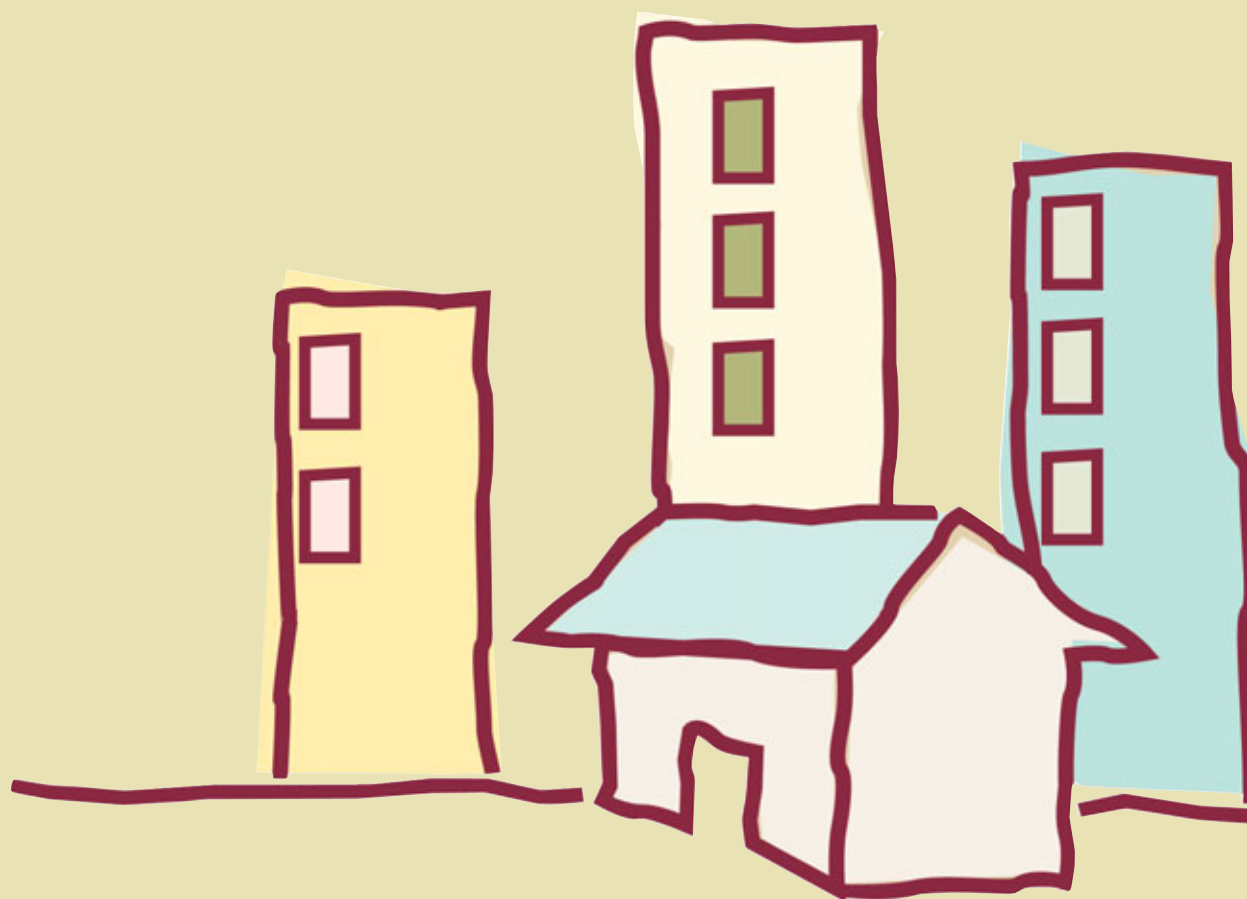


Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Febrero 2006



2006, punto de inflexión en la producción residencial

Se extiende el aterrizaje suave a lo largo de 2006

El hipotecario supondrá el 65% del total del crédito a finales de año

Nuevas tendencias en el turismo residencial

Índice

Fecha de cierre: 10 de febrero de 2006

Editorial	1
1 Contexto Económico	2
Recuadro 1: "Tipos de interés, precio de la vivienda y consumo"	7
2 La actividad en la construcción	10
3 El mercado inmobiliario	14
Recuadro 2: "La demanda de vivienda en perspectiva"	18
4 Financiación inmobiliaria	22
Recuadro 3: "Financiación hipotecaria europea, mejor cuanto más diversa"	26
5 Tema del Trimestre: Determinantes y perspectivas de la Inversión Extranjera en Inmuebles con carácter residencial	28

Han elaborado esta publicación:

Editor: Ignacio San Martín	34 91 537 48 90	jisanmartin@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Elena Nieto	34 91 537 37 76	enieto@grupobbva.com
Tomás Riestra	34 91 537 35 88	riestra.giner@grupobbva.com

Consejo de Redacción:

Carlos Deprit, José Luis Escrivá, Carmen Hernansanz, Rosario Martín de Cabiedes, Jesús del Pino, Tomás Riestra, Ignacio San Martín

Disponible en la web:

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

Editorial

El dinamismo de la economía española en 2005 ha tenido un claro reflejo en la construcción, que avanzó a un ritmo anual del 6,3%. Ello supone ya el 15,3% del VAB y genera más de 100.000 nuevos empleos al año. Para 2006, las previsiones indican un crecimiento medio del 5,7%, con un avance del 4,9% en el segmento de la obra civil y del 6,6% en el residencial.

En este sentido, la actividad de la edificación en 2006 se verá beneficiada por el elevado número de proyectos que se visaron en 2005, en el que se alcanzó un record de más de 780.000 viviendas, si se agregan las rehabilitaciones y las de nueva construcción. La ralentización de las ventas llevará a que este año se produzca un ligero descenso en el número de nuevas promociones a iniciar.

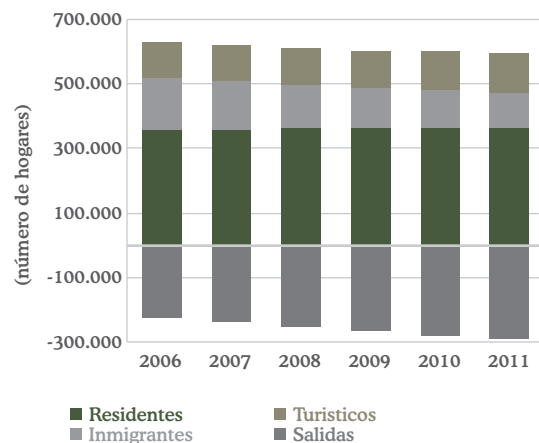
La elevada producción de viviendas de los últimos años ha respondido a factores de demanda asociados tanto a variables económicas como demográficas. Es de esperar que, en el medio y largo plazo, los factores demográficos aporten unos flujos brutos del entorno de los 600.000 hogares al año. Tres serán los pilares de este aumento: el proceso de formación de hogares de la población residente, la evolución de los flujos migratorios y la llegada de no residentes para estancias de larga duración.

La desaceleración generalizada de los precios de la vivienda quedó patente a lo largo de 2005. La expectativa es que este "aterriaje suave" de los precios residenciales se extienda también en 2006, en un contexto en el que los principales factores que han contribuido a sostener el actual fase de expansión –tipos de interés muy bajos, fuerte dinamismo del empleo y elevada demanda exterior- van a presentar una evolución relativamente favorable en el corto y medio plazo. Los datos de los últimos trimestres de 2005 confirman la tendencia de moderación ordenada del crecimiento de los precios inmobiliarios y las previsiones apuntan a revalorizaciones del entorno del 5%-7% a finales del presente ejercicio, con un nivel de transacciones ligeramente inferior al de estos años pasados.

Los bajos niveles de los tipos de interés han permitido que la expansión del crédito con garantía hipotecaria haya sido ciertamente intensa en 2005, año en el que dicho epígrafe creció a tasas del entorno del 25%. En 2006, las previsiones apuntan a tipos de interés más elevados, si bien se espera que las subidas sean suaves y dilatadas en el tiempo. Este endurecimiento de la política monetaria llevará a ratios de accesibilidad a la vivienda más negativos; ello no impedirá, sin embargo, que la capacidad financiera de las familias se mantenga en los niveles actuales por la mayor renta disponible de las mismas y plazos de amortización de los créditos ligeramente más largos.

