total de 40,8 millones de habitantes, de los que 1,6 millones son inmigrantes, es decir, el 3,8% de la población actual. En España había, en 2001, un total de 510 viviendas por cada 1000 habitantes, de las que 350 eran consideradas como residencias principales a las que se añadian 81 viviendas secundarias y 80 vacías. En su conjunto, la proporción de viviendas existente en España es superior a la media europea, que se sitúa en el entorno de 445 viviendas por cada 1000 habitantes. Ello es debido al elevado número de segundas residencias existentes en nuestro país.

Respecto del anterior Censo de 1991, se ha producido un incremento del parque de casi 3,17 millones de viviendas, un 21,0%, de las que 2,53 millones eran viviendas principales, con un aumento intercensal de 21,6%, y 0,40 millones eran residencias secundarias, con un aumento del 13,7% respecto de las existentes en 1991. En el mismo periodo, el crecimiento de la población española fue del 5,1%. Ello implica que, a lo largo de la última década el tamaño medio de los hogares españoles se ha reducido significativamente hasta situarse en 2001 en un ratio de 2,86 personas por hogar, 0,35 puntos por encima de la media europea.

Las intensas migraciones de las zonas rurales a las urbanas de los años 60 y 70 se tradujeron en un fuerte incremento de las viviendas desocupadas, que pasaron de suponer el 4,7% del parque en 1960 al 16,3% en 1981, porcentaje que se ha mantenido relativamente estable hasta el último censo de 2001. El aumento relativo de las viviendas secundarias se produjo fundamentalmente en los años 70 y 80, hasta llegar a suponer el 17% del total del parque en 1991, proporción que se ha reducido ligeramente en 2001. Como consecuencia de esta evolución, el peso de la vivienda principal se redujo significativamente, pasando de suponer el 95% del parque en 1960 hasta el entorno del 85% en 1980, porcentaje que se ha mantenido estable en estos últimos veinte años.

Territorialemente, el mayor crecimiento de viviendas en términos relativos, en el periodo intercensal, correspondió a la Comunidad Canaria, con un aumento del 41,5% del parque, y a las Comunidades de Madrid y La Rioja, con aumentos superiores al 29% en ambos casos, y a la Comunidad Navarra, que experimentó un incremento del 27,4%. Por el contrario, el menor aumento del parque de viviendas ha tenido lugar en Asturias, Aragón, Galicia y el País Vasco, inferior al 15% en todos los casos.

La propiedad es el régimen de tenencia dominante en España

El régimen de tenencia de las viviendas principales en España era, fundamentalmente, la propiedad, que suponía el 81% del total. Las viviendas en alquiler, que en 2001 representaban el 11,3% del total, han perdido peso paulatinamente desde mediados del siglo pasado, cuando suponían más del 40% del total de las viviendas principales. En términos absolutos, el número de viviendas en alquiler existentes en 2001 era un 45% inferior a las existentes en el año 1960 y un 8% por debajo de las de 1991. En la actualidad, el alquiler se concentra principalmente en las grandes ciudades: casi el 40% del total del parque de éste tipo de viviendas se localiza en Madrid y Cataluña.

España. Viviendas principales. Régimen de tenencia

	1960	1970	1981	1991	2001
(Valores Absolutos)					
Propiedad	3.558.537	5.394.326	7.629.659	9.166.124	11.550.278
Alquiler	2.988.161	2.555.116	2.168.661	1.757.469	1.615.911
Otros	481.953	554.884	632.575	901.256	1.104.467
Viviendas Principales	7.028.651	8.504.326	10.430.895	11.824.849	14.270.656
(Valores Relativos)					
Propiedad	50,6%	63,4%	73,1%	77,5%	80,9%
Alquiler	42,5%	30,0%	20,8%	14,9%	11,3%
Otros	6,9%	6,5%	6,1%	7,6%	7,7%

Fuente: Censos Población y Vivienda del INE

Viviendas y variables demográficas

	Población	Número Hogares	Número Viviendas	Personas/ Hogar	M²/ persona
1960	30.582.936	7.028.651	7.726.423	4,35	24,25
1970	33.956.047	8.504.326	10.655.785	3,99	30,75
1981	37.742.561	10.430.895	14.726.859	3,62	39,02
1991	39.433.942	11.824.849	17.206.363	3,33	44,94
2001	40.847.371	14.270.656	20.823.369	2,86	53,53

Fuente: INE y BBVA

Del total de hogares existentes en 2001, el 40% de ellos ha llegado a su vivienda habitual con posteoridad a 1991, proporción que se reduce al 24% cuando se consideran los últimos cinco años. Las viviendas en alquiler muestran, como es natural, una mayor rotación: del total de hogares en régimen de alquiler, el 46% ha accedido a su vivienda en los últimos cinco años, proporción que se reduce al 20,5% cuando se trata de las viviendas habituales.

La divergente relación existente entre población, hogares y el número de viviendas en España a lo largo de las últimas cuatro décadas, y que el último censo ha puesto más en evidencia, plantea la necesidad de revisar los modelos de demanda de vivienda elaborados a partir de la población, dado que se apoyan básicamente en la formación de hogares como motor principal de la demanda residencial. Desde 1960, la población española ha aumentado un 25% mientras que, en el mismo período, el número de hogares se ha doblado y el parque de viviendas se ha triplicado.

Partiendo de los datos del censo de 1991 y utilizando los modelos de formación de hogares tradicionales, la demanda de vivienda para la década de los noventa se estimaba en el entorno de las 300.000 viviendas al año, que se reduciría hasta la mitad en la década actual. Los datos del Censo de 2001 ponen de manifiesto que el proceso de formación de hogares en la década de los noventa ha sido superior al estimado y que se mantendrá en unos niveles elevados en la presente década. Una primera aproximación indica que se formarán entre 400.000 y 500.000 nuevos hogares al año hasta 2010. La intensidad de la inmigración influirá decisivamente en este proceso: si no se produce una entrada significativa de inmigrantes, se generará una media de unos 400.000 nuevos hogares hasta final de década, media que aumentará hasta 450.000 nuevos hogares si la inmigración se estabiliza en unas 175.000 entradas netas al año.

3. El mercado inmobiliario

El mercado inmobiliario europeo está reflejando el menor crecimiento económico con un descenso de la demanda y una moderación de los precios

El menor crecimiento de la economía europea en los dos últimos años ha llevado a un descenso de la demanda inmobiliaria en Europa, tanto de oficinas, superficies comerciales e industriales como de viviendas. En los diferentes mercados residenciales, la menor expansión económica se ha reflejado en un menor número de transacciones y en un avance de los precios más moderado que en años anteriores y que, en términos reales, ha sido superior al 2,0% de media en 2002. La desaceleración de los precios está siendo más intensa en Alemania y en los países de su entorno económico más inmediato que en el resto de los países europeos, en los que aún se observan revalorizaciones inmobiliarias superiores al 5% en términos reales. Para 2003, continuará la desaceleración de la demanda inmobiliaria y la tendencia de moderación de precios, aunque crecerán a tasas positivas en el conjunto de la Unión Europea. La ralentización del consumo de las familias y la menor inversión empresarial serán los factores que condicionen la evolución del mercado inmobiliario europeo.

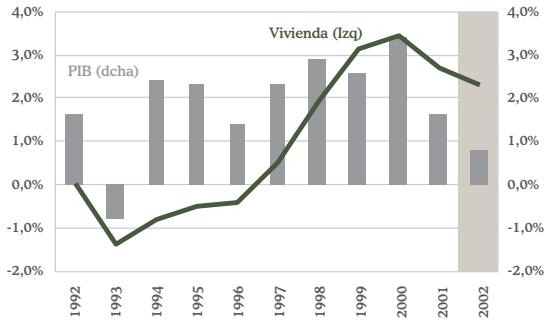
El mercado español, por el contrario, continuó con el dinamismo de años anteriores

A diferencia, en el caso español, no sólo no se produjo un descenso del número de transacciones de vivienda a lo largo del año, sino que además los precios de las mismas continuaron avanzando a tasas crecientes en 2002, a pesar de la moderación económica y la ralentización del consumo familiar. El segmento no residencial, sin embargo, sí acusó la menor inversión empresarial y comienzó a notarse cierta sobreoferta de algunos productos en zonas concretas, por lo que los alquileres y los precios de venta comenzaron a descender ligeramente. A lo largo de 2003, los precios de las viviendas tenderán a estabilizarse en términos nominales por la menor presión de la demanda aunque aún mostrarán tasas de variación interanuales positivas que supondrán una revalorización media del 10%. En el caso de las oficinas y superficies comerciales, el aumento esperado del espacio vacante y disponible a lo largo de 2003 llevará a recortes adicionales en los precios de alquiler que afectarán negativamente a los precios de venta de los inmuebles, que podrán descender un 10% en el segmento de las oficinas.

Desde principios de la pasada década, las transacciones de vivienda en España han seguido una tendencia creciente hasta duplicar, en 2002, el número estimado diez años antes. En la última década, el mercado español ha alcanzado un tamaño de ventas de unas 800.00 viviendas de promedio anual, de las que algo menos de la mitad de ellas han sido viviendas de nueva construcción. El dinamismo de este mercado es coherente con la evolución de los factores demográficos y, especialmente, económicos de estos últimos años. Según los últimos datos del censo de viviendas de 2001, en la década de los noventa el aumento neto del número de viviendas en España fue cercano a las 360.000 viviendas al año, lo que ha dado lugar a un parque inmobiliario que a finales de 2002 habría superado los 21,2 millones de viviendas.

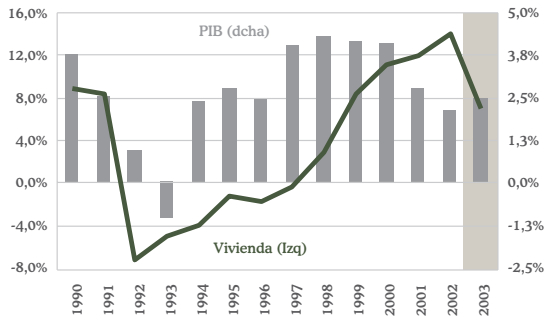
En este sentido, las previsiones de demanda de vivienda que se elaboraron a partir del proceso de formación de hogares en España con los datos del Censo de 1991 se han revelado limitadas e insuficientes. Con los datos del Censo de Población de 2001 se puede realizar una primera cuantificación del flujo de hogares que se formará en España hasta 2011, ver recuadro 3.1, partiendo de la estructura de la población del actual Censo, que pone de manifiesto que se podrían formar

Gráfico 3.1.
UEM. Precios vivienda y PIB
Tasas de variación anual. (Descontada inflación)



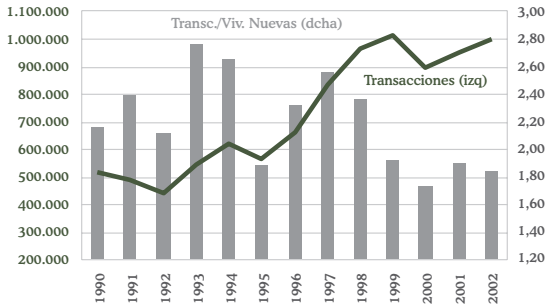
Fuente: Eurostat, BCE y BBVA

Gráfico 3.2.
España. Precios vivienda y PIB
Tasas de variación anual. (Descontada inflación)



Fuente: INE, BE y BBVA

Gráfico 3.3.
Transacciones de vivienda en España
Número y su relación con las nuevas viviendas



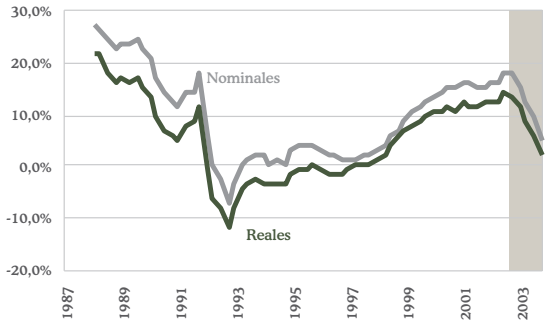
Fuente: Estimación BBVA

Cuadro 3.1. Formación hogares. Flujo anual

	Supuestos de inmigración media anual			
	0	90.000	175.000	250.000
2002	380.550	408.551	434.997	458.331
2003	370.334	400.097	428.351	453.398
2004	361.026	392.436	422.406	449.095
2005	363.753	396.822	428.530	456.896
2006	352.322	386.870	420.159	450.072
2007	341.991	377.845	412.558	443.885
2008	336.681	373.734	409.776	442.440
2009	323.312	361.321	398.462	432.262
2010	312.030	350.955	389.160	424.069
2011	296.889	336.509	375.566	411.394
Media Anual	**343.889**	**378.514**	**411.996**	**442.184**

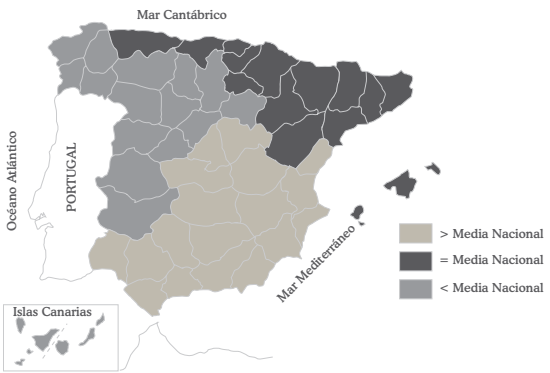
Fuente: BBVA

Gráfico 3.4.
Precios de las viviendas. Nominales y reales
Tasas de variación anual



Fuente: Mº Fomento y BBVA

Gráfico 3.5.
Precios de las viviendas 2002
Variación anual



Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA

un total de 4.000.000 de hogares si la población inmigrante aumentara en el entorno de 1,5 millones en los próximos diez años, es decir con una media de 400.000 nuevos hogares y un flujo neto de inmigrantes de 150.000 personas al año hasta el 2011. La tendencia en la formación de hogares a lo largo de la presenta década será descendente pero con una menor pendiente que la estimada con los datos del censo anterior.

