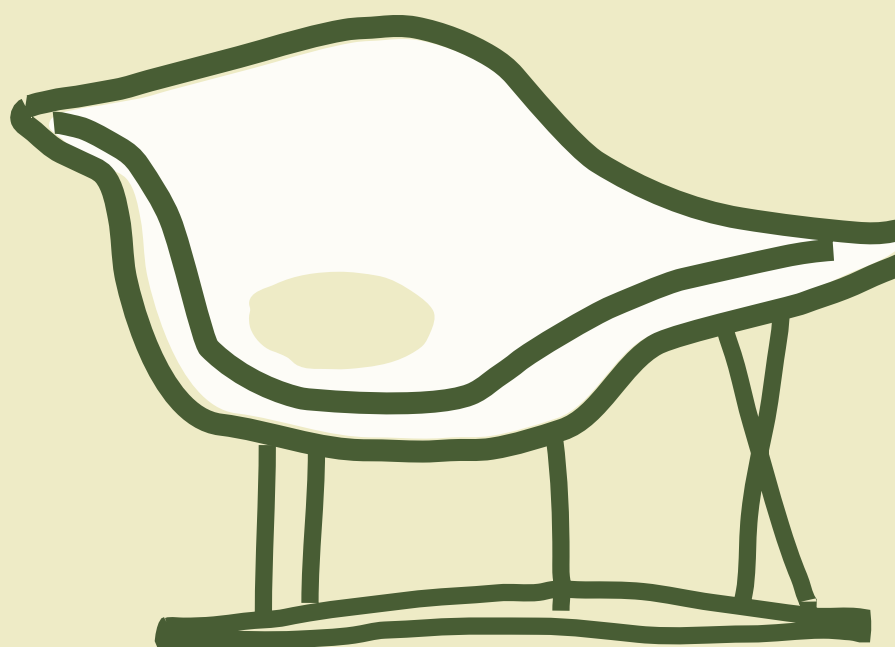


# Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios

Julio 2004



2004 un año de desaceleración para el inmobiliario

La ralentización de las ventas moderará el avance de precios

La capacidad de endeudamiento en máximos históricos

Hasta 2005 los tipos alimentarán el crédito hipotecario

# Indice

Fecha de cierre: 15 de junio de 2004

<b>Editorial</b>	1
<b>1 Entorno Económico y Financiero</b>	3
<b>2 La Actividad en la Construcción</b>	7
Recuadro 1: "España y la UEM, construcción diferencial"	11
<b>3 El Mercado Inmobiliario</b>	12
"El alquiler de la vivienda en España, en una encrucijada"	16
<b>4 Financiación Inmobiliaria</b>	23
Recuadro 2: "La financiación del crédito hipotecario en Europa y España"	25
<b>5 La vivienda en Portugal</b>	27
<b>6 Tema del Cuatrimestre: La expansión del crédito hipotecario: actividad, tipos de interés y precios de la vivienda</b>	33

## Han elaborado esta publicación:

José Luis Escrivá  
David Taguas

Ignacio San Martín (director)	34 91 537 48 90	jisanmartin@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Carmen Hernansanz	34 91 374 61 22	carmen.hernan@grupobbva.com
José Félix Izquierdo	34 91 374 42 00	jfelix.izquierd@grupobbva.com
Tomás Riestra	34 91 537 35 88	riestra.giner@grupobbva.com
Pep Ruiz	34 91 374 40 74	ruiz.aguirre@grupobbva.com

## Consejo de Redacción:

José Luis Escrivá, Jesús García de Ponga, Miguel Angel Muñoz, Jesús del Pino,  
Ignacio San Martín

## Editorial

En los primeros meses de 2004, el mercado inmobiliario español continuó ofreciendo un panorama similar al de trimestres anteriores: incremento de la producción en un escenario de precios crecientes. Se detectan, sin embargo, los primeros indicios que apuntan a una pérdida de intensidad de la demanda a lo largo del año y a un alargamiento de los plazos de venta en un entorno de precios que avanzarán a menores tasas. Las previsiones señalan una reducción del 5% del número de ventas y un aumento de los precios residenciales del entorno del 10% de media a finales de año.

Este escenario de desaceleración suave del mercado inmobiliario es compatible con un proceso suave de subidas de los tipos de interés, con una cierta desaceleración del ritmo de creación de empleo y con una política de vivienda que si bien intensifica la intervención pública en ciertos ámbitos es globalmente respetuosa con el desarrollo de la iniciativa privada.

La evolución de los tipos de interés presenta alguna incertidumbre en lo relativo al calendario de subidas y a la intensidad de las mismas. Lo más probable es que el BCE practique una política de bajos tipos de interés y que los mantendrá en los niveles actuales a lo largo de 2004 para, en la primera mitad de 2005, replantearse un cambio de rumbo hacia tipos más elevados. Si las subidas de tipos son suaves y aquilatadas en el tiempo, como esperamos, los aumentos de la renta familiar permitirán mitigar los efectos negativos de las mismas al tiempo que se mantendrá la capacidad de endeudamiento de los hogares.

En el largo plazo, los tipos de interés se situarán en niveles superiores a los actuales, lo que llevará a los hogares y empresas a reordenar la composición de sus carteras, en la que los activos inmobiliarios perderán importancia relativa.

La evolución del mercado de trabajo tiene una importancia considerable para el desarrollo del mercado inmobiliario. En este sentido, las previsiones indican que en los próximos años, en un entorno económico favorable, continuará la creación de empleo, si bien a un ritmo menor que en el pasado. Esto contribuirá a una moderación del dinamismo del sector, pero no a una evolución particularmente adversa.

En los próximos años, es de esperar una mayor intervención pública en el mercado residencial, como lo apunta el hecho de la creación de un ministerio de la vivienda. Es de esperar que esta intervención pública para mejorar el acceso a una vivienda para los hogares más necesitados y suprimir los "cuellos de botella" existentes el sector sea compatible con el mantenimiento de una iniciativa privada que ha sido una fuente de dinamismo para el sector inmobiliario.

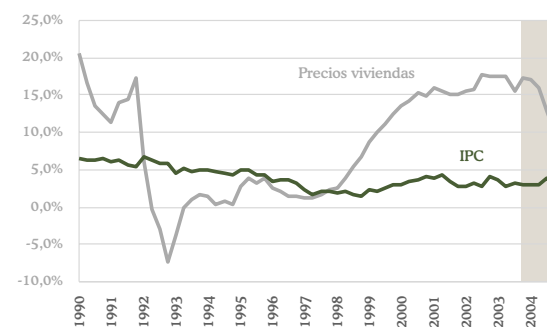
En esta edición de la revista Situación Inmobiliaria se abordan dos temas especiales: el mercado inmobiliario portugués y los determinantes del crédito hipotecario en España.

El elevado grado de madurez del mercado inmobiliario español está llevando a que algunas empresas del sector amplíen o se están planteando su presencia en otros mercados que presentan oportunidades de inversión en la actualidad. En este sentido, se analiza en el presente informe la situación del mercado inmobiliario en Portugal, que si bien está atravesando un momento delicado, presenta inequívocas oportunidades de inversión en el medio y largo plazo.

En el tema del cuatrimestre, por último, se presenta un modelo de crecimiento del crédito hipotecario que permite, de un parte, analizar los distintos factores que han determinado la evolución del crédito hipotecario en los últimos años y, de otra, realizar estimaciones sobre la evolución del mismo en el corto y medio plazo. El modelo destaca la alta sensibilidad del crédito a los tipos de interés, que han sido los máximos responsables del crecimiento del crédito en los últimos años.

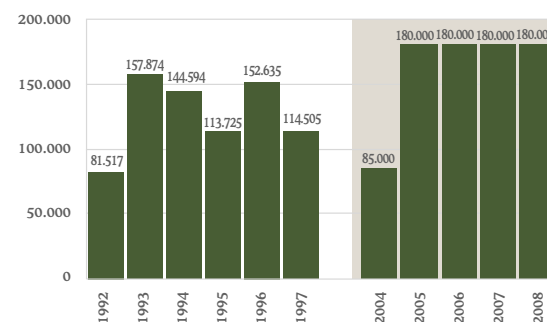
## Precios de las viviendas

### Tasa de variación anual



Fuente: M° de Fomento y BBVA

## Actuaciones de vivienda social



Fuente: BBVA



## 1. Entorno económico y financiero

### Se alejan las probabilidades de un alza inminente de los tipos de interés en Europa

Mientras que en otras áreas del mundo (EE.UU., Asia) la recuperación de la actividad es un hecho, en la UEM persisten las dudas sobre el crecimiento. Recientemente, la depreciación del tipo de cambio y el fuerte impulso de la demanda externa han reavivado el optimismo sobre la recuperación europea, pero factores como la escalada del precio del petróleo introducen una nota de cautela en una recuperación demasiado dependiente del entorno exterior. En este contexto, la inflación pasa a un segundo plano y las posibles subidas de tipos permanecen en un horizonte lejano.

Las cifras de PIB señalan una paulatina recuperación de la actividad desde la segunda mitad de 2003 que parece haber cobrado fuerza en el primer trimestre de 2004. Las exportaciones están comportándose razonablemente bien pese a la pérdida de competitividad derivada de la apreciación acumulada del tipo de cambio. Para el conjunto del área se obtiene que en 2004 el incremento de la demanda mundial más que compensa la apreciación prevista en el tipo de cambio efectivo nominal.

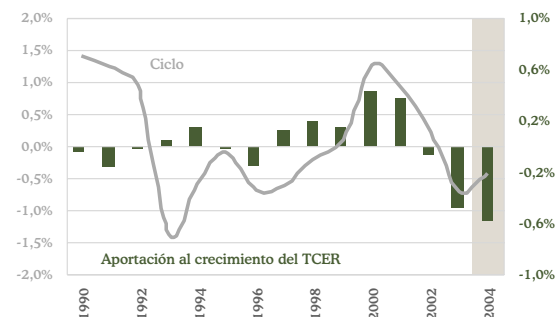
Pero la sostenibilidad de la recuperación pasa por un fortalecimiento de la demanda interna. En inversión, tras el fuerte ajuste de los tres últimos años, se ha observado ya un repunte en el último trimestre de 2003. Y aunque los datos de producción de bienes de capital y pedidos industriales apuntan a una posible moderación en el primer trimestre de 2004, las perspectivas a medio plazo, apoyadas en la fortaleza del crecimiento mundial, en unas condiciones financieras más favorables y en el aumento de beneficios, son moderadamente optimistas. La evolución del consumo privado genera más preocupación. Actualmente presenta una atonía que parece ir más allá de lo que indicaría la evolución de sus determinantes macroeconómicos.

La situación económica interna y externa indica que, si se cumple el escenario previsto, no habrá más recortes de tipos en la UEM. Pero pensar en subidas durante este año parece prematuro. La fragilidad de la demanda interna y la evolución prevista de sus determinantes no permite esperar más que una moderada y paulatina recuperación de la misma. Y aunque las condiciones financieras de empresas y familias, en general, son más favorables, todavía queda margen de mejora. En concreto, los préstamos bancarios a empresas siguen creciendo a tasas muy moderadas. Algo que, según las encuestas, se debe tanto a razones de oferta, porque los bancos siguen restringiendo las condiciones de crédito aunque cada vez menos, como de demanda. En este contexto, parece aconsejable un período prolongado de tipos bajos que permita apuntalar una expansión sostenida. Así, no se esperan subidas de tipos hasta mediados de 2005.

### 2004, un despegue lastrado

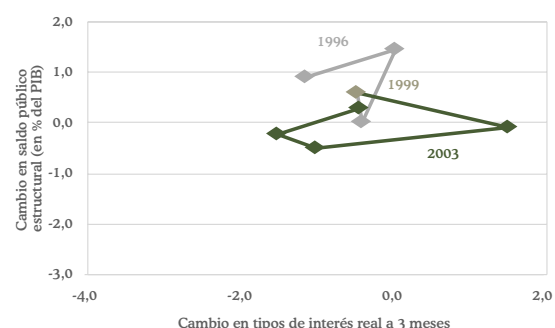
La economía española registró en 2003 un diferencial de crecimiento con el conjunto de la UEM de dos puntos porcentuales (2,4% y 0,4% crecieron respectivamente ambas áreas), el mayor desde 1987<sup>1</sup> y que triplica el diferencial promedio de los 11 años anteriores. Este mayor crecimiento de la economía española ha resultado de la favorable combinación de un conjunto de factores ligados principalmente al componente doméstico del gasto, lo que ha permitido desacoplar el ciclo económico español del resto de la UEM. Algunos de estos factores domésticos (tipos de interés reales negativos, reforma del IRPF) han favorecido también la acumulación de una serie de desequilibrios (necesidad de financiación de la economía, crecimiento del endeudamiento

Gráfico 1.1.  
UEM: ciclo y aportación del tipo de cambio al crecimiento



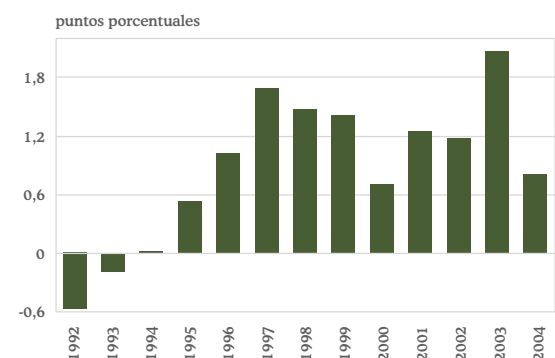
Fuente: Eurostat, BCE y BBVA

Gráfico 1.2.  
UEM. Tono de las políticas monetaria y fiscal



Fuente: OCDE, BCE y BBVA

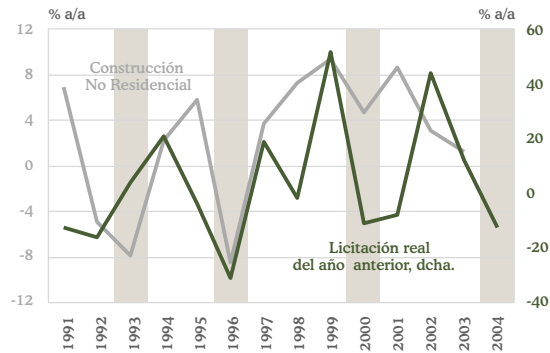
Gráfico 1.3.  
España, diferencial de crecimiento con la UEM



Fuente: INE, Eurostat y BBVA

<sup>1</sup> Según datos de países agregados por la Comisión Europea.

Gráfico 1.4.  
Construcción no residencial y licitación



Fuente: Eurostat, M° de Fomento y BBVA

de las familias, aumento continuado de los precios relativos españoles vs. el conjunto de la UEM) que en el nuevo entorno de una unión monetaria no generan “señales de alarma” en tipos de interés y/o de cambio. Sin embargo, estos desequilibrios suponen un deterioro de la competitividad de la economía y, por tanto, un freno al avance de la inversión y las exportaciones. Es decir, limitan la capacidad de crecimiento y de generación de empleo de la economía española, que ha estado significativamente apoyada por la moderación salarial, las reformas emprendidas en el mercado laboral y el aumento de los flujos de inmigrantes.

Con todo, en 2004, el crecimiento provendrá del impulso de la mayor demanda interna. La demanda externa, con un aumento del comercio que se aproximará a su promedio histórico tanto para el conjunto de la economía mundial como para el grupo de países con los que España comercia, mantendrá su aportación negativa al crecimiento por el mayor aumento de las importaciones. La economía española mantendrá en 2004 su proceso de convergencia real con el conjunto de la UEM, aunque con un diferencial de crecimiento del PIB inferior al 1%. El PIB crecerá en 2004 el 2,5%.

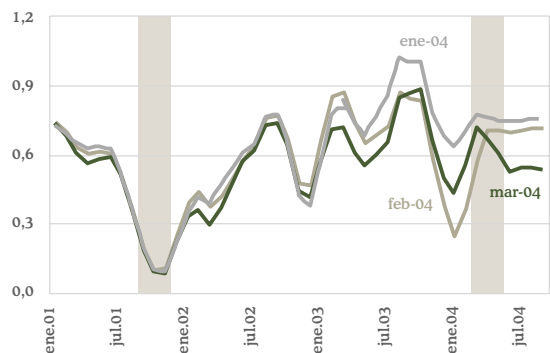
La Contabilidad Nacional del primer trimestre de 2004, con un crecimiento anual del PIB del 2,8%, podría en principio incrementar el “riesgo” de que en 2004 se registrase un crecimiento superior al 2,5% previsto inicialmente. Pero, en marzo tuvieron lugar dos acontecimientos que han vuelto a centrar el balance de riesgos de la previsión de crecimiento del 2,5% en 2004. Se trata de los atentados terroristas de Madrid del día 11 de marzo y del cambio de partido político en el Gobierno.

En cuanto a los atentados terroristas, y asumiendo que no se repetirán sucesos de magnitud comparable, la evolución más reciente de los indicadores coyunturales no muestra cambios relevantes respecto a meses previos a marzo. Ello supondría que las consecuencias macroeconómicas de los atentados terroristas del día 11 de marzo fuesen muy reducidas. Sin embargo, el IA-BBVA<sup>2</sup> muestra con información todavía incompleta, un deterioro reseñable de sus previsiones a corto plazo desde su nivel de febrero, previo a los atentados. Esta es una señal de riesgo bajista sobre la situación coyuntural de la economía española, aunque hay que tener en cuenta que el descenso del IA-BBVA no tiene por que ser consecuencia directa del 11-M, puede tratarse, por ejemplo, de una moderación ligada a un deterioro de la coyuntura europea.

En segundo lugar, el cambio de Gobierno supondrá una modificación en algunas prioridades de la política presupuestaria que producirá, por lo menos en el corto plazo, un menor dinamismo del anticipado en el gasto en obra civil. Ello frenará la actividad de este sector en 2004 más de lo estimado inicialmente como consecuencia del ciclo electoral. Con todo, este sería un efecto transitorio, que podría más que compensarse en el futuro con un mayor gasto.

En principio, ambos acontecimientos constituyen choques de demanda, con incidencia limitada al corto plazo por el impacto de los atentados sobre la confianza de los agentes y del cambio de Gobierno por el inevitable retraso al cambiar las prioridades de la inversión pública. Sin embargo, también podrían tener un componente de oferta, con impacto mucho más duradero. Si la mayor incertidumbre e inseguridad tras los atentados se manifiesta en un incremento estructural del gasto en seguridad o en medidas que dificulten el comercio, entonces el impacto sería negativo. Asimismo, la incidencia relevante en la economía del cambio de Gobierno, dependerá de si opta por impulsar el proceso de liberalización de mercados y fomento de la competencia, lo que supondría un choque de oferta positivo, o por restringirlos adicionalmente.

Gráfico 1.5.  
IA-BBVA



Fuente: BBVA

<sup>2</sup> Síntesis de diferentes variables de expectativas, actividad, gasto y empleo. Para mayor detalle: Balmaseda, M. y J. Cubero, “IA-BBVA, un indicador de actividad para la economía española”. *Situación España*, marzo 2003. BBVA.

Finalmente, la subida de los precios en dólares del crudo en las últimas semanas, hasta alcanzar niveles no registrados desde 1991, supone un riesgo bajista sobre la actividad y alcista sobre los precios si continúa a lo largo del segundo semestre del año. En un escenario central de paulatina moderación del precio del petróleo desde los 35 dólares de promedio por barril de Brent en mayo hasta 29 dólares en diciembre, se mantiene la previsión de crecimiento del 2,5% en 2004 y de descenso de la inflación desde el 3% de 2003 al 2,9%. Si se mantiene el precio del petróleo entre 34 y 35 dólares por barril en el segundo semestre del año, el crecimiento podría reducirse entre dos y tres décimas sobre la previsión inicial, y las perspectivas inflacionistas aumentar entre una y dos décimas de punto.

### ¿Importa la confianza? sí, pero más el empleo

El canal más relevante a través del cual los atentados terroristas afectarían al crecimiento es la confianza del consumidor, cuyo deterioro moderaría el consumo de los hogares. Como es bien sabido, los determinantes fundamentales de la evolución del consumo en el largo plazo<sup>3</sup> son la renta disponible de los hogares y su nivel de riqueza, tanto financiera como inmobiliaria. Variables como los tipos de interés reales, el desempleo o la confianza de los hogares no tienen incidencia en el comportamiento estructural del nivel de consumo. Las variables mencionadas, y los cambios de los determinantes de largo plazo, sí que tienen trascendencia en las variaciones del consumo en el corto plazo, aunque la importancia de las expectativas de los consumidores es marginal.

Todo ello no quiere decir que el deterioro de la confianza tenga un efecto despreciable en el consumo ya que no es razonable pensar en un deterioro significativo de las expectativas de los hogares sin que se produjese un comportamiento similar en el resto de las variables explicativas del consumo: la riqueza y la renta disponible de los hogares a través, fundamentalmente, del empleo.

En cuanto al mercado laboral, los datos de los primeros meses de 2004 han confirmado las perspectivas de desaceleración del empleo. La intensa desaceleración en la afiliación de extranjeros a la Seguridad Social a lo largo del año pasado y el estancamiento tanto del total de afiliaciones (en tasas de crecimientos cercanas al 3% anual) y del paro INEM, indicaban ya un freno en la mejora del empleo, que se ha reflejado también en la Encuesta de Población Activa (EPA). Así, la EPA<sup>4</sup> del primer trimestre de 2004 ha registrado una tasa de variación anual del empleo del 2,6%, 0,4 puntos menos que en el cuarto trimestre de 2003, su primera caída desde finales de 2002. En cuanto a la población activa, registró su menor aumento anual (2,2%) desde el cambio de definición realizado en 2001, limitando el aumento de la tasa de paro (sólo dos décimas, hasta el 11,4%).

En este escenario, se mantienen las perspectivas de desaceleración del empleo en 2004 hasta una tasa cercana al 2,1% (en 2003 se registró un 2,7%). Hay que señalar que en 2003 continuó acelerándose el coste del trabajo, medido tanto a través de la Remuneración por Asalariado como con los Costes Laborales Unitarios. Incluso en términos reales (descontado el crecimiento del deflactor del PIB) la evolución de ambas variables es alcista, sobre todo en servicios y construcción. Todo ello resulta coherente con un escenario de menor aumento del empleo.