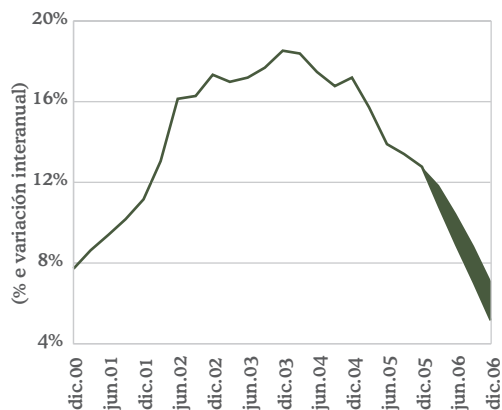
En el tema del trimestre del presente informe se analizan en profundidad los factores que subyacen en la favorable evolución de la inversión extranjera en inmuebles en España en los últimos años. Mirando hacia delante, el proceso de globalización financiera y la reducción en el coste de transporte aéreo se convertirán en soportes del flujo de IEI, especialmente si la costa española se consolida como destino residencial de la creciente población europea en edad de retirarse.

Proyección del flujo de hogares



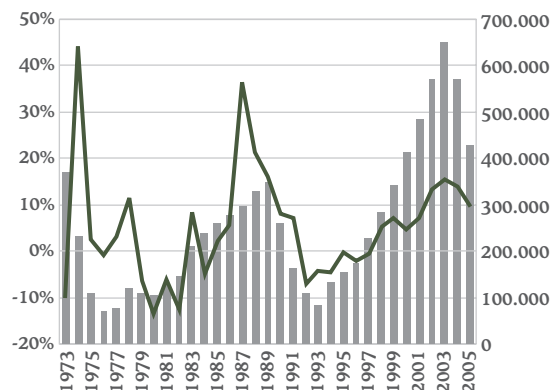
Fuente: BBVA

Precio de la vivienda libre en España



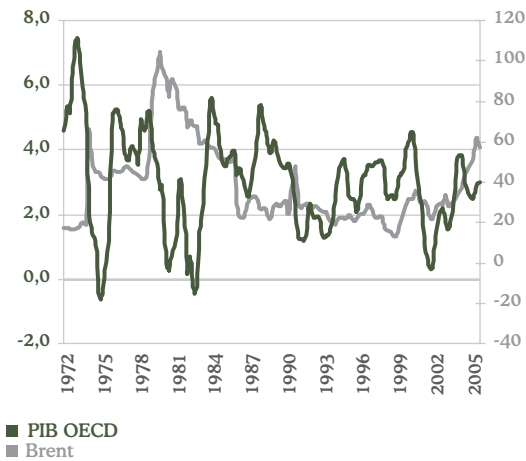
Fuente: Ministerio de la Vivienda y BBVA

Inversión extranjera en inmuebles y precio de la vivienda en términos reales



Fuente: Sastre (2002) y BBVA

Gráfico 1.1.
Precio real del petróleo y crecimiento del PIB en OECD



Fuente: OCDE y Datastream

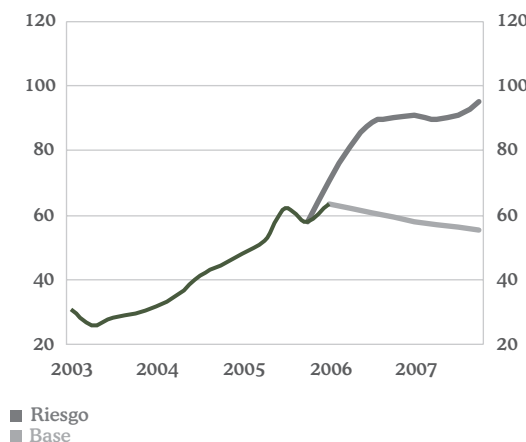
Cuadro 1.1. Crecimiento interanual

	2004	2005	2006
EE.UU.	4,2	3,6	3,3
UEM	1,8	1,3	2,0
Japón	2,7	2,0	2,5
China	10,1	9,8	9,0

Fuente: FMI y BBVA

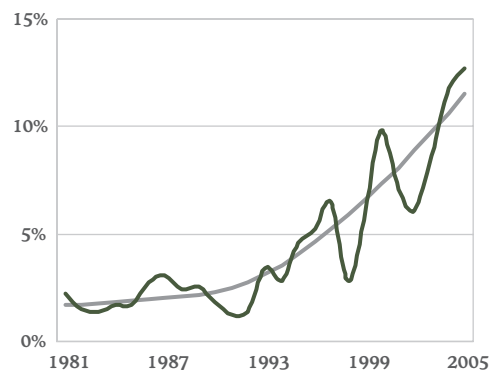
Gráfico 1.2.
Precio del petróleo y previsiones

En dólares por barril



Fuente: Datastream y BBVA

Gráfico 1.3.
Flujos de capitales
En porcentaje del PIB mundial



Fuente: FMI

1. Contexto económico

Internacional

Dinamismo de la actividad, a pesar del petróleo

El petróleo vuelve a ser uno de los principales protagonistas del escenario económico. En 2005 la economía mundial consiguió mantener un buen ritmo de crecimiento a pesar del aumento de los precios del crudo y, previsiblemente, en 2006 seguirá consolidando la fase de crecimiento, aunque con riesgos a la baja, especialmente si la reactivación del programa de enriquecimiento de uranio en Irán continúa y genera finalmente un embargo de la producción de crudo. Si el conflicto se modera, como se espera en el escenario base, aunque el precio del petróleo se tensionaría en el primer semestre del año, incorporando una prima de riesgo, podría después irse reduciendo en el segundo semestre. En conjunto, el precio del petróleo promedio en 2006 sería de 61 dólares, tras los 55 del año anterior, y alcanzaría los de 57 dólares de media en 2007.

A pesar de esos riesgos a la baja sobre el crecimiento, el año 2006 ha comenzado con un buen tono en los indicadores de expectativas y especialmente con la perspectiva de que, aunque el crecimiento pueda moderarse un poco en EEUU, otras economías seguirán creciendo o tomarán el relevo. En el primer caso se encuentra el sudeste asiático y, particularmente China, que acaba de revisar al alza su crecimiento y seguirá mostrando tasas próximas al promedio de los últimos años. En el segundo caso, está Europa, donde todo apunta a una recuperación de la demanda interna que facilitará un crecimiento ligeramente por encima del potencial.

En conjunto, el crecimiento mundial será similar al de 2005, pero con una composición algo diferente. EEUU seguirá manteniendo una tasa de crecimiento próxima a su potencial, pero menor que en 2005. El sector inmobiliario está dando muestras de moderación como consecuencia del aumento de los tipos de interés en esta economía. Esta moderación llevará aparejado un menor crecimiento del gasto de las familias y de la inversión, lo que unido a una aportación del sector exterior algo más favorable, se traducirá en un crecimiento del 3,3% en 2006. En este contexto, es previsible que la Reserva Federal mantenga como prioridad el control de las expectativas de inflación, situando los tipos de interés de corto plazo en niveles del 4,75% en el primer trimestre de 2006, e incluso, con probabilidad de alcanzar el 5% en el segundo trimestre. En estos niveles podría detenerse el proceso de subidas de tipos que comenzó en junio de 2004.

Un contexto internacional favorable y una divisa que ha frenado en 2005 su apreciación con el dólar, han permitido mejorar las perspectivas para la Unión Económica y Monetaria. La confianza ha comenzado a repuntar de forma significativa, especialmente en Alemania, lo que permite esperar una recuperación de la actividad hacia tasas del 2% en 2006, tras crecer un 1,3% en 2005. No obstante persisten algunas dudas. La incertidumbre que rodea al crecimiento, en un contexto de limitadas tensiones inflacionistas, determinará que las subidas de tipos de interés de corto plazo sean relativamente moderadas durante el año 2006. Previsiblemente, los tipos oficiales se situarán en el 3% al finalizar el año.

En definitiva, el ajuste al alza de las políticas monetarias hacia posiciones más neutrales se está realizando en un entorno en el que el deterioro de las expectativas de inflación es muy limitado. Ello lleva a pensar que el máximo de los tipos oficiales en este ciclo expansivo será previsiblemente menor que en el ciclo anterior, lo que a su vez limita la posibilidad de que las subidas de tipos acaben provocando un ajuste significativo de las economías.