En España, los precios de las viviendas continuaron avanzando a tasas crecientes hasta alcanzar una revalorización interanual del 17,4% en el último trimestre de 2002

El dinamismo del mercado residencial durante 2002 tuvo un claro exponente en la evolución alcista de los precios de las viviendas, que crecieron un 16,6% de media en tasas interanuales. Este avance supuso una revalorización del 13% en términos reales. En los primeros meses de 2003, la desaceleración del consumo de las familias pudiera anticipar una moderación de la demanda inmobiliaria, lo que llevaría un menor número de transacciones y menor presión sobre los precios. Con todo, las revalorizaciones residenciales continuarán evolucionando a tasas positivas en 2003, con un avance medio interanual del 10%, si bien presentarán un perfil descendente a lo largo del año que llevará a avances del entorno del 5% a finales de 2003.

En 2002, los precios de las viviendas presentaron un perfil creciente, con mayores avances en la segunda parte del año, si bien se produjo una ligera inflexión en el último trimestre que pudiera indicar que los precios residenciales habrían alcanzado su nivel máximo en algunas comunidades autónomas y que tenderán a estabilizarse a lo largo de 2003. De hecho, observando las variaciones intertrimestrales, los precios de las viviendas presentaron tasas negativas en cuatro comunidades autónomas en el cuatro trimestre de 2002 por primera vez desde principios de 1999. Si bien esta coincidencia pudiera expresar una relación espúrea y, estadísticamente, no responder a un cambio de tendencia, lo cierto es que en algunos mercado los avances de precios han comenzado a moderarse de forma apreciable.

En 2002, los mayores aumentos de precios se observaron en las Comunidades del Sur y Sur Este, con especial incidencia en la Comunidad de Madrid donde las revalorizaciones alcanzaron una tasa interanual del 23% de media, en un año en el que se alcanzó un máximo en el número de viviendas en promoción. Por el contrario, fue en las Comunidades más occidentales en las que los precios avanzaron claramente por debajo de la media nacional, mientras que las de la cuenca del Ebro y en las Islas Baleares lo hicieron a tasas similares a la media nacional.

Los avances de precios fueron ligeramente más intensos en las viviendas de nueva construcción que en el mercado de segunda mano, a pesar del fuerte aumento de la oferta de vivienda nueva por la salida al mercado de un importante número de promociones inmobiliarias. La diferencia en el dinamismo de precios según la antigüedad de los inmuebles no es significativa, lo que pone de manifiesto que son factores económicos, y no los relacionados con el propio mercado de la vivienda, los que están determinando la evolución de los precios residenciales. La escasez de oferta de nueva construcción y la mayor centralidad de las viviendas usadas otorgan atractivo a este mercado, por lo que los precios en este segmento también han seguido la dinámica de los de nueva construcción. Las previsiones para 2003 indican que, si bien lo harán a un ritmo relativamente menor, los precios de las viviendas de segunda mano evolucionarán en el mismo sentido que los de las viviendas de nueva construcción.

El aumento de la capacidad de endeudamiento no ha sido suficiente para evitar cierto deterioro de los indicadores de accesibilidad a la vivienda en 2002.

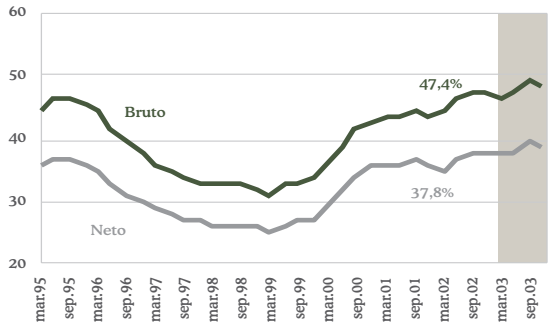
Como consecuencia de la evolución de los precios residenciales, los índices de accesibilidad han continuado deteriorándose a lo largo de 2002, a pesar de los descensos de los tipos de interés en el mercado hipotecario. Así, en el último trimestre de 2002, el esfuerzo para acceder a una vivienda de tamaño medio suponía casi el 48% del salario medio bruto, que se reducía al 38% cuando se consideran las desgravaciones fiscales. Estos ratios corresponden a unos precios medios de la vivienda que eran equivalentes, a finales de 2002 a seis veces y media el salario medio anual.

El continuo empeoramiento de estos indicadores terminará por erosionar la demanda de viviendas, especialmente la de las familias con condiciones laborales más precarias o menores ingresos económicos. Dadas las tendencias de los precios y tipos de interés, a lo largo de 2003 continuará el deterioro de los ratios de accesibilidad que a finales de año podrían alcanzar el 50% del salario bruto.

Las buenas condiciones existentes en el mercado hipotecario en 2002 implicaron un aumento de la capacidad de financiación, lo que llevó a un aumento del 8% en la capacidad de pago de las familias. Ello permitió que una familia con un único salario medio pudiera adquirir una vivienda con un precio del entorno de los 120.000 euros, siempre que la financiación no superara el 80% del precio final y que no destinara más de una tercera parte de los ingresos a pagar las cuotas mensuales derivadas del préstamo hipotecario. Con esta capacidad de endeudamiento, a los precios de mercado, una familia puede acceder a una vivienda de unos 75 metros cuadrados de tamaño máximo, siempre que no existan aportaciones añadidas a la financiación externa. Los previsibles menores tipos de interés que se negociarán en el mercado hipotecario en 2003 sugiere que, hasta mediados de año, continuará aumentando la capacidad de endeudamiento de las familias para estabilizarse en la segunda parte del año.

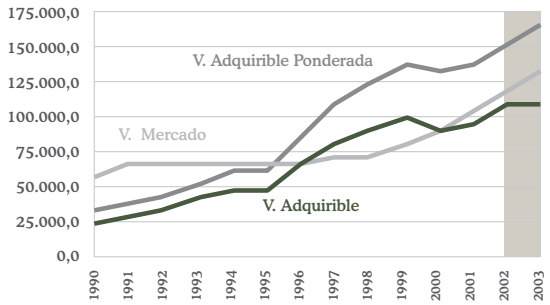
Considerando el número medio de trabajadores por familia, se observa que en 2002 el esfuerzo ponderado para acceder a una vivienda también empeoró significativamente respecto a 2001, si bien dichos ratios se mantienen aún en valores relativamente asumibles tanto para las familias como para el sistema financiero. En términos de capacidad de pago, una familia con 1,43 trabajadores de media en 2003 tendrá una capacidad de pago equivalente a 160.000 euros para la adquisición de una vivienda.

Gráfico 3.7.
Accesibilidad a la vivienda
Esfuerzo sobre salario medio (%)



Fuente: BBVA

Gráfico 3.8.
Accesibilidad a la vivienda



Fuente: Mº Fomento y BBVA

Cuadro 3.2. Indicador de Accesibilidad Ponderado

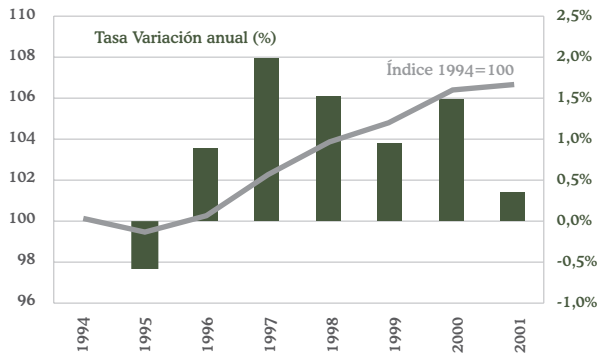
	Precio Vivienda (100 m2) €	Un solo Salario			Salario Ponderado		
		Esfuerzo Acceso (%)	Capacidad Compra €	Precio Vivienda/ Salario	Esfuerzo Acceso (%)	Capacidad Compra €	Precio Vivienda/ Salario
1990	50.883	69,5	21.527	4,8	60,5	31.094	2,0
1991	58.171	68,9	25.415	5,1	58,6	36.710	2,2
1992	57.392	63,8	27.992	4,7	52,5	40.433	2,3
1993	57.158	49,5	36.300	4,4	41,6	50.819	2,8
1994	57.561	44,0	42.286	4,2	35,7	59.670	3,1
1995	59.584	45,4	43.724	4,2	35,2	62.671	3,1
1996	60.689	37,6	57.141	4,1	27,0	83.172	3,8
1997	61.632	32,7	71.613	4,0	21,5	105.827	4,6
1998	64.497	32,1	79.038	4,1	19,5	122.152	5,0
1999	71.308	32,7	86.932	4,4	19,2	136.937	5,4
2000	81.626	39,8	80.723	4,9	23,6	130.314	4,9
2001	94.173	43,4	85.936	5,5	25,3	136.761	4,9
2002	109.805	46,2	95.263	6,2	24,9	151.575	5,4
2003	120.953	47,6	102.680	6,6	25,4	160.757	5,5

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

PIB, suelo urbano y precios de las viviendas

PIB y suelo urbano

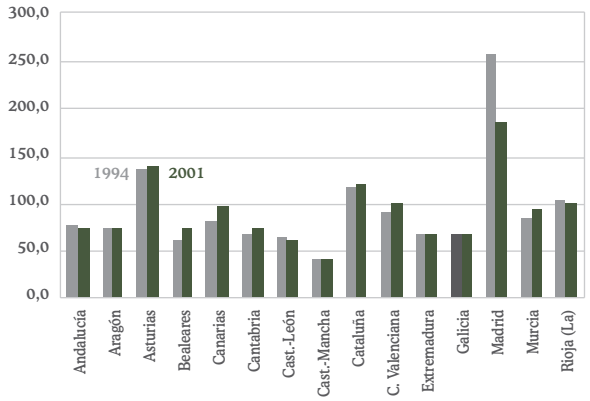
PIB/m² urbanos. Índice 1994 = 100 y variación anual (%)



Fuente: BBVA

PIB y suelo urbano

PIB/m² suelo urbano. España = 100



Fuente: BBVA

Las diferencias territoriales en la "productividad" del suelo urbano se reflejan también en los precios de los bienes inmuebles, que son más elevados en las regiones más productivas

Una de las características de las economías desarrolladas es que la práctica totalidad de las actividades productivas se concentran en suelo urbano, dado el pequeño peso económico de los sectores que requieren espacios rurales. En el caso español, más del 95% del producto interior bruto es generado por aquellas actividades que se asientan en los distintos tipos de suelo urbano en los que se configuran nuestras ciudades. Esta característica permite, en cierto modo, inducir la aportación del suelo urbano a la producción de la riqueza nacional, su evolución en el tiempo y realizar comparativas espaciales.

En general, el valor del suelo urbano puede ser estimado por el coste de oportunidad de los usos alternativos del mismo y, por lo tanto y a nivel macroeconómico, puede medirse en términos de producto interior bruto por metro cuadrado (PIB/m²). En este sentido, una forma de conocer si el suelo urbano destinado a vivienda pudiera estar sobrevalorado o infravalorado seria evaluar si el precio es significativamente mayor o menor a la "productividad" del mismo, siempre que no existan insalvables restricciones de oferta.

La economía española ha crecido a un ritmo medio del 3,5% desde 1994, mientras que la superficie urbana lo ha hecho a un ritmo del entorno del 2,5% de media anual. Este diferencial de crecimiento ha llevado a que aumente la "productividad" del suelo urbano en el entorno del 1,0% anual acumulado hasta 2001. Si bien la falta de datos históricos impide conocer la verdadera dimensión del fenómeno, la lógica económica sugiere que la importancia del suelo en la generación de riqueza es creciente, lo que explicaría una parte de la revalorización inmobiliaria a lo largo del tiempo.

Considerando el PIB/m² de suelo urbano de 1994 con valor índice igual a 100 para España, su evolución habría alcanzado el nivel 106 en 2001, mostrando un incremento continuo desde 1996. El menor crecimiento económico de 2002 y 2003 y el creciente ritmo de urbanización de suelo llevará a un estancamiento de la "productividad" del mismo que, según la lógica económica, linitaría el crecimiento de los precios del suelo en el medio plazo.