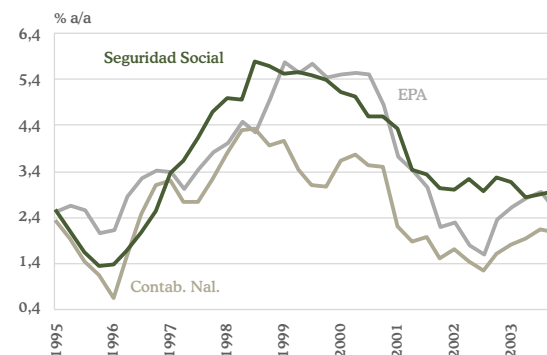
### Vuelve la inflación

La inflación se encuentra en un punto de giro alcista como consecuencia del cambio del signo o de la magnitud de algunos de los factores que contribuyeron a su caída desde comienzos de 2003. Así, en abril

<sup>3</sup> Se puede encontrar un repaso a los factores que afectan al consumo privado en España en: Balmaseda, M. y P. Tello, "¿Han cambiado los determinantes del consumo privado en España? *Situación España*, julio 2002. BBVA.

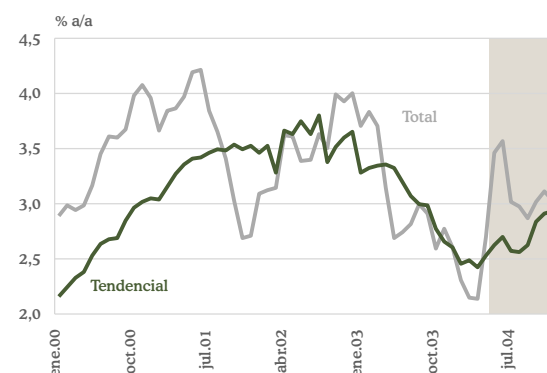
<sup>4</sup> La EPA tiene pendiente la adaptación a la estructura poblacional surgida del Censo de 2001 y del rápido aumento de los flujos de inmigración. Todo ello supondrá revisar las series conocidas desde 1997, lo que afectará a las expectativas sobre su evolución.

Gráfico 1.6.  
Empleo



Fuente: INE, M<sup>o</sup> de Trabajo y BBVA

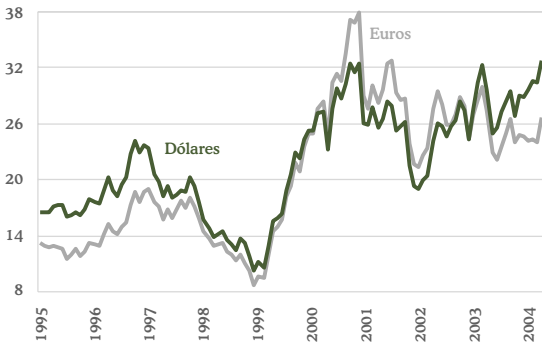
Gráfico 1.7.  
Inflación



Fuente: INE y BBVA



Gráfico 1.8.  
Precio del barril de Brent



Fuente: Datastream y BBVA

desapareció el favorable efecto base de los altos precios del crudo en el primer trimestre de 2003, consecuencia de la incertidumbre ante la guerra de Iraq. Además, los precios del petróleo (superiores a 32 dólares el barril de Brent desde comienzos de marzo), acompañados por la apreciación del dólar (que podría haber dejado atrás sus mínimos respecto al euro) acentuarán el “salto” inflacionista del segundo trimestre de 2004. Así, en este periodo, la tasa de variación del IPC podría acercarse al 3,5% en mayo y junio.

Se prevé que el IPC crezca en 2004 el 2,9%, dos décimas menos que en 2003, pero con un perfil interanual en el que las cifras de inflación más bajas se han registrado ya. Para índices tendenciales como el IPSEBENE o el IPC tendencial BBVA se prevén aceleraciones comparables en 2004 y 2005. El diferencial de inflación con el conjunto de la UEM sería en 2004 ligeramente inferior al 1% registrado en 2003.

Actualmente, el riesgo alcista más relevante sobre el escenario inflacionista es la evolución de los precios del crudo. El petróleo se está viendo afectado en las últimas semanas por crecientes tensiones geopolíticas, elemento que se añade al recorte de cuotas de producción de la OPEP y al bajo nivel de reservas de productos refinados. Con todo, en la UEM, el impacto alcista sobre la inflación de los precios del petróleo (y en mayor o menor medida también, del resto de materias primas) está siendo moderado por la fortaleza del euro. Desde marzo, los precios en dólares del crudo alcanzan niveles superiores a 32 dólares, cifra no registrada desde el tercer trimestre de 1990 y de 2000. Sin embargo, el mismo barril de Brent costó en abril 27,5 euros, 10 menos que en el tercer trimestre de 2000.

Con todo, a largo plazo, la incidencia del petróleo no sólo depende de su coste de importación, sino también de la intensidad de su uso en la actividad. Entre 1996 y 2001, el consumo final de energía creció en España el 30%, frente al 7% del conjunto de la UE, es decir, 4,3 veces más. En el mismo periodo el PIB español creció el 21% frente al 14% de la UE, es decir, 1,5 veces.



## 2. La actividad en la construcción

**En Europa, continuó el descenso de la actividad en el segmento de la construcción en los primeros meses de 2004, si bien afloraron los primeros indicios de recuperación, especialmente en la edificación**

La desaceleración de la economía europea en estos años ha tenido una especial incidencia en el segmento de la construcción, que ha perdido importancia relativa y ha mostrado variaciones interanuales negativas desde comienzo de 2001. En 2003 la actividad del sector continuó descendiendo por tercer año consecutivo, mostrando un contracción del -0,5% en tasas interanuales. Esta tendencia se ha extendido en el primer trimestre de 2004, llevando a un descenso del 0,2% en la actividad constructora.

El mayor crecimiento esperado para 2004 y la recuperación de la economía europea a lo largo de 2005 tendrán un reflejo positivo en la evolución del sector, que pudiera retomar la senda creciente en la segunda parte de 2004 para iniciar una lenta recuperación en 2005.

El ajuste en el gasto que han debido de efectuar algunas de las principales economías europeas y la significativa moderación de la demanda residencial han llevado a una menor actividad tanto en el segmento de la ingeniería civil como en el de la edificación. En este sentido, los datos correspondientes a 2003 ponen de relieve un cambio de tendencia en la evolución de la actividad, que llegó a mostrar avances en el segmento de la edificación a lo largo del año y una mejora en el de la obra civil en el último trimestre del año. Con todo, los indicadores del sector muestran cierta debilidad, lo que sugiere que la recuperación no será ni inmediata ni intensa.

Desde el punto de vista geográfico, la desaceleración de la construcción no está siendo homogénea en todos los países del conjunto europeo. De hecho, han sido las economías de la Europa Central, especialmente la Alemana, las que más han recortado la inversión en estos años de bajo crecimiento, mientras que otras economías, tales como la Española o la del Reino Unido, la inversión se ha mantenido más dinámica.

La necesidad de ajustar el gasto público en Alemania, Francia o Portugal a los niveles exigidos por la Comisión Europea llevará a que se mantenga un bajo nivel de inversión en obra civil en el corto plazo en estos países, por lo que el comportamiento de este segmento mantendrá un perfil de bajo dinamismo en el agregado europeo.

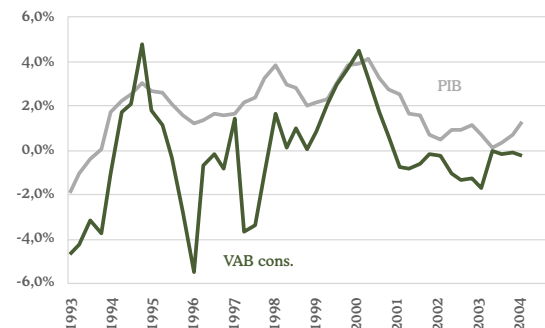
La actual ampliación de la Unión Europea no tendrá un impacto significativo en la construcción, dado el marcado carácter nacional de este sector. Sin embargo, en el medio plazo, las necesarias inversiones en infraestructuras en los nuevos estados miembros generarán oportunidades que supondrán un aliciente para las empresas del sector en el ámbito europeo, que ampliarán su radio de actuación.

**En España, en el primer trimestre de 2004 se mantuvo el ritmo de crecimiento de la construcción, que se contendrá hasta tasas de crecimiento ligeramente superiores al 2%**

Desde finales de 1999 en España, la construcción se está moderando suavemente, hasta cerrar 2003 con un avance interanual del 3,6%. En los primeros meses de 2004 el sector mantuvo el ritmo de crecimiento del trimestre anterior; en cualquier caso, los menores desde que se iniciara el ciclo expansivo en 1997.

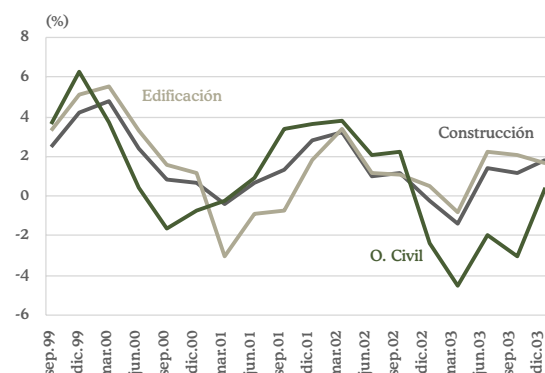
La desaceleración se está produciendo, principalmente, por el menor crecimiento del segmento de la edificación no residencial y, en menor medida, por la ligera ralentización del ritmo de ejecución de la obra civil. En estos seis años de ciclo expansivo de la construcción, su peso relativo se ha incrementado desde el 11,8% hasta el 15,4% del total del valor de lo producido en España.

Gráfico 2.1.  
Europa: PIB y VAB Construcción  
Variación anual (%)



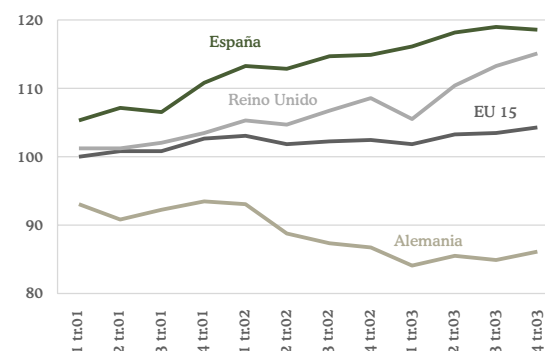
Fuente: Eurostat

Gráfico 2.2.  
Actividad en la construcción. Europa-15  
Tasa de variación interanual



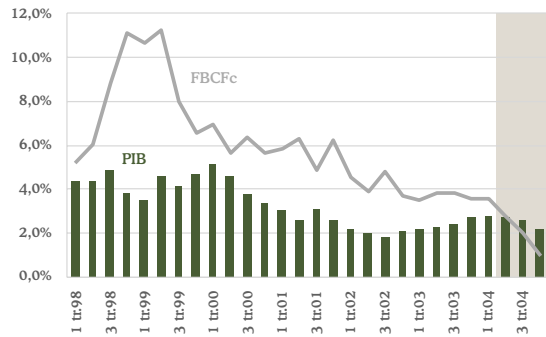
Fuente: Eurostat

Gráfico 2.3.  
Construcción. Actividad  
Índice 2000 = 100



Fuente: Eurostat

Gráfico 2.4.  
España, PIB y construcción



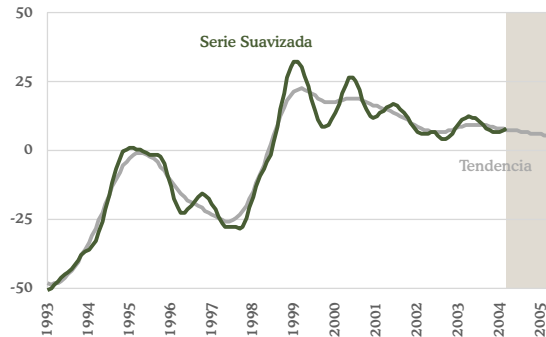
Fuente: BBVA, INE y M° de Fomento

Cuadro 2.1. Construcción

Tasas de variación a/a	2001	2002	2003	2004
<b>FBCF construcción</b>	5,8	4,2	3,7	2,2
<b>E.C.I.C.</b>	7,7	5,6	3,9	1,5
<b>Edificación</b>	6,6	7,4	4,4	4,0
<b>Obra Civil</b>	10,3	3,1	3,0	0,0

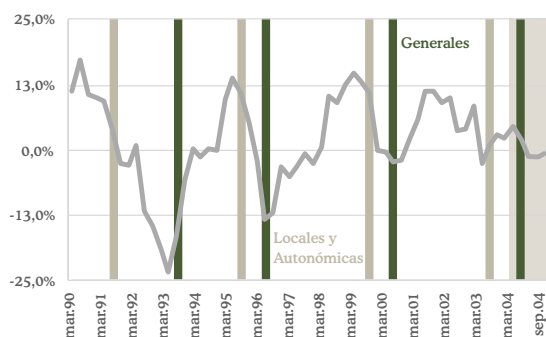
Fuente: INE, M° de Fomento y BBVA

Gráfico 2.5.  
Indicador confianza de la construcción  
Serie suavizada y tendencia



Fuente: M° Industria y Trabajo y BBVA

Gráfico 2.6.  
Obra civil y elecciones  
Tasa de variación anual



Fuente: M° de Fomento y BBVA

En los primeros meses de 2004, los indicadores adelantados de actividad del sector muestran un menor ritmo de crecimiento, anticipando la tendencia ya apuntada de moderación de la construcción a lo largo del presente año. Dados los niveles actuales de iniciación de viviendas, la actividad en el segmento de la edificación residencial mostrará tasas de crecimiento similares a las de 2003 mientras que el segmento de la obra civil mantendrá su volumen de inversión, sin añadir crecimiento al conjunto del sector. En 2004 la construcción avanzará a un ritmo medio del 2,2%, en términos de Contabilidad Nacional, mostrando un perfil ligeramente descendente a lo largo del año.

Apoyando esta tendencia, los datos del primer trimestre de 2004 tanto del empleo en la construcción como del consumo aparente de cemento muestran tasas de crecimiento inferiores a las del último trimestre de 2003, reflejando el menor dinamismo constructor. Tanto el nivel de ocupación del sector, superando los dos millones de empleos, como el volumen de cemento consumido, que se sitúa en el entorno de los 3,9 millones de toneladas por mes, están en máximos históricos; sin embargo, la evolución de los últimos trimestres muestra un menor dinamismo y las previsiones indican que continuará la tendencia de desaceleración de estas variables a lo largo de 2004.

Los indicadores de confianza de la construcción se están manteniendo en niveles positivos en los primeros meses de 2004, a pesar del menor optimismo existente sobre la evolución de la cartera de pedidos. Sin embargo, los empresarios del sector, apoyados en el elevado nivel de actividad actual, mantienen su confianza en la buena marcha del sector y la tendencia del indicador apunta a que se mantendrá esta visión positiva a lo largo de 2004.

El buen momento del sector está siendo favorecido por una evolución contenida de los costes, especialmente el de los materiales utilizados en la construcción, que si bien crecieron en 2003 por encima de los del año anterior, continuaron avanzando por debajo de la inflación. Los costes salariales, sin embargo, mantuvieron un ritmo de crecimiento por encima del resto de los sectores, aunque con un diferencial menor al de trimestres anteriores. No es de esperar tensiones de costes en el sector de la construcción ni en el corto ni en el medio plazo.

**El cambio de orientación de la política inversora del Ministerio de Fomento agravará el efecto electoral y limitará la inversión pública en el corto plazo**

En el 2003, la inversión en obra civil creció a un ritmo medio del 3,0%, mostrando un perfil ascendente al final del año, según se desprende de los datos de la Encuesta Coyuntural de la Construcción. Tras el descenso de ejecución de obra del último trimestre de 2002, la inversión en ingeniería civil retomó la senda creciente a lo largo de 2003, si bien, en media, lo hizo a tasas inferiores a las del año anterior.

En el conjunto de 2003, los contratos de obra civil ofertados por las administraciones públicas y los organismos autónomos alcanzaron un volumen de 16.685 millones de euros, lo que supuso un descenso del 14,9% respecto del volumen licitado en 2002. La importante caída de la inversión en carreteras y en vías urbanas, tanto por el Estado como por los Entes Territoriales, explica el menor esfuerzo inversor de las administraciones.

Dentro de la oferta pública de 2003, las inversiones destinadas a infraestructuras de transporte (carreteras, ferrocarriles, puertos y aeropuertos) acapararon casi dos de cada tres euros licitados, mientras que a la inversión destinada a regadíos, abastecimiento de agua y saneamientos le correspondió el 15,5% del total. A pesar de duplicarse el presupuesto destinado a Puertos y Aeropuertos y aumentar en más del 28% el de regadíos y abastecimientos de agua, el fuerte retroceso de la financiación pública de carreteras y ferrocarriles llevó a que la oferta pública de obra civil se redujera en su conjunto.

Este descenso de la licitación pública se verá mitigado, en gran medida, por la financiación proveniente de los fondos estructurales y por los

proyectos financiados con capital privado, de tal forma que en términos reales se mantenga el esfuerzo inversor en el segmento de la obra civil a lo largo de 2004.

Además de los efectos propios de la moderación del gasto público ligada al ciclo electoral, el cambio de orientación de la política de inversión en infraestructuras anunciada por el nuevo gobierno llevará a una reordenación de algunas partidas de gastos, especialmente las relacionadas con el Plan Hidrográfico, que afectarán al desarrollo del segmento en el medio plazo. La nueva situación generada por el cambio de preferencias en la inversión pública, junto con el ya anunciado efecto electoral, llevarán a una moderación de la actividad en el segmento de la obra civil más intenso que el estimado previamente. En 2004 no prevemos que el segmento de la obra civil contribuya positivamente al crecimiento del sector.

### La iniciación de viviendas en 2003 alcanzó un máximo histórico. El alargamiento de los periodos de venta de las promociones pudiera ralentizar la iniciación de nuevos proyectos

En respuesta a la nueva situación generada con la plena integración de España en la unión económica y monetaria, en los últimos cinco años, se ha producido un cambio estructural en la industria de la construcción que ha permitido que se elevara el volumen de producción de viviendas hasta duplicar la media de los últimos veinte años. En este entorno, en 2003 la iniciación de viviendas en España alcanzó un máximo histórico.

Este elevado volumen de producción de viviendas supera, aparentemente, las necesidades derivadas únicamente de factores demográficos, lo que pone de manifiesto el importante papel que España está desempeñando como destino de la segunda residencia de una demanda que supera con creces el ámbito nacional. En este sentido, la producción de nuevas viviendas se ha concentrado, cada año con mayor intensidad, en las provincias del mediterráneo.

En el conjunto del año 2003, los visados de los colegios de aparejadores cuantificaron en 690.000 el número de viviendas a iniciar, lo que supuso un aumento del 19,9% en tasas interanuales. El empuje del segmento se ha producido principalmente en las zonas más turísticas, donde los nuevos proyectos contemplaban un aumento del 23,2% en el número de viviendas a construir a lo largo de 2003. En las principales ciudades, donde tensiones en el mercado del suelo inciden con mayor intensidad y la generación de oferta de nueva vivienda es más compleja, el número de viviendas a iniciar en 2003 aumentó aun ritmo interanual del 3,3%.

Si bien en los primeros meses de 2004 se visaron un 6,5% más de proyectos, hasta superar las 160.000 nuevas viviendas a construir, los ritmos de venta han continuado moderándose en algunos mercados, lo que pudiera llevar a una ralentización de la producción de viviendas en aquellas zonas más saturadas de oferta. Nuestras previsiones indican una reducción del entorno del 15% en el número de nuevas viviendas a iniciar, que pudiera situarse en el entorno de las 585.000 unidades en el conjunto de 2004.

En el medio plazo, los más ambiciosos objetivos de política de vivienda anunciados por el nuevo ejecutivo, tendrán un impacto significativo en la composición de la oferta de nuevas viviendas. Alcanzar los objetivos de la nueva política de vivienda en un periodo temporal de 4 o 5 años supondrá elevar de forma importante el peso de la VPO en la composición de la oferta final. Comparados con planes anteriores ya ejecutados, las 180.000 actuaciones anuales de vivienda social deseados elevan de forma notable los objetivos alcanzados en el periodo 1992-1997.

Para el desarrollo de los planes de viviendas, la colaboración de los agentes implicados ha sido un factor fundamental. En este sentido, tanto la participación de los entes locales como el papel de los promo-

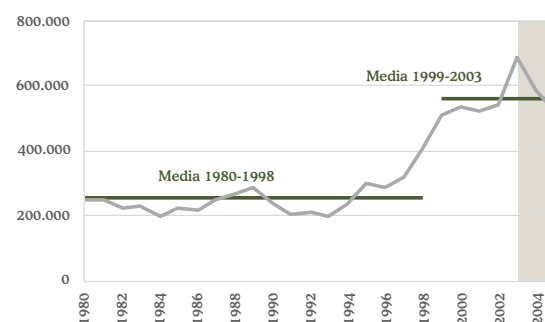
### Cuadro 2.2. Licitación oficial. Ingeniería Civil

Millones de Euros

	TOTAL	Ferrocarriles Carreteras y Vías Urbanas	Puertos y Aero- puertos	Regadíos Abasteci- mientos y Saneamientos	Resto
1996	9.128.848	5.197.027	322.708	1.728.762	1.880.351
1997	8.000.919	4.093.896	242.568	1.479.117	2.185.338
1998	12.992.857	8.205.178	366.744	1.713.857	2.707.078
1999	11.460.450	7.090.495	469.982	1.695.838	2.204.135
2000	11.739.811	7.577.927	508.472	1.487.822	2.165.590
2001	16.340.483	9.612.256	835.375	1.894.958	3.997.894
2002	19.600.247	13.472.536	448.551	2.013.817	3.665.343
2003	16.674.611	9.663.380	1.066.046	2.579.197	3.365.988

Fuente: Ministerio de Fomento

### Gráfico 2.7. España. Viviendas iniciadas



Fuente: M° de Fomento y BBVA

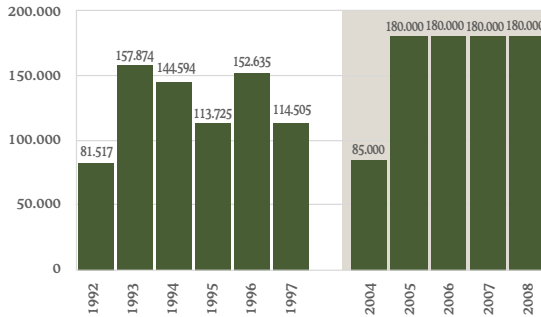
### Cuadro 2.3. Viviendas iniciadas España

	Total España nº	Grandes Ciudades nº	Ciudades/ Total (%)	Costa Turística nº	Costa/ Total (%)
1998	463.099	57.728	12,5%	222.375	48,0%
1999	558.260	58.419	10,5%	288.725	51,7%
2000	594.820	58.060	9,8%	306.677	51,6%
2001	561.186	59.958	10,7%	288.466	51,4%
2002	575.546	62.748	10,9%	292.843	50,9%
2003	690.207	64.814	9,4%	360.862	52,3%
2004	585.000	53.000	9,1%	325.000	55,6%

(\*) Barcelona, Valencia, Málaga  
Costa: Mediterráneo, Canarias, Cádiz, Huelva  
Grandes Ciudades: Madrid, Barcelona, Valencia, Sevilla, Zaragoza y Málaga

Fuente: Colegio de Aparejadores y BBVA

Gráfico 2.8.  
Actuaciones de vivienda social



Fuente: BBVA

Gráfico 2.9.  
Superficie no residencial  
Millones de m<sup>2</sup> a construir



Fuente: Colegio de Aparejadores

tores de vivienda serán decisivos para alcanzar los objetivos pretendidos. La falta de suelo público disponible para vivienda social pudiera suponer un lastre importante.