Globalización, diversificación financiera y divisas

Uno de los elementos más destacados del comportamiento de los mercados financieros es la profundización y diversificación de los flujos de capital. Esto, junto con la reducción de las primas de riesgo, está contribuyendo a reducir las rentabilidades de los instrumentos de deuda de largo plazo. Por ello, una de las cuestiones claves para el futuro es el mantenimiento de estos factores. Aunque en el terreno de las primas de riesgo es difícil anticipar ajustes, la tendencia a la reducción de la volatilidad nominal y real de las economías no parece que vaya a quebrarse en el corto plazo, y la credibilidad de la política monetaria no debería estar comprometida. En relación a la globalización y diversificación de los flujos de capital, no se prevé que se produzca una inflexión en su comportamiento. Por tanto, en este contexto, cabe esperar que las rentabilidades de largo plazo se mantengan en niveles bajos. En particular, la curva de deuda en EEUU podría mantenerse prácticamente plana, con tipos a 10 años que terminarían el año 2006 en niveles del 4,8%. En la UEM, la rentabilidad del 10 años podría situarse en el 3,7-3,8% al finalizar 2006. Esto implica que va a seguir habiendo un diferencial positivo entre EEUU y la UEM, aunque algo menor que en los niveles actuales.

Aunque en menor medida que en 2005, el diferencial de tipos de interés seguirá siendo un factor de soporte para el dólar, a pesar del elevado déficit por cuenta corriente de la economía estadounidense. Sin embargo, es menos probable que esta moneda encuentre factores adicionales de impulso. En este sentido, cabe destacar que los niveles máximos del dólar vistos a finales de los noventa, estuvieron acompañados, desde el punto de vista de los flujos de capital, de un notable dinamismo de la inversión extranjera directa hacia EEUU, que ahora no se está observando. A pesar de que esta economía mantiene diferenciales positivos de productividad con otras áreas, no se percibe en estos momentos que haya un sector que pueda liderar un proceso de inversión similar al que tuvo lugar a finales de los años noventa, vinculado al comportamiento de la tecnología. En consecuencia, sin grandes impulsos para los próximos dos años, con un soporte en los diferenciales de tipos, y con riesgos de que en algún momento vuelva a ponderar el déficit corriente en la cotización de la divisa, el dólar se moverá en un rango con el euro, que podría situarse en 1,2-1,25 en 2006, con un sesgo hacia la apreciación del dólar en el primer semestre.

UEM

Europa, la clave está en el consumo

En la UEM, los últimos datos apuntan a una consolidación de la recuperación. Es cierto que tras el fuerte crecimiento del tercer trimestre, la economía europea se desaceleró en el cuarto afectada en parte por un descenso de la demanda externa, pero la tendencia de recuperación se mantiene. Así, de la mejora generalizada de los indicadores adelantados, basados en buena parte en encuestas de expectativas, se desprende que el crecimiento volverá en la primera mitad del año a tasas en torno al potencial.

A la vista de las buenas perspectivas de crecimiento mundial y europeo, las empresas parecen finalmente estar aprovechando su saneada situación económica interna y las favorables condiciones financieras para acometer más planes de inversión. Los indicadores de empleo también están mejorando, incluso en el sector industrial, lo que permite confiar en la recuperación del consumo privado, el último eslabón para la sostenibilidad de la recuperación. Todo esto se refleja en el indicador de actividad IA-BBVA-UEM. El indicador muestra el repunte de la situación cíclica, y se sitúa en máximos desde agosto de 2001, con una aportación positiva de los componentes de producción (indus-

Gráfico 1.4.
OCDE: volat. de inflación y tipo 10a real

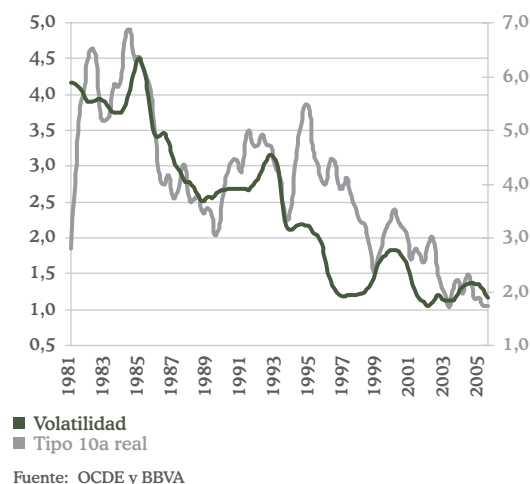


Gráfico 1.5.
Tipo de cambio dólar-euro

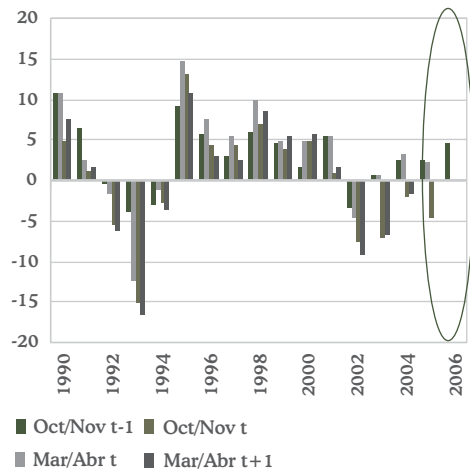


Gráfico 1.6.
IA-BBVA-UEM. Total y contribución del gasto



Gráfico 1.7.
Planes de Inversión. Volumen

Encuesta CE



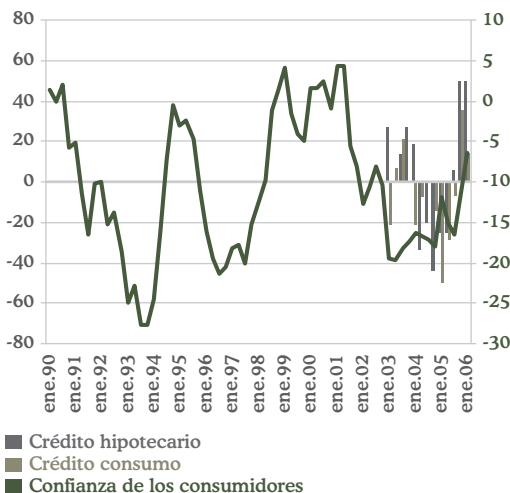
Fuente: Comisión Europea

Gráfico 1.8.
UEM: empleo e indicador



Fuente: Comisión Europea, Eurostat y BBVA

Gráfico 1.9.
Alemania: confianza de los consumidores y demanda de crédito



Fuente: Comisión Europea y Bundesbank

trial y construcción), expectativas y empleo. El componente de gasto de las familias, aunque ha dejado de drenar, no contribuye todavía al indicador.

La recuperación del consumo privado en la UEM y, en particular, en Alemania es el factor que más incertidumbre genera en el escenario europeo. Los indicadores de gasto siguen siendo muy tibios, y se teme que la anunciada subida de tres puntos en el IVA en 2007 pueda frenar un incipiente repunte. Es más, preocupa que un efecto de anticipación de compras, junto a la celebración del Mundial de fútbol en Alemania este año, pueda generar un incremento transitorio del mismo que se pueda confundir con una recuperación sostenible. No obstante, existen varios factores que conviene considerar en este análisis. Primero, que parte del incremento del IVA se destinará a financiar un descenso en las cotizaciones sociales, por lo que su efecto restrictivo sobre el consumo se verá parcialmente compensado. Segundo, que en un contexto de amplios márgenes empresariales y presiones de demanda moderadas, es poco probable que todo el incremento de IVA se transmita a los precios. Y tercero, y más importante, que el consumo en Alemania lleva creciendo bastante tiempo por debajo de su equilibrio de largo plazo. En los últimos años el ahorro de los consumidores ha aumentado significativamente, en parte ligado a factores de incertidumbre (dudas sobre las cuentas fiscales y la sostenibilidad de los sistemas de protección social). Un entorno de mayor confianza puede contrarrestar, en parte, el efecto contractivo de IVA, y regresar al consumo a una senda más en línea con su equilibrio de largo plazo. En este sentido, se observa que las perspectivas de empleo en Alemania han mejorado en los últimos meses, tal y como se refleja en el repunte de las expectativas de los consumidores. El aumento de su demanda de crédito, tras varios años de atonía, también parece reflejar una visión más optimista. Evolución que no parece ligada a los factores transitorios arriba mencionados que pueden afectar al alza al consumo en 2006. En suma, en un escenario de progresivo aumento de la renta disponible, determinante clave en la evolución del consumo privado en Alemania, y de favorable evolución de la riqueza, con revalorizaciones no desdeñables de la riqueza financiera y un comportamiento algo más positivo que en el pasado de la riqueza inmobiliaria, no parece imperativo que el aumento del IVA vaya a suponer un freno a la recuperación del consumo. Las condiciones financieras, además, también se espera que se mantengan relativamente favorables, en un escenario en el que las subidas de tipos oficiales serán graduales.