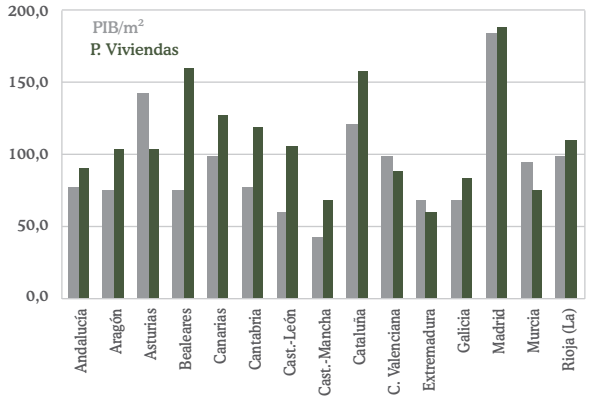
Partiendo de la Contabilidad Regional y de la superficie urbana existente en cada comunidad autónomas, se ha construido un indicador de coste de oportunidad del suelo que refleja el valor de los bienes y servicios producidos por metro cuadrado urbano de cada comunidad. Espacialmente, la mayor concentración de sectores productivos con valor añadido superior a la media en determinadas comunidades, como pudiera ser el caso de Madrid o Cataluña, incide directamente en las diferencias regionales existentes en la "productividad" del suelo.

Una primera aproximación a los datos indica que, en 1994, la "productividad" del suelo en Madrid era 2,5 veces la media nacional. Ya en 2001, y a pesar de haber crecido a un ritmo económico del entorno del 4% de media anual, esta relación había descendido hasta 1,8 veces, dado el gran volumen de suelo que se ha urbanizado en la Comunidad de Madrid en el periodo. Por el contrario, en la Comunidad de Castilla la Mancha la "productividad" del suelo es menor, con valores del entorno del 40% de la media nacional, manteniéndose, al igual que en muchas otras comunidades, con valores relativamente estables a lo largo del periodo considerado, lo que indicaría que la cantidad de suelo urbanizado ha sido proporcional al crecimiento económico registrado en la región.

Las diferencias en los precios de las viviendas entre regiones son relativamente consistentes con las diferencias existentes con el valor bruto de la producción que se obtiene en cada región en relación con su superficie urbana. Sin embargo,

PIB/m² y precio de las viviendas. 2001

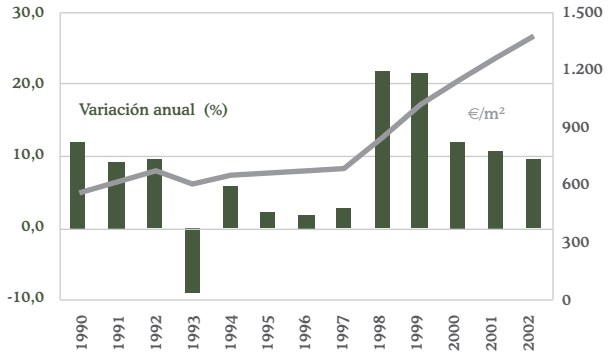
España = 100



Fuente: BBVA

Precio de repercusión del suelo. Madrid 1990-2002

Suelo residencial. € por m² construido y variación anual (%)



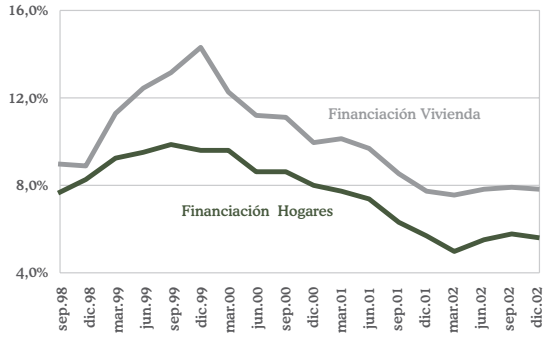
Fuente: BBVA

los datos preliminares indican que en aquellas comunidades más orientadas al turismo, los precios de las viviendas presentan valores relativos superiores a la media nacional, cuando el valor de su producción económica por metro cuadrado urbano es menor que la media, lo que reflejaría la incidencia del turismo en la formación de los precios en el mercado de la segunda residencia. En el resto de comunidades, las posiciones relativas respecto de la media nacional son similares tanto en el caso de la “productividad” del suelo como en la de los precios de las viviendas.

Las revalorizaciones inmobiliarias están claramente asociadas con la evolución económica: en períodos de expansión económica, los precios inmobiliarios muestran avances superiores a la inflación mientras que en momentos de recesión económica, la evolución del mercado inmobiliario es más negativa, con variaciones de precios inferiores a los precios de consumo. Generalmente, el crecimiento económico impulsa la demanda de vivienda que, si es sostenida y la oferta no muy amplia, empuja los precios de las mismas al alza, Estos aumentos de precios estimulan la promoción inmobiliaria y, por extensión, la demanda de suelo que se reflejará en alzas en el precio del mismo, siempre que la oferta no sea suficiente y existan restricciones a la expansión de la misma. En este sentido, los datos para Madrid ponen de manifiesto que el precio de repercusión del suelo en los inmuebles ha aumentado significativamente desde 1998, año en el que el impulso de la demanda se tradujo en avances de precios inmobiliarios muy por encima de la inflación. Una evolución similar se ha producido en la mayoría de las comunidades autónomas.

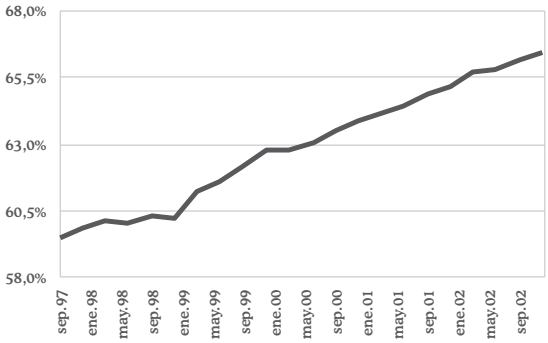
Las restricciones artificiales de oferta impuestas por la normativa, la escasa flexibilidad del planeamiento existente y los importantes retardos administrativos son factores que inciden directamente en el proceso de formación de la oferta de suelo, condicionando la evolución del precio del mismo. Un primer paso para favorecer la oferta de suelo sería eliminar las inseguridades jurídicas que se generan de la legislación actual en relación con los derechos y deberes de los propietarios del suelo. También sería beneficioso reconocer la capacidad de la iniciativa privada para urbanizar y desarrollar suelos con su propio planeamiento, cumpliendo siempre las directrices generales del planeamiento municipal. En España es necesario flexibilizar la normativa y aumentar la cantidad de suelo disponible para su urbanización. La existencia de un volumen de oferta de suelo suficientemente amplia que impida que se generen tensiones en el mercado no se conseguirá sin una clara voluntad por parte de las administraciones locales, que son las que tienen la última palabra en todo lo relacionado con el planeamiento municipal.

Gráfico 4.1.
Europa: crédito a las familias
Tasas de variación anual



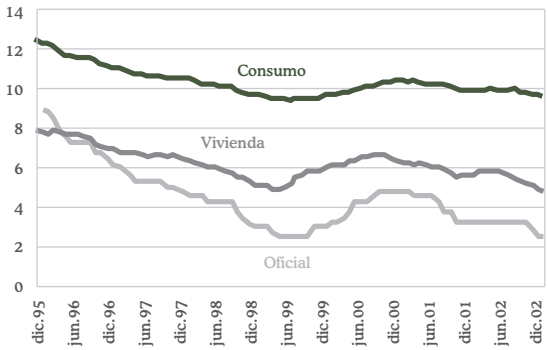
Fuente: BCE

Gráfico 4.2.
Europa. Peso del crédito hipotecario en la financiación de las familias (%)



Fuente: BCE

Gráfico 4.3.
Europa. Tipos de interés



Fuente: BCE

4. Financiación inmobiliaria

A partir de la segunda mitad de 2002 se ha recuperado ligeramente la financiación inmobiliaria en Europa, en un entorno de tipos de interés descendentes

Desde el verano de 2002, la financiación inmobiliaria en Europa ha mantenido un ritmo de crecimiento estable, con unas tasas de variación interanual del entorno del 7,7%, algo más de dos puntos por encima de la financiación total a las familias. Esta evolución se ha visto favorecida por la continua reducción de los tipos de interés que se está produciendo desde mediados de 2002 y por la desaceleración de los precios inmobiliarios en el conjunto de la UEM, lo que facilita la demanda de vivienda y, por extensión, la del crédito para su financiación.

La ralentización económica que comenzó a principios de 2001 en la UEM se reflejó en el mercado hipotecario con una clara desaceleración de los saldos de crédito para financiar las adquisiciones inmobiliarias. A pesar de que la economía europea aún no ha dado muestras de una clara recuperación y que los datos disponibles indican que ésta se retrasará y será de menor intensidad que la esperada, la demanda de crédito para la compra de viviendas ha mostrado cierto dinamismo desde la segunda parte de 2002, en la que creció a un ritmo medio del 7,75% con un perfil más estable que el de trimestres anteriores, y ha alcanzado un saldo vivo de 2,18 billones de pesetas, lo que supone el 66,4% del total de la financiación a las familias, seis puntos porcentuales por encima del peso que tenía a finales de 1998.

La política monetaria del Banco Central Europeo, con tipos de interés de intervención en mínimos, ha tenido un claro reflejo en los mercados hipotecarios europeos, en los que los tipos de interés están reduciéndose desde mediados del 2002 y cuya tendencia ha continuado en los primeros meses de 2003. En febrero de 2003, el tipo de interés de los préstamos hipotecarios era del 4,8% de media en el conjunto de la UEM, más de 80 puntos básicos por debajo del tipo existente un año antes. La reducción de los tipos hipotecarios está siendo más intensa que en el crédito comercial, lo que fomenta el uso de la garantía hipotecaria para financiar el consumo de otro tipo de bienes. En la actualidad, el diferencial entre tipos hipotecarios y comerciales es de 470 puntos básicos de media en la UEM.

Los mercados monetarios están descontando un recorte adicional de los tipos oficiales por parte del BCE. Las previsiones indican que a lo largo de 2003 los tipos de interés hipotecarios descenderán hasta niveles del 4,5% y que comenzarán a repuntar ligeramente en el primer trimestre de 2004, a medida que se consolide la recuperación económica en Europa y el BCE se oriente hacia una política monetaria más restrictiva.

La financiación a la vivienda en España continuó creciendo a tasas superiores a la europea

En España, durante 2002, la financiación inmobiliaria mostró tasas de crecimiento ligeramente inferiores a las de años anteriores pero con un perfil creciente a lo largo del año, si bien muy superiores a la media europea.

A finales de 2002, la financiación a la vivienda alcanzó un saldo vivo de 352.616 millones de euros, lo que supuso un aumento del 19,2% sobre los mismos saldos de un año antes. El mayor dinamismo correspondió a la financiación a las empresas para la promoción y construcción de viviendas, que alcanzó casi los 112.500 millones de euros, con un avance interanual del 24,8%. La financiación a las familias superó los 240.000 millones de saldo, a los que hay que añadir 21.000 millones en bonos hipotecarios titulizados. Con todo, el avance de la financiación a las familias fue del 18,1% a finales de 2002.

El repunte en la iniciación de viviendas a lo largo de 2002 y el fuerte desarrollo de obras de infraestructura impulsaron la financiación a promotores inmobiliarios y al segmento de la obra civil, que presentó un perfil muy ascendente a medida que avanzaba el año. En consonancia con la evolución de la actividad residencial, la financiación a los promotores inmobiliarios ha mostrado tasas de crecimiento elevadas, con un renovado dinamismo desde la primavera de 2002, alcanzando un saldo vivo de 55.475 millones de euros a finales del cuarto trimestre de 2002, con un aumento interanual del 27%, ocho puntos por encima del crecimiento del primer trimestre del año. Tanto las Cajas de Ahorro como los Bancos se han mostrado muy activos en este segmento, con tasas de variación superiores, en ambos casos, al 20% en 2002

La financiación del segmento de la obra civil, menos afectado por las revalorizaciones inmobiliarias, ha presentado unas tasas de crecimiento más moderadas, pero con un perfil creciente desde mediados de 2001. Esta rúbrica ha alcanzado un saldo vivo de 57.002 millones de euros a finales de 2002. La financiación inmobiliaria total a las empresas representa algo más del 31% del total de este tipo de financiación y su evolución es más cíclica y con variaciones más intensas que la orientada a los particulares.

La financiación a particulares para la adquisición o rehabilitación de viviendas continuó desarrollándose a buen ritmo en 2002, suponiendo un importante impulso dentro de la financiación a las familias. A finales de 2002, la financiación inmobiliaria a las familias alcanzó un saldo de casi 261.000 millones de euros, de los que el 84,7% correspondieron a los préstamos hipotecarios, el 8% eran bonos de titulización hipotecaria y el 3,4% otro tipo de créditos. El restante 4,0% correspondió a la financiación para la rehabilitación de inmuebles.

El crédito hipotecario se expandió a un ritmo cercano al 20% en 2002, duplicándose en los últimos 4 años

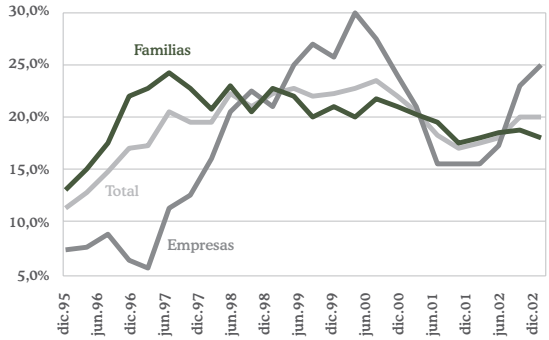
La buena marcha de las diferentes líneas de financiación inmobiliaria ha impulsado intensamente la demanda de crédito con garantía hipotecaria que, a finales de diciembre de 2002, presentó un saldo vivo de 354.150 millones de euros, mostrando un avance interanual del 19,3%, más de cinco puntos por encima de la financiación total al empresas y familias.