La naturaleza inherente de la vivienda social es la de ser utilizada para dar servicio a aquellos hogares que necesitan asistencia para poder disfrutar de una vivienda adecuada a un coste factible. Las medidas o acciones que el Gobierno puede tomar para mejorar las condiciones de acceso a una vivienda se pueden concretar en tres tipos: en el primer tipo se encuadrarían aquellas acciones destinadas a desarrollar o reformar instituciones y políticas que faciliten el papel de la iniciativa privada para ampliar la oferta de vivienda de precios más asequibles.

En el segundo tipo se enmarcarían las mejoras de las normativas que regulan y afectan a mercados complementarios, como son el del suelo, el de las empresas constructoras o el financiero. Estas mejoras deben suprimir los “cuellos de botella” que se dan en la producción de viviendas.

Por último, en el tercer tipo de actuaciones se agruparían aquellas destinadas a ayudar a los hogares directamente mediante subsidios para alcanzar objetivos claramente definidos y socialmente aceptados. Si el gobierno no hiciera cuanto está en sus manos para que la promoción, construcción y financiación de las viviendas funcionen de forma eficiente, la oferta de vivienda no podrá responder a señales de precios, lo que limitará seriamente la capacidad de la política de viviendas o los subsidios para mejorar las condiciones de vida de los destinatarios finales.

En relación con la promoción no residencial, a lo largo de 2003 se inició la construcción de un total de 23,2 millones de metros cuadrados de superficie no residencial, lo que supuso un incremento del 8% de la superficie a construir en este segmento. A pesar de la desaceleración de la inversión industrial, el mayor número de proyectos visados en la segunda parte del año elevó la superficie industrial a construir por encima de los 4,7 millones de metros, mostrando un avance del 11,8% en tasas interanuales.

El desarrollo de la promoción de superficies comerciales mantuvo una dinámica creciente a lo largo de 2003, continuando con la tendencia de años anteriores. El cambio en los hábitos de compra que se está produciendo desde principios de la década pasada está sustentando la actividad promotora en este segmento, aislándola de los perniciosos efectos de los ciclos de consumo. En el conjunto del año, se visaron un total de 6,9 millones de metros cuadrados a construir, lo que supuso un avance del 7% respecto de los datos de 2002. La desaceleración del consumo en 2004 junto con una política de aperturas más restringida pudieran afectar ligeramente al ritmo de promoción de las superficies comerciales, lo que llevaría a un crecimiento más moderado de la actividad en este segmento.

El aumento de la superficie disponible en la oferta de oficinas ha llevado a una caída en la promoción de superficies de oficinas en las principales ciudades del país. El exceso de oferta de oficinas existente en nuestro país ha supuesto cierta ralentización en la construcción de edificios para oficinas, como pone de manifiesto el descenso del 12% en la superficie de oficinas a construir en 2003. Además, la sobreoferta de espacios está llevando a que la transformación de edificios de oficinas en edificios de viviendas sea cada vez más común.

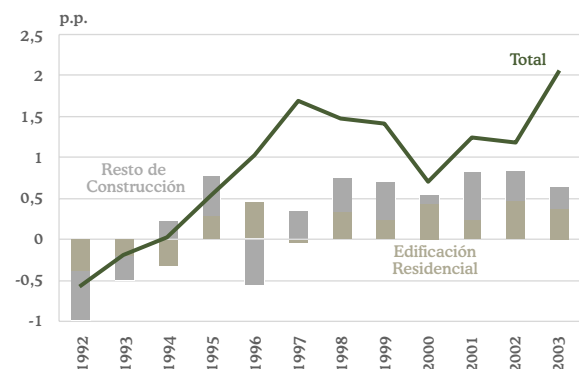
Si bien la transformación de edificios de viviendas en oficinas es un hecho frecuente en las sociedades occidentales, donde el espacio disponible en los centros de las ciudades es muy valorado por el sector terciario a la vez que escaso, el proceso contrario es difícil de observar. Las necesidades tecnológicas actuales junto con las crecientes dificultades que conlleva la adecuación de algunos edificios de oficinas ya obsoletos a las nuevas demandas parecen aconsejar la transformación de estos edificios para un uso residencial.

En los primeros meses de 2004, el mercado de oficinas continuó con el bajo tono de meses anteriores, lo que hace prever que el mayor crecimiento económico esperado no tendrá aún efectos positivos en la promoción de superficies de oficinas a lo largo del año.



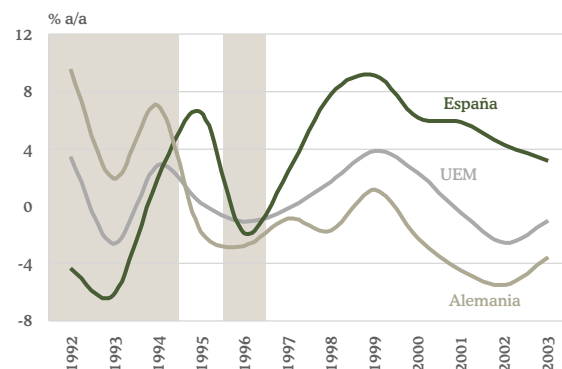
## Recuadro 1. España y la UEM, construcción diferencial

### España, contribuciones al diferencial de crecimiento con la UEM



2003: para la construcción, datos hasta el tercer trimestre del año  
Fuente: Eurostat, INE y BBVA

### Construcción



Sombreados los periodos en los que el crecimiento de la construcción en España es inferior al de la UEM  
Fuente: BBVA

% a/a, promedio			
1995-2003	España	Alemania	Diferencial
Construcción	4,8	-2,5	7,2
Residencial	6,4	-1,6	8,0
Resto	3,9	-3,5	7,4

Fuente: INE, Eurostat y BBVA

El crecimiento entre España y el conjunto de la UEM alcanzó en 2003 un diferencial de 2,0 puntos porcentuales (p.p.), continuando la etapa iniciada en 1995 de continuados diferenciales positivos. El consumo de los hogares y la inversión en construcción han sido los componentes de la demanda en los que se han acumulado el crecimiento diferencial de la economía española en este periodo. Entre 1995 y 2003<sup>1</sup>, el diferencial de crecimiento fue de 1,3 p.p., al que el consumo de los hogares contribuyó con 0,8 puntos y la inversión en construcción con 0,6 puntos<sup>2</sup>. Con un mayor detalle, la desagregación difundida por Eurostat de la inversión en construcción entre edificación residencial y resto<sup>3</sup>, permite comprobar como la contribución de la construcción se divide equitativamente entre ambos subcomponentes, con 0,3 p.p. cada uno. Así, casi la mitad del diferencial de crecimiento español desde 1995 se acumula en la inversión en construcción, y dentro de ésta, se debe en igual medida a la edificación residencial como al resto del gasto en construcción. Además, la aportación de la construcción al diferencial de crecimiento también es positiva desde 1995, con la excepción de una contribución de -0,1 puntos en 1996.

La contribución de la construcción a la convergencia real se ha producido tanto por el aumento del gasto en España, acelerado entre 1997 y 1999 y desacelerado desde entonces, como por el freno que ha supuesto para el resultado del conjunto de la UEM la continuada recesión del sector en Alemania, que tiene un significativo peso en el conjunto de la UEM, y más recientemente en las economías de su entorno. En Alemania, tras crecer a un promedio anual del 6,1% en el periodo 1992-1994, consecuencia del impulso de la reunificación, la construcción registró una caída anual del -2,5% de media entre 1995 y 2003.

En relación con la inversión residencial, la diferente evolución de la población (al alza en España y estancada en Alemania), del empleo (con un aumento del 22% en España desde 1995 y del 2% en Alemania en el mismo periodo) y de los tipos de interés (con una mayor caída en España como consecuencia de la UEM e inferiores a los alemanes en términos reales) justifican la divergencia de la evolución entre ambos países.

En relación con el resto de inversión<sup>4</sup> en construcción, que incluye la ingeniería civil, se ha visto muy favorecida en España respecto a Alemania por el factor diferencial de una financiación favorable de los fondos estructurales de la UE, de los que nuestro país ha sido el primer beneficiario.

<sup>1</sup> Se dispone de datos desagregados hasta el tercer trimestre de 2003.

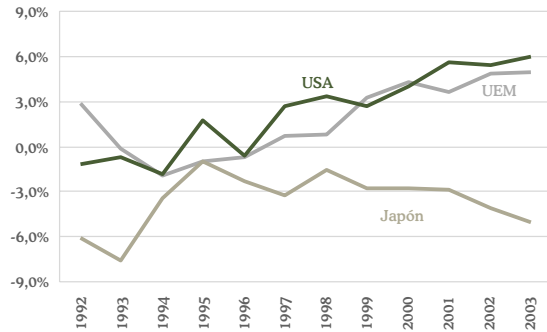
<sup>2</sup> Respecto al resto de componentes de la demanda, la contribución negativa al diferencial de crecimiento de las importaciones (-0,6 puntos) fue compensada por la aportación positiva del consumo público (0,3 puntos) y de la inversión en equipo (0,2). Las exportaciones de bienes y servicios tuvieron una contribución nula al crecimiento diferencial de la economía española respecto al conjunto de la UEM en el periodo 1995-2003.

<sup>3</sup> Incluye el conjunto de edificación no residencial (industrial y de servicios, fundamentalmente de distribución comercial) y la ingeniería civil (infraestructuras de transporte, obras hidráulicas).

<sup>4</sup> En España, la edificación residencial suponía en términos reales en 2003 el 40% del total de la inversión en construcción, proporción inferior a la vigente en Alemania (58%). En el conjunto de la UEM el peso de la edificación residencial era del 50%.

Gráfico 3.1.  
Precios de la vivienda

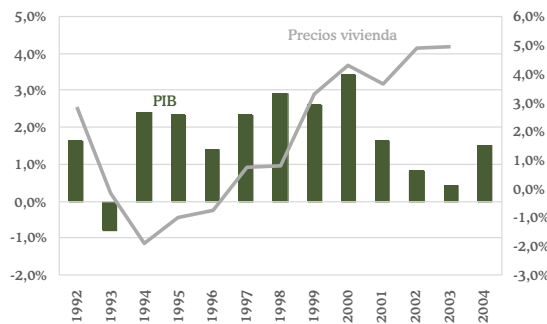
Variación interanual (descontada la inflación)



Fuente: BE y BBVA

Gráfico 3.2.  
UEM. Precios de la vivienda y PIB

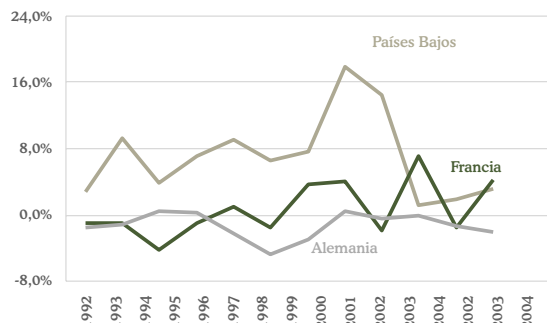
Tasa de variación anual (descontada inflación)



Fuente: Eurostat, BCE y BBVA

Gráfico 3.3.  
Precios de la vivienda

Variación interanual. Términos reales



Fuente: BE

### 3. El mercado inmobiliario

**Las revalorizaciones inmobiliarias continuaron siendo superiores a la inflación en las principales economías occidentales también en 2003. En el entorno europeo, los precios se comportaron de forma heterogénea**

Las revalorizaciones inmobiliarias por encima de la inflación están siendo un fenómeno creciente en las economías occidentales desde mediados de la década pasada. Exceptuando Japón, en el que las inflaciones inmobiliarias del anterior ciclo y el escaso dinamismo económico de los últimos años están teniendo una incidencia muy negativa en el mercado residencial, en la mayoría de las economías occidentales, las familias han elevado de forma significativa la inversión residencial, produciéndose alzas generalizadas de precios, aumentando así el peso de los activos inmobiliarios en la cartera de los hogares.

Los bajos tipos de interés nominales, junto con el crecimiento del empleo y la evolución de las variables demográficas están sosteniendo en gran medida estos avances de precios tanto en la economía USA como en la mayoría de los países de la Unión Europea. Un cambio en la tendencia de los tipos de interés pudiera llevar a una redefinición de la cartera de activos de las familias, disminuyendo la inversión residencial. Este previsible descenso de la inversión inmobiliaria puede verse mitigado, sin embargo, por el mayor crecimiento esperado y una dinámica positiva en la evolución del empleo en las economías occidentales.

En la Unión Europea, a pesar del menor crecimiento de 2003, los precios inmobiliarios mantuvieron una tasa de revalorización algo más de cuatro puntos por encima de la inflación. El entorno de bajos tipos de interés, que en algunos países han sido negativos en términos reales, ha sido un importante soporte de la demanda residencial.

Un avance más intenso de la economía europea en 2004 y el cambio de tendencia del empleo en las principales economías de la Unión serán alicientes para impulsar la demanda residencial, que deberá acomodarse, sin embargo, a un entorno de tipos de interés creciente; si bien estos se mantendrán bajos a lo largo del presente año.

La diferente situación de las principales economías europeas se refleja, también, en el mercado inmobiliario, con evoluciones de precios claramente distanciadas. Así, mientras en Reino Unido, Irlanda o España los precios crecen a ratios muy superiores a los de la inflación, en el caso de Holanda o Francia la evolución de los precios es más contenida, observándose incluso descensos, por segundo año consecutivo, en el caso de Alemania.

Las perspectivas de bajo crecimiento de las principales economías europeas no augura un despegue de la demanda, por lo que los precios se mantendrán sostenidos en Alemania y se moderarán suavemente en Francia y los países del entorno. En el caso de los mercados más dinámicos, como en el Reino Unido o España, los datos del primer trimestre de 2004 apuntan a crecimientos intensos que, si bien pudieran suavizarse a lo largo del año, continuarán siendo superiores a la inflación.

**Se mantiene la tasa de crecimiento de los precios residenciales en el primer trimestre de 2004, a pesar del descenso de los ritmos de venta. Las previsiones indican tasas de crecimiento menores a finales de 2004**

A lo largo de 2003 y en los primeros meses de 2004, los precios de las viviendas continuaron creciendo a ritmos del entorno de 17%, lo que ha supuesto una importante revalorización inmobiliaria en términos reales. A pesar que se ha aumentado considerablemente la oferta en

el mercado, tanto de vivienda nueva como usada, el intenso empuje de la demanda ha continuado presionando los precios residenciales al alza, con tasas de crecimiento de hasta 15 puntos por encima de la inflación. La demanda se ha visto apoyada por unos bajos tipos de interés, que incluso han llegado a ser negativos en términos reales, y un aumento neto del empleo. A estos factores hay que añadir las expectativas generadas por la propia dinámica de los precios, con revalorizaciones muy superiores a las de otros mercados, que han atraído también a una demanda más orientada a la inversión.

Con los datos del primer trimestre, las previsiones indican una desaceleración de los precios residenciales hasta tasas del entorno del 10%-12% a finales de 2004, lo que marca una tendencia de moderación de los precios a lo largo de este año, que se prolonga también a 2005 y que llevará a los precios inmobiliarios a evolucionar a tasas similares, o ligeramente superiores, a los de la inflación a finales de año.

Esta evolución de los precios se ha realizado en un contexto de suave ralentización de las ventas. En el conjunto de 2004, la tendencia indica que se producirá un descenso del entorno del 4,5% del número de viviendas vendidas, aunque se mantendrán unos ritmos de ventas ligeramente por debajo del millón de viviendas, número superior a la media de los últimos diez años. En 2005, el previsible aumento en los tipos de interés hipotecarios llevará a una ligera reducción del número de viviendas demandadas y, por lo tanto, a una reducción de las ventas. Un aumento de medio punto en el tipos de interés pudiera reducir en algo de más del 4,5% el número de transacciones de vivienda.

Desde principios de 2003 y durante los primeros meses del presente año, la inversión extranjera en inmuebles se ha retraído ligeramente, hasta presentar variaciones negativas en los primeros meses de 2004. De todas formas, el volumen de la inversión extranjera en 2003 fue superior a los 7.000 millones de euros, cifra equivalente al 0,95% del PIB español del mismo año. A pesar de este elevado volumen de inversión, la tendencia de este indicador muestra una evolución decreciente, lo que sugiere que la inversión extranjera está siendo sensible a los fuertes aumentos de precios. Un descenso de la demanda extranjera tendría efectos más severos en los mercados costeros, donde la oferta está más enfocada a este tipo de demanda.

El mercado inmobiliario está mostrando un mayor dinamismo en las grandes ciudades desde principios de 2000, con tasas de crecimientos muy superiores a las de los municipios de menor tamaño. En las principales ciudades, la falta de suelo está llevando a una menor expansión de la oferta de vivienda, con una incidencia de la demanda más intensa, llevando a que los precios de los inmuebles avancen por encima de la media nacional. Así, en el caso de Madrid y Barcelona, los crecimientos de los precios fueron superiores al 20% desde principios de 2003, mientras que en los municipios de menor tamaño los avances no superaron el 16% de media de crecimiento en 2003.

Históricamente, las variaciones de precios han sido más estables en los municipios de menor tamaño, lo que sugiere que un descenso de la demanda llevaría a moderaciones de los precios más intensas en las grandes ciudades. Sin embargo, y a pesar de existir diferencias en la evolución de los precios en costa o en interior, los cambios de la demanda han tenido efectos similares en ambos mercados. De todas formas, en las comunidades más volcadas al turismo, en los últimos trimestres, los avances están siendo más moderados que la media nacional.

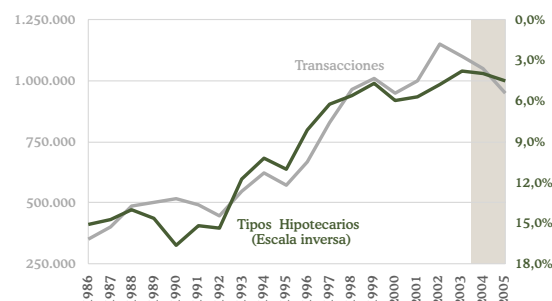
El desarrollo del anunciado nuevo plan de viviendas tendrá un impacto en el mercado difícil de valorar con la información existente en la actualidad. Alcanzar el volumen de actuaciones anunciado previamente a las elecciones, supondría ofertar residencias para una parte significativa de la demanda durante un periodo de tiempo lo suficientemente

Gráfico 3.4.  
Precios de las viviendas  
Tasa de variación anual



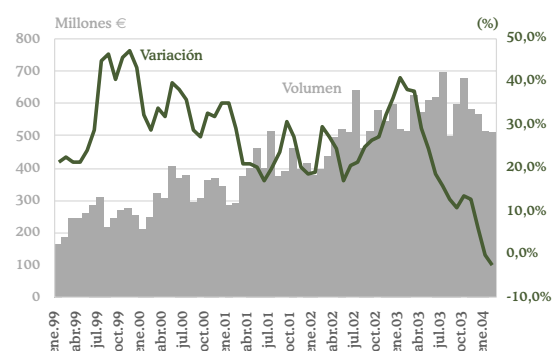
Fuente: M° de Fomento y BBVA

Gráfico 3.5.  
Transacciones de vivienda y tipos de interés



Fuente: BE y estimación BBVA

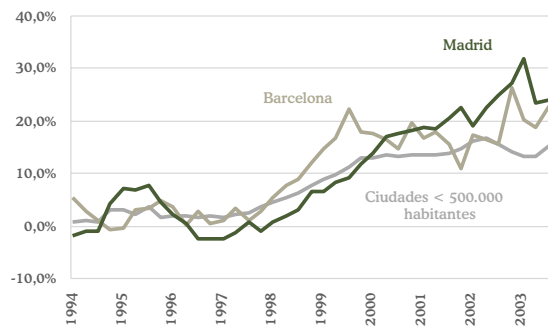
Gráfico 3.6.  
Inversión extranjera en inmuebles  
Volumen total y variación anual



Fuente: BE

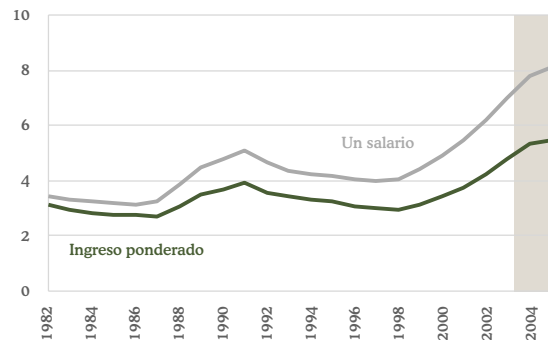


Gráfico 3.7.  
Precios de las viviendas  
Tasas de variación anual



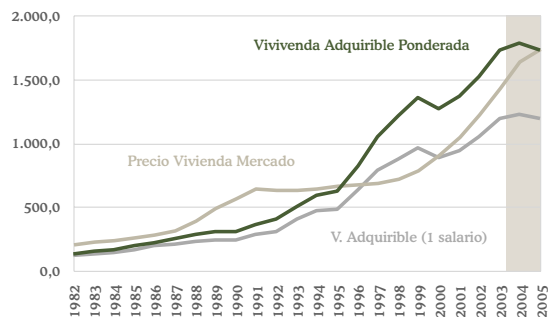
Fuente: Mº de Fomento

Gráfico 3.8.  
Accesibilidad a la vivienda  
Precio vivienda/ingresos familiares



Fuente: BBVA

Gráfico 3.9.  
Accesibilidad a la vivienda  
Precio de las viviendas y capacidad de compra



Fuente: Mº de Fomento y BBVA

amplio como para que ello tuviera incidencia en los precios en el mercado.