Ante la progresiva mejora de la actividad, el BCE inició el pasado diciembre el ciclo alcista de tipos, preocupado por el crecimiento monetario y por la posibilidad de que el nivel de inflación y los precios del petróleo provocasen un deterioro de las expectativas de evolución de los precios. En la reunión de marzo, previsiblemente, efectuará otra subida de 25 puntos básicos. La autoridad monetaria se enfrenta, una vez más, al reto de un precio del petróleo en niveles elevados, que podría presionar los precios (la inflación se mantendrá por encima del 2% en los próximos meses) y frenar la recuperación de las confianzas. Sin embargo, las tensiones inflacionistas son reducidas, no apreciándose una traslación significativa de los precios energéticos a los de consumo ni tensiones sobre los salarios. Además, el moderado ritmo de recuperación de la actividad en la zona euro no permitirá que la brecha de producción (output gap) se cierre en 2006 y la creciente globalización ayudará a compensar parcialmente las presiones de demanda que se generen posteriormente. En un entorno de recuperación de la actividad, la normalización de los tipos de interés requiere que los próximos movimientos sean al alza, si bien las limitadas presiones de demanda sobre los precios permiten que el ritmo de subidas sea pausado.

España

Perspectivas de desaceleración

En un entorno de consolidación de la recuperación cíclica en el conjunto de la UEM, la situación coyuntural de la economía española permite estimar que el crecimiento se mantiene en el entorno del 3,4% interanual al comienzo de 2006. Para el conjunto del año, la evolución de los factores que impulsan la demanda de empresas y hogares españoles permiten esperar la paulatina moderación del gasto agregado en la economía, con un freno de la demanda nacional parcialmente compensado por un drenaje menos negativo del sector exterior. En síntesis, el PIB crecerá el 3,1% en 2006, tres décimas menos que en 2005, con una contribución de la demanda nacional de 4,4 puntos porcentuales y una aportación negativa del sector exterior de 1,3 puntos porcentuales.

Mejora de la situación coyuntural al finalizar 2005

El indicador de estado de la economía española elaborado por BBVA, IA BBVA¹ registró en enero de 2006 su mayor valor desde octubre de 2003, superando las expectativas vigentes en el tercer trimestre del año pasado. Esta mejoría cíclica de la coyuntura se apoya en el componente de construcción y de producción industrial, mientras que por el contrario se registra un deterioro coyuntural de las variables ligadas a la inversión en equipo.

Los factores determinantes del consumo de los hogares, su renta disponible y su riqueza, están moderando sus incrementos en línea con la evolución de la renta salarial (empleo y salarios reales) y la continuada desaceleración de los precios de la vivienda. En 2005 se registró el mayor crecimiento del empleo desde 2001, (3,1% y 5,0% respectivamente) sin embargo, la remuneración real por asalariado registró una caída significativa (-1,6%), con lo que el crecimiento de la renta salarial real se moderó respecto a 2004.

El comportamiento tan favorable del mercado laboral español se basa en impulsos de oferta y de demanda, un aumento de la oferta de trabajo disponible² que coincide con el choque de demanda positivo que supuso la entrada en la UEM. Las perspectivas futuras sobre los flujos de oferta del mercado laboral siguen siendo de un elevado dinamismo, en un escenario en el que se mantiene el proceso de creciente incorporación de la mujer al mercado de trabajo. Sin embargo, el flujo de entrada de inmigrantes, manteniendo tasas históricamente muy elevadas, muestra síntomas de desaceleración. Además, parece difícil ajustar adicionalmente a la baja el crecimiento de la remuneración salarial, y por lo tanto incrementar la cantidad demanda de factor trabajo, dada la indiciación favorecida por el sistema de negociación colectiva vigente.

Finalmente, las condiciones financieras en las que se desenvolverán los hogares seguirán teniendo un carácter globalmente expansivo para la demanda, favoreciendo el gasto en consumo y la inversión residencial, aunque dejarán de ser tan laxas como en periodos anteriores.

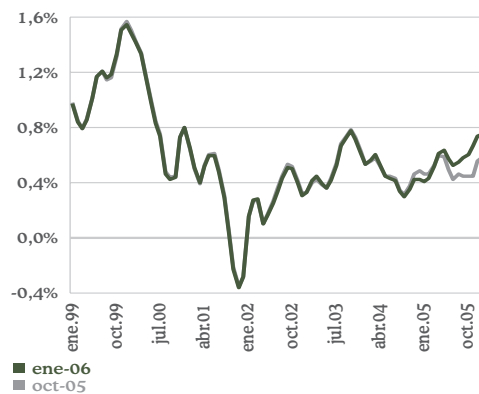
Más construcción, menos equipo

Con ello, tanto el consumo de los hogares como su gasto en inversión residencial moderarán sus crecimientos hacia tasas más coherentes

¹ Refleja el estado de la economía española agregando en una única serie la información proporcionada por distintos indicadores de producción, gasto, expectativas, inversión, empleo y construcción. Es un indicador estandarizado con media cero y desviación típica unitaria, de modo que niveles positivos (negativos) se equiparan a crecimientos superiores (inferiores) al tendencial.

² El aumento de la tasa de actividad de la población española se debe a la creciente incorporación de la mujer al mercado laboral y a los flujos de inmigrantes, factor que también contribuye a flexibilizar las condiciones de movilidad geográfica y funcional de la población activa.

Gráfico 1.10.
IA BBVA España



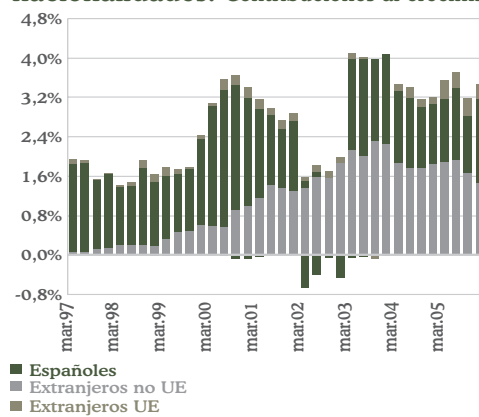
Fuente: BBVA

Gráfico 1.11.
Crecimiento del empleo



Fuente: INE y BBVA, (*) EPA corregida de efecto cuestionario

Gráfico 1.12.
Población activa en España por nacionalidades. Contribuciones al crecimiento



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 1.13.
IA BBVA España



Fuente: BBVA

Gráfico 1.14.
Inversión en equipo y otros

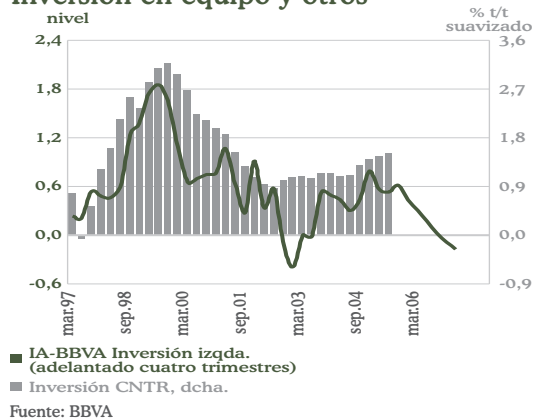


Gráfico 1.15.
Índice de clima industrial

Datos estandarizados



Gráfico 1.16.
Inflación



Fuente: BBVA

con su equilibrio de largo plazo, sobre el que se encuentra en los últimos años. Sin embargo, mientras que la desaceleración de los indicadores de gasto de los hogares augura la continuidad de la actual moderación del consumo, el dinamismo de los indicadores de construcción (consumo de cemento, opiniones empresariales) hace muy probable un escenario en el que la desaceleración de esta variable sea menos intensa de lo esperado hasta ahora, retrasándose su inicio hasta la segunda parte de 2006.