El crédito hipotecario ha aumentado su peso en la cartera de las entidades financieras hasta superar en la actualidad el 52,2% de la cartera de créditos vivos. En el caso de las Cajas de Ahorro, el peso de la cartera hipotecaria supone el 63,2% de los préstamos a familias y empresas, mientras que en el caso de los bancos el peso es del 42,6%. En el último año, los créditos hipotecarios han aumentado 2,3 y 2,6 puntos porcentuales su peso en la cartera de cajas y bancos respectivamente. A lo largo de 2003 la demanda de crédito hipotecario se moderará por el menor dinamismo del mercado inmobiliario, creciendo a un ritmo estimado del entorno del 14,0%. La ralentización del crédito será más intensa en el segmento de las empresas que en el de las familias.

Esta evolución del crédito hipotecario en 2002, y en los primeros meses de 2003, se ha producido en un entorno de tipos de interés a la baja desde la primavera pasada. Desde julio de 2002 los tipos hipotecarios se han reducido en más de 85 puntos básicos en España hasta situarse en el entorno del 4,0% en marzo de 2003.

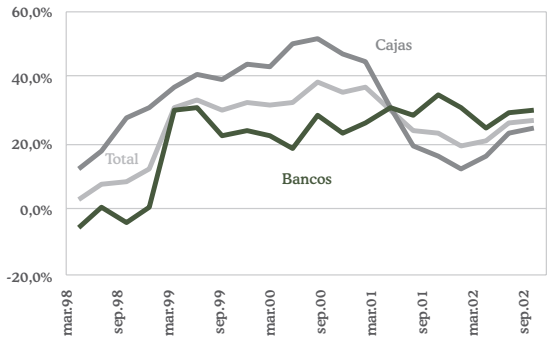
En los primeros meses de 2003, los índices de referencia del mercado hipotecario continuaron la tendencia descendente de meses anteriores y se situaron en mínimos anuales. En marzo de este año, el euribor a 12 meses cerró el mes con una media del 2,40%, lo que supuso un descenso de 30 puntos básicos (p.b.) respecto de la media de enero y casi 160 p.b. respecto del máximo de 2002. El descenso de tipos en

Gráfico 4.4.
Financiación a la vivienda
Tasas de variación interanual



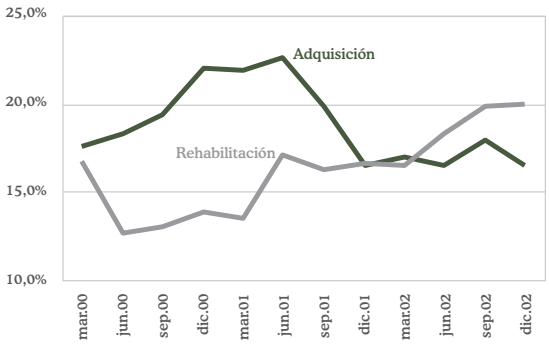
Fuente: BE

Gráfico 4.5.
Financiación actividades inmobiliarias
Tasas de variación anual



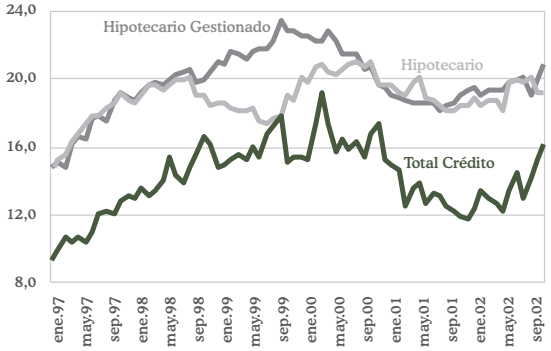
Fuente: BE

Gráfico 4.6.
Financiación a la vivienda. Familias
Tasas de variación anual (%)



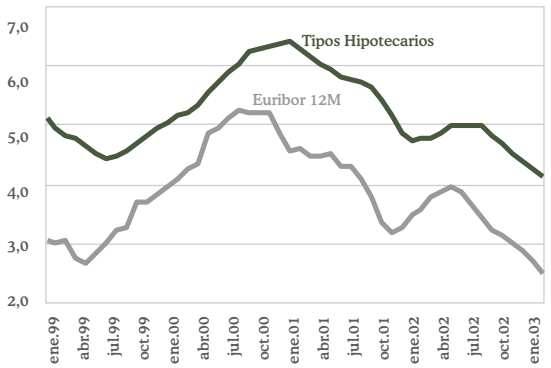
Fuente: BE

Gráfico 4.7.
Saldos de crédito
Tasas de variación interanual



Fuente: BE

Gráfico 4.8.
Tipos de interés en España: Euribor e hipotecario



Fuente: BE

los mercados monetarios se reflejó en los de las entidades financieras, que llevaron la media de los tipos hipotecarios hasta el 3,98% en marzo de 2003, 27 p. b. inferiores a los de enero.

Las previsiones indican que continuarán los descensos de los tipos hipotecarios en 2003 hasta los meses del verano, si bien con menor intensidad que la observada en los primeros meses del año, para estabilizarse posteriormente en la segunda parte de 2003. Es previsible que en los primeros meses de 2004, con la recuperación de la economía europea en marcha, el BCE cambie la tendencia de la política monetaria, iniciándose el ciclo alcista de tipos de interés, lo que llevará a repuntes en el mercado interbancario que se trasladarán también a las hipotecas a lo largo de 2004.

El saldo hipotecario se ha duplicado en los últimos cuatro años

Tras el verano de 2002, las entidades financieras han aumentado significativamente la captación de recursos en los mercados financieros. Para ello han recurrido a la emisión de cédulas y bonos de titulización, que han visto aumentar significativamente su saldo vivo. A finales de febrero de 2003, existía un total de 27.703 millones de euros en cédulas hipotecarias, más del doble del saldo vivo existente un año antes. Los bancos han recurrido más intensivamente a la emisión de cédulas en este último año y su participación en el total ha pasado del 38% de febrero de 2002 al 54% actual.

También se ha recurrido de forma importante a la emisión de bonos de titulización hipotecaria. En 2002 se produjeron un total de 19 emisiones por un importe de 14.843 millones de euros, lo que ha elevado el saldo de este instrumento hasta alcanzar los 20.825 millones de euros de saldo, con un avance del 37,4%. En su conjunto, el saldo vivo de estos dos instrumentos suponía el 12,1% del saldo de préstamos hipotecarios a finales de 2002.

5. Informe Inmobiliario México

Entorno Económico y Financiero

Desde mediados de los noventa, la economía mexicana ha estado caracterizada por políticas monetarias y fiscales encaminadas a alcanzar la estabilidad macroeconómica, la profundización de las reformas estructurales y un entorno externo favorable. Como resultado de lo anterior, se obtuvieron importantes logros en materia de estabilidad financiera y por primera vez en tres décadas, una transición política sin crisis de esta índole. Además, se logró una rápida recuperación de la crisis de 1995 y posteriormente, un vigoroso crecimiento económico apoyado, principalmente, en el sector exportador.

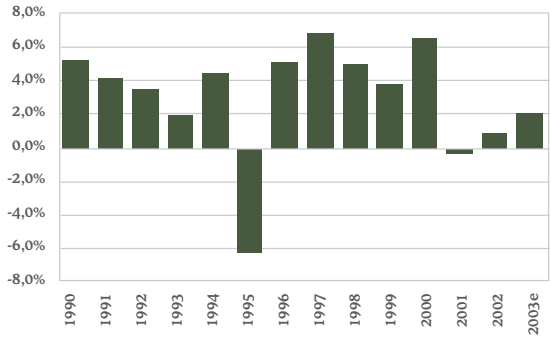
La política monetaria instrumentada por el Banco de México (Banxico) se ha fundamentado en dos grandes renglones: libre flotación cambiaria y, en años recientes, objetivos explícitos de inflación. Se ha logrado reducir el aumento en los precios del 52,0% anual en diciembre de 1995 al 5,7% en igual mes de 2002, tasas desconocidas en los últimos 30 años. Lo anterior ha llevado a una disminución significativa de las tasas de interés de mercado, alcanzando mínimos históricos: la tasa líder —Cetes a 28 días— se redujo del 48,7% de diciembre de 1995 al 7,1% a finales de 2002.

Además, México continuó beneficiándose de su elevada apertura comercial, resultado de 10 Tratados Comerciales que abarcan 31 países, incluyendo el Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN) y con la Unión Europea. Entre 1996 y 2001, las exportaciones mexicanas crecieron a una tasa media anual de 12,2% mientras que la suma de las exportaciones e importaciones totales, representó 70% del PIB en 2001. A todo ello hay que añadir que el gobierno continuó implementando reformas estructurales que permitieron mayor participación del sector privado en la economía y menor y mejor regulación y supervisión administrativa, incentivando la productividad, la inversión extranjera, el empleo y en consecuencia, el crecimiento económico. La transformación de la economía mexicana ha permitido que la tasa anual de crecimiento del PIB se situara en el entorno del 4,0% de media entre 1996 y 2002.

Población, hogares y acervo residencial

La población de México era de 97,5 millones de personas en el año 2000. Desde la década de los setenta, el número de habitantes del país se ha duplicado, Pero el crecimiento anual de la población se ha moderado paulatinamente por la caída en las tasas de fecundidad y el importante flujo de emigrantes a EEUU, hasta situarse en incrementos

Gráfico 5.1.
Crecimiento del PIB
Variación % interanual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Gráfico 5.2.
México: Inflación y Tasas de Interés

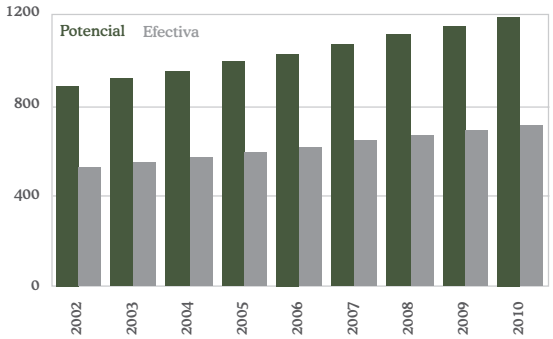
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banxico

Cuadro 5.1. Oferta y Demanda Agregada
(Contribución al crecimiento, puntos porcentuales)

	mar-01	jun-01	sep-01	dic-01	mar-02	jun-02	sep-02	dic-02
Producto Interno Bruto	1,8	0,0	-1,5	-1,5	-2,2	2,0	1,8	1,9
Consumo Total	3,5	1,9	0,5	1,2	-1,2	2,0	1,4	0,7
Consumo Privado	4,0	2,2	0,7	0,7	-1,1	2,2	1,5	0,9
Consumo del Gobierno	-0,5	-0,3	-0,2	0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2
Formación Bruta de Capital Fijo	0,1	-1,1	-1,9	-1,9	-1,4	0,5	-0,2	0,0
Inversión Privada	-0,1	-0,8	-0,1	-2,0	-1,0	0,2	-0,3	-0,8
Inversión Pública	0,2	-0,3	-1,8	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,8
Variación de Existencias	-0,9	0,0	0,1	0,2	1,1	-0,3	0,3	1,0
Saldo Comercial	-0,9	-0,8	-0,2	-0,9	-0,6	-0,2	0,3	0,2
Exportaciones de bienes y servicios	1,5	-0,1	-3,0	-3,4	-2,3	1,1	2,1	1,2
Importaciones de biens y servicios	2,4	0,7	-2,8	-2,4	-1,6	1,3	1,8	0,9

Fuente: BBVA Bancomer con datos del INEGI

Gráfico 5.3.
Demanda Potencial y Efectiva de Vivienda
Miles de hogares



Fuente: BBVA Bancomer

Cuadro 5.2. Acervo de Vivienda Según Tenencia
Unidades

	1980	1990	2000
Total	**12.075**	**16.035**	**21.513**
Propia	8.214	12.487	16.836
No Propia	3.861	3.548	4.570
Rentada	2.527	2.347	2.818
En otra situación	923	1.099	1.714
No especificada	410	102	37
% vivienda propia	68,0	77,9	78,3

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

de 1,5% en 2000. Las proyecciones para la presente década indican que el crecimiento de la población continuará moderándose hasta una tasa media de 1,4%, lo que implicará un incremento de aproximadamente 1,5 millones de personas al año, llegando a superar los 112 millones de habitantes en 2010.

El menor crecimiento de la población no esconde el hecho de que el proceso de formación de hogares es aún creciente en México, lo que supone que la demanda de viviendas continuará alimentándose de éste fenómeno en la medida que las condiciones económicas y financieras permitan a los hogares de nueva formación el acceso al mercado habitacional. En la última década, se formaron una media de 684.000 nuevos hogares por año, que se espera aumenten hasta alcanzar un flujo de 782.000 nuevos hogares en el año 2010.