En el corto plazo, si el anuncio del plan de viviendas por parte del nuevo gobierno modifica las expectativas de los compradores, es factible una moderación intensa de los precios, en la medida que los demandantes decidan posponer la decisión de compra esperando obtener mejores precios que los actuales. En este sentido, si se enfrían las expectativas actuales, la dinámica de los precios inmobiliario volverá a estar condicionada por factores económicos más elementales.

**A pesar del aumento de la capacidad de pago que ha provocado el continuo descenso de los tipos de interés, se ha producido un endurecimiento de los indicadores de acceso a la vivienda**

El intenso crecimiento de los precios inmobiliarios están teniendo efectos negativos sobre los ratios de accesibilidad a la vivienda. Así, al crecer éstos muy por encima de los aumentos salariales, han impedido que los descensos de tipos de interés que se produjeron a lo largo de 2003 y los primeros meses de 2004 condujeran a un descenso del esfuerzo financiero para acceder a una vivienda. A pesar del aumento de la capacidad de financiación inmobiliaria, que ha posibilitado una mayor facultad de compra, se ha producido un empeoramiento de los ratios de accesibilidad.

Tras el aumento del 17% en el primer trimestre de 2004, el precio medio de una vivienda media era equivalente a más de ocho años del salario medio en España, que se reducen a algo más de cinco años cuando consideramos el total de los ingresos ponderados familiares. En términos de pagos mensuales, la compra de la vivienda suponía destinar algo más del 40% del salario al pago de dichas cuotas, porcentaje que se reduce hasta el 28% de la retribución bruta familiar cuando se consideran los ingresos ponderados. Estos ratios indican un empeoramiento respecto de los observados el último trimestre de 2003 y sitúan el esfuerzo para acceder a una vivienda en los mismos niveles de 1996, cuando los precios de las viviendas eran algo menos de la mitad de los actuales y los tipos de interés de los préstamos hipotecarios superaban el 10%, siendo excepcionales los créditos con plazos de amortización superiores a 15 años.

El aumento de la capacidad de endeudamiento de las familias no se está traduciendo en una mejora en relación con los precios de los bienes inmuebles, dado que las revalorizaciones de los mismos están siendo lo suficientemente altas como para reducir el diferencial existente entre la capacidad de pago de las familias y los precios medios de las viviendas en España.

A lo largo de 2004, si los aumentos de precios de la vivienda se moderan hasta tasas del 10% al final del año y los tipos de interés se mantienen en los niveles actuales, el esfuerzo para el acceso a una vivienda aumentará ligeramente hasta finalizar el año en un ratio del entorno del 46% para una renta salarial, que se reduciría hasta el 30% cuando se consideran los ingresos ponderados.

En la situación actual, en la que los tipos de interés están en mínimos en los mercados hipotecarios, los previsibles aumentos de los precios residenciales serán más difícil de mitigar mediante variables financieras, por lo que tendrán un impacto más intenso en la demanda. En este sentido, una ampliación de los plazos de los créditos hipotecarios pudiera llevar a los índices de accesibilidad a valores más reducidos.

Observando la elasticidad de la accesibilidad a la vivienda ante alteraciones de tipos de interés o de los plazos de vida media de los préstamos, se puede concluir que el incremento de un punto en los tipos de interés hipotecarios implicaría un deterioro de tres puntos porcentuales del esfuerzo para acceder a una vivienda, a la vez que se produci-

Cuadro 3.1. Indicador de Accesibilidad Ponderado

	Salario Ponderado €/año	CUOTA BRUTA % Salario	CUOTA NETA FISCAL % Salario	PRECIO/ RENTA	Vivienda Adquirible €/m2
1995	18.492,1	35,2	27,9	3,2	481,4
1996	19.603,3	27,0	21,4	3,1	629,2
1997	20.604,4	21,5	17,2	3,0	788,5
1998	22.057,2	19,5	15,6	2,9	873,9
1999	22.895,5	19,2	15,5	3,1	964,0
2000	23.754,3	23,6	18,8	3,4	885,6
2001	25.025,9	25,3	20,2	3,8	942,8
2002	25.790,8	26,5	21,3	4,3	1.048,9
2003	26.693,5	27,3	22,1	4,8	1.190,7
2004	27.627,8	30,3	24,6	5,3	1.228,8
2005	28.594,8	33,1	27,3	5,5	1.193,1

Fuente: BBVA.

ría un descenso del algo más del 8% en la capacidad de endeudamiento de los hogares. Sin embargo, por cada año que se incrementan los plazos de amortización de los créditos hipotecarios, el descenso del importe de las cuotas hipotecarias es equivalente a casi el 1% de la misma mientras que la capacidad de endeudamiento aumentaría en algo más de tres puntos porcentuales. En resumen, para mitigar los negativos efectos de los incrementos de los tipos hipotecarios en las cuotas mensuales, se pueden alargar los plazos de los créditos de tal forma que los indicadores de esfuerzo resultantes serían equivalentes a los existentes con tipos más bajos.

En la actualidad, los plazos de amortización medios de los nuevos préstamos hipotecarios se sitúan en el entorno de los veintidós años. Un aumento del plazo medio de los préstamos hipotecarios hasta los veinticinco años supondrá una mejora de la capacidad de endeudamiento del entorno del 10%, lo que contribuiría a mitigar por completo un aumento de más de 3 puntos porcentuales en los tipos de interés.

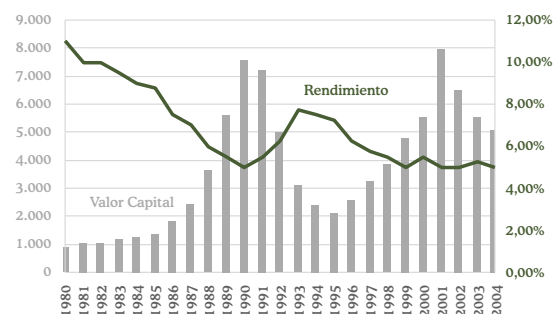
**Se reducen los alquileres de las oficinas ante el incremento del espacio disponible. En 2004, los descenso de los precios en este segmento pudiera ser del 10% en los principales mercados, a pesar de la mejoría de las variables macroeconómicas**

En los primeros meses de 2004, el mercado de oficinas continuó mostrando la atonía de trimestres anteriores, con un aumento del espacio disponible, tanto para el alquiler como para la venta, en unos meses de estancamiento de la demanda, lo que ha llevado a descenso tanto en las rentas solicitadas como en los precios de venta.

Para el resto del año, las previsiones indican que se mantendrá la tónica del primer trimestre, con unos precios que pudieran ser un 10% menores a finales de año en las zonas menos atractivas. En el medio plazo, la superficie ofertada tenderá a nivelarse, lo que llevará a un ajuste del parque disponible y a una mayor estabilidad de precios.

Gráfico 3.10.

### Valor capital y rendimiento de una inversión inmobiliaria



Fuente: BBVA

# El alquiler de la vivienda en España, en una encrucijada

**Pep Ruiz (\*)**

**Ignacio San Martín (\*)**

## Introducción

Alcanzar el objetivo planteado por el nuevo Gobierno de duplicar el peso del alquiler en España, supondría que algo más de 1,2 millones de viviendas se destinasen a dicho régimen de disfrute de la vivienda principal en los próximos años. Este objetivo se podría alcanzar, en parte, con la construcción de nuevas viviendas en alquiler y, en parte, con la reconversión de una fracción del parque de vivienda actual.

Es de resaltar, sin embargo, que la tendencia en las últimas décadas ha sido a que esta tipología de viviendas disminuyera en números absolutos y, por lo tanto, su peso relativo en el total del parque de viviendas. Esta es una tendencia generalizada en las economías desarrolladas, en las que en los últimos años se ha producido también una disminución en el parque de viviendas de alquiler, a medida que ha aumentado el nivel de renta, se han sofisticado los productos financieros y han mejorado las condiciones de los créditos hipotecarios.

En España, la proporción de viviendas en alquiler se situaba en la media europea en la década de los sesenta. Desde entonces, la disminución del peso de los alquileres ha sido mucho más intensa, hasta situarse, en la actualidad, en niveles mínimos entre las economías desarrolladas. Así, en los últimos treinta años se ha pasado de una oferta de más de 2,5 millones de viviendas en alquiler en 1970, que suponían el 30% del parque de primera residencia, a una oferta de 1,6 millones de viviendas en 2001, año en el que su peso relativo descendió hasta el 11% de las viviendas principales.

El confuso entorno normativo y las condiciones económicas en las que se ha desenvuelto este segmento han marcado la tendencia de estos últimos años, siendo su resultado actual un mercado estrecho y de precios elevados, que orientan la demanda hacia la propiedad, y en el que persisten ciertas inseguridades jurídicas que desincentivan la creación de nueva oferta.

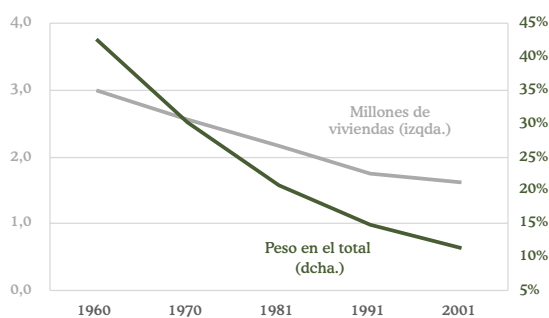
Las condiciones económicas actuales sitúan los ingresos por el alquiler anual de una vivienda aproximadamente entre el 2,5% y el 3,5% de su precio, mostrando rentabilidades similares a las de productos financieros alternativos. Desde el punto de vista de la oferta, y dada la perspectiva de que estas rentabilidades continúen siendo atractivas, se generan oportunidades para reorientar parte de los ahorros del sector privado hacia este segmento, ampliando la gama de productos para la inversión. Para ello, sin embargo, sería necesario un entorno legal de mayor seguridad jurídica para el inversor.

Desde el punto de vista de la demanda, cuando el coste del servicio de la deuda necesaria para la financiación de la vivienda es similar o superior al precio del alquiler de la misma, como sucede en la actualidad, parte de la demanda pudiera encauzarse hacia el alquiler, siempre que encontrara incentivos económicos en el medio y largo plazo. Para ello, sería necesario un mayor equilibrio entre la fiscalidad del alquiler y la compra.

## Un modelo de régimen de tenencia

Antes de analizar estrictamente el mercado de alquiler de vivienda, conviene diferenciar qué fuerzas mueven éste y cuales al mercado de la vivienda en su conjunto.

Gráfico 3.11.  
**Viviendas en alquiler**  
Número y peso relativo (%)



Fuente: INE

(\*) Servicio de Estudios. BBVA

La vivienda se caracteriza por ser un bien tanto de consumo como de inversión. La demanda de vivienda depende, y positivamente, de factores estructurales tales como el crecimiento de la población, el envejecimiento de la misma o la estructura familiar, junto a la renta familiar disponible. Estos factores, sin embargo, son independientes de la rentabilidad de los activos financieros, por lo que no determinan el régimen de tenencia de la misma.

Puesto que las tendencias de largo plazo conducen a un aumento de la población y de la renta per cápita, junto a una disminución del tamaño de la unidad familiar, la cantidad demandada de vivienda, ya sea en propiedad o alquiler, tiene a largo plazo una tendencia positiva. Además, las rigideces de oferta, por su parte, implican que dicha demanda creciente generará revalorizaciones del precio de la vivienda, que el Banco Central Europeo cifra históricamente para los distintos países de la UEM entre el 0 y el 3% anual en términos reales.

Otros factores, en cambio, condicionan el régimen de tenencia de la vivienda. Entre ellos, las condiciones de financiación, la relación entre cuota hipotecaria y renta disponible o los niveles y crecimientos de los precios, tanto de la propia vivienda como de su alquiler, determinarán la elección de los demandantes, es decir, que se pretenda acceder como inquilinos o como propietarios. Pero además, los cambios esperados en la estructura familiar o la previsión de movilidad deberían inducir una mayor demanda de alquiler, puesto que los costes de transacción son sensiblemente inferiores en esta modalidad.

Ciertamente, existe un grupo de demandantes de vivienda, cuya capacidad de ahorro es insuficiente para acceder a la compra de vivienda, dado el precio y las condiciones de financiación, para los que el alquiler se configura como la única vía para acceder al consumo de vivienda. Para esta demanda cautiva, la rentabilidad del ahorro financiero, si se dispone de él, es la única forma de aumentar el patrimonio familiar.

La oferta de vivienda en alquiler, en cambio, se determina con estrictos criterios de rentabilidad. Dada una rentabilidad en el mercado para los activos financieros, si la rentabilidad ajustada de riesgo en el mercado del alquiler es superior a la de los activos alternativos, existirán inversores dispuestos a ofrecer inmuebles con este objetivo. En caso contrario, el objetivo de los inversores será cambiar su ahorro de producto, disminuyendo por tanto la oferta de vivienda en alquiler.

Lo que se pretende en este trabajo es analizar cuáles son los factores últimos que inciden en el funcionamiento del mercado del alquiler. Para ello, en el siguiente apartado se plantean las formas de la oferta y la demanda en el mercado de alquiler de vivienda. Posteriormente, se analiza como incide cada una de las variables en la cantidad demandada y ofertada para, finalmente, plantear medidas de actuación política que pueden contribuir a aumentar el tamaño del mercado del alquiler y mejorar el acceso a la vivienda.

### **Factores que configuran el mercado del alquiler**

La inversión inmobiliaria forma parte del sector financiero de la economía, y como tal evoluciona de acuerdo con la rentabilidad esperada. En este caso, la rentabilidad se compone de dos elementos: por un lado, la rentabilidad obtenida por el propio alquiler, y por el otro, la plusvalía realizada en el momento de la eventual venta del inmueble.

Desde el punto de vista de la oferta, la rentabilidad neta obtenida de la inversión inmobiliaria debiera ser equivalente a la de inversiones alternativas con el mismo perfil de riesgo y horizonte temporal. Elementos tales como la necesidad de diversificar la cartera de inversiones o la estructura fiscal de la misma pudieran afectar la decisión de realizar una inversión destinada al alquiler, pero son factores como la rentabilidad inicial de la inversión ( $r_1$ ) que se estima como el cociente entre

alquiler anual y precio de la vivienda, la evolución esperada de los alquileres ( $A^t-A^0$ ) o el diferencial entre el precio inicial y el final de venta ( $P^t-P^0$ ) los que determinan la rentabilidad neta y, por tanto, la decisión de inversión.

$$O = F(r_1, (A^t-A^0), (P^t-P^0), R)$$

Así, cuanto mayor sea la rentabilidad inicial, mayor será el atractivo para la inversión y viceversa, por lo que la oferta dependerá positivamente de la misma, que se calcula a partir de los alquileres y los precios de adquisición. Además, tasas de crecimiento de los alquileres más elevadas implican incentivos para la oferta, por lo que su relación será positiva. También hay que considerar que cuanto mayor sea el diferencial entre el precio de venta del inmueble y el precio de compra, mayor será el estímulo para la inversión en vivienda. Sin embargo, si la rentabilidad ajustada de riesgo de las inversiones alternativas ( $R$ ) aumenta, la inversión residencial tenderá a disminuir.

El riesgo para el oferente viene determinado por dos variables. En primer lugar, el grado de desocupación del inmueble, que permite determinar los ingresos esperados, aumentando la incertidumbre en caso de que este ratio sea elevado y afectando, por tanto, negativamente a la rentabilidad neta. En segundo lugar, el riesgo de impago o desperfectos en el bien, directamente vinculado con el grado de seguridad jurídica.

Desde el punto de vista de la inversión, la rentabilidad neta del alquiler de la vivienda debe ajustarse por el riesgo derivado de las dos variables mencionadas. La inseguridad actual ha conducido, por un lado, a dificultades para la firma de contratos con plazos largos, estrechando el mercado y, por otro, a la solicitud de avales financieros por la totalidad del periodo contratado, incluso en el caso de individuos plenamente solventes, encareciendo así el precio del alquiler para garantizar la rentabilidad.

Desde el punto de vista de la demanda, varios son los factores que condicionan la decisión de alquilar o comprar: los niveles de precios, tanto de alquiler ( $A^0$ ) como de compra ( $P^0$ ), las condiciones de financiación de los préstamos hipotecarios ( $F_n$ ), las medidas fiscales ( $T$ ), las rentabilidades alternativas ( $R$ ) y, por último, las expectativas sobre la evolución de la inflación de alquileres ( $A^t-A^0$ ) y de los precios inmobiliarios ( $P^t-P^0$ ).

$$D = F(P^0, A^0, F_n, T, (A^t-A^0), (P^t-P^0), R)$$

Así, la demanda de servicio vivienda se verá más orientada hacia la compra cuando los precios iniciales sean bajos, los alquileres elevados o las condiciones de financiación sean favorables. La existencia de desgravaciones fiscales, inflaciones de alquileres elevadas o crecimientos de los precios positivos también incentivan la tenencia en propiedad. Sin embargo, entornos de elevados precios de compra, con bajos alquileres o el endurecimiento de las condiciones de financiación reorientan la demanda hacia el alquiler. Bajas inflaciones de alquileres o pobres revalorizaciones inmobiliarias también favorecen el alquiler. Un aumento de la rentabilidad de las inversiones alternativas incentiva la demanda de alquiler, mientras que un descenso de las mismas incentiva la propiedad.

Desde el punto de vista económico, la demanda de vivienda a largo plazo se orientará hacia aquel régimen de tenencia de la vivienda principal que aporte mayor valor para el demandante. Para calcular el valor de la capitalización de la compra ( $K_c$ ) en un año determinado, se halla la diferencia entre el valor actual del inmueble en el año de referencia y el precio de compra; en el caso de haber utilizado financiación ajena, a esta diferencia se le debe sustraer el importe de la deuda pendiente. En el caso del alquiler, el valor de la capitalización ( $K_a$ ) correspondería al capital que se obtendría acumulando la diferencia existente entre los pagos mensuales en los que se incurriría en el caso de la compra y los del alquiler del inmueble.



Si la capitalización que se obtiene con ambos sistemas es la misma ( $K_a=K_c$ ), el demandante será indiferente entre comprar o alquilar. Si la capitalización que se obtiene por la compra y su posterior venta es mayor que alquilando la vivienda e invirtiendo el ahorro ( $K_c>K_a$ ), entonces el demandante querrá comprar. En el caso inverso, si la capitalización del ahorro financiero es superior a la capitalización de la vivienda, el incentivo es a alquilar. Expectativas de aumentos rápidos de los precios de la vivienda implican un mayor valor de  $K_c$ , desplazando al demandante hacia el régimen de propiedad, mientras que aumentos de los tipos de interés tienen el efecto contrario. Bajos precios relativos de alquiler, en cambio, favorecen  $K_a$ , puesto que liberan una mayor parte de ahorro para remunerar en el mercado financiero.

### Factores que inciden en el peso del alquiler en el mercado

Una forma de representar el tamaño del mercado de la vivienda es mediante una caja de cuatro cuadrantes (gráfico 3.12). Los factores estructurales antes comentados determinarían el tamaño total de la caja, mientras que las condiciones que afectan al mercado del alquiler determinarían el de cada uno de los cuadrantes. En el eje de las coordenadas se representa la diferencia entre el beneficio esperado por la capitalización obtenida entre la compra de vivienda ( $K_c$ ) y el beneficio que se podría obtener alquilando dicha vivienda y destinando la diferencia entre la cuota hipotecaria y el alquiler al ahorro ( $K_a$ ).  $K_c$  depende de la revalorización de la vivienda (positivamente) y del tipo de interés hipotecario (negativamente).  $K_a$ , en cambio, depende de la indexación del precio de alquiler (negativamente) y del tipo de interés de los activos alternativos (positivamente).

En el eje de las abscisas se representan las rentabilidades de las inversiones. Rentabilidades en el sector que superen a las que se obtengan por activos alternativos más la prima de riesgo diferencial favorecen la oferta de vivienda en alquiler. Sin embargo, si la rentabilidad que se obtiene por una vivienda en alquiler es inferior, el objetivo del inversor será retirar la vivienda del mercado, procediendo a su venta. La caja se puede dividir horizontalmente, pues cualquiera que sea la diferencia entre la capitalización por compra o por arrendamiento, si la rentabilidad ajustada de riesgo es inferior a la de activos alternativos el inversor saldrá del mercado, mientras que si la rentabilidad del mercado inmobiliario es superior se ofrecerán viviendas en el mercado de alquiler. La prima de riesgo está correlacionada negativamente con el grado de seguridad legal para el propietario, y por el tiempo que las viviendas se mantienen vacías entre dos inquilinos.

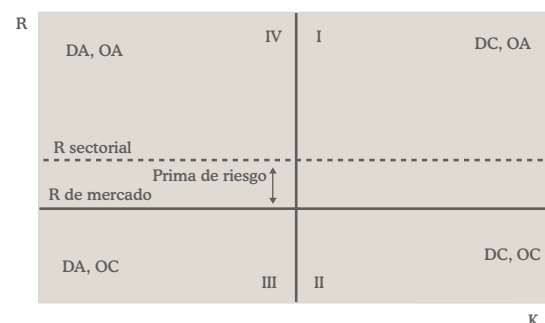
El mercado de la vivienda, por tanto, quedaría definido por cuatro cuadrantes:

En el cuadrante superior derecho (I), los inversores tienen interés en alquilar, puesto que la rentabilidad asociada es superior que la del mercado. Los demandantes de vivienda, en cambio, estarán más interesados en el régimen de propiedad, puesto que la capitalización obtenida en este caso será superior. En esta situación, el desajuste en el mercado conducirá bien a una rebaja de los alquileres, bien a un aumento de los precios de la vivienda.