Por el contrario, en la inversión en bienes de equipo llama la atención, dado su carácter pro cíclico, la caída registrada en sus indicadores coyunturales, sintetizada en el descenso del componente de inversión del IA BBVA. Dado que el coste de uso del capital está en niveles históricamente muy reducidos y que no existen cambios relevantes en la favorable situación financiera de las empresas, la moderación de la inversión en bienes de capital estaría relacionada con unas peores expectativas empresariales sobre la evolución de la demanda. Dado que las exportaciones de equipo crecen cada vez más rápido y que se registra una expansión cíclica en el conjunto de la UEM, el deterioro de expectativas empresariales sería reflejo del menor dinamismo esperado en el conjunto de la demanda interna.

Inflación y petróleo

En el escenario previsto de precios del petróleo (en torno a 60 dólares/barril de Brent a final de 2006, sólo tres dólares menos que en enero), se espera que la inflación española caiga dos décimas en 2006 respecto al 3,4% registrado en 2005. Ello implica que continuarán sin observarse efectos de segunda ronda sobre la negociación salarial o sobre los márgenes empresariales como consecuencia del empobrecimiento producido por los mayores costes energéticos. La globalización del comercio de bienes y la mayor eficiencia en el uso del petróleo justifican la menor respuesta del nivel general de precios a las subidas de costes energéticos³.

Con todo, en un entorno globalmente favorable, el riesgo más relevante para la economía española, al igual que para el conjunto de los países de la UEM, es el efecto que pueda tener la consolidación de los precios del petróleo en niveles históricamente elevados, incluso más altos de lo registrado hasta ahora. Este choque, alcista sobre los costes de producción y bajista sobre la renta disponible y las expectativas de empresas y hogares, implicaría un escenario con menor crecimiento y mayores tasas de inflación.

³ Además, la subida esperada en los precios del petróleo en euros en 2006 (siete euros, hasta 51 euros/barril de Brent) es menos intensa de lo registrado en 2004 y 2005.

Cuadro 1.2. PIB base 2000

tasas a/a	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Consumo hogares	3,2	2,9	2,6	4,4	4,4	3,8
Consumo AA.PP.	3,9	4,5	4,8	6,0	4,7	4,5
FBCF	4,5	3,3	5,6	4,9	7,5	6,4
Equipo	0,1	-2,9	2,5	3,7	9,3	7,0
Construcción	6,8	6,2	6,3	5,5	6,3	5,7
Otros Productos	6,0	5,0	7,7	4,4	8,2	7,4
Var. existencias (*)	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	3,6	3,0	3,8	4,7	5,2	4,5
Exportaciones	4,0	1,8	3,6	3,3	1,1	3,3
Importaciones	4,2	3,9	6,0	9,3	7,5	7,4
Saldo exterior (*)	-0,1	-0,3	-0,8	-1,6	-1,8	-1,3
PIB pm	3,5	2,7	3,0	3,1	3,4	3,1

(*) contribuciones al crecimiento
Fuente: INE y previsiones BBVA

Tipos de interés, precio de la vivienda y consumo

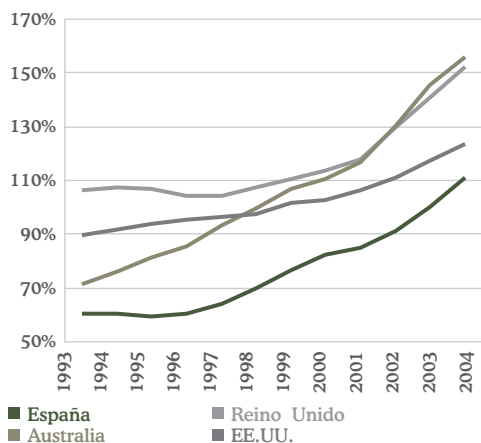
La expansión inmobiliaria registrada en los últimos años en algunos países, como EE.UU., España o, en menor medida, Francia, parece responder en buena parte a fundamentos macroeconómicos. Ahora bien, todo apunta a que las favorables condiciones financieras, en un entorno de abundante liquidez y tipos de interés muy bajos, han supuesto un estímulo adicional. Esto lleva a plantearse el impacto que sobre el mercado inmobiliario de estos países puede tener la paulatina corrección del exceso de liquidez vía subida de tipos. Es más, dado que el dinamismo de los precios inmobiliarios ha servido de soporte del consumo privado en los últimos años, se teme que su desaceleración y/o corrección pueda amplificar el impacto sobre el consumo de la normalización de los tipos de interés. Máxime en unas economías en las que el endeudamiento de las familias ha aumentado significativamente en los últimos años.

Los ejemplos de Reino Unido y Australia

En este sentido, puede ser útil revisar la situación de países como Reino Unido o Australia, que han atravesado recientemente por una experiencia de este tipo. En ambos casos, los precios inmobiliarios estuvieron creciendo durante varios trimestres en el entorno del 20% interanual en términos reales. Las familias aumentaron significativamente no sólo su nivel de disposición de riqueza inmobiliaria o "equity withdrawal" (diferencia entre la deuda hipotecaria y la inversión neta en activos inmobiliarios) sino también su deuda no garantizada, alcanzando niveles de endeudamiento muy superiores a los actuales en España, por ejemplo (ver gráfico). Todo ello en un contexto en el que el consumo privado crecía con fuerza. Tanto el Banco de Australia como el de Inglaterra fueron de los primeros en subir tipos, a pesar de que la inflación, medida con el IPC, estaba bastante controlada. La preocupación por la estabilidad financiera y los desequilibrios tuvo un peso importante en sus decisiones¹.

¹ Véanse las Actas del Banco de Inglaterra de la reunión del 5 y 6 de noviembre de 2003 o el comunicado del Banco de Australia el 8 de mayo de 2002 anunciando la subida de tipos.

Deuda de las familias En % de la renta disponible



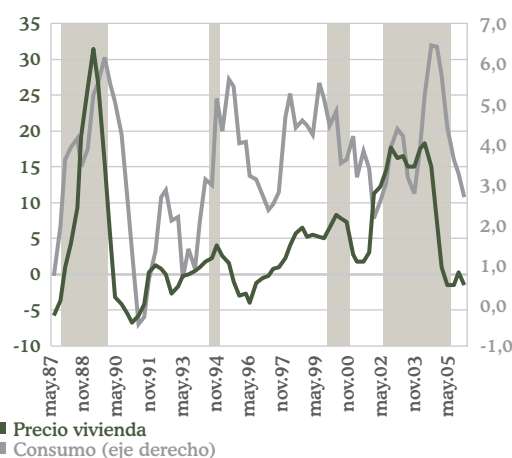
Fuente: OCDE y Bancos centrales de España, Australia y Reino Unido

En ambos casos se produjo una significativa desaceleración de los precios de la vivienda aproximadamente un año después del inicio de ciclo alcista de tipos. Con todo, el ajuste ha sido más suave, sobre todo en Reino Unido, que en pasados episodios de fuerte revalorización previa. En términos de estabilidad financiera, no se ha detectado ningún problema. A pesar del aumento de la carga financiera de las familias, no se ha producido un incremento reseñable de la morosidad.

En lo que respecta al consumo privado, también se ha producido una notable desaceleración en ambos países. No obstante, con crecimientos en torno al 1,5% interanual en Reino Unido y de cerca del 3% en Australia no cabe hablar de recesión del consumo privado, como en otros episodios de ajuste inmobiliario. Todo ello a pesar de que los países anglosajones son los que muestran una mayor elasticidad del consumo a la riqueza inmobiliaria, algo que se atribuye a la amplitud y eficiencia de que disfrutaban sus mercados hipotecarios².