En 2000, existían en México 23,2 millones de hogares, lo que supone un tamaño medio de 4,2 personas por hogar. Si bien el incremento anual promedio de la población menor de 20 años ha ido declinando rápidamente desde 1970, el segmento comprendido entre 20 y 29 años lo ha hecho de forma más moderada. En la década de los noventa, los mayores incrementos en población se registraron en el rango de las personas de 30 a 39 años y en el de 20 a 29 años, con aumentos absolutos anuales de 352.000 personas en el primer caso y de 299.000 en el segundo. La evolución de la pirámide de población indica que el proceso de formación de hogares disminuirá en el medio y largo plazo.

En 2000 había en el país un total de 21,5 millones de viviendas, según el Censo, lo que indica la existencia de un déficit aproximado de 1,7 millones de viviendas, en el supuesto de que cada hogar dispusiera de una vivienda. La propiedad es el régimen de tenencia más generalizado y su importancia se ha incrementado paulatinamente hasta alcanzar el 78,3% del total del acervo habitacional. Las casas independientes, con el 87,0% del total, son el tipo de vivienda dominante, seguida de los departamentos en edificios, equivalentes al 5,9% del total del acervo. Otras tipologías, como vecindades, cuartos de azotea y vivienda móvil, suman el 7,1% restante.

Las mejoras que se están produciendo en la economía de las familias en los últimos años, en términos de ingreso y empleo, han inducido a una reducción del tamaño medio de los hogares desde 4,6 personas a 4,2 personas por hogar en la segunda parte de los noventa, lo que ha representado un aumento adicional importante del número de viviendas demandadas. En la medida que las mejoras estructurales permitan un mejor nivel de vida, el tamaño de las familias tenderá a reducirse lo que llevará a consumir más espacio por persona e impulsar la demanda de vivienda.

El número de viviendas existentes en el país ha aumentado un 80% en los últimos 20 años, por lo que el acervo es relativamente nuevo: cerca de 44% del inventario actual ha sido construido en ese lapso. La producción de viviendas de nueva construcción alcanzó una media de 379.000 unidades al año durante la década de los setenta y de 396.000 unidades en la de los ochenta. Entre 1990 y 2000, y a pesar del menor crecimiento de la población, la edificación habitacional aumentó hasta las 548.000 viviendas anuales de media.

Actividad y Mercado Inmobiliario

Los avances en términos de estabilidad macroeconómica y cambio estructural no se trasmitieron al sector de la construcción inmediatamente, como sucedió con otros sectores productivos, pues la crisis económica de 1995 tuvo un importante y especial impacto sobre el sector y, de forma especial, en la edificación de vivienda, que aún no ha recuperado los niveles de producción existentes antes de la crisis de mediados de los noventa. En 1995, el entorno de crisis macroeconómica, que llevó a un descenso del PIB de México del –6,2%, y los efectos del incremento de las tasas de interés, que alcan-

zaron el 50% en promedio, tuvieron un impacto negativo en la producción de viviendas, que registró una contracción superior al 12%.

La caída de la demanda, junto con el exceso de oferta de vivienda generado por el auge que vivió el sector entre 1991 y 1994, y la drástica reducción en la concesión de créditos hipotecarios por parte de las instituciones bancarias llevaron a un nuevo descenso del 7,8% de la actividad en 1996, año en el que la economía en su conjunto, y la industria de la construcción en particular, comenzaron a presentar tasas de crecimiento positivas.

La entrada de intermediarios financieros especializados, como las sociedades financieras de objeto limitado (Sofoles), y la mayor participación de los organismos oficiales en el financiamiento de vivienda permitieron impulsar la actividad de la construcción habitacional que se recuperó a partir de mediados de 1997, con tasas de crecimiento positivas hasta 2000.

Sin embargo, la desaceleración de la economía que se viene observando desde finales de 2000, tuvo una repercusión negativa en el sector de la construcción en 2001, que terminó el año con una contracción del 4,5%. En 2002, la expansión de la construcción superó a la de la economía en su conjunto, lo que le permitió estar en el reducido grupo de sectores que concluyeron el año con cifras positivas.

La crisis económica de mediados de la década de los noventa impactó de manera directa al mercado residencial, especialmente el correspondiente a los segmentos de la vivienda media y la residencial. El encarecimiento del crédito, la disminución del ingreso de las familias y el crecimiento de la morosidad fueron las consecuencias de la inestabilidad económica y financiera que caracterizó ese período.

Aunque la concurrencia de las sociedades financieras de objeto limitado (Sofoles) complementó la oferta de financiamiento de los organismos oficiales, las unidades vendidas por los promotores se contrajeron de manera significativa en 1995 y 1996; los segmentos más afectados fueron los de vivienda media y residencial, que registraron caídas anuales del 40% de media. En 1997, la demanda total —vivienda de interés social, económica, media y residencial—comenzó su recuperación, apoyada casi exclusivamente en el segmento de interés social, cuyas ventas en ese año registraron un fuerte incremento.

El crecimiento se generalizó en 2000: aunque en 1999 las ventas de viviendas de tipo medio todavía presentaron variaciones reales negativas, el resto de los segmentos ya las había dejado atrás. Sin embargo, la desaceleración de la economía desde finales de 2000 y la posterior recesión durante 2001 se tradujeron en una contracción de la demanda, si bien esta vez las ventas de vivienda media y residencial no decrecieron.

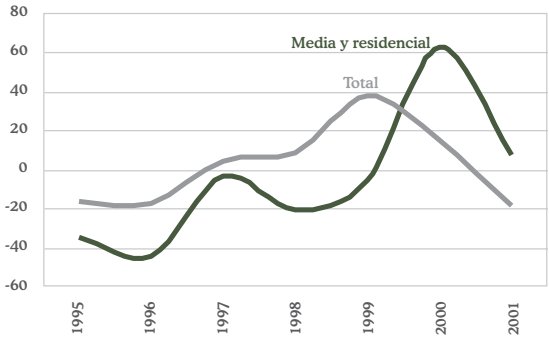
El mercado de la vivienda concluyó 2002 con avances, mayores a los previstos, del numero de viviendas comercializadas. Esta evolución responde a la mejora que se ha producido en las condiciones para el acceso a una vivienda por la baja en las tasas de interés y la puesta en marcha de esquemas crediticios. Con excepción del rubro de interés social, el resto de los segmentos (económica, media y residencial) registró incrementos en las ventas en relación con las de un año antes.

Así, pese al bajo crecimiento que registró la economía durante el año pasado, según la información de Softec, las ventas de viviendas destinadas al estrato de las familias con ingresos altos (residencial y residencial plus) conservaron la tendencia alcista de los últimos años. En lo que toca a la vivienda media, si bien sus ventas siguieron perdiendo dinamismo, sus tasas de crecimiento anual fueron elevadas. Parte de la evolución de ambos segmentos estuvo impulsada por el financiamiento hipotecario proveniente de la banca comercial, pues es el mercado al cual ha destinado mayormente los créditos concedidos desde que inició su retorno. Por su lado en los segmentos de la vivienda de interés social y económica las ventas no tuvieron el dinamismo

Gráfico 5.4.
Construcción y Vivienda
Var. % anual real

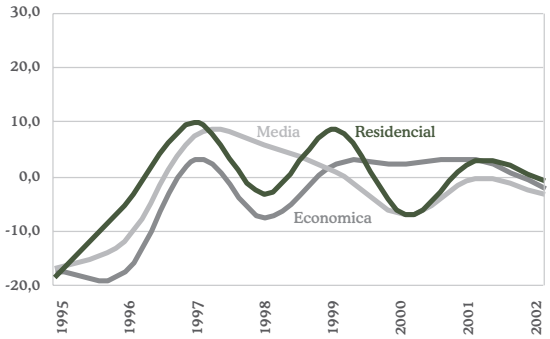
Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Gráfico 5.5.
Ventas de Vivienda*
Var. % anual real



* Realizadas por los promotores de vivienda
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

Gráfico 5.6.
Precio Medio de las Viviendas
Var. % anual real



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

esperado por el retraso en los desarrollos de los programas crediticios de carácter social.

La trayectoria de los precios de las viviendas desde 1995 ha sido errática, pero con una tendencia ascendente que los llevó en 2000 a registrar variaciones reales positivas en la totalidad de los segmentos. Sin embargo, la desaceleración económica de 2001 contrajo la demanda y deprimió el precio de las viviendas. La pérdida de dinamismo de los precios fue mayor en los segmentos de la vivienda de interés social y en el de la económica, que fue donde más se redujo la demanda.

Ya en 2002, el crecimiento de las ventas no impidió que los precios medios de las viviendas se contrajeran en términos reales en todos los segmentos en relación con los prevalecientes un año antes. El residencial plus y el de interés social fueron los segmentos donde los precios medios de las viviendas registraron las mayores contracciones reales anuales. Factores relacionados con una amplia oferta de viviendas en el primer caso, y de valuación en el segundo (el Infonavit modifico su esquema de avalúos), explican este comportamiento. En el resto de los tipos de vivienda, las caídas fueron menores ante mercados más equilibrados.

El aumento en el gasto público en vivienda de interés social y una concurrencia creciente de la banca en el financiamiento hipotecario se traducirán en 2003 en una mayor demanda de vivienda en todos los segmentos. Por ello cabe esperar que las ventas continuarán creciendo y se observe una recuperación generalizada en los precios

Financiación Inmobiliaria

La evolución del crédito total a la vivienda otorgado por los diferentes organismos oficiales de fomento y por las instituciones del sector privado —banca múltiple e intermediarios financieros especializados— ha transitado desde 1990 por tres grandes etapas: la primera de expansión (1990-94), una segunda de contracción (1995-97) y una última de recuperación gradual (1998 a la fecha). Estas etapas responden a la marcha de la economía —particularmente en lo que se refiere al ingreso, tasas de interés e inflación— así como a los cambios legales y a las políticas de gasto público hacia el sector de vivienda realizados por el Gobierno en la última década.

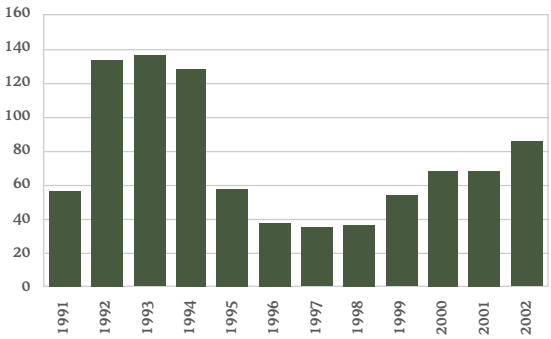
A raíz de la crisis de 1995, la banca prácticamente dejó de otorgar nuevos créditos a la vivienda; por ejemplo, el financiamiento concedido en 1997 fue equivalente al 3% del nivel observado en 1994. Esto llevo a la banca a reducir su participación en el crédito a la vivienda desde el 54,4% de 1994 al 6,3% de 1997. El lugar dejado por la banca —por la inestabilidad económica y financiera— fue ocupado en gran parte por las Sofoles, las cuales iniciaron operaciones en 1994 con recursos públicos otorgados por el Fovi.

Si bien la crisis también repercutió en un menor flujo de financiamiento de las instituciones oficiales, en éstas su contracción fue menor a la del sector privado. Así, aunque el monto de recursos otorgados por el Infonavit en 1997 disminuyó el 39,4% en términos reales respecto del registrado en 1994, el número de viviendas financiadas decreció en una menor proporción.

Desde 1998 hasta la fecha se ha producido una discreta y continua recuperación del crédito total, donde el financiamiento a la vivienda presenta una tasa de crecimiento anual promedio del entorno del 15,0% en términos reales. Es de esperar que continúe esta senda creciente a lo largo del sexenio dados los ambiciosos objetivos de financiamiento establecidas en el Plan Sectorial de Vivienda 2001-2006.

La mayor participación del Infonavit y del Fovi en el crédito hipotecario durante esta etapa fue determinante para la recuperación del financiamiento a la vivienda al incrementar su contribución dentro del total concedido hasta superar el 80% en la actual década frente a por-

Gráfico 5.7.
Flujo Anual de Financiamiento a la Vivienda
Miles de millones de pesos reales



Fuente: BBVA Bancomer Segundo Informe de Gobierno, 2002

centajes del entorno del 35% de mediados de los noventa. De esta forma, en la actualidad, las entidades oficiales tienen un peso predominante en el crédito hipotecario, las cuales se concentran en financiar vivienda de interés social.

En relación con el sector privado, a finales de 2002, éste mantenía un saldo de financiamiento con instituciones bancarias y no bancarias de casi 2,0 billones de pesos, de los que el 80% correspondió a préstamos a empresas y el 20% restante al financiamiento de las familias. En su conjunto, el financiamiento a la vivienda en 2002 representó el 58% de la cartera de créditos de las familias, casi 21 puntos por debajo del peso que tenía en 1996, lo que pone en evidencia su pérdida de participación dentro del total. Por su parte, el saldo del financiamiento que han otorgado exclusivamente las instituciones bancarias y las Sofoles alcanzó los 232.224 millones de pesos al final de 2002, un 2% por encima del saldo existente en diciembre de 2001.