En el cuadrante derecho inferior (II) las condiciones de rentabilidad son insuficientes para los inversores, que saldrán del mercado, mientras que la tenencia en propiedad será lo más atractivo para los demandantes, puesto que el beneficio esperado por la propiedad es superior a la alternativa. En este caso, el alquiler no interesa ni a inversores ni a demandantes y la tendencia general será hacia la propiedad. Esta situación se ve incentivada cuando existen expectativas de aumentos del precio de la vivienda (que fomentan la compra y no la inversión para alquilar), una mejora de las condiciones de financiación (que fomentan la propiedad) o una rentabilidad del alquiler inferior a la de activos alternativos (que fomentan la desinversión en el sector). En estas condiciones, el régimen de alquiler es demandado únicamente

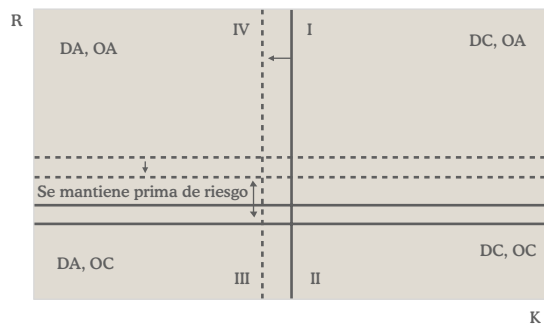
Gráfico 3.12.

$$K_a = K_c$$



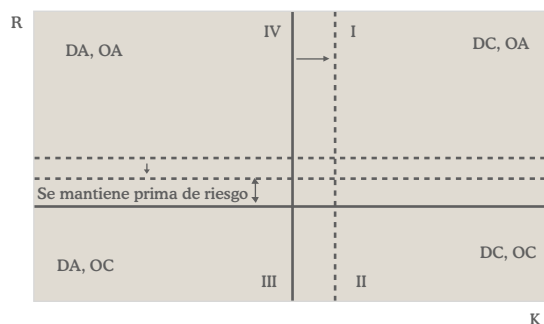
Fuente: BBVA

Gráfico 3.13.  
 $K_a = K_c$



Fuente: BBVA

Gráfico 3.14.  
 $K_a = K_c$



Fuente: BBVA

por aquellos que no pueden acceder a la propiedad. Todos los incentivos, por tanto, configuran un mercado con una elevada propensión a la propiedad.

En el cuadrante inferior izquierdo (III), donde la rentabilidad del alquiler es inferior a la de mercado, la inversión no encuentra incentivos para expandir el alquiler mientras que la menor capitalización relativa de la vivienda en propiedad induce a los demandantes de vivienda al régimen de alquiler. En estas condiciones, los alquileres tenderán a subir de precio, mientras que el precio de venta de la vivienda tenderá a bajar. Esta es, además, la situación en que se encuentran aquellos cuya capacidad de ahorro no les permite elegir entre comprar y alquilar, y deben contentarse con la segunda opción.

En el cuadrante izquierdo superior (IV), la rentabilidad del alquiler es elevada y superior a la de activos alternativos, incentivando la oferta de vivienda en alquiler. Paralelamente, el beneficio esperado del régimen de alquiler es superior al de la propiedad, favoreciendo que la demanda se oriente hacia este segmento. Escenarios de precios de compra elevados y sin recorrido al alza, costes de financiación elevados o en aumento y previsión de rendimientos elevados de los activos alternativos favorecerían la demanda de alquiler. Un escenario de poco recorrido al alza de los precios favorecería, además, el aumento de la cantidad ofrecida, como también lo haría un escenario de aceleración relativa del precio de los alquileres.

La cuestión, por tanto, estriba en conocer el área de cada uno de los cuadrantes, y observar cómo puede cambiarse el tamaño de los mismos. Así, una situación de tipos de interés bajos y estables aumenta el interés de los inversores por entrar en el mercado de alquiler, es decir que sitúa la "R" en una línea horizontal inferior. Sin embargo, disminuye el valor de  $K_a$  para los demandantes de vivienda, desplazando la línea horizontal hacia la izquierda (Gráfico 3.13). El efecto sobre el tamaño del mercado de alquiler es incierto, al no poderse discernir si el cuadrante aumenta o disminuye de volumen.

El escenario esperado para los próximos años, de ligero aumento de los tipos de interés, desplazaría hacia arriba la línea horizontal (menor oferta), y hacia la derecha la vertical (más demanda), con efectos también inciertos sobre el tamaño del mercado de alquiler. Un cambio en la fiscalidad por la compra de vivienda también tiene efectos inciertos: Desplaza el umbral de rentabilidad necesario hacia abajo para los oferentes al disminuir el precio de compra, pero desplaza la línea vertical hacia la izquierda, al aumentar el valor de capitalización. Finalmente, un aumento de la inflación repercute sobre los alquileres: aumenta la rentabilidad para los oferentes, pero reduce el interés para los demandantes.

Sin embargo, existen acciones que tienen efectos solamente sobre la demanda o sobre la oferta, lo que sí permite conocer su impacto sobre el tamaño de mercado del alquiler y el de propiedad. La disminución de la prima de riesgo para los inversores, por ejemplo, aumentaría la cantidad ofrecida sin afectar a la demanda. Ello se puede conseguir con una mejora de la seguridad jurídica de los propietarios (mejor gestión de los impagos, protección contra destrozos) y una disminución del tiempo que la vivienda está vacía entre un inquilino y el siguiente mejoran la rentabilidad relativa del alquiler, desplazando la línea horizontal hacia abajo sin afectar a la divisoria vertical. El resultado es un aumento del tamaño del mercado de alquiler. Además, un cambio en la fiscalidad del comprador, con un menor sesgo hacia la compra, desplazaría la línea vertical hacia la derecha (puesto que disminuye la ventaja en la capitalización por compra) sin afectar a la oferta, por lo que aumenta también el tamaño del mercado de alquiler (Gráfico 3.14).

Las previsiones para los próximos años configuran, en teoría, un entorno propicio para el alquiler. Desde el punto de vista estructural, la menor estabilidad y tamaño de los hogares actuales y la mayor movili-



dad laboral inciden en una mayor demanda potencial del alquiler. Baja inflación, precios elevados de la vivienda tras el alza histórica de los últimos años y tipos de interés cuyo recorrido se prevé al alza deberían favorecer también a la demanda de viviendas en alquiler. A todo ello hay que añadir que la baja rentabilidad de la deuda pública puede suponer un aliciente para la oferta la inversión en vivienda para alquilar. Sin embargo, si no se producen las modificaciones anteriormente mencionadas, se podría desaprovechar la oportunidad actual.

### Consideraciones adicionales

Existen dos elementos que no se han tenido en consideración en este análisis, que sin embargo afectan a la decisión de la compra o el alquiler de vivienda: lo que llamaremos “efecto nido” y la necesaria diversificación del ahorro.

El “efecto nido”, difícilmente explicable desde el punto de vista económico pero detectable a nivel sociológico, se refiere a la mayor sensación de seguridad que ofrece para los individuos el hecho de que la casa en la que vivan sea en propiedad. Ello hace que la sensación de riesgo con el alquiler sea mayor, incluso, aunque desde el punto de vista financiero ambas inversiones sean idénticas. Es decir, para un demandante, la línea divisoria sería en este caso  $K_c = K_a + EN$ , donde EN sería el “efecto nido”. Aunque por sus propias características este efecto no es cuantificable, sí que parece ser de magnitud distinta dependiendo del país que se analice y de la promoción que se haya hecho, desde los poderes públicos, de la compra de vivienda. Una política favorable al alquiler, con vocación de largo plazo, podría contribuir a disminuir la magnitud de este efecto.

La necesaria diversificación del ahorro, así como la gestión del mismo por profesionales capaces de ajustar al máximo el binomio rentabilidad-riesgo es otro de los aspectos en los que la inversión en vivienda parece desajustarse. La compra de la vivienda es, para la mayoría de las familias, la principal inversión a lo largo de su vida, y en el caso de la economía española, la vivienda representa el 80% de la riqueza de las familias. Ello implica depositar en un único bien, poco líquido e indivisible, buena parte de la riqueza familiar, con el consiguiente riesgo para las familias, cuando el principio de prudencia aconsejaría, por lo menos repartir dicha inversión en participaciones en distintos inmuebles. En economías financieramente más desarrolladas, este papel queda cubierto con la actuación de los Fondos Inmobiliarios, que permiten conjugar la rentabilidad del sector con la liquidez y la diversificación. Es de esperar, por tanto, que en el futuro estos instrumentos incrementen su participación en la cartera de las familias.

### Conclusiones y recomendaciones de política de vivienda

Una primera conclusión sería que con precios de vivienda elevados, el alquiler se vuelve más atractivo para la demanda, aunque hay que matizar que con perspectivas de crecimientos de precios esta premisa no se cumple. En los últimos trimestres, los precios de las viviendas han crecido más y de forma más rápida que los alquileres, lo que hace ligeramente más atractivo la propiedad como régimen de tenencia. Es decir, la existencia de expectativas positivas sobre la evolución de los precios futuros de las viviendas favorece de forma notoria la adquisición como régimen de tenencia.

Ahora bien, si se produjera un cambio en las expectativas de precios como sucedió a principios de la década pasada, volviéndose más negativas, el alquiler ganaría atractivo también. Esta situación llevaría a un aumento de la demanda de vivienda en alquiler que, ante la escasa oferta existente en la actualidad, se traduciría en tensiones en los precios en este mercado, perjudicando el acceso a este tipo de viviendas a un segmento de la población en el medio plazo.

También se puede afirmar que el alza de los tipos de interés tiene un efecto similar al del aumento de precios, volviendo más atractivo al

alquiler, dado que tipos de interés más altos encarecen la opción de compra.

Una segunda conclusión es que los cambios normativos que favorecen la seguridad jurídica reducen la prima de riesgo, aumentando por tanto la rentabilidad esperada en el mercado del alquiler y favoreciendo la oferta. El aumento de la garantía respecto a los ingresos, o la posibilidad de asegurarlos, actuaría en el mismo sentido y permitiría a su vez reducir el precio de los alquileres en el mercado.

La existencia de una oferta de viviendas en alquiler suficientemente amplia tendría consecuencias positivas para la economía española. En primer lugar, la existencia de un parque de alquiler amplio y competitivo facilitaría y permitiría una mayor movilidad geográfica, lo que redundaría en beneficio del empleo puesto que podría facilitar la reincorporación de parte del paro estructural producto de la escasa movilidad de los trabajadores españoles.

En segundo lugar, también permitiría el acceso temporal a una vivienda a un segmento de la población que de otra forma no podría disfrutar de ella, como es el caso de los jóvenes que aún no disponen del capital necesario para la compra o de las familias con recursos más limitados.

En momentos de bajas rentabilidades en la Deuda Pública, la compra de una vivienda para alquilar a terceros también podría ser considerada como una inversión alternativa y atractiva para las familias en las que depositar y diversificar sus ahorros.

Además, la existencia de un amplio parque de viviendas en alquiler requeriría menores recursos públicos para la política de vivienda, especialmente a la hora de atender a los colectivos con menores ingresos. Al permitir que los propietarios de las viviendas mantengan la plusvalía patrimonial, la ayuda se restringe al coste de uso de la vivienda, es decir, a su utilización como bien de consumo. En estos momentos de recortes presupuestarios, una política de vivienda que favoreciera el alquiler como régimen de tenencia tendría unos menores costes que la política de viviendas actual, más orientada al régimen en propiedad.

Adicionalmente, además, permite ajustar mejor la ayuda destinada a cada individuo. Una política orientada a la compra ofrece ayudas permanentes. La política de ayudas a los alquileres puede ofrecerse de forma temporal si las necesidades son temporales (jóvenes, desempleo temporal de algún miembro de la unidad familiar), ajustándose estrictamente al tiempo en que la ayuda es necesaria. No restringe la movilidad, puesto que “la ayuda puede viajar con el individuo merecedor de la ayuda”.

## 4. Financiación inmobiliaria

**En los primeros meses de 2004, en Europa, el crédito hipotecario mostró un mayor dinamismo que en trimestres anteriores. El mayor crecimiento económico de 2004 supondrá un impulso positivo para demanda de crédito de las familias, que se enfrentarán a tipos de interés ligeramente más elevados en 2005**

Tras un año en el que la financiación a la vivienda mantuvo un ritmo estable, en los primeros meses de 2004, se ha intensificado la demanda de crédito hipotecario, lo que ha llevado a una aceleración del mismo hasta tasas del 8,4%, un punto por encima del ritmo de crecimiento observado a lo largo de 2003. El entorno de bajos tipos de interés ha supuesto un mayor dinamismo de la demanda de crédito por parte de las familias, que se ha acelerado en el primer trimestre del año y ha tenido su reflejo en el segmento hipotecario. A finales del primer trimestre de 2004, la financiación a los hogares para la adquisición de vivienda alcanzó un saldo vivo de 2,40 billones de euros, suponiendo ya el 67,3% de la financiación total a los hogares en el conjunto europeo.

Desde junio de 2003, el Banco Central Europeo ha mantenido estables los tipos de intervención, lo que ha permitido que los tipos hipotecarios se estabilizaran en la banda más baja. Además, las expectativas de bajadas de tipos llevó a un recorte añadido de los tipos hipotecarios en los tres primeros meses de 2004. En el segundo trimestre del año, se está produciendo un cambio en las expectativas de los agentes respecto los tipos de interés, que ya han comenzado a repuntar en los mercados monetarios. Estos aumentos no se trasladaran a los precios hipotecarios hasta los meses del verano, en los que pudiera cambiar de signo la tendencia de la evolución de los tipos en el medio plazo en el entorno europeo.

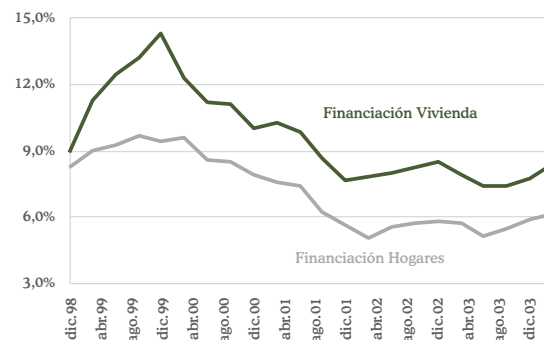
**En los primeros meses de 2004, la financiación a la vivienda en España se mostró mucho más dinámica que en el conjunto europeo, con crecimientos superiores al 20%. Se aprecia cierta moderación en el segmento de la adquisición**

La financiación a la vivienda en España creció a tasas superiores al 18% a lo largo de 2003, continuando con la tendencia en los primeros meses de 2004. El mayor impulso de la demanda de crédito provino de las empresas para la promoción y construcción de inmuebles, mientras que la demanda por parte de las familias se está moderando suavemente desde mediados de 2001.

A finales de diciembre de 2003, la financiación a la vivienda alcanzó un saldo vivo de 421.534 millones de euros, lo que supuso un aumento del 19,9% sobre los mismos saldos de un año antes. De este total, la financiación a las familias superó los 275.958 millones de saldo, a los que hay que añadir casi 25.000 millones en bonos hipotecarios titulizados; con todo, el avance de la financiación inmobiliaria a las familias fue del 15,3% a finales de diciembre de 2003. El mayor dinamismo correspondió a la financiación a las empresas para la promoción y construcción de viviendas, cuyo saldo alcanzó casi los 145.576 millones de euros, con un avance interanual del 29,4%.

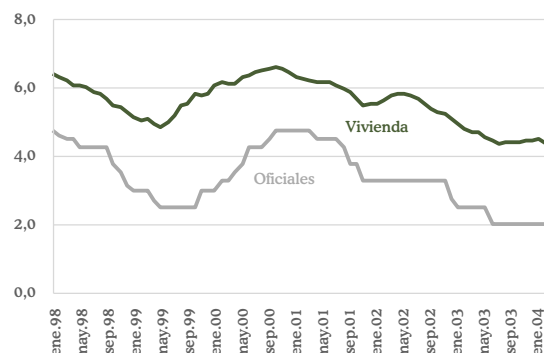
Dentro de la financiación a las empresas del sector, el segmento de la promoción inmobiliaria presentó un saldo vivo de casi 80.000 millones de euros, un 43,8% por encima del saldo existente en diciembre de 2002. El crecimiento de este segmento a lo largo de 2003 y en los primeros meses de 2004 se ha visto apoyado por la expansiva política de concesión de créditos de las entidades financieras, que a llevado a

Gráfico 4.1.  
Europa: Crédito a las familias  
Tasa de variación interanual



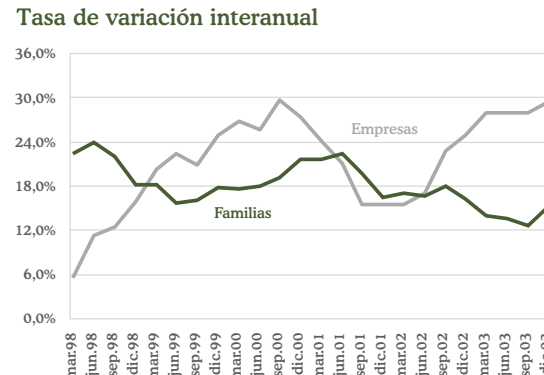
Fuente: BCE

Gráfico 4.2.  
Tipos de interés en Europa



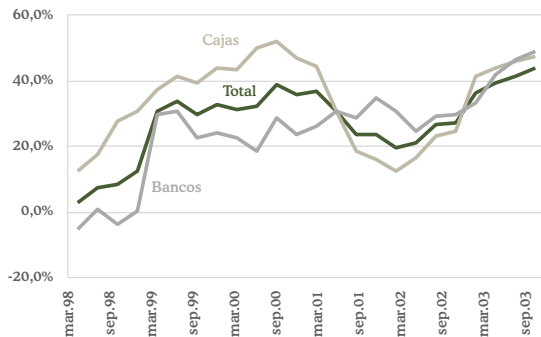
Fuente: BCE

Gráfico 4.3.  
Financiación a la vivienda: familia y empresas  
Tasa de variación interanual



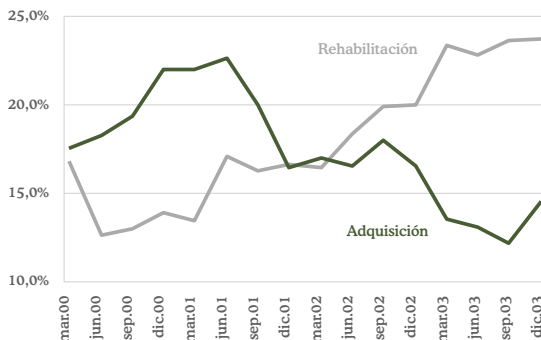
Fuente: BE

Gráfico 4.4.  
Financiación de actividades inmobiliarias  
Tasa de variación interanual



Fuente: BE

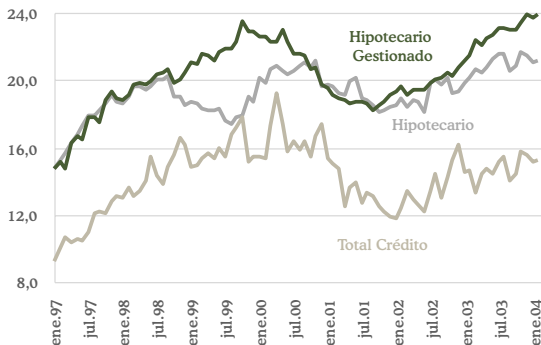
Gráfico 4.5.  
Financiación a la vivienda. Familias  
Tasa de variación anual (%)



Fuente: BE

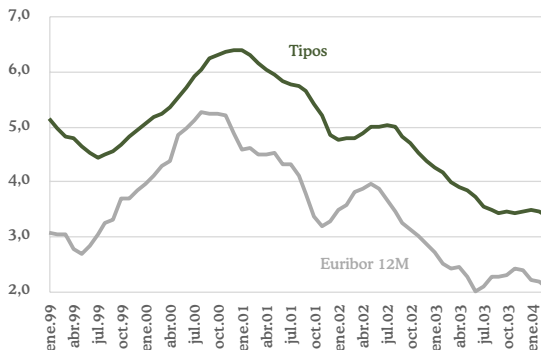
Gráfico 4.6.  
Saldos de crédito

Tasas de variación interanual



Fuente: BE

Gráfico 4.7.  
Tipos de interés en España  
Euribor e hipotecario



Fuente: BE

esta línea de negocio a tasas de crecimiento superiores al 40%, tanto de bancos como de cajas, desde junio de 2003. La financiación a las empresas constructoras alcanzó un saldo vivo de 65.784 millones a finales de 2003, lo que supuso un avance del 15,4% en tasas interanuales, ritmo mucho más moderado que el observado al principio de año, cuando este segmento avanzaba a tasas del 20%.

La financiación a particulares para la adquisición o rehabilitación de viviendas se moderó ligeramente a lo largo de 2003, mostrando un ligero repunte en el último trimestre del año. La línea de crédito para la adquisición de vivienda alcanzó un saldo vivo de 263.200 millones de euros, con un aumento del 14,5% en tasas interanuales. Este volumen supone el 95,4% del total de la financiación a la vivienda. La línea destinada a la rehabilitación, si bien no supera el 4,7% del peso de la financiación a las familias, mostró un reforzado vigor a lo largo de 2003, con tasas de crecimiento superiores al 23,5% a finales de año. Las ventajas económicas de reformar o arreglar una parte del revalorizado parque de viviendas usadas están entre los fundamentos del intenso desarrollo de este segmento. La significativa revalorización de las viviendas de segunda mano justifica su actualización física, lo que impulsa la rehabilitación.

**Continuó la expansión del crédito hipotecario por encima del 20% en los primeros meses de 2004, en un entorno de menores tipos de interés. Los mercados monetarios anticipan un cambio de tendencia de los tipos hipotecarios**

La buena marcha de las diferentes líneas de financiación inmobiliaria continúan impulsando intensamente la demanda de crédito con garantía hipotecaria que, a finales de marzo de 2004, presentaba un saldo vivo de 491.041 millones de euros, mostrando un avance interanual del 24,7%. De este saldo total, el 92% correspondió a las hipotecas en la cartera de las entidades y el 8% restante a los créditos titulizados. La necesidad de recursos que alimenten la expansión hipotecaria está llevando a un uso más intensivo de la titulización hipotecaria como fórmula de captar fondos a un precio asumible.