² Véase Catte P., Girouard N., Price R. y P. André (2004): "Housing markets, wealth and the business cycle", *OECD Working Paper n.º 394*

Australia: Consumo y precio de la vivienda real En tasa interanual



*En sombreado, períodos de subidas de tipos oficiales
Fuente: Banco de Australia y ABS

Impacto de los precios de la vivienda sobre el consumo

Habitualmente se identifican dos canales a través de los cuales los precios inmobiliarios pueden afectar al consumo privado. El primero, por el canal de la riqueza. La vivienda representa una parte significativa de la riqueza de las familias, y el aumento de los precios inmobiliarios implica un aumento de su riqueza, por lo menos, de la de aquellos que poseen vivienda. En cambio, los no-propietarios pueden estar peor, bien porque tengan que hacer frente a un alquiler más alto, o porque tengan que ahorrar más para una futura compra. El impacto agregado, por tanto, no es tan directo como el de otros activos. Puede producirse un aumento de los precios de la vivienda sin

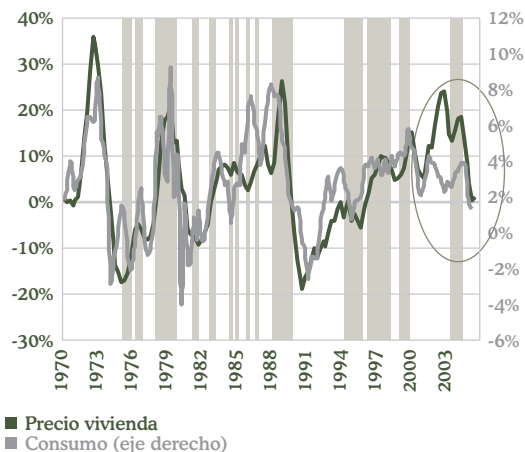
que eso implique un incremento de la riqueza agregada de la economía. Pero en todo caso, se producirá un cambio en la posición relativa de los grupos de consumidores (propietarios vs no propietarios), con diferentes propensiones a consumir, y de precios relativos (vivienda vs no vivienda) que puede generar efectos sustitución.

El segundo canal es el financiero. Un aumento de precios inmobiliarios permite a las familias propietarias obtener más crédito más barato al incrementar el valor de su colateral disponible. Este impacto es especialmente relevante para aquellas familias con mayores restricciones de crédito, que suelen ser las que cuentan, proporcionalmente, con un menor peso de activos financieros en su riqueza total. Asimismo, este canal será tanto más relevante en aquellos países de mercados más líquidos y flexibles, y con mayor desarrollo de instrumentos que faciliten la disposición de riqueza inmobiliaria a través de hipotecas o "mortgage equity withdrawal".

En el caso de Reino Unido, ha existido históricamente un fuerte vínculo entre los precios inmobiliarios y el consumo privado, como se puede apreciar en el gráfico 3. La explicación puede estar en cualquiera de las dos razones mencionadas anteriormente o en una combinación de ambas. Una tercera explicación de la similitud de los movimientos en los precios inmobiliarios y el consumo privado es que se vean afectados conjuntamente por un tercer factor. Por ejemplo, una mejora de las expectativas de renta futura podría llevar tanto a un aumento del consumo como a un incremento del precio de la vivienda³.

Desde aproximadamente el año 2000, la estrecha relación entre los precios inmobiliarios y el consumo privado en Reino Unido parece haberse roto. Las razones que habitualmente se esgrimen para explicar esta ruptura son de dos tipos⁴. En primer lugar, se atribuye a una mejora del acceso al crédito, tanto hipotecario como no hipotecario, en parte gracias a la mejora de los mecanismos de gestión del ries-

Reino Unido: Consumo y precio de la vivienda real
En tasa interanual



En sombreado, períodos de subidas de tipos oficiales
Fuente: Banco de Inglaterra y ONS

go por parte de las entidades financieras, todo ello en un entorno de tipos de interés muy bajos. Los agentes parecen haber aprovechado estas mejores condiciones no sólo para consumir más, sino principalmente para acumular más activos⁵. De hecho, el ratio de consumo sobre renta disponible se mantuvo bastante estable durante ese período en Reino Unido. Una segunda explicación reside en que, en los últimos años, los precios inmobiliarios y el consumo privado no se han movido en línea con un factor común, como pueden ser las expectativas de renta. En concreto, se plantea que sobre los precios inmobiliarios hayan influido más en los últimos años factores como la tasa de formación de hogares o la demanda de vivienda como inversión tanto por la baja rentabilidad de los activos alternativos como por motivos de precaución a la luz de los posibles problemas futuros en la provisión de pensiones.

Acumulación de las familias de activos, pasivos y consumo

En % de la renta disponible

	Adquisición neta de activos inmobiliarios	Adquisición neta de activos financieros	Consumo	Adquisición neta de pasivos financieros
Reino Unido				
1998	6,0	9,3	92,4	7,4
1999	6,3	9,4	93,6	8,9
2000	6,0	6,8	93,4	11,0
2001	5,5	11,1	92,4	10,4
2002	7,0	14,8	94,0	14,2
2003	7,4	15,1	93,7	17,7
Australia				
1998	8,0	11,3	87,5	15,9
1999	8,3	10,7	89,9	8,5
2000	9,4	18,1	90,3	17,7
2001	7,5	18,3	89,2	12,6
2002	8,7	21,0	89,8	21,3
2003	10,1	20,7	91,6	24,8

* Para Reino Unido, la adquisición neta de activos inmobiliarios se aproxima con la formación bruta de capital de las familias
Fuente: ONS y ABS

Una forma de ilustrar el cambio en la relación entre los precios inmobiliarios y el consumo privado es a través de la estimación de una función de consumo que incluye entre las variables explicativas la renta disponible, la riqueza financiera neta, la riqueza no financiera y los tipos de interés

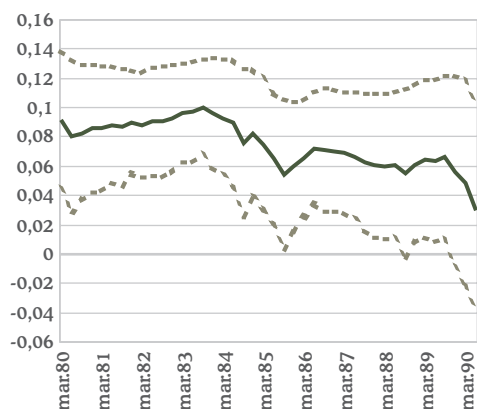
³ Véase Atanasio O., Blow L., Hamilton R. y A. Leicester (2005): "Boom and Busts: Consumption, House prices and expectations" Working paper 05/24, *The Institute for Fiscal Studies*

⁴ Véanse Nickell, S. (2004) "Household debt, house prices and consumption growth" Bank of England Quarterly Bulletin, autumn, paginas 383-89 y "House prices and consumer spending", recuadro de Bank of England Inflation Report, November 2004, páginas 12-13

⁵ Hay que tener en cuenta, sin embargo, el efecto distribución, toda vez que los que aumentan su deuda no son necesariamente los mismos que incrementan sus activos, ni su propensión a consumir, ni su grado de solvencia ni su exposición a un aumento de tipos tiene por qué ser la misma

reales a largo plazo. Con un período muestral que abarca desde el primer trimestre de 1980 al tercer trimestre de 2005 se realiza una estimación recursiva por períodos de quince años, que muestra cómo, efectivamente, la elasticidad del consumo a la riqueza no financiera ha ido perdiendo peso en los últimos años.

Reino Unido: Estimación recursiva de la elasticidad del consumo a la riqueza no financiera



Fuente: BBVA

En todo caso, dado que se observa que el incremento de los precios inmobiliarios no se tradujo en mayor consumo, parece razonable pensar que el ajuste de los precios de la vivienda no tendría por qué dar lugar a una corrección significativa del consumo privado. Y en parte así ha sido. No sólo por el posible descenso de la elasticidad de largo plazo del

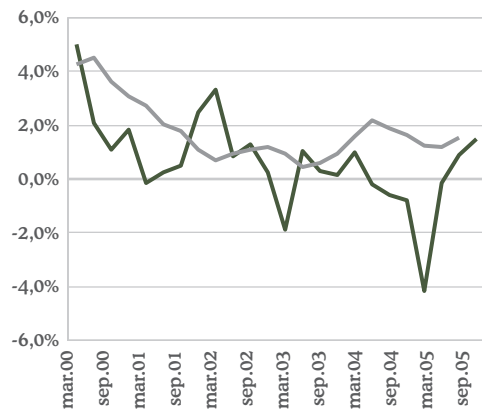
consumo a la riqueza no financiera. La evolución del resto de variables que afectan al consumo privado también ha sido más favorable que en otras fases de ajuste inmobiliario. La renta disponible real y el empleo se han reducido menos que en otras ocasiones gracias a la combinación de un crecimiento mundial dinámico con una política monetaria preventiva, que han permitido un ajuste más suave de los precios inmobiliarios y un alza de tipos menor. Además, parte de la subida de tipos se ha revertido ya (el Banco de Inglaterra bajó 25 puntos básicos los tipos en agosto de 2005).