El saldo del crédito a la vivienda otorgado por la banca múltiple se ha reducido en términos reales como consecuencia, entre otras causas, de que numerosos acreditados liquidaron sus pasivos al amparo del programa Punto Final que se inició en 1999 y concluyó en marzo de 2000. Este programa proporcionó beneficios como quitas o reestructuraciones a los deudores que se adhirieron a él, y permitió que el índice de morosidad de la cartera de vivienda de la banca —calculado con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)— disminuyera del 33,0% del primer semestre de 1999 al 14,5% en junio de 2000. La banca múltiple ha venido depurando su cartera de créditos a fin de mejorar la calidad de sus activos financieros y estar así en situación de expandir la oferta de crédito. Como resultado de estas políticas, el índice de morosidad ha disminuido paulatinamente para situarse en diciembre de 2002 en el 11,2% de la cartera, su menor nivel en los últimos seis años.

Por su lado, las Sofoles presentan un reducido índice de morosidad en su cartera hipotecaria (era el 1,1% a diciembre de 2002) debido, en cierto grado, a las características de los créditos canalizados por estas sociedades con recursos del Fovi, donde el pago mensual de los deudores se realiza en función de la evolución del salario mínimo y no de la inflación.

La evolución de las tasas de interés de los créditos hipotecarios ha sido determinante en el comportamiento de la financiación a la vivienda. Así, la tasa de interés nominal de los créditos hipotecarios de la banca se incrementó durante la crisis de 1995 y tardó varios años en volver a ubicarse en niveles similares a los que tenía en 1994. En el primer trimestre de 2003 la tasa hipotecaria se situó en el entorno del 15,7% como resultado de la mejor evolución económica del país, y es de esperar que siga disminuyendo en el futuro en la medida en que mejore la economía y se cuente con un marco legal más propicio para la actividad crediticia.

Los esfuerzos de estabilización macroeconómica que continúan llevándose a cabo permitirán que la tasa de inflación y, por tanto, las tasas de interés de los créditos hipotecarios continúen reduciéndose. Esto propiciará que el financiamiento otorgado por la banca múltiple se convierta en una opción atractiva para importantes segmentos de la población que aspiran a contar con una vivienda de mayor valor a la que podrían obtener utilizando exclusivamente los recursos de las entidades oficiales. De esta forma, la mejor calidad de los activos financieros y los avances en la estabilización macroeconómica en México, junto a la mejoría reciente del marco legal para la recuperación de garantías de créditos vencidos, fortalecerán las bases para que la banca múltiple vuelva a participar más activamente en el crédito a la vivienda.

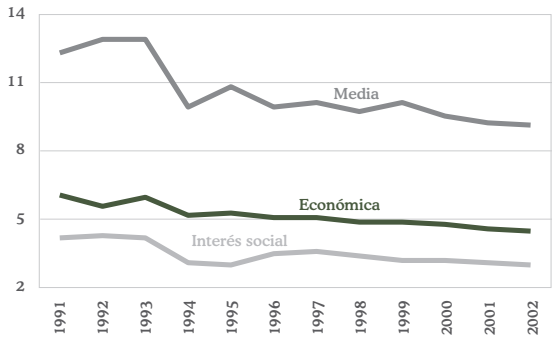
Accesibilidad a la vivienda

En términos generales, la capacidad de las familias para poder adquirir una vivienda está en función de los niveles de precios de los bienes inmuebles, de la riqueza o ahorro previo de que se disponga, de los

Gráfico 5.8.

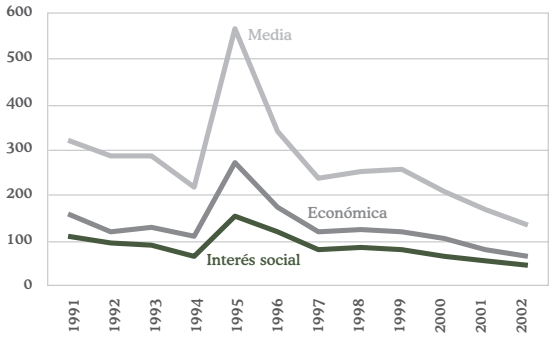
Accesibilidad a la Vivienda: Precios Vivienda-Ingresos

Precio de la vivienda/SMCIMSS anual, veces



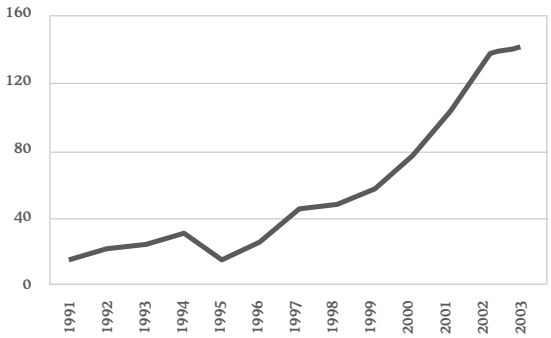
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec, IMSS

Gráfico 5.9.
Accesibilidad a la Vivienda: Esfuerzo Financiero
Pago anual de la hipoteca/SMCIMSS anual, %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec, IMSS, Banxico

Gráfico 5.10.
Accesibilidad a la Vivienda: Vivienda Adquirible con un SMCIMSS Anual
Precio en miles de pesos nominales



Fuente: BBVA Bancomer con datos de IMSS

ingresos y, de las condiciones existentes en el mercado financiero en cuanto a tasas de interés y duración del crédito.

En México, a lo largo de la década pasada y en los primeros años de la presente, la relación entre los precios de la vivienda y el salario anual, medido en el número de veces del Salario Medio de Cotización al IMSS (SMCIMSS), ha mejorado para todos los tipos de vivienda. A principios de los noventa, el precio medio de una vivienda de interés social fue 4,5 veces el SMCIMSS anual; el de una económica, 6,5 veces y el de una media, 13,4 veces. En 2001, esta relación se redujo a 3,2 veces en el caso de la vivienda social, a 4,8 veces en el de la económica y a 10 veces en el de vivienda media.

Si bien estos ratios son elevados, la evolución descendente de este indicador en México contrasta con el aumento que ha mostrado en los últimos años en la mayoría de las economías desarrolladas.

Ante la imposibilidad de las familias de acceder a una vivienda por la brecha entre los precios de éstas y el monto de sus ingresos anuales, suelen acudir al financiamiento para poder afrontar una parte importante de la inversión que requieren. En estos casos, el total del crédito solicitado, las tasas de interés y el número de años de duración del crédito determinan la capacidad de endeudamiento y, por consiguiente, de adquisición de una vivienda por parte de las familias y reflejan el grado de esfuerzo financiero para acceder a una vivienda que supone, para una familia, realizar los pagos que se derivarían del crédito necesario para adquirirla.

En la actualidad, el esfuerzo económico se encuentra muy por debajo de los niveles de 1995-1997. En los últimos seis años las proporciones se han reducido a la mitad en los tipos de vivienda. Con todo, en 2001, una familia con un SMCIMSS, que quisiera adquirir una vivienda media y la financiara al 80% con un crédito hipotecario, debía destinar más de 160% de su salario para cubrir los pagos mensuales del préstamo, situación que lo imposibilita para acceder a este tipo de vivienda.

Dado que en el caso de las viviendas económicas o de interés social los porcentajes del salario a destinar para el pago mensual del crédito se sitúan en el 81,0% y el 53,1% respectivamente, una familia con las características mencionadas sólo tendría capacidad para adquirir una vivienda del último tipo.

En los últimos tres años, el descenso de las tasas de interés ha permitido que la capacidad financiera de las familias para adquirir una vivienda en el mercado haya aumentado significativamente. Para una familia con un ingreso anual equivalente al SMCIMSS, la capacidad de endeudamiento ha aumentado 2,2 veces desde 1998 hasta 2001. Así, en 1998 una familia con un SMCIMSS anual, que solicitara un crédito hipotecario a 15 años, con una tasa de interés de mercado, que en aquel año fue de 30% promedio anual, tenía una capacidad de endeudamiento ligeramente superior a los 14.000 pesos. En 2001, con una tasa de interés promedio de 20,2%, la capacidad de endeudamiento de la familia con un ingreso de un SMCIMSS anual fue de 103.100 pesos. En el mismo período, el SMCIMSS anual real aumentó 1,12 veces, con lo que queda de manifiesto que el descenso en las tasas de interés es uno de los factores más importantes para incrementar la capacidad de endeudamiento de las familias, otro sería el alargamiento de los plazos.

No obstante la mejoría de este indicador, la situación económica de la familia media mexicana impide que ésta sea lo suficientemente solvente para poder acceder a una vivienda. La comparación entre los precios de las viviendas que las familias con el SMCIMSS anual que podrían pagar y los que dominan en el mercado incluso en los tipos más económicos, pone de relieve las dificultades existentes para el acceso a una vivienda para una parte muy importante de la población. Así, en 2001, todavía el precio nominal de la vivienda adquirible (103.100 de pesos) estuvo 58,2% por abajo de los precios de mercado de la vivienda de interés social (170.700 de pesos).

6. Tema del Cuatrimestre: La Vivienda: un riesgo controlado para la banca

Carmen Hernansanz
Servicio de Estudios de BBVA

El sector inmobiliario, una variable clave para los bancos

Desde mediados de 1996, la economía española ha experimentado la expansión crediticia más duradera de los últimos treinta años. El dinamismo del mercado inmobiliario ha sido el determinante fundamental de esta evolución. Entre 1997 y 2002, el crédito para la adquisición de vivienda ha aumentado su peso en el PIB en 14 puntos porcentuales (p.p.), hasta el 35%, mientras que el crédito destinado a las empresas constructoras e inmobiliarias se ha incrementado en 7 p.p. hasta el 16% del PIB. Como resultado, el sistema financiero español ha aumentado de manera notable su exposición al mercado inmobiliario. A finales de 2002, el crédito hipotecario representaba el 42% y 64% del crédito a otros sectores residentes de bancos y cajas de ahorros respectivamente, lo que suponía el 19% y el 38% de su balance. Por tanto, la coyuntura del sector inmobiliario se ha convertido en una variable fundamental en la evolución del sistema financiero español.

En este artículo se aborda si el aumento de esta exposición al mercado de la vivienda constituye un riesgo asumible para las entidades bancarias españolas. En primer lugar se describen los factores generadores de la actual expansión del crédito hipotecario. A continuación, se analiza la sensibilidad del sector bancario a la posibilidad de una caída intensa en los precios de la vivienda. Para ello se simula el impacto sobre la cobertura de las garantías hipotecarias de diferentes escenarios de caídas en los precios de la vivienda bajo determinados supuestos del ratio préstamo/valor (LTV).

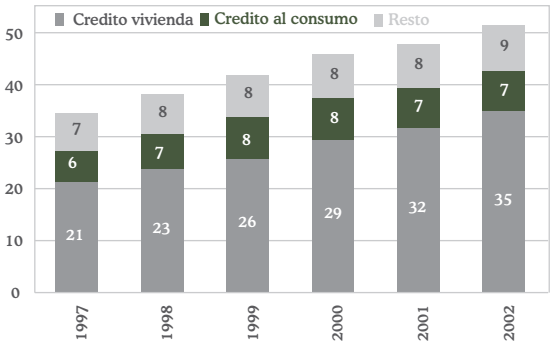
Determinantes del boom crediticio

Los factores que explican la aparición de la actual etapa de expansión del crédito hipotecario son tanto de demanda como de oferta. Desde la perspectiva de la primera, hay que citar en primer lugar aquellos determinantes más relacionados con la coyuntura macroeconómica. Entre éstos destaca la expansión económica de la segunda mitad de los noventa, reflejada en el notable crecimiento de la economía española (4,1% en promedio anual tre 1997 y 2000) y en la importante reducción de la tasa de desempleo.

La evolución de los mercados de valores también ha tenido una aportación significativa. La firme tendencia alcista de los mercados bursátiles de la segunda mitad de los noventa propició un incremento de la riqueza financiera que mejoró la situación patrimonial de las familias favoreciendo su acceso a la financiación. Más recientemente, el estallido de la burbuja bursátil no ha tenido un impacto negativo sobre el sector de la vivienda, puesto que la tendencia bajista de las cotizaciones bursátiles y el reducido nivel de los tipos de interés ha situado a la compra de este activo como una de las alternativas de inversión más atractivas de los últimos años, lo que ha más que compensado el efecto negativo de la caída de la riqueza financiera.