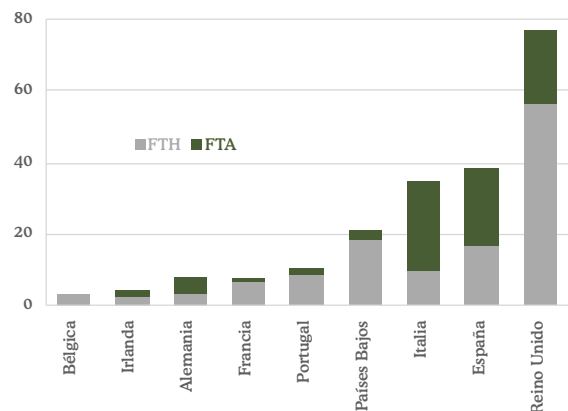
El crédito hipotecario ha aumentado su peso en la cartera de las entidades financieras hasta superar en la actualidad el 52,2% de la cartera de créditos vivos. En el caso de las Cajas de Ahorro, el peso de la cartera hipotecaria supone el 63,2% de los préstamos a familias y empresas, mientras que en 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 2004 la demanda de crédito hipotecario se moderará por el menor dinamismo del mercado inmobiliario. La ralentización del crédito será más intensa en el segmento de las empresas que en el de las familias.

Este impulso de la demanda de crédito hipotecario se ha sustentado en el continuo descenso de los tipos de interés, que han ampliado la capacidad de endeudamiento de las familias hasta niveles históricos. Sin embargo este impulso se está conteniendo, como lo sugiere el hecho de que, en los tres primeros meses de 2004, el tipo de interés medio de las hipotecas se redujera solo 10 puntos básicos. En el segundo trimestre de 2004, los mercados monetarios están descontando un alza del precio del dinero en el medio plazo que ya se está trasladando a los índices anuales. Descontando la inflación, los tipos hipotecarios presentan valores negativos en la actualidad.

En abril de 2004, el Euribor a 12 meses presentó una media del 2,16%, 10 p.p. por encima de la de marzo mientras que la media del conjunto de entidades cerró el mes con un tipo medio del 3,22%, el menor desde mediados de 2003. Las previsiones indican que los tipos hipotecarios aumentarán ligeramente en la segunda parte de 2004, anticipando un posible cambio de la tendencia de la política monetaria del BCE.

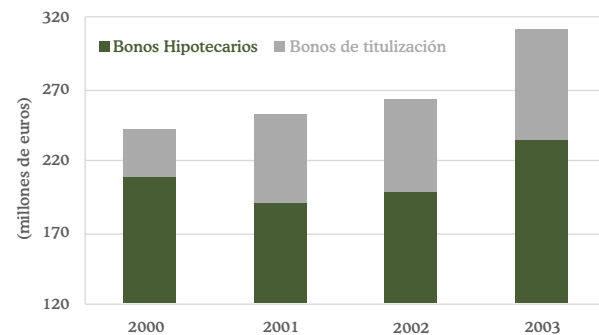
## Recuadro 2. La financiación del crédito hipotecario en Europa y España

### Emisión de fondos de titulización en Europa 2003



Fuente: European Securitisation Forum

### Emisiones anuales de titulaciones y bonos hipotecarios en euros



Fuente: Comisión Europea

Una creciente parte del crédito hipotecario concedido en Europa se financia a través de la emisión de títulos de renta fija respaldados por los préstamos en cartera. Existen dos grandes clases de este tipo de activos: los bonos hipotecarios (Cédulas Hipotecarias en España) y bonos de titulización.

Los bonos hipotecarios cuentan ya con una amplia tradición en la mayoría de economías europeas, mientras que el mercado de bonos de titulización (producto mucho más utilizado en Estados Unidos), es generalmente mucho menos maduro.

Una de las principales diferencias entre ambos productos financieros es que, en el caso de las titulaciones, los activos que respaldan la emisión y los riesgos asociados a las mismas pasan a pertenecer a un fondo, por lo que salen del balance de la entidad emisora. En el caso de los bonos hipotecarios, los activos actúan simplemente como colateral, permaneciendo en el balance del emisor. Además, desde el punto de vista del inversor, se asumen diferentes niveles de riesgo según la naturaleza del activo financiero y existen también diferencias en el plazo, ya que mientras las cédulas tienen un plazo determinado, en el caso de los bonos de titulización el inversor asume el riesgo de amortización anticipada.

A finales de 2002 alrededor del 20% de los préstamos hipotecarios residenciales europeos estaban financiados a través de bonos hipotecarios. Ello ha propiciado un incremento significativo en la importancia de este tipo de títulos en los mercados de capitales europeos, hasta representar el 18% del saldo vivo del mercado de renta fija europea a finales de 2003.

Al igual que ocurre con otros mercados financieros europeos, fomentar una mayor integración de los mercados de bonos hipotecarios con el fin de aumentar su liquidez y su profundidad se constituye en un objetivo prioritario. Las emisiones de los distintos países comparten algunas características comunes<sup>1</sup> bastante generales, como el ser emitidas por entidades de crédito que se encuentran supervisadas por alguna entidad pública, tener suficiente cobertura para el pasivo que contraen y brindar privilegios a los tenedores del título en caso de quiebra del emisor. Sin embargo, al igual que en el caso de los préstamos hipotecarios, existen importantes diferencias entre los títulos emitidos en los diferentes países de la Unión Europea, dándose las principales en el tipo de entidades emisoras, en el diseño del producto y en la fiscalidad.

Así, por ejemplo, mientras que en España cualquier entidad de crédito puede emitir cédulas, en algunos países europeos (como Alemania o Francia) tan sólo las entidades hipotecarias especializadas tienen derecho a recurrir a esta financiación. Por otra parte, en España, las cédulas están respaldadas por el total de cartera de préstamos hipotecarios que cumple los requisitos exigidos por la normativa, mientras que en la mayoría de los países europeos (a excepción de Francia) las cédulas tienen detrás unos préstamos determinados previamente seleccionados.

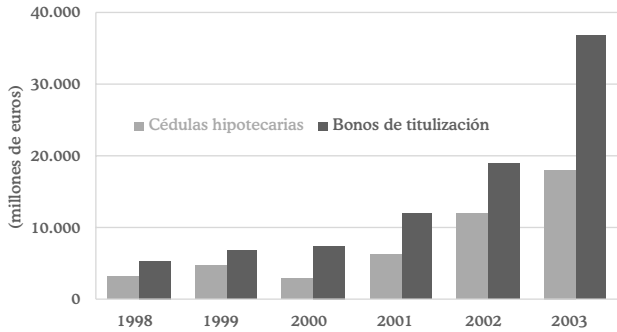
En 2003, España fue el segundo emisor europeo tanto de Cédulas hipotecarias (20 millardos de euros), por detrás de Alemania, como de bonos de titulización (38 millardos de euros), por detrás del Reino Unido.

El dinamismo del mercado inmobiliario español ha propiciado un notable crecimiento del crédito hipotecario de los últimos siete años (un 19% interanual en promedio). Al tiempo, la ralentización experimentada por el crecimiento de los depósitos ha fomentado que las entidades financieras apelaran en mayor medida a los mercados de capitales en busca de financiación, impulsando el desarrollo de los títulos asociados a préstamos con garantía hipotecaria durante los últimos cuatro años.

<sup>1</sup> Definidas en la Directiva Europea de Sociedades de Inversión Colectiva de 1988, artículo 22(4).

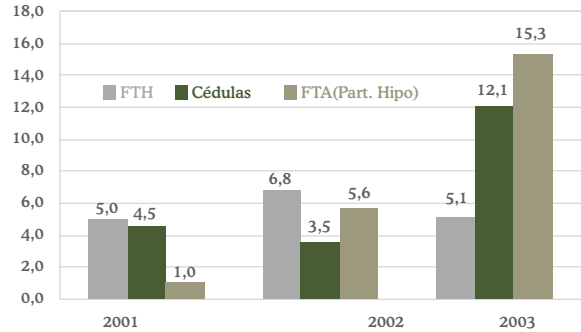


### Emisión de títulos registrados en la CNMV



Fuente: CNMV

### Titulizaciones por tipo



Fuente: AIAF

La reforma fiscal y la introducción del euro en 1999, supusieron un fuerte impulso para la demanda tanto interna como externa de productos de renta fija privada en España. Además, este tipo de productos, se ha visto favorecido por el bajo nivel de los tipos de interés, la menor emisión de títulos por parte del gobierno y la fuerte volatilidad de los mercados bursátiles de los últimos años.

En lo que respecta a la emisión de bonos de titulización, como se observa en el gráfico, se ha experimentado un progresivo incremento durante los últimos seis años. No obstante, se ha producido un importante cambio en el tipo de activos titulizados, ya que tras la entrada en vigor, en 1998, de la ley que flexibiliza la posibilidad de titularizar otro tipo de activos, se observa un impulso de la titulización mixta o de otros préstamos como los créditos a Pymes que, no obstante, son, en su mayor parte, préstamos hipotecarios.

Un paso más en la sofisticación de la financiación hipotecaria ha sido la comercialización, a partir de 2001, de los fondos de titulización de cédulas, que con el fin de conseguir una emisión con un tamaño atractivo a los inversores internacionales agrupan las emisiones de cédulas hipotecarias de cajas de ahorro pequeñas. Este tipo de producto está teniendo un importante desarrollo ya que acumula emisiones por valor de 31 mil millones de euros.

El dinamismo de estos productos financieros ha continuado en el primer trimestre de 2004 (se han emitido 8 mil millones de bonos de titulización y 6 mil quinientos millones de cédulas hipotecarias durante los primeros cuatro meses del año) y previsiblemente continuará durante todo el año. Además, la nueva Ley Concursal, que entra en vigor en septiembre, reconoce privilegios a los acreedores de cédulas hipotecarias en caso de quiebra<sup>2</sup>, lo que podría estar apoyando la demanda de estos títulos.

Durante los próximos años, es de esperar que continúen desarrollándose ambos mercados y que se tienda a una mayor homogeneización del mercado europeo. Uno de los factores que puede determinar el desarrollo del mercado va a ser la entrada en vigor del nuevo acuerdo de capital (Basilea II), que traerá importantes cambios sobre las consecuencias que la titulización de activos tiene sobre el capital de las entidades financieras.

<sup>2</sup> Para mayor información, véase la Disposición decimonovena de la Ley Concursal.

## 5. La vivienda en Portugal

### BBVA Portugal

#### 1. Introducción

El escaso dinamismo de la economía portuguesa en primeros años de la presente década ha tenido un importante impacto en la construcción, especialmente en el segmento de la obra civil, que se ha ajustado con mayor virulencia que el conjunto de la economía y ha mostrado tasas de variación negativas más intensas.

Además, la ralentización de la economía ha tenido un impacto negativo en el ritmo de creación de empleo, con tasas negativas en 2003, lo que ha llevado a una importante caída de la confianza de los consumidores y del gasto familiar, especialmente en bienes de larga duración.

En estos dos últimos años, en el mercado residencial, la producción de nuevas viviendas se ha mantenido en los niveles más bajos de la década mientras que los precios residenciales han crecido a tasas inferiores a la inflación hasta la segunda parte de 2003, que comenzaron a mostrar revalorizaciones positivas.

Si bien la demanda inmobiliaria aún se muestra relativamente débil, las revalorizaciones del último año estarían anticipando un nuevo impulso de la promoción de viviendas y, por lo tanto, del mercado hipotecario. Impulso que se verá sostenido por los bajos tipos de interés y el aumento en la renta real de la población.

#### 2. Régimen de tenencia de la vivienda habitual

A finales de 2001, habitaban en Portugal un total de 10,36 millones de personas, que formaban 3,65 millones de hogares. En las mismas fechas, el parque residencial ascendía a 5,05 millones de viviendas, de las que el 72,2% de las mismas se destinaban a residencias principales y el 27,8% restante eran segundas residencias o estaban desocupadas.

En relación con el régimen de tenencia, del total de los 3,65 millones de hogares de Portugal, el 75% de los mismos habitan en una vivienda de su propiedad, mientras que el 21% lo hace en una vivienda de alquiler y el 4% en una vivienda cedida. La propiedad de la vivienda, como régimen de tenencia, ha ganado peso paulatinamente en Portugal en las últimas décadas y, al igual que en otros países de la Unión Europea, continuará prolongándose a la largo de la presente década, aunque a ritmos menores. Además, en los últimos diez años, el número de familias que mantenían pagos pendientes por la compra de su vivienda aumentó casi un 90%, hasta superar los 830.000 hogares. Estos hogares suponen el 23,3% del total de las familias residentes.

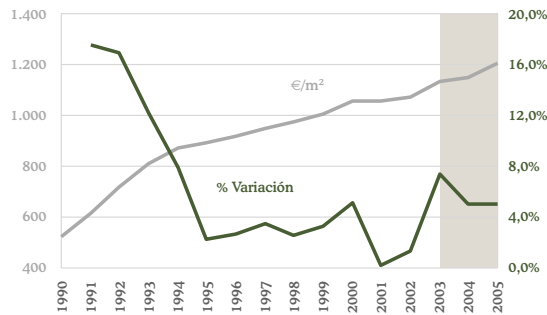
Cuadro 5.1. Portugal. Parque de viviendas

	Censo 1991		Censo 2001		2001/1991 % variación
	nº	%	nº	%	
<b>Principales</b>	<b>3.094.452</b>	<b>74%</b>	<b>3.586.726</b>	<b>71%</b>	<b>15,9%</b>
En Propiedad	2.011.394	65%	2.690.045	75%	33,7%
<i>Totalmente Pagada</i>	1.568.887	51%	1.856.131	52%	18,3%
<i>Con Pagos Pendientes</i>	442.507	14%	833.914	23%	88,5%
En Alquiler	866.447	28%	753.212	21%	-13,1%
Otras	216.612	7%	143.469	4%	-33,8%
<b>Secundarias</b>	<b>659.172</b>	<b>16%</b>	<b>924.419</b>	<b>18%</b>	<b>40,2%</b>
<b>Vacias</b>	<b>440.291</b>	<b>10%</b>	<b>543.777</b>	<b>11%</b>	<b>23,5%</b>
<b>Total Residencias</b>	<b>4.193.915</b>	<b>100%</b>	<b>5.054.922</b>	<b>100%</b>	<b>20,5%</b>

Fuente: INE

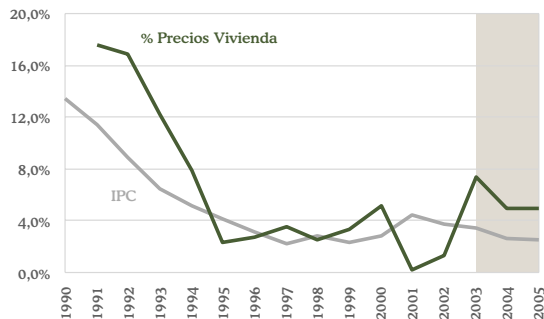


Gráfico 5.1.  
Precios de la vivienda  
€/m<sup>2</sup> y variación anual



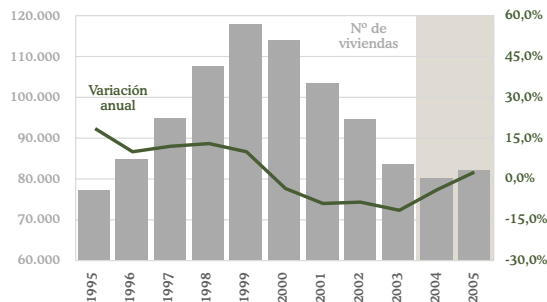
Fuente: INE y BBVA

Gráfico 5.2.  
Precios de la vivienda e IPC  
Variación anual



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 5.3.  
Viviendas a construir  
Número y tasa de variación



Fuente: ANEOP y BBVA

### 3. Precios de las viviendas

A lo largo de la última década, los precios de las viviendas se han revalorizado por encima del 35% en el conjunto del país, hasta alcanzar un precio medio de 1.134 euros por metro cuadrado construido en 2003, según se desprende de los valores de tasación bancaria. En 2003, los precios avanzaron a un ritmo medio del 7,4% mientras que la inflación lo hizo por debajo del 3,5%, lo que supuso una vuelta a las revalorizaciones reales tras dos años de crecimientos de precios inmobiliarios por debajo de la inflación.

Tras unos años caracterizados por un descenso significativo de la demanda residencial, la desaceleración de la oferta de nuevas viviendas ha llevado a cierta escasez de productos al mismo tiempo que se ha producido un repunte en la demanda por los continuos descensos de los tipos de interés, lo que ha llevado a tensiones en los precios a lo largo de 2003.

Tras presentar tasas negativas en 2002, los datos trimestrales muestran una clara recuperación de los precios inmobiliarios a partir del primer trimestre de 2003 con un perfil creciente a lo largo del año. En el cuarto trimestre de 2003, los valores de tasación indicaban revalorizaciones inmobiliarias del 10% de media en tasas interanuales.

Por segmentos, en 2003 se produjeron mayores aumentos en los precios de las viviendas unifamiliares que en los de las viviendas en bloque en todas las regiones de Portugal excepto en la de Lisboa y Valle del Tajo, caracterizado por disponer de un mercado de viviendas en bloque más amplio. En general, las revalorizaciones más importantes se produjeron en el Algarbe, más influenciado por la inversión extranjera y la demanda de no residentes, mientras que los precios se mantuvieron más contenidos en el Norte y en las regiones centrales.

Las previsiones indican que los precios residenciales mantendrán una tasa de crecimiento por encima de la inflación en los próximos dos años, con un ritmo del 5% de media en el conjunto del país. Este dinamismo se vería limitado si no se alcanzan las perspectivas de crecimiento de las economías europeas o se produce un repunte significativo de tipos.

### 4. Producción y el parque de viviendas

En la última década, se han iniciado en Portugal algo menos de 95.000 viviendas de media anual, con máximos superiores a las 110.000 viviendas en 1999 y 2000, según se desprende de los datos de la Asociación Nacional de Empresas de Obras Públicas (ANEOP). La producción de viviendas ha evolucionado paralela a la evolución del PIB Nacional, con un crecimiento importante en el ritmo de producción de viviendas en la segunda parte de los noventa, hasta alcanzar un máximo del entorno de las 115.000 viviendas iniciadas a finales de la década, para desacelerarse paulatinamente hasta alcanzar un nivel de producción del entorno de las 85.000 viviendas en 2003. Las perspectivas para 2004 indican una producción residencial similar a la del año anterior, con lo que será en 2005 cuando se aprecien los primeros síntomas de recuperación del sector.

Como consecuencia del buen ritmo de producción de viviendas, el parque residencial en Portugal supera los 5,2 millones de viviendas en la actualidad, de las que más de 3,6 millones se destinan a primera residencial, según se desprende de los datos del Censo de 2001 a los que se han añadido el número de viviendas terminadas desde entonces. En relación con la población existente, Portugal presenta una proporción de casi 490 viviendas por cada 1.000 habitantes, casi un 5% por encima de la media europea, tasa que se reduce hasta el 1,3% cuando se compara con la media de los países del sur europeo, cuya estructura es más similar a la de Portugal dado que poseen un importante parque residencial destinado al turismo.

Cuadro 5.2. Parque de viviendas y población

	Año	Total Viviendas/ 1.000 Hab	Viviendas Principales/ 1.000 Hab	Otras Viviendas/ 1.000 Hab	m <sup>2</sup> Vivienda/ Habitante	m <sup>2</sup> V. Princ/ Habitante
Alemania	2001	472,5	434,4	38,1	42,2	38,8
Dinamarca	2001	469,1	448,3	20,8	51,1	48,8
Francia	1999	476,9	395,6	81,3	42,9	35,6
Grecia	2001	503,5	333,5	169,9	42,8	28,4
Holanda	2000	415,9	406,9	9,0	40,8	39,9
Italia	2001	458,6	368,7	89,9	40,4	32,4
Portugal	2001	489,0	345,8	143,1	40,6	28,7
Reino Unido	2001	433,1	416,2	16,9	36,8	35,4
España	2001	509,8	349,4	160,4	47,2	32,3
<b>P. Mediterráneos</b>		482,7	356,9	125,8	42,9	31,7
<b>Conjunto</b>		468,1	395,9	72,2	41,8	35,4

Fuente: European Statistics, INE, INSEE, DESTATIS, UK Census, INE (Portugal) y BBVA

Sin embargo, estas cifras presentan un panorama bien distinto cuando se comparan las residencias principales en relación con la población y su situación en Europa. En Portugal, la proporción de viviendas principales es de algo más de 345 unidades por cada 1.000 habitantes, alcanzando casi la media de los países del Sur, pero un 13% inferior a la media del conjunto europeo.

Dado que el turismo es un importante sector económico en Portugal, existe un número elevado de inmuebles dedicados a dicha industria que se reflejan con claridad en las estadísticas, que muestran la existencia de una proporción mayor de viviendas distintas de las principales por cada 1.000 habitantes. Al igual que en Portugal, en España y Grecia existe un elevado número de viviendas secundarias, que tienen un peso relativo similar al que tienen en Portugal.

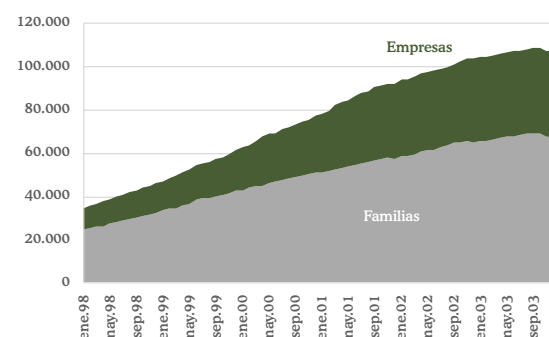
## 5. Financiación inmobiliaria

Los recursos destinados a la financiación de la vivienda a finales de 2003 alcanzaron un monto de 106.725 millones de Euros, de los que el 63% correspondió a la financiación a las familias para la compra de su viviendas y el 37% restante correspondió a la financiación a las empresas promotoras y constructoras para el desarrollo de su actividad. Este volumen de recursos significa destinar el 64% del total de la financiación total de empresas y familias al sector inmobiliario, siete puntos por encima del peso que tenían a principios de la década actual. Desde finales de 1998, el crédito destinado a la vivienda ha duplicado su saldo mientras que el total de la financiación a empresas y familias creció el 50%.