En suma, se observa que en Australia y Reino Unido, a pesar del aumento de tipos de interés, el ajuste inmobiliario, y el elevado nivel de endeudamiento de las familias, no se ha producido una recesión del consumo privado, aunque sí una significativa desaceleración. Una política monetaria preventiva, en un entorno económico mundial favorable ha contribuido a que el comportamiento de la renta disponible y el empleo, y por tanto el propio ajuste del mercado inmobiliario, haya sido más moderado que en otras ocasiones. También se observa en Reino Unido una moderación de la elasticidad del consumo a la riqueza no financiera, probablemente atribuible a una menor restricción del crédito en los últimos años. Pero el aumento de endeudamiento subsiguiente, aunque no se ha dedicado primordialmente a consumo no está exento de riesgos. Particularmente si los que han aumentado su deuda son los de menor solvencia financiera o los más vulnerables a un aumento del desempleo.

Elena Nieto, enieto@grupobbva.com
Servicio de Estudios BBVA

Gráfico 2.1.
PIB y Construcción en Europa

Variación interanual

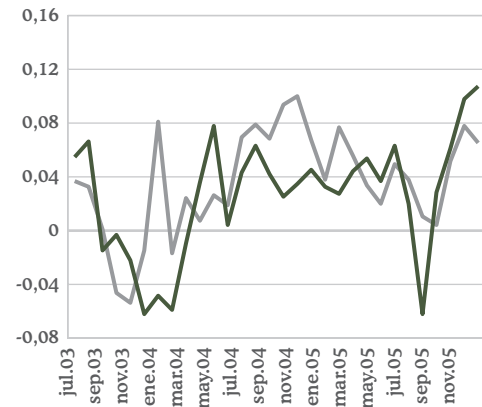


■ PIB
 ■ VAB Construcción

Fuente: Eurostat

Gráfico 2.2.
Cartera pedidos. Edificación y Obra Civil

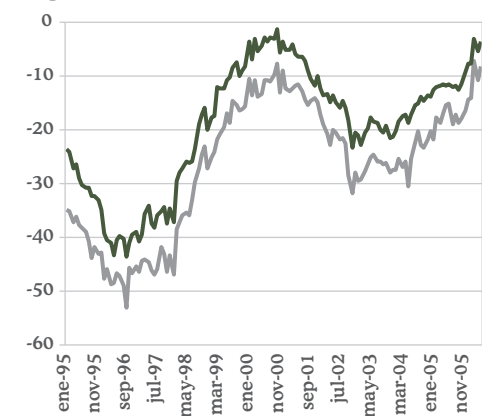
Tasas variación anual



■ Obra Civil
 ■ Edificación

Fuente: Eurostat

Gráfico 2.3.
Construcción: opinión de los empresarios



■ Pedidos
 ■ Confianza

Fuente: Eurostat

2. La actividad en la construcción

En Europa, se produjo una mejora de la actividad en el segmento de la construcción en la segunda parte de 2005, indicando un tendencia positiva para 2006, especialmente en el residencial.

El ligero repunte de la economía europea de la segunda parte de 2005 ha tenido una incidencia considerable en el segmento de la construcción, que en el tercer trimestre del año mostró variaciones interanuales positivas por primera vez desde comienzos de 2004. En la primera parte de 2005 la actividad del sector continuó descendiendo, mostrando un contracción del -4,0% en el primer trimestre. Sin embargo, en el segundo y tercer trimestre de 2005, la actividad constructora ha mostrado un mayor dinamismo y todo indica que se extenderá la tendencia a los primeros trimestres de 2006.

La recuperación de la economía europea a lo largo de 2006 y el mayor crecimiento esperado para 2007 tendrán un reflejo positivo en la evolución del sector, que tras retomar la senda creciente en la segunda parte de 2005, iniciará una lenta recuperación en 2006. El segmento de la edificación será más dinámico que el de la obra civil, más sujeto a restricciones presupuestarias.

Mejoran las expectativas de los agentes, lo que está llevando a promover un mayor número de proyectos inmobiliarios.

Esta mejora de la actividad del segundo semestre de 2005 ha llegado por un aumento de la cartera de pedidos de la industria que, tras el receso del verano pasado, ha vuelto a mostrar un elevado dinamismo, especialmente el segmento residencial. La mejora de la inversión pública en infraestructuras y la mayor demanda residencial están llevando a un aumento de la actividad constructora en Europa y, especialmente, en los países de la UEM. De hecho, la reactivación de la obra pública en el Reino Unido y la menor caída de la producción en Alemania explican gran parte de esta recuperación del sector.

Esta situación está llevando a que la opinión de los empresarios del sector se encuentren en los niveles más optimistas de los últimos diez años, tanto en lo referente a la cartera de pedidos como al nivel de confianza en el sector. Este optimismo también ha tenido un claro reflejo en el número de nuevos proyectos inmobiliarios a desarrollar, que ha aumentado de forma significativa en los últimos trimestres, como lo pone de manifiesto el incremento del 12,7% en el número de viviendas visadas para su construcción en los tres primeros trimestres del año en el conjunto de la UEM.

Como consecuencia de esta mejora de la construcción, el empleo en el sector está aumentando a tasas del 1,5%, el doble que el conjunto de la economía, en un entorno de contención de costes: el coste de la construcción avanzó el 1,2% en el tercer trimestre de 2005, la mitad que un año antes.

Desde el punto de vista geográfico, si bien el mayor dinamismo ha correspondido a las economías recién incorporadas de menor tamaño, el nuevo impulso que ha tomado la actividad constructora en Alemania junto con el aumento de la inversión en Francia, Holanda y Reino Unido han permitido que el sector presentara una tendencia creciente a finales de 2005.

En España, en los tres primeros trimestres de 2005 se mantuvo el ritmo de crecimiento de la construcción, que alcanzará un avance del 6,3% de media en 2005.

Desde finales de 2004, la construcción se ha acelerado paulatinamente hasta alcanzar tasas de crecimiento del entorno del 6,5% a finales de 2005. Este dinamismo se ha debido, básicamente, al intenso crecimiento del segmento residencial y, en menor medida, a la buena marcha de la ejecución de obra civil. En estos nueve años de ciclo expansivo de la construcción, el peso relativo del sector se ha elevado desde el 11,8% de 1997 hasta el 15,3% del total del valor de lo producido en España en 2005.

A lo largo del pasado año, los indicadores adelantados de actividad del sector mostraron un menor ritmo de crecimiento, anticipando una cierta moderación de la construcción en el presente año. Tanto el segmento de la edificación como el de la obra civil moderarán ligeramente su ritmo de expansión en 2006, por lo que el sector avanzará a una tasa media del 5,7%, en términos de Contabilidad Nacional, mostrando un perfil descendente a medida que evolucione el año.

Apoyando esta tendencia, los datos trimestrales tanto del empleo en la construcción como el de viviendas iniciadas muestran tasas de crecimiento cada vez menores. De todas formas, tanto el nivel de ocupación del sector, superando los 2,4 millones de empleos a finales de 2005, como el volumen de cemento consumido, que se sitúa en el entorno de los 4,2 millones de toneladas por mes, están en máximos históricos.

Los indicadores de confianza de la construcción se están manteniendo en niveles positivos desde finales de la pasada década, con una tendencia suavemente creciente en los dos últimos años. De los datos actuales se desprende que los empresarios del sector, apoyados en el elevado nivel de actividad, mantienen en máximos su nivel de confianza en la buena marcha del sector y la tendencia del indicador apunta a que continuará esta visión positiva también en 2006. La buena evolución del indicador y las positivas perspectivas que los empresarios tienen sobre los pedidos en cartera, llevarán a que las encuestas de opinión del sector tengan un perfil claramente optimista.

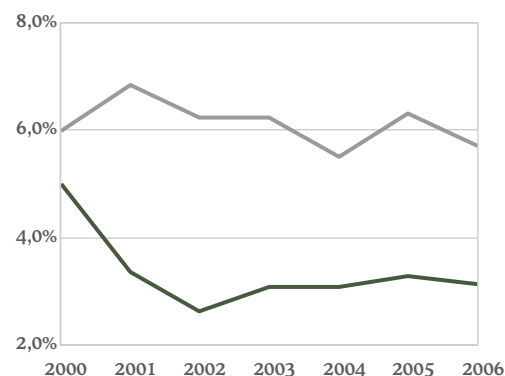
Este aumento de la actividad constructora ha llevado también a un incremento de los costes en el sector superior a los del conjunto de la economía, especialmente en el caso de los materiales y consumos diversos que han crecido a un ritmo del 8,5% de media en 2005. El coste de la mano de obra, sin embargo, ha evolucionado más en línea con la del resto de los sectores, creciendo por debajo de la inflación. A lo largo de 2006 es de esperar que continúen las tensiones de costes en el sector de la construcción.