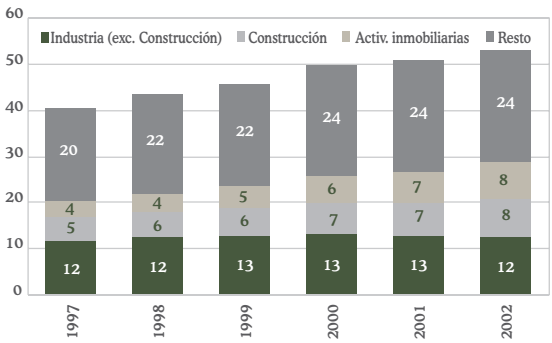
No obstante, quizá el factor macroeconómico más importante para explicar la fortaleza del crédito hipotecario ha sido la notable reducción de los tipos de interés experimentada durante este período. La entrada de España en la Unión Económica y Monetaria supuso la culminación del proceso de convergencia de los tipos de interés españoles con los de los países centrales del área euro que llevó a esta variable a mínimos históricos. El hecho de que buena parte de esta caída en los tipos de interés haya tenido un carácter estructural, es decir, permanente, ha mejorado de manera significativa el acceso al crédito de las familias y las empresas españolas posibilitando la asunción de una

Gráfico 6.1.
Crédito a las familias
(% del PIB)



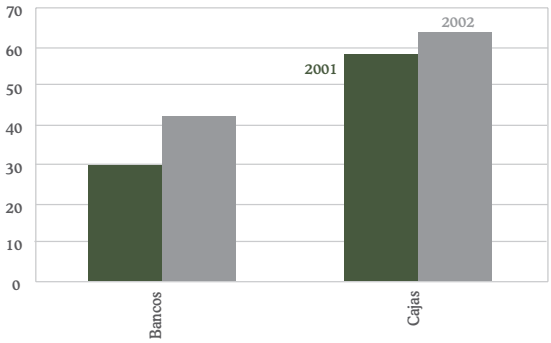
Fuente: Banco de España, INE

Gráfico 6.2.
Crédito a empresas
(% del PIB)



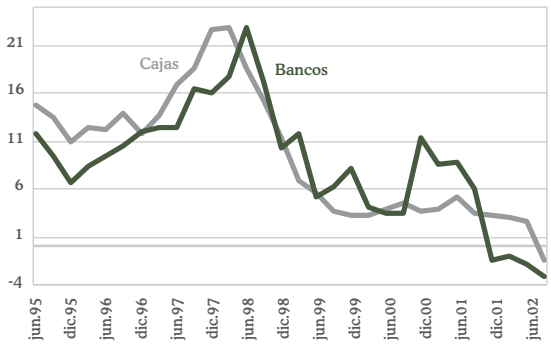
Fuente: Banco de España, INE

Gráfico 6.3.
Crédito hipotecario
(% del total crédito a otros sectores residentes)



Fuente: Banco de España

Gráfico 6.4.
Crédito a la adquisición de vivienda
(Deflactado por el precio de la vivienda)
% variación interanual



Fuente: BBVA en base a Banco de España y Ministerio de Fomento

mayor deuda para unos mismos ingresos. Además, el creciente aumento experimentado por la proporción de crédito hipotecario a tipo variable referenciado a los tipos de interés del mercado monetario (entre el 80% y el 90% según las estimaciones) ha permitido trasladar a una mayor velocidad las paulatinas reducciones de los tipos de interés oficiales al coste de la financiación hipotecaria.

La ralentización de la economía española de los últimos tres años no ha sido obstáculo para el mantenimiento de un elevado crecimiento del crédito hipotecario, ya que han surgido otros factores transitorios que han sustentado la fortaleza de la financiación hipotecaria. Entre éstos cabe citar el denominado efecto euro. En efecto, existe evidencia de que la puesta en circulación de la divisa europea en enero de 2002 llevó a que buena parte del efectivo que afloró con anterioridad a la introducción física de la nueva moneda se destinara a la inversión en vivienda, lo que contribuyó a mantener el dinamismo del sector inmobiliario.

Pero, además de estos factores relacionados con la mayor demanda de vivienda, cabe destacar la presencia de cambios estructurales importantes en la financiación bancaria que han mejorado el acceso al crédito de las familias. El primero de estos factores sería el contexto en el que se desenvuelve la actividad bancaria en España. Durante la década de los noventa el proceso de desregulación de sistema financiero español ha traído consigo un entorno fuertemente competitivo, que se ha intensificado en los últimos años por la reducción de los márgenes de negocio bancario causada por la caída de los tipos de interés. En estas circunstancias, las entidades financieras han optado por una estrategia muy activa orientada a aumentar el volumen de la inversión crediticia. Esta intensa competencia ha llevado a un incremento en la oferta de productos hipotecarios y a una ampliación en los plazos de concesión de los créditos. Así, en la actualidad no es infrecuente la concesión de hipotecas a 30 años mientras que el plazo medio de las hipotecas se situaba hace unos años en cotas inferiores.

El recurso a la titulización hipotecaria, aunque posible con anterioridad, se desarrolló con la aprobación del Real Decreto 926/1998 por el que se regularon los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización. Esta práctica se ha constituido en un factor adicional que ha permitido a las entidades financieras contar con más grados de libertad a la hora de financiar su inversión crediticia. La proporción de créditos titulizados sobre el total de inversión crediticia ha sido inferior a la de otros países, como Estados Unidos, donde aproximadamente la mitad de las hipotecas originadas han sido titulizadas. Sin embargo, la utilización de esta técnica ha mostrado una tendencia creciente hasta superar el 5% del crédito hipotecario total a finales de 2002. De hecho, las titulizaciones de créditos hipotecarios experimentaron un auge notable en los meses finales de 2002, período en el que se ha demostrado la utilidad de este instrumento para realizar una gestión eficiente del capital bancario.

La pujanza del sector inmobiliario se ha reflejado en un sostenido incremento en los precios de la vivienda en los últimos años, convirtiéndose también en un factor explicativo del crecimiento de la financiación hipotecaria. De hecho, en el período más reciente, buena parte de su elevado crecimiento ha sido resultado del encarecimiento de la vivienda. Así, cuando se analiza la evolución del crédito hipotecario real (deflatado por el precio de la vivienda) se observa que el crecimiento del crédito hipotecario en términos reales ha sido prácticamente nulo desde comienzos de 2002.

Precios de la vivienda y sistema financiero: La experiencia internacional

Un elevado número de experiencias internacionales señalan que episodios de fuertes incrementos en el precio de la vivienda han venido acompañados en ocasiones de severos problemas en los sistemas

financieros. El mecanismo por el que se generan estas situaciones está vinculado al ciclo precio de los activos-endeudamiento en el que la vivienda se asimila a un activo financiero. Así, en los períodos de fuerte aumento del precio de la vivienda se generan expectativas de revalorización adicionales que llevan a los agentes económicos a incrementar su endeudamiento, aumentando su exposición a dicho activo. La presión de la demanda lleva a que el precio del activo aumente por encima de lo que explicarían sus determinantes fundamentales causando una sobrevaloración, que, de ser muy acusada, puede transformarse en burbuja. Cuando se genera un *shock* negativo exógeno (deterioro de la coyuntura económica, incrementos en los tipos de interés...) el precio del activo inicia una brusca corrección.

El empeoramiento del entorno macroeconómico influye negativamente sobre la capacidad de generación de ingresos de los deudores, lo que dificulta el cumplimiento de las deudas contraídas. Este cumplimiento puede verse perjudicado si la valoración del inmueble cae por debajo del monto de la deuda pendiente, ya que esta situación puede generar un incentivo al impago de las hipotecas. En estas circunstancias se produce un deterioro de la calidad crediticia de las entidades financieras. Cuando éste es muy acusado surgen crisis bancarias agudas de las que son ejemplos citados habitualmente el de las cajas de ahorro estadounidenses a finales de los ochenta, o las de los países nórdicos (Noruega, Suecia y Finlandia) y Japón a comienzos de los noventa.

Como señalan Hilbers et al (2001), las crisis bancarias que han estado asociadas a revalorizaciones en el precio de la vivienda acostumbran a hacer su aparición con un retraso de unos dos años y medio a partir de que el precio de la vivienda empieza a moderarse. En base a las experiencias recopiladas en dicho trabajo, los precios de la vivienda han experimentado un descenso real del 35% durante la fase bajista, que ha durado entre 4 y 5 años.

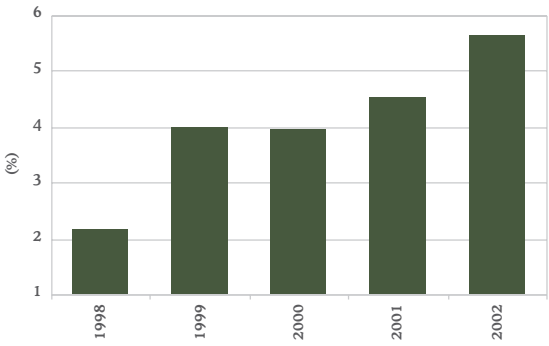
No obstante, no todo *boom* inmobiliario ha provocado una crisis bancaria. Así, existen experiencias, como la de Singapur (94-97) o la de Hong-Kong (95-98), en las que evidencias de burbuja inmobiliaria seguidas de desplomes en el precio de la vivienda no han causado tensiones importantes en el sistema financiero. La elevada solvencia del sistema bancario y la rápida respuesta de las autoridades son los factores a los que se atribuye la ausencia de crisis en estos casos.

Riesgos inmobiliarios en la banca española

Existen diversos elementos que matizan el riesgo latente que entraña para las entidades financieras españolas haber aumentado su exposición a este sector en los últimos años. En primer lugar, el incremento de la deuda hipotecaria de las familias españolas se está destinando fundamentalmente a la adquisición de vivienda, es decir, está redundando en un incremento de su patrimonio. Como se pone de manifiesto en Marqués y Nieto (2003), ello contrasta con la situación que se observa en países como Reino Unido o Estados Unidos, en los que la asunción de deuda hipotecaria está orientada cada vez en mayor medida hacia el consumo o hacia la amortización de deudas con un mayor coste de financiación. Esta situación es fuente de preocupación para las autoridades de estas economías ya que la mera contención de las subidas de precios inmobiliarios puede tener un impacto adverso en el crecimiento económico, sustentado en parte, en la actualidad, por las favorables condiciones de acceso al crédito que ha generado la revalorización de los inmuebles (especialmente en Reino Unido) y los reducidos tipos de interés a largo plazo (en Estados Unidos).

El peligro potencial de un fuerte crecimiento de las refinanciaciones hipotecarias se agudiza si el nivel de los precios de la vivienda no es sostenible y se termina produciendo una corrección. Sin embargo, no es éste el escenario que se está barajando para el caso español. De acuerdo con las estimaciones de Balmaseda et al (2002), el incremento en los precios de la vivienda que ha tenido lugar en los últimos años

Gráfico 6.5.
Porcentaje del crédito hipotecario titulizado
(Bancos y cajas)



Fuente: Asociación Hipotecaria Española

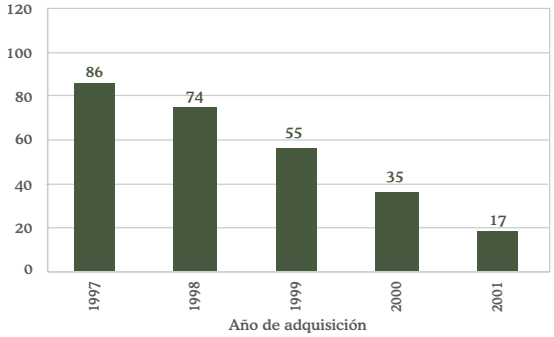
Cuadro 6.1. Crisis bancarias relacionadas con booms inmobiliarios (*)

	Inicio crisis bancaria	Pico crisis bancaria	Δ precio real vivienda	Duración fase bajista precios	Lag pico vivienda a crisis banc.
España	1979	1983	-32	4	1
México (I)	1982	1984	-81	6	1
Holanda	1982	1982	-48	7	5
Canadá	1983	1985	-21	3	2
Irlanda	1985	1986	-28	7	5
Finlandia	1991	1992	-47	4	2
Japón	1992	1996	-33	8	2
Suecia	1992	1993	-26	3	2
México (II)	1994	1996	-10	1	1,5
Tailandia	1997	1998	-45	6	4
Malasia	1998	1998	-15	2	2
Promedio			-35	4,6	2,5

Fuente: Hilbers et al. FMI (2001)

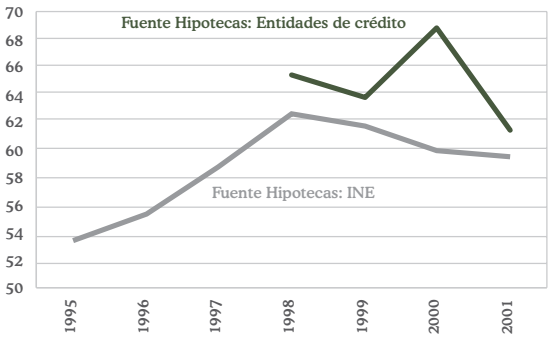
(*) Por crisis bancaria se entienden situaciones de pánico bancario, cambio brusco en la composición de la cartera, quiebras bancarias o necesidad de intervención gubernamental en el sector financiero.

Gráfico 6.6.
Revalorización de la vivienda a diciembre 2002 (%)



Fuente: BBVA en base a datos del Ministerio de Fomento

Gráfico 6.7.
Ratio de financiación media para adquisición de vivienda sobre valor medio de tasaciones



Fuente: Banco de España

puede ser explicado en su mayor parte por la evolución de los fundamentales económicos y de una serie de choques transitorios como el efecto euro antes citado. Por tanto, el escenario central que se baraja no es el de una caída brusca en los precios de la vivienda, sino el de una moderación del crecimiento de los precios que se aproximará paulatinamente al del IPC.

Otro factor que lleva a la conclusión de que la exposición del sistema bancario al sector inmobiliario se sitúa en cotas relativamente seguras son los relativamente bajos niveles de ratios “loan to value” (LTV). Aunque es difícil disponer de información agregada sobre esta variable, las estimaciones existentes la sitúan en entornos conservadores del 60%-65%, lo que contrasta con la referencia del 80% que es más habitual para las nuevas hipotecas, especialmente sobre primera adquisición de vivienda.