La evolución del crédito hipotecario ha estado, como es lógico, muy ligada a la evolución de los tipos de interés. En la década de los noventa, el proceso de convergencia con Europa supuso un importe descenso en el coste del capital, lo que se tradujo en significativos recortes de los tipos de interés en Portugal, especialmente en el mercado hipotecario. Así, como se puede observar en el gráfico 5.7, los tipos de interés de los préstamos hipotecarios han pasado de tasas superiores al 20% a principios de la década de los noventa a situarse a tasas por debajo del 5% desde principios de 2003.

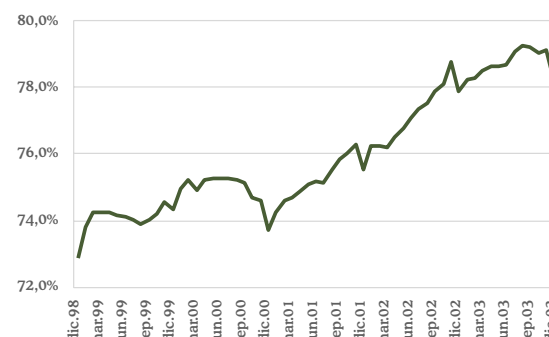
Estos recortes del coste de la financiación impulsaron la demanda de crédito de forma importante en Portugal. Entre 1995 y el año 2000, el número de créditos demandados se duplicó en unos años en los que los tipos hipotecarios se redujeron a la mitad. En 2000 y 2001, el ligero repunte de tipos supuso un reducción de más del 20% en el

Gráfico 5.4.  
Financiación a la vivienda  
Saldos fin de período (millones de €)



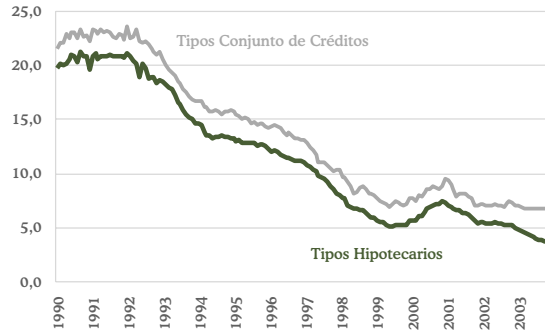
Fuente: Banco de Portugal

Gráfico 5.5.  
Peso del Hipotecario en el total del  
crédito



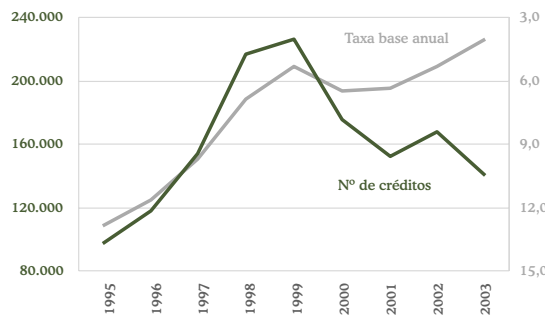
Fuente: Banco de Portugal

Gráfico 5.6.  
Evolución de los tipos de interés  
Total e hipotecario



Fuente: Banco de Portugal

Gráfico 5.7.  
Mercado hipotecario  
Número de créditos y tipos de interés



Fuente: INE y Banco de Portugal

número de créditos demandados. En 2002, el anunciado final de los tipos de interés subsidiados impulsó de forma importante la demanda de crédito, que se vio apoyada por nuevos descensos de tipos de interés. En 2003, sin embargo y a pesar del continuo descenso del coste de los créditos, la demanda de crédito se redujo sensiblemente, llevando a una caída del 16% en el número de créditos concedidos pero mostrando un perfil trimestral creciente. A lo largo de 2004 no se esperan alzas en los tipos de interés en el mercado hipotecario, lo que supondrá cierta estabilidad en un momento de cambio de tendencia del ciclo económico y de cierta recuperación del sector.

## 6. Demanda residencial

En la pasada década, la evolución demográfica de Portugal se caracterizó por dos fenómenos claramente diferenciados. De una parte, un crecimiento de la población más lento que en décadas pasadas, con un aumento neto del 5% en el último periodo intercensal, debido a la caída de la natalidad, cuya tasa bruta<sup>1</sup> descendió desde el 15,4 de 1981 al 11,4 en 1998. De otra parte, la aceleración en el ritmo de creación de hogares, que aumentaron un 16% entre 1991 y 2001, debido a las altas tasas de natalidad de las décadas de los sesenta y setenta, que se están traduciendo en mayores ritmos de creación de hogares en la actualidad. Esta diferente evolución del crecimiento de la población y el de los hogares continuará a lo largo de la década actual. Sin embargo, más allá de este perfil temporal, el descenso de la natalidad supondrá un menor ritmo en la generación de nuevos hogares.

La importante llegada de inmigrantes a Portugal en los últimos años también ha supuesto un importante impulso en el ritmo de creación de hogares. Según los datos oficiales, en el año 2002 había un total de 438.700 extranjeros residiendo en Portugal, casi el doble de los existentes en el año 2000. En 2001, la población extranjera suponía el 2,2% del total de habitantes del País. Si las condiciones económicas lo permiten y la llegada de nuevos inmigrantes continúa la tendencia de estos últimos años, en el medio y largo plazo, la inmigración será uno de los principales factores en la generación de nuevos hogares en Portugal.

La evolución del flujo de hogares define el marco en el que se desarrollará la demanda de vivienda que, a largo plazo, es explicada principalmente por razones demográficas y por la capacidad de pago de las familias: las necesidades de vivienda están ligadas básicamente al proceso de formación de nuevos hogares.

El censo de 2001 permite obtener las tasas de jefe de hogar, las cuales se aplican a la población estimada hasta 2011, tanto en el ámbito nacional como en el regional. Los resultados se presentan en el cua-

<sup>1</sup> Se refiere al número de nacidos vivos por cada mil habitantes.

Cuadro 5.3. Portugal. Número de hogares. Previsiones

	Portugal	Norte	Centro	Lisboa	Alentejo	Algarve	Islas
2004	110.851	40.188	24.385	29.438	7.748	3.990	5.470
2005	112.051	40.662	24.535	29.694	7.821	4.096	5.582
2006	112.892	41.107	24.727	29.593	7.906	4.102	5.794
2007	111.706	40.815	24.639	29.091	7.772	3.946	5.776
2008	110.769	40.766	24.332	28.676	7.784	3.916	5.677
2009	108.844	40.261	23.996	27.972	7.478	3.798	5.741
2010	108.332	40.296	23.786	27.608	7.441	3.879	5.751
2011	106.989	39.899	23.432	27.176	7.262	3.736	5.911

Nota: La suma de los parciales difiere ligeramente del total por efectos estadísticos.

Fuente: BBVA

dro 8 y constituyen series anuales del número de nuevos hogares por las regiones. Los resultados indican que, en su conjunto, se formarán un total de 900.000 hogares en el periodo 2004-2011. La expansión de la región Norte y la del Valle del Tajo y Lisboa concentrarán más de la mitad de este crecimiento.

La evolución prevista de la formación de hogares revela que hacia 2011 se habrá generado una importante demanda potencial de vivienda, de modo que el número total de hogares existentes en ese año podría ser un 23% superior al observado en 2003. Los flujos netos anuales superarán los 110.000 hogares al año, con una alta concentración en el Norte y en la región metropolitana de Lisboa.

Estos resultados se han obtenido con un supuesto de una entrada neta de 50.000 inmigrantes al año de media en todo el periodo. Es de suponer que las condiciones económicas y la voluntad política determinarán en última instancia el flujo real de inmigrantes. En el caso de que el flujo de nuevos inmigrantes fuera de 25.000 personas al año, el número de nuevos hogares aumentaría por debajo de los 100.000. Sin embargo, en el caso de que la economía Portuguesa mantuviera un ritmo de crecimiento cercano al potencial y el ritmo de emigrantes ascendiera a 75.000 personas al año, se formarían más de 120.000 hogares al año de media.

La demanda potencial podría satisfacerse con viviendas de nueva construcción o usadas, de manera que el reto de la política económica es mediante estabilidad macroeconómica y financiera lograr transformar la mayor cantidad de esta demanda potencial en demanda efectiva. Para ello, también será preciso hacer los cambios en el marco regulatorio que permitan elevar los niveles de producción de nuevas viviendas sin que se produzcan tensiones en los precios de las mismas.

El análisis del censo de 2001, pone en evidencia que la demanda de vivienda por motivos poblacionales irá incrementándose a medida que avance la presente década, hasta alcanzar un flujo potencial cercano a los 100.000 nuevos demandantes en 2011.

Las condiciones laborales condicionan en primer grado la posibilidad de que la demanda potencial se transforme en real. Así, la capacidad de generar empleos, los niveles salariales alcanzados y estabilidad de ambos, salarios y empleos, son elementos que fortalecen el mercado inmobiliario de vivienda. La posible evolución de éstas a lo largo de la presente década determinará el tamaño de la demanda real que se orientará al mercado para dotarse de una vivienda.

Ahora bien, si se produce una mejora de las condiciones económicas y financieras, que se traduciría en más viviendas demandadas, y no se acompaña con una mejora de la oferta inmobiliaria, se producirán tensiones en los precios que impedirán que parte de la demanda pueda acceder a una vivienda a pesar de que hayan mejorado las condiciones económicas. Si la oferta no acompaña a la demanda, las mejoras en las condiciones económicas de los portugueses se reflejarán en mayores precios inmobiliarios y no necesariamente en mejores condiciones residenciales.

Además, las mejoras económicas harán que una parte de la demanda de viviendas sea realizada por familias que ya poseen una vivienda pero que requerirán una más grande o en diferente localización, lo que dejará viviendas usadas en el mercado. Mejoras estructurales que ayuden al mejor funcionamiento del mercado de la vivienda usada permitirán aumentar la movilidad social de muchas familias, mejorando el parque residencial.

La relación existente entre los precios de las viviendas y los salarios medios presenta, en Portugal, valores relativamente elevados, lo que indicaría que una parte importante de la demanda se orientará hacia aquellos segmentos de viviendas de precios más asequibles. La situación macroeconómica general, los tipos e interés y los salarios reales

de las familias son los principales factores que contribuirán al desarrollo de este mercado.

### 7. Conclusiones

A pesar del escaso crecimiento vegetativo de la población residente, en los últimos años se ha intensificado el proceso de creación de hogares por dos motivos: la llegada a la edad de emancipación de las generaciones del baby boom y el importante incremento de la población inmigrante. Dichos impulsos demográficos, junto con las mejoras condiciones existentes en el mercado hipotecario en cuanto a plazos de amortización y tipos de interés, y el crecimiento del empleo y la renta real de las familias fueron los factores que impulsaron la demanda inmobiliaria en la segunda parte de la década de los noventa.

Con el cambio de ciclo económico y el repunte de los tipos de interés, la demanda residencial se moderó desde principios de la presente década, lo que llevó a descensos en la producción de nuevas viviendas y cierto estancamiento de los precios de las mismas. En 2003, las atractivas condiciones de la financiación hipotecaria, con tipos de interés en mínimos históricos, han supuesto un nuevo aliciente para la demanda de vivienda que está volviendo a dinamizar el mercado absorbiendo parte de la oferta existente y tensionando los precios al alza, con aumentos por encima de la inflación, lo que impulsará la promoción residencial en el medio y largo plazo.

Las primeras estimaciones indican que la demanda para atender el crecimiento de la población rondará las 100.000 viviendas al año de media hasta el fin de la presente década, aunque serán las condiciones laborales, económicas y financieras las que determinen, en última instancia, que dicha demanda se materialice.

En los últimos 10 años, los precios de las viviendas se han revalorizado un 35%, hasta alcanzar un precio medio superior a los 1.100 euros por metros cuadrado de media en 2003. Este crecimiento ha sido similar al de la inflación, por lo que los precios de las viviendas, en términos reales, se han mantenido relativamente estables en los últimos años. En 2003, sin embargo, se han producido revalorizaciones inmobiliarias superiores a la inflación, lo que pudiera indicar el comienzo de un nuevo ciclo en el mercado residencial, con ligeros aumentos de los precios reales en el medio y largo plazo.

En términos de coste para las economías familiares, en general, la vivienda no supone una carga excesiva en relación con sus ingresos por dos razones: los alquileres no representan una porción elevada de los ingresos familiares y porque, dentro de las familias que viven en régimen de propiedad, existe un elevado porcentaje de las mismas que no tienen pagos pendientes por las mismas. Esta situación no esconde, sin embargo, el importante aumento que se ha producido en el número de familias que se han apoyado en la financiación ajena para el acceso a sus viviendas en la última década. En la actualidad una cuarta parte de las familias portuguesas tienen un crédito hipotecario mientras que esta proporción era inferior al 15% diez años antes. En el medio y largo plazo aumentará el peso de las familias con hipotecas y se acercará a la media europea, donde el 40% de las familias tiene financiación.



## 6. Tema del Cuatrimestre: La expansión del crédito hipotecario: actividad, tipos de interés y precios de la vivienda

**Carmen Hernansanz (\*)**

**José Félix Izquierdo (\*)**

### Introducción

La economía española ha experimentado durante los últimos siete años la expansión crediticia más duradera de su historia. El dinamismo del sector inmobiliario ha sido la principal causa de este fenómeno. Así, el crédito para adquisición de vivienda ha pasado de representar el 21% del PIB en 1997 al 40% a finales de 2003. Igualmente, el crédito orientado a las actividades relacionadas con el sector (construcción y servicios inmobiliarios) ha elevado su importancia en el PIB pasando del 9% a casi el 20% durante el mismo período. Como es sabido, la instrumentación de este tipo de crédito se lleva a cabo fundamentalmente mediante hipotecas, lo que ha convertido a este segmento de negocio bancario en el motor de la inversión crediticia en los últimos años. Así, 9 puntos porcentuales (p.p.) de los 14,5 p.p. que ha crecido en promedio el crédito al sector privado en el período 1997-2003 obedecen al dinamismo del crédito hipotecario (véase gráfico 6.1).

Diversos factores han contribuido a esta sostenida expansión del crédito. En este artículo se presenta un modelo para la financiación hipotecaria concedida por las entidades de crédito españolas que ayuda a ilustrar la importancia relativa de estos factores. Así, el modelo propuesto permite cuantificar la importancia de los diferentes determinantes macroeconómicos al crecimiento del crédito durante la reciente expansión crediticia. Adicionalmente, la estimación posibilita evaluar cómo de alejada está la actual evolución del crédito de su nivel de largo plazo.

### La literatura de los determinantes del crédito

En términos generales, los determinantes básicos del crédito bancario son la actividad económica y el coste de la financiación<sup>1</sup>. Durante las etapas de expansión económica, no sólo se incrementa el volumen de negocio de las empresas, sino que las mismas se animan a acometer nuevos proyectos. Las familias, por su parte, en el entorno de creación de empleo característico de las expansiones, optan por recurrir al endeudamiento ante la mayor certeza de sus ingresos futuros. Por tanto, la relación entre crecimiento económico y crédito bancario es inequívocamente positiva.

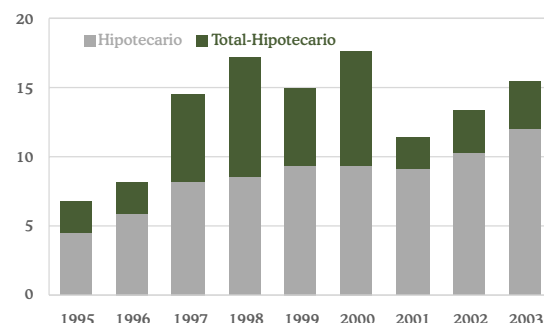
En principio, cabría pensar que la influencia de los tipos de interés sobre la evolución de la financiación sería ambigua, dependiendo de que el stock de crédito observado venga determinado por su demanda o por su oferta. Desde la óptica del demandante de financiación, cuánto menor sea el coste de ésta, mayor será el volumen de deuda que se estará dispuesto a asumir. Sin embargo, desde el punto de vista de las instituciones bancarias, se podría suponer *a priori* que un mayor tipo de interés elevaría el incentivo de las entidades financieras a aumentar su oferta de fondos en el mercado. No obstante, dos argumentos contrapesan esta hipótesis.

Primero, la relación entre el tipo de interés del crédito y los beneficios que el banco espera obtener del mismo no siempre es positiva. Cuando una entidad opta por situar el precio del crédito en niveles relativamente elevados el efecto puede resultar más bien contrario. Esta es-

(\*) Servicio de Estudios. BBVA.

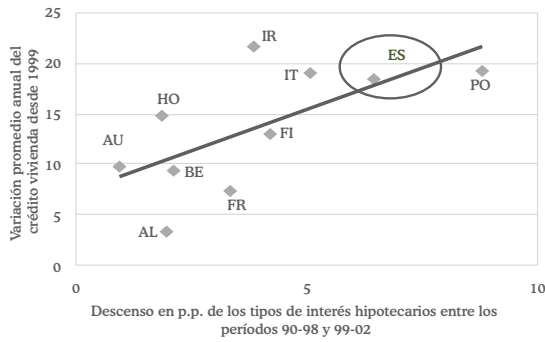
<sup>1</sup> Un modelo que explica la evolución del crédito al sector privado en la UEM en base a estas variables puede encontrarse en Calza, Manrique y Sousa (2003).

Gráfico 6.1.  
Crecimiento del crédito a OSR de bancos y Cajas



Fuente: Banco de España

Gráfico 6.2.  
Crecimiento crédito vivienda y descenso en tipos hipotecarios



Fuente: BCE

trategia puede atraer a prestatarios más arriesgados, que influirán negativamente en el beneficio esperado para la entidad. Este fenómeno se conoce en la literatura económica como *selección adversa*.

Segundo, la evidencia empírica señala que las modelizaciones estadísticas del crédito captan fundamentalmente ecuaciones de demanda. En el caso español, la saneada posición de solvencia de las entidades bancarias reduce la probabilidad de restricciones en la oferta crediticia. Además, la poca relevancia del canal del crédito contrastada por algunos trabajos recientes para el caso español (Hernando y Martínez Pagés (2001)) también avala la importancia secundaria de la oferta de crédito para explicar la evolución de la financiación. Por tanto, parece confirmarse que el crédito viene determinado fundamentalmente por su demanda y, en este sentido, la influencia de los tipos de interés sobre el volumen de financiación concedida debería resultar negativa.

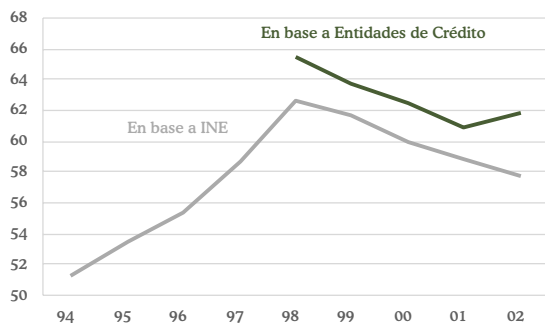
El impacto de los tipos de interés sobre la evolución del crédito se presume inicialmente como relativamente intenso en el período más reciente. La entrada de España en la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha posibilitado una reducción muy significativa de los tipos de interés que ha facilitado el acceso al crédito de los agentes económicos. De hecho, cuando se pone en relación la evolución del crédito vivienda y las variaciones en los tipos de interés hipotecarios en el contexto europeo, se observa que los países que han experimentado una caída más acusada en los tipos de interés hipotecarios han sido los que en mayor proporción han visto incrementarse la financiación con esta finalidad (gráfico 6.2).

El enfoque adoptado por la literatura para captar este efecto ha consistido en considerar que las variaciones porcentuales en el crédito vienen determinadas por las variaciones en puntos porcentuales que tienen lugar en los tipos de interés con independencia de su nivel de partida. Dicho de otra forma, tradicionalmente se interpreta que el impacto sobre la demanda de crédito de los tipos de interés es el mismo si éstos pasan del 15% al 14% que si descienden del 5% al 4%. Sin embargo, cabe pensar que ello no es así y que este fenómeno es particularmente relevante en el caso de la economía española considerando los drásticos descensos de tipos de interés que han tenido lugar en los últimos años y la naturaleza estructural de buena parte de los mismos. Por ello, es aconsejable utilizar una forma funcional para los tipos de interés en la que la variación del crédito dependa del nivel en el que éstos se encuentran.

Otro factor que resulta relevante para explicar la demanda de crédito es la posición patrimonial de los agentes económicos. En algunos trabajos se han utilizado como variables explicativas del crédito medidas de riqueza o de endeudamiento. Resulta razonable suponer que una situación patrimonial holgada mejora las expectativas de las empresas y las familias incentivando la asunción de nueva deuda. Pero, además, a mayor solvencia de los prestatarios, mayor será la disposición de los bancos a la concesión del crédito ya que ello eleva la probabilidad de recuperación de la deuda.

Para captar este efecto varios trabajos han incorporado en sus modelizaciones el precio relativo de la vivienda. En Hofmann (2001) se analiza la influencia de esta variable sobre el crédito total en una muestra de 16 países industrializados encontrándose que su consideración mejora sustancialmente la modelización del crédito. Curiosamente, España es uno de los países en los que esta relación no se contrasta, lo que puede obedecer a que, a diferencia del enfoque adoptado en este artículo, el análisis no se restringe al crédito hipotecario. En Nieto (2003) también se utiliza el precio relativo de la vivienda como *proxy* de la riqueza para explicar la evolución del crédito a hogares. Sin embargo, a diferencia de los resultados que se obtienen en este trabajo, esta variable sólo contribuye a explicar la evolución del crédito familiar en el corto plazo.

Gráfico 6.3.  
Ratio de financiación media para adquisición de vivienda sobre el valor medio de la vivienda tasada



Fuente: Banco de España

Además, la inclusión del precio relativo de la vivienda en un modelo de crédito hipotecario tiene pleno sentido dado que éste recoge las variaciones que se producen en el valor de las garantías aportadas al crédito. Adicionalmente, la elevación de los precios de los inmuebles tiene un impacto inmediato en el volumen de crédito concedido en cuanto que una mayor revalorización supone otorgar un mayor volumen de crédito para financiar una misma vivienda. Ello es especialmente así si se considera que, de acuerdo con la información aportada por las sociedades de tasación, el ratio de financiación media para adquisición de vivienda sobre el valor medio de la vivienda tasada se situaba a finales de 2002 por debajo de los niveles observados en 1998 (gráfico 6.3). Así, en el gráfico 6.4 se observa que durante la reciente expansión crediticia se ha producido una notable discrepancia entre la evolución del crédito hipotecario en términos nominales y su valor deflactado por el precio medio de la vivienda. No obstante, esta divergencia no es tan acusada como la observada a finales de los ochenta.

Otro aspecto a contemplar en la modelización del crédito es la influencia de los precios. La teoría económica establece que las decisiones de los agentes se toman en base a variables reales. Sin embargo, no se puede descartar que la evolución de los precios muestre cierta influencia sobre las decisiones de financiación de las familias y empresas. El signo de esta influencia es, *a priori*, ambiguo. Por una parte, los entornos de inflación elevada se caracterizan por una elevada incertidumbre que retraen la decisión de endeudarse, lo que implicaría que la inflación observada tenga un efecto negativo sobre la demanda de crédito. Por otra parte, ante la expectativa de una inflación elevada que licúe el valor nominal de las deudas, los agentes estarían más dispuestos a asumir nuevo crédito, lo que daría lugar a un efecto positivo. Por tanto, considerando la no neutralidad de los precios en la decisión de endeudamiento hipotecario, se ha incluido esta variable en la estimación de la demanda de crédito.

## Descripción de los datos

El crédito hipotecario observado que habitualmente se analiza es el que se contabiliza en los balances de las entidades financieras facilitado en las estadísticas del Banco de España. No obstante, hay que tener en cuenta que la posibilidad de transferir el riesgo fuera de los balances bancarios a través de los procesos de titulización ha traído consigo cambios en la dinámica del crédito contabilizado. La titulización de créditos es un proceso que permite a las instituciones liberar créditos del balance y obtener recursos. Esta práctica, iniciada hace una década, se intensificó en los años más recientes a raíz de los cambios normativos derivados de la aprobación del RDL 926/1998 por el que se regularon los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de estos fondos. El incremento del crédito titulado ha sido desde entonces muy intenso. Las emisiones brutas de bonos de titulización representaban más del 13% del crédito hipotecario en balance a finales de 2003<sup>2</sup>. La importancia que han cobrado en los últimos años, apreciable en los gráficos 6.5 y 6.6, hace necesario tenerlas en cuenta a la hora de explicar la dinámica del crédito. Por ello, se ha procedido a incorporar al análisis el impacto de las titulizaciones sobre la cartera total de crédito, realizando previamente un ajuste en los datos de las estadísticas del Banco de España.

Dado que estas operaciones obedecen a estrategias internas de cada institución, su evolución a lo largo del año no obedece a ningún patrón establecido. Puesto que el crédito hipotecario gestionado es un stock, su dinámica temporal está dominada por el flujo de nuevos créditos concedidos y por el flujo de amortizaciones de los existentes. Las

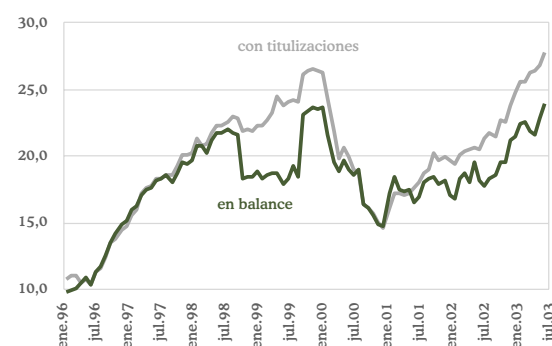
<sup>2</sup> La serie de titulizaciones construida, contabiliza las emisiones de estos títulos respaldadas con garantía hipotecaria de los créditos hipotecarios de bancos y cajas de ahorro. En este sentido, también se tienen en cuenta las FT-PYMES que están respaldadas con garantía hipotecaria. La primera titulización que hemos contabilizado corresponde al año 1993. Queremos agradecer la colaboración de Víctor Gómez Fernández por su minucioso análisis de estas series.

Gráfico 6.4.  
Crédito hipotecario



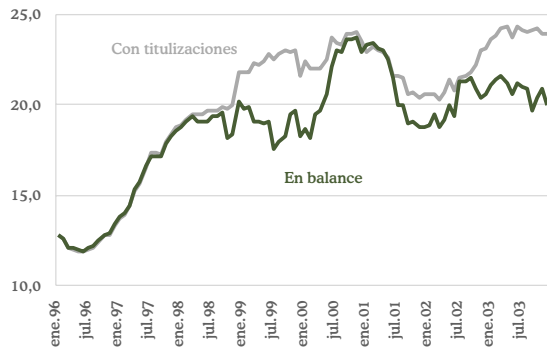
Fuente: Banco de España, M<sup>o</sup> de Fomento

Gráfico 6.5.  
Crédito hipotecario en bancos  
Variación interanual %



Fuente: Banco de España y BBVA

Gráfico 6.6.  
Crédito hipotecario en cajas  
Variación interanual %



Fuente: Banco de España y BBVA

titulizaciones hipotecarias tienen un impacto sobre el crédito en el balance similar al de una amortización anticipada. Por tanto, constituye una alteración de la dinámica normal de su evolución que no obedece a cambios en las condiciones económicas. Dado que no existe una estadística oficial lo suficientemente amplia del saldo de titulaciones hipotecarias y, por tanto, se desconoce su verdadera dinámica, ha sido necesario reconstruir una serie histórica de titulaciones para bancos y cajas.

Acudiendo a las sociedades gestoras de estos fondos y al registro de emisiones de la CNMV se han obtenido los importes de las emisiones brutas de titulaciones hipotecarias en cada momento. La serie de crédito titulado así calculada se añade a la del crédito en balance para obtener la serie de crédito total. Nótese que el stock así obtenido es una aproximación a la evolución de los saldos vivos, dado que únicamente se contabilizan las nuevas titulaciones, pero no cómo éstas se amortizan en el tiempo. Sin embargo, en ausencia de una serie de volumen de crédito hipotecario total lo suficientemente larga, el crédito así definido permite obtener un perfil más ajustado de los saldos vivos de crédito hipotecario que la que se derivaría de considerar sólo el crédito en balance.

### Análisis univariante

En una primera instancia se ha procedido a realizar un análisis de la dinámica mensual del crédito hipotecario con titulaciones desde la óptica de la oferta atendiendo a la institución que lo concede, bien sean bancos, cajas de ahorro, o cooperativas de crédito. Dado que el crédito hipotecario concedido por bancos y cajas de ahorro supone cerca del 95% del total, se analizan únicamente estas dos series, ya que serán las que dominen el comportamiento del conjunto del crédito hipotecario. Estos modelos que analizan únicamente la dinámica del crédito en función de su propia historia son útiles para la evaluación de la información según se produce, para realizar previsiones de corto plazo, y para detectar posibles puntos de giro en la evolución.

Del análisis se desprende que la evolución del crédito hipotecario presenta características comunes para bancos y cajas. Así, para ambos, el crédito crece de forma lineal con oscilaciones coyunturales, con una estructura estacional bastante estable en el tiempo. También presenta, para ambos casos, una estructura de corto plazo con dos factores. Un factor con una dinámica muy inercial, lo que significa que una vez encaminado en una determinada senda no sufre cambios bruscos en su comportamiento. Y otro, con un comportamiento sinusoidal de periodicidad aproximadamente trimestral, es decir, con una evolución con ligeras ondulaciones de periodicidad trimestral.

$$\Delta\Delta_{12} \text{Crh-Ban}_t = A_t + (1-0,77 L^{12}) / (1-0,12 L-0,20 L^2-0,49 L^3) a_t$$

$$\Delta\Delta_{12} \text{Crh-Caj}_t = A_t + (1-0,66 L^{12}) / (1-0,25 L-0,18 L^2-0,43 L^3) a_t$$

Donde L es el operador de retardos, tal que  $L^i X_t = X_{t-i}$ , y  $\Delta = (1-L)$  es el operador de diferencias. Bajo  $A_t$  se recogen un conjunto de variables de intervención que recogen ciertas anomalías que se producen en momentos puntuales, que son debidas a cambios en los factores determinantes, y que, en nuestro caso, suelen ser debidas a cambios normativos.

### Descripción del modelo estructural

Como ya se ha comentado, desde una óptica estructural, los factores que afectan a la demanda del crédito hipotecario serían el nivel de actividad económica, los precios de los inmuebles, y los tipos de interés a los que se financia esta compra. Es de esperar que a mayor actividad económica mayor sea la demanda de crédito hipotecario de los agentes económicos. De igual manera, a mayores precios de los inmuebles mayor será la cantidad de crédito demandada para satisfacer la inversión. Inversamente, a mayores tipos de interés para finan-



ciar la compra menor será la cantidad demanda de crédito. La reducción de los tipos de interés tiende a aumentar la propensión de los agentes a endeudarse. Respecto a estos últimos se ha comprobado que la demanda de crédito parece responder a una relación no lineal, en el sentido de que a medida que bajan los tipos de interés la demanda de crédito hipotecario aumenta en mayor proporción. Así, siguiendo a Stracca (2001) para linealizar la relación de los tipos con el crédito se ha probado dos transformaciones, la inversa de los tipos de interés (1/Tipos) y el logaritmo de los tipos de interés (ln(Tipos)) resultando que se obtienen mejores resultados estadísticos con esta última transformación logarítmica. Esta transformación vendría a relativizar las variaciones del tipo de interés respecto a su nivel.

A continuación se presenta la ecuación de demanda de crédito hipotecario que cuantifica la importancia relativa de cada uno de los factores que determinan la evolución del crédito. La especificación presenta una relación de equilibrio de largo plazo entre la demanda de crédito y el nivel de actividad general de la economía, los precios de los inmuebles y el coste de financiación de la operación. A corto plazo, el crédito hipotecario se ajusta a esta relación de equilibrio con respuestas sobre las mismas variables y adicionalmente a cambios en la inflación.

La ecuación<sup>3</sup> es la siguiente:

$$\Delta \text{Crh}_t = \alpha (\text{Crh}_t - \beta_1 \text{Pib}_t - \beta_2 \text{Tipos}_t - \beta_3 \text{Prvda}_t)_{t-1} + \beta_{11} \Delta \text{Pib}_t + \beta_{22} \Delta \text{Tipos}_t + \beta_{33} \Delta \text{Prvda}_t + (\beta_4 + \beta_5 L + \beta_6 L^2) \Delta \Delta \text{Defl}_t + \Delta \text{Al}_t + \Delta \text{Seasonal}_t + \text{AR}(1) \varepsilon_t$$

donde Crh, Pib, y Prvda representan el crédito hipotecario más las titulaciones, el producto interior bruto, y los precios de la vivienda respectivamente. Todas estas variables están expresadas en términos reales utilizando para ello el deflactor del Pib (Defl). Asimismo la variable, Tipos, recoge los tipos de interés nominales ponderados a los que bancos y cajas realizan sus operaciones de crédito hipotecario. Las variables han sido transformadas por logaritmos naturales. De otro lado, la estacionalidad de la serie se representa a partir de variables artificiales referidas al cuarto trimestre, Seasonal. Y por último, el término AR(1) recoge una pequeña estructura estocástica residual que sirve para incorporar la información de corto plazo que no puede ser explicada por los determinantes especificados.

Los resultados de la estimación de la ecuación anterior de frecuencia trimestral para el periodo 1trim.1987 a 1trim.2003 se muestran en el cuadro 1, los parámetros presentan los signos esperados en todas las variables tanto en el largo como en el corto plazo, y todas son estadísticamente significativas. Los coeficientes de la parte superior representan la importancia relativa de las variables explicativas en la relación de equilibrio de largo plazo. Así,  $\alpha$  es el parámetro de ajuste temporal y su valor implica un retorno muy lento al equilibrio, alrededor de 4 años y medio. Esto quiere decir que cuando el crédito evoluciona fuera de su relación de equilibrio de largo plazo tiende a mantener un comportamiento muy inercial. Desde la óptica de los determinantes, ello implica que los cambios que se producen en éstos tienen un efecto muy persistente en el tiempo sobre el crédito. Es decir, si se produce un shock en alguna de las variables, el crédito reacciona con efectos muy perdurables durante muchos trimestres, aunque con importancia decreciente.

El parámetro  $\beta_1$  sería la respuesta del crédito hipotecario a la actividad económica presentando una respuesta a largo plazo superior a la unidad, en concreto 1,37. No obstante, de la conjugación del parámetro  $\beta_1$  y  $\beta_{11}$  de la parte de corto plazo, podemos inferir que en dos trimestres se ha trasladado el 50% del efecto de un cambio en la actividad económica en el crédito, aunque el restante 50% del efecto se distribuye de forma muy persistente a lo largo de los próximos años. De otro

Cuadro 6.1

	Param	Lag	Coeficien.	T-valor
<b>Relación de largo plazo</b>				
MCE	$\alpha$	-1	-0,0545	-11,07
Ln(y)	$\beta_1$	-1	1,3725	20,27
Ln(r)	$\beta_2$	-1	-0,8862	-41,77
Ln(Pvr)	$\beta_3$	-1	0,7596	6,47
<b>Relación de corto plazo</b>				
$\Delta \text{Ln}(y)$	$\beta_{11}$	0	0,6452	2,56
$\Delta \text{Ln}(r)$	$\beta_{22}$	0	-0,0484	-4,00
$\Delta \text{Ln}(Pvr)$	$\beta_{33}$	0	0,0963	2,79
$\Delta \Delta \text{Ln}(\text{Defl})$	$\beta_4$	0	-2,3482	-2,81
$\Delta \Delta \text{Ln}(\text{Defl})$	$\beta_5$	1	2,3482	2,81
$\Delta \Delta \text{Ln}(\text{Defl})$	$\beta_6$	2	-2,3482	-2,81
<b>Estacionalidad</b>				
SS-T1	seas	0	-0,0021	-5,32
SS-T2	seas	0	0,0025	6,30
SS-T3	seas	0	-0,0022	-5,89
<b>Estructura estocástica residual</b>				
AR (1)		1	0,4493	3,60

Bajo Al se recogen las siguientes variables artificiales: a) un impulso en 1trim1988, un escalón en 3trim1988 con efectos hasta 2trim1989 que recoge un periodo de crecimiento excepcional del crédito que no es recogido por la respuesta media de las variables explicativas; en cualquier caso se ha procedido a estimar desde 3trim1989 y se mantiene la estabilidad de los parámetros del modelo; b) un escalón en 1trim1992 que recoge la extracción de la serie de los créditos hipotecarios con garantía real no inmobiliaria; y c) otro escalón en 2trim1994, momento en el que las entidades oficiales de crédito quedan integradas bajo el epígrafe de Bancos (Ley 3/94).

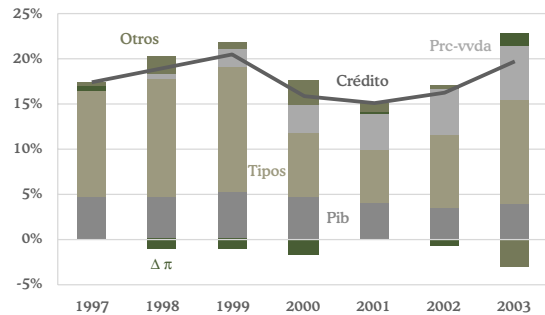
**Estadísticos de ajuste**

R <sup>2</sup> ajustado		0,97	
Residual $\sigma$		0,002925	
Media resid	0,0	(0.0)	T-valor
Q(1)	0,0		
Q(4)	6,3		
Skewness	-0.11	(0.31)	std
Kurtosis	-0.07	(0.61)	std
Período : 1t 1987 a 1t 2003			

<sup>3</sup> Técnicamente esta especificación responde a un modelo de corrección del error (MCE).



Gráfico 6.7.  
Contribuciones al crecimiento de crédito hipotecario real



Fuente: BBVA

lado, y siguiendo con el mismo análisis, el crédito hipotecario tendría una respuesta a largo plazo inferior a la unidad, de  $-0.89$ , a los tipos de interés, aunque de una forma más uniformemente distribuida y persistente en el tiempo que en el caso de la actividad. Por último, la respuesta del crédito al precio de la vivienda sería también inferior a la unidad, pero positiva, de  $0,76$ , y al igual que los tipos de interés, tiene efectos muy distribuidos, persistentes, y dilatados en el tiempo. También hay que resaltar el efecto neto negativo de corto plazo que tienen las variaciones de la inflación sobre el crédito

### ¿Qué explica la expansión del crédito hipotecario en el período 1997-2003?

Una de las utilidades del modelo estimado es la posibilidad de cuantificar la importancia de los principales determinantes del crédito durante la pasada expansión crediticia. Como se recoge el gráfico 6.7, ello se hace mediante el cálculo de las contribuciones de cada una de las variables explicativas en los últimos siete años.

En primer lugar, se observa que la principal variable que ha impulsado el crecimiento del crédito hipotecario en los últimos años ha sido el continuo descenso de los tipos de interés. Su contribución fue muy destacada en el período 1997-1999. No obstante, la subida de tipos iniciada en el último trimestre de 1999 y agotada a finales de 2000, tuvo una influencia decisiva en la reducción en la contribución al crecimiento en 2000 y 2001, empezando desde entonces la recuperación de esta contribución, acompañando el nuevo descenso de tipos registrado hasta 2003. En segundo lugar, la contribución de la actividad económica se ha mantenido bastante estable en torno a los 5 p.p. a lo largo del periodo analizado. No obstante, en los últimos años ha descendido ligeramente al compás de la desaceleración del crecimiento. En tercer lugar, el precio real de la vivienda ha ido ganando importancia en la contribución al crecimiento a lo largo del tiempo conforme los aumentos de precios se hacían crecientes.

Por tanto, aunque el ritmo de variación del crédito hipotecario no ha experimentado grandes modificaciones en los últimos años sí que se aprecian cambios importantes en lo que respecta a la influencia que han tenido las diferentes variables que lo sustentan. Así, los tipos de interés, a pesar de explicar la mayor parte del crecimiento del crédito, han ido perdiendo relevancia dando paso a un mayor protagonismo de los precios relativos de la vivienda como factor explicativo del crédito hipotecario en el período más reciente.

Observando detenidamente el año 2003, el crédito hipotecario real con titulaciones creció aproximadamente 20 p.p., de los cuales 3,7 p.p. fueron debidos a la actividad, 11,1 p.p. a los tipos de interés, 5,9 p.p. al precio real de la vivienda, 1,5 p.p. a la variación de la inflación, y otros efectos residuales de corto plazo restaron 2,5 p.p.

### El crédito hipotecario ¿cómo de lejos de la relación de equilibrio de largo plazo?

El modelo descrito también permite analizar cómo de alejado se sitúa el crédito hipotecario de su evolución de equilibrio de largo plazo en cada momento del tiempo. El instrumento teórico que se utiliza para ello es el vector de cointegración que se representa en el gráfico 6.8. Cuando éste se sitúa alrededor de cero significa que estaría en línea con su equilibrio de largo plazo y el crédito hipotecario evoluciona conforme a sus fundamentales. Evoluciones del vector por encima (o por debajo) de cero vendría a interpretarse como que el sistema se encuentra en una situación de desequilibrio, y por tanto, el crédito evolucionaría hacia el equilibrio en el futuro próximo en consonancia con la evolución de sus fundamentales.

La comparación del largo plazo del modelo con una perspectiva histórica permite valorar si el grado de alejamiento de este equilibrio es

similar al que se ha registrado en otros períodos. Así, en la última parte de los años ochenta el crédito hipotecario mostró también una evolución por encima de los fundamentales de una magnitud ligeramente más elevada y con una mayor persistencia. La expansión crediticia de este período se corrigió con las restricciones al crédito impuestas por el Banco de España a finales de los ochenta y con la recesión de 1992-1993.

Tras esta corrección, el crédito hipotecario evolucionó por debajo de su potencial hasta 1997. Desde entonces, el crédito se ha mantenido oscilando alrededor de su relación de equilibrio para, en 2003 volver a separarse de ésta con intensidad.

## Conclusiones

En este trabajo se presenta un modelo estructural del crédito hipotecario de bancos y cajas españoles. Para su estimación se ha tenido en cuenta el impacto que las titulaciones tienen en la evolución reciente de esta variable, por lo que el crédito hipotecario se ha ajustado de este efecto. El crédito hipotecario presenta un comportamiento muy inercial como se ha observado en los últimos siete años en los que ha crecido en términos reales en una banda entre el 15-20%.

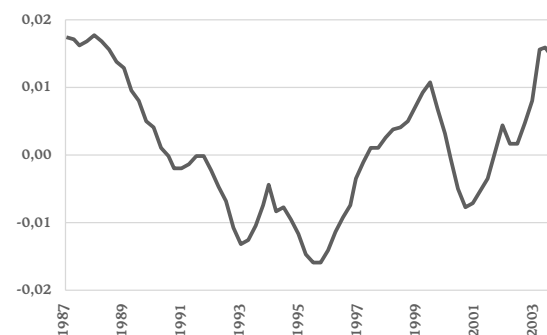
El modelo permite cuantificar la contribución a este crecimiento de sus principales determinantes. Así, destaca la alta sensibilidad del crédito a los tipos de interés que son los máximos responsables del crecimiento del crédito en los últimos años. La actividad económica ha mostrado una contribución relativamente estable, aunque más moderada en el período más reciente. Por último, cabe resaltar la importancia creciente de los precios de los inmuebles, que han ido tomando el relevo de los tipos de interés en los últimos años.

## Referencias

- Calza, A., M. Manrique, J. Sousa (2003). *Aggregate loans to the euro area private sector*. European Central Bank. Working paper nº 202. January 2003.
- Hernando, I., J. Martínez Pagés (2001). *Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?* Banco de España. Servicio de Estudios. Documento de Trabajo nº 0117.
- Hoffman, B. (2001). *The determinantes of private sector credit in industrialised countries: do property prices matter?*. BIS Working Papers nº 108. December 2001.
- Nieto, F. (2003). "Determinantes del crecimiento del crédito a los hogares en España". *Boletín Económico del Banco de España*. Abril 2003.
- Stracca, L. (2001). *The functional form of the demand for euro area M1*. European Central Bank. Working paper nº 51. March 2001.

Gráfico 6.8.

### Vector de cointegración



Fuente: 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-3479-1994

## 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 solo 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.