Adicionalmente, la notable revalorización que han experimentado los inmuebles que sirven de garantía a estos préstamos ha contribuido a una reducción en los LTVs. En 2002 los precios de la vivienda en España crecieron un 17%, lo que elevó la revalorización acumulada desde 1996 al 86%. Esta revalorización ha aumentado el grado de colateralización del crédito hipotecario para los bancos y aumenta el incentivo al pago de la hipoteca por parte del deudor.

Como reflejo de todos estos factores, la calidad del riesgo hipotecario en España es buena. El ratio de morosidad del crédito hipotecario se situaba en septiembre del pasado año en el 0,6% de la inversión crediticia. En el caso de vivienda terminada, este ratio se mantenía en el 0,4%. El escenario macroeconómico previsto para 2003 contempla un sostenimiento de la actividad económica y unos tipos de interés en niveles muy reducidos, no hace pensar en un deterioro significativo de esta variable.

El impacto de una hipotética caída de los precios de la vivienda

El incremento en la exposición del sistema crediticio a la vivienda hace que resulte muy relevante evaluar la sensibilidad del sistema bancario ante una hipotética caída de los precios residenciales. Para ello se ha estimado el impacto de un descenso en el precio de la vivienda sobre la valoración de las garantías inmobiliarias, poniendo éstas en relación con el crédito hipotecario vivo.

El análisis presenta algunas limitaciones. En primer lugar, es estático y hace abstracción de los costes tanto monetarios como temporales de la ejecución de las garantías hipotecarias que tendría lugar en caso de impago. Además, las decisiones de disponibilidad de las garantías ejecutadas por parte de los bancos serían muy relevantes para el sector inmobiliario en caso de crisis, puesto que la puesta en el mercado de un elevado número de inmuebles generaría presiones bajistas adicionales sobre los precios de la vivienda. A comienzos de los noventa ello no tuvo lugar, lo que, no sólo contribuyó a moderar las caídas de precios de las viviendas, sino que incluso permitió a las entidades beneficiarse de incrementos posteriores en los precios.

Tampoco se incorpora en el análisis la aplicación de las provisiones constituidas para hacer frente a un incremento de la morosidad. En este sentido es importante considerar el diferente tratamiento regulatorio que reciben los préstamos hipotecarios con riesgos vivos inferiores o superiores al 80% del valor de tasación de las viviendas. Así, en estos últimos, los requerimientos de capital son superiores, al igual que las provisiones genérica y estadística. Asimismo, el calendario para la dotación de provisiones específicas es similar al resto de los riesgos, no beneficiándose del denominado calendario largo de las hipotecas con LTV del 80% o inferiores. Este tratamiento diferencial es relevante a la hora de enjuiciar el deterioro de las garantías que se produce con ratios LTV superiores al 80% en los ejercicios que se presentan a con-

tinuación. Además, hay que tener en cuenta que suele ser habitual que préstamos que se conceden con LTVs superiores al 80% conlleven un refuerzo en la colateralización mediante garantías suplementarias.

A pesar de todas estas cautelas, las simulaciones que aquí se presentan sirven para evaluar de qué orden de magnitud deberían ser las caídas de precios de la vivienda para que generaran un perjuicio visible en el sistema financiero español. Adicionalmente, también son de utilidad como referencia del «incentivo» de los deudores a dejar de pagar su préstamo hipotecario. A diferencia de algunos otros países, en el sistema hipotecario español la amortización de principal tiene lugar desde el comienzo del préstamo y, por tanto, la vivienda comienza a ser «adquirida» desde el principio de la vida del préstamo. A pesar de ello, un descenso del valor de la vivienda muy por debajo de la deuda viva podría contribuir a aumentar el número de impagos, especialmente en aquellas viviendas que no son primera residencia.

Para calcular la vulnerabilidad del sistema financiero a una caída en el precio de la vivienda se asume la compra de una vivienda financiada con un préstamo hipotecario a finales de cada año correspondiente. A continuación, y sobre la valoración de los inmuebles a finales de 2002, se calcula el impacto de una caída de los precios de la vivienda en base a cuatro escenarios de descenso del precio (-10%, -20%, -30 y -40%).

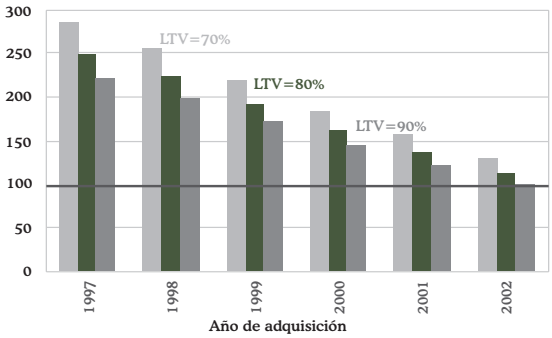
Para cada una de estas caídas en precios, se suponen tres ratios préstamo/valor en origen de 70%, 80% y 90%. Como se señaló más arriba, los ratios LTV utilizados son superiores a las estimaciones que se manejan para el conjunto del sistema. Sin embargo, ello no es inconsistente con la estructura de las financiaciones hipotecarias concedidas en los últimos años puesto que, en el período más reciente, parece haberse producido un cierto incremento de dicho ratio y además hay que tener en cuenta que el impacto de la revalorización de los precios de la vivienda ha reducido el LTV de los préstamos más recientes en una magnitud inferior. No obstante, la existencia de préstamos con ratios LTV inferiores a los aquí considerados (habitualmente préstamos para primera vivienda que no son primera adquisición) hace que la extensión de este ejercicio al conjunto de la cartera hipotecaria del sistema crediticio constituya un escenario extremo y poco plausible.

Finalmente, la valoración de la garantía tras el desplome del precio se pone en relación con una estimación del crédito vivo remanente. De esta forma se valora cómo de cubierto por el inmueble queda el riesgo asumido por el banco. En los gráficos 6.6 a 6.9 se ponen en relación la cobertura de las garantías para cada uno de los escenarios de caída en los precios de la vivienda y la deuda hipotecaria viva residual. Este ratio reflejaría el grado de sobre/infracolateralización del crédito tras el desplome del precio de la vivienda.

Una de las primeras conclusiones que se extrae de los gráficos es que los créditos concedidos hasta 1999 están fuertemente garantizados aún si el precio de la vivienda registra caídas del 40%. En el caso de la nueva financiación otorgada en 2000 las garantías cubren, aunque de manera más ajustada para los ratios LTV más elevados, el riesgo hipotecario. Por tanto, los riesgos hipotecarios para el sector financiero se concentran fundamentalmente en el nuevo crédito concedido entre 2001 y 2002.

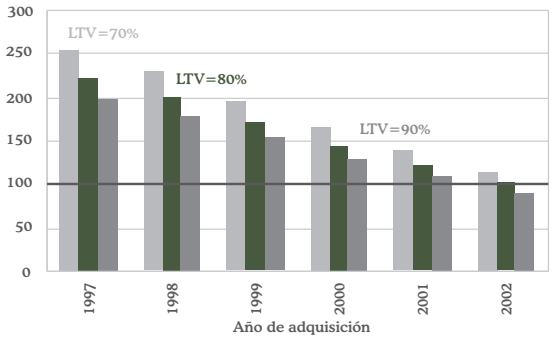
La segunda observación a destacar es que caídas relativamente «moderadas» en los precios de la vivienda tampoco tendrían un impacto significativo en el grado de cobertura de los créditos más recientes. Así, incluso si se produjera un descenso de los precios de la vivienda del 10% desde los niveles de finales de 2002, las garantías hipotecarias serían suficientes para cubrir el importe de las deudas.

Gráfico 6.8.
Cobertura de las garantías hipotecarias sobre crédito vigente
(Caída de precios del 10%)



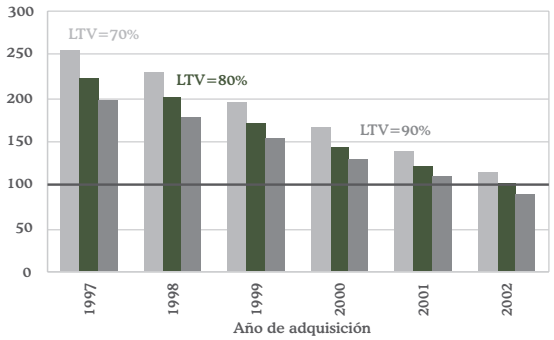
Fuente: BBVA

Gráfico 6.9.
Cobertura de las garantías hipotecarias sobre crédito vigente
(Caída de precios del 20%)



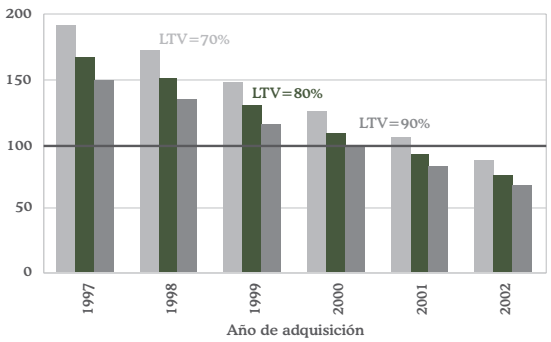
Fuente: BBVA

Gráfico 6.10.
Cobertura de las garantías hipotecarias sobre crédito vigente
(Caída de precios del 30%)



Fuente: BBVA

Gráfico 6.11.
Cobertura de las garantías hipotecarias sobre crédito vigente
(Caída de precios del 40%)



Fuente: BBVA

Si la caída que tuviera lugar en los precios resultara ser del 20%, empezarían a surgir problemas de falta de cobertura en los créditos más recientes concedidos con LTVs del 90% o superiores. No obstante, como ya se ha señalado, hay que recordar que existe una proporción significativa del crédito que se concede con LTVs inferiores por lo que esta conclusión sería extrapolable sólo a una parte de la cartera.

Finalmente, con caídas muy pronunciadas en el precio de la vivienda, del orden del 30%-40%, las garantías no cubrirían la inversión crediticia concedida con ratios LTVs del 70% o superiores en los créditos otorgados en los últimos dos años. Aunque éste sería un escenario de fuerte crisis, al que se otorga en la actualidad una probabilidad próxima a cero, sirve para ilustrar que sólo en este tipo de circunstancias el sector inmobiliario supondría una fuente de generación de tensiones para el sistema financiero.

Conclusiones

La expansión crediticia que ha registrado la economía española en los últimos años es un reflejo del boom inmobiliario. Diferentes experiencias históricas muestran que fuerte revalorizaciones en el precio de la vivienda y su posterior corrección han estado asociados a severos problemas en los sistemas financieros.

Diversos factores llevan a la conclusión de que la inversión crediticia hipotecaria de las entidades financieras españolas no presenta riesgos apreciables. Entre éstos cabe destacar la sostenibilidad que se pronostica para los precios de la vivienda, la reducida utilización de la financiación hipotecaria para fines ajenos a la adquisición de vivienda, el relativamente bajo ratio de préstamo/valor y el refuerzo que ha supuesto para las garantías el incremento en el precio de los inmuebles.

No obstante, cabe plantearse cómo de vulnerable resultaría la solvencia del sistema financiero ante un escenario de crisis en el mercado inmobiliario que llevara asociado una caída en los precios de la vivienda. Para ello se ha calculado como afectarían diferentes escenarios de caída de éstos a las garantías inmobiliarias que cubren los créditos hipotecarios. Las conclusiones principales que se extraen del análisis son que caídas de hasta un 10% en el precio de la vivienda no tendrían repercusiones significativas sobre las coberturas hipotecarias. Si el precio de la vivienda cayera en torno a un 20% los préstamos concedidos en el último años a ratios LTVs próximos al 90% o superiores se encontrarían infragarantizados. Finalmente, sólo en un escenario de crisis aguda del sector, con descensos del precio de la vivienda de entre un 30%-40%, se produciría un daño severo al sistema financiero puesto que las garantías no llegarían a cubrir los créditos hipotecarios otorgados entre 2001 y 2002. No obstante, hay que remarcar que en este ejercicio se están utilizando ratios LTVs superiores a las estimaciones que se están barajando en el sector y que, en este sentido, los escenarios aquí expuestos no se pueden extrapolar al conjunto de la cartera de crédito de las entidades.

Referencias

- Balmaseda, M., Ignacio San Martín, Miguel Sebastián (2002): *Una aproximación cuantitativa a la «burbuja» inmobiliaria*. Situación Inmobiliaria. Diciembre 2002. Servicio de Estudios BBVA
- Hilbers, P., Qin Lei, Lisbeth Zacho (2001): *Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness*. IMF Working Paper WP/01/129.
- Marqués, J.M., Fernando Nieto (2003): *¿Aprovechan los hogares la revalorización de su riqueza inmobiliaria para financiar un aumento del consumo?*. Banco de España. Boletín Económico. Marzo 2003.

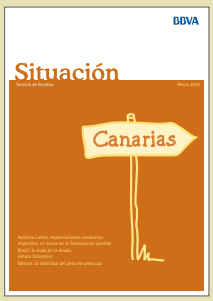
BBVA

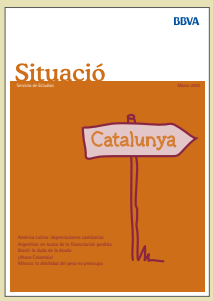
Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31254-2000

otras publicaciones





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.