En 2005, por quinto año consecutivo, la inversión en obra civil ha mostrado tasas positivas. El aumento de la licitación del año pasado asegura un buen nivel de inversión en 2006.

En el 2005, la inversión en obra civil creció a un ritmo medio superior al 6,5%, mostrando un perfil de suave moderación a final de año, según se desprende de los datos de la Contabilidad nacional. La materialización tanto de la inversión privada y pública española como la de los fondos estructurales europeos está llevando a un nuevo dinamismo del segmento civil, que continúa evolucionando a tasas positivas desde finales de 2000.

Gráfico 2.4.
España: PIB y Construcción

Variación anual(%)



■ FBCF Construcción
■ PIB

Fuente: INE y BBVA

Cuadro 2.1. Construcción

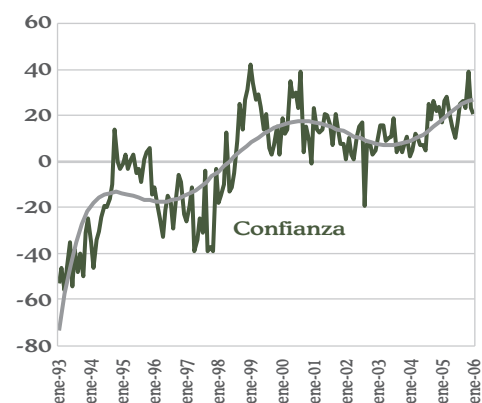
Tasas de variación anual

	2003	2004	2005	2006
FBCF _c	6,2%	5,5%	6,3%	5,7%
Residencial	9,5%	6,0%	6,7%	6,6%
Resto construcción	3,5%	5,1%	6,0%	4,9%

Fuente: INE y BBVA

Gráfico 2.5.

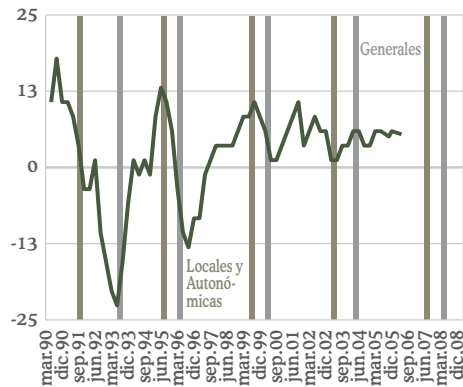
Construcción: Indicador de confianza



Fuente: MEH

Gráfico 2.6.
Obra Civil y elecciones

Tasa de variación anual



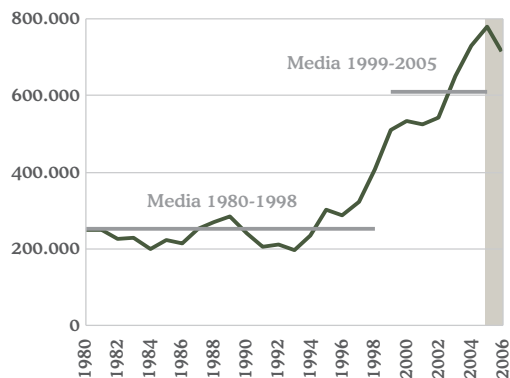
Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA

Cuadro 2.2. Licitación Oficial. Ingeniería civil
Millones de euros

	Total	Ferrocarriles Carreteras y Vías Urbanas	Puertos y Aeropuertos	Regadíos Abastecimientos y Saneamientos	Resto
2000	11.740	7.578	508	1.488	2.166
2001	16.341	9.612	835	1.895	3.998
2002	19.611	13.472	459	2.014	3.665
2003	16.706	9.666	1.086	2.516	3.439
2004	20.769	12.910	2.164	2.241	3.454
2005*	22.496	14.791	1.122	3.174	3.409
var.					
'05/04	8,3%	14,6%	-48,2%	41,6%	-1,3%

* Estimación con datos a Noviembre
Fuente: Mº Fom. y BBVA

Gráfico 2.7.
España. Viviendas iniciadas



Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA

Cuadro 2.3. Viviendas iniciadas España

	Total España nº	Grandes Ciudades nº	Ciudades/ Total (%)	Costa Turística nº	Costa/ Total (%)
2000	594.820	58.060	9,8%	333.231	56,0%
2001	561.186	59.958	10,7%	312.857	55,7%
2002	575.546	62.748	10,9%	310.517	54,0%
2003	690.207	64.814	9,4%	377.832	54,7%
2004	739.658	50.461	6,8%	399.012	53,9%
2005 (*)	780.099	39.572	5,1%	417.240	53,5%
2006 (*)	715.000	50.000	7,0%	400.000	55,9%

(*) Los datos del conjunto de 2005 y 2006 son estimaciones con datos a noviembre 2005
Fuente: Colegio de aparejadores y BBVA
Costa: Mediterráneo, Canarias, Cádiz, Huelva
Grandes Ciudades: Madrid, Barcelona, Valencia, Sevilla, Zaragoza y Málaga

En el conjunto de 2005, los contratos de obra ofertados por las administraciones públicas y los organismos autónomos alcanzaron un volumen de casi 22.500 millones de euros, lo que supuso un aumento del 8,3% respecto del volumen licitado en 2004. El aumento de las inversiones destinadas a regadíos y a saneamiento y abastecimiento de agua y el mayor volumen de recursos destinados a infraestructuras de comunicaciones acaparan el mayor esfuerzo inversor de las administraciones públicas realizado.

Dentro de la oferta pública de 2005, las inversiones destinadas a infraestructuras de transporte (carreteras, ferrocarriles, puertos y aeropuertos) acaparon casi dos de cada tres euros licitados, mientras que a la inversión destinada a regadíos, abastecimiento de agua y saneamientos le correspondió el 14,1% del total. La finalización de las obras en algunos aeropuertos ha llevado a que se oferte un menor volumen de inversión en este capítulo.

Este aumento de la licitación pública en 2005 se verá apoyado también por la financiación proveniente de los fondos estructurales y por la financiación privada de algunos proyectos en marcha, de tal forma que la actividad en el segmento de la obra civil continuará aumentando a lo largo de 2006, si bien a un ritmo menor que en 2005.

La iniciación de viviendas en 2005 alcanzó de nuevo máximos históricos. El menor volumen de vivienda demandada llevará a una ralentización de nuevos proyectos en 2006.

Desde mediados de la década de los noventa, se ha producido un cambio estructural en la industria de la construcción que ha permitido que el volumen de producción de viviendas en la actualidad se elevara hasta casi triplicar la media de los últimos veinte años.

Este elevado volumen de producción de viviendas supera, aparentemente, las necesidades derivadas de los 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, el fuerte aumento de los ingresos de los hogares residentes y la mayor llegada de turistas a España han impulsando de forma significativa el segmento de la vivienda vacacional en los últimos años. La tendencia indica que, en el medio y largo plazo, este mercado de vivienda vacacional continuará madurando.

En el conjunto del año, los visados de los colegios de aparejadores cuantificaron en 780.000 el número de viviendas a iniciar, lo que supondrá un aumento del 5,4% en tasas interanuales. El empuje del segmento se ha producido principalmente en los municipios más turísticos de menor tamaño, donde los nuevos proyectos contemplaban un aumento del 5,8% en el número de viviendas a construir. 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 2005 descendió a un ritmo interanual superior al 20%, siendo en los municipios o provincias colindantes, por el contrario, donde se ha producido la expansión de la oferta.

A lo largo de 2005, los ritmos de venta han continuado moderándose de forma casi generalizada, lo que llevará a una ralentización de la producción de viviendas en aquellas zonas más saturadas de oferta. Nuestras previsiones indican una reducción, hasta las 715.000 unida-

des en el número de viviendas a iniciar, que continuará siendo superior a la media de los últimos seis años.

El número de viviendas terminadas en 2005 aumentó casi un 6% en relación con el año anterior, superando las 525.000 unidades. En los últimos cinco años se han entregado más de 2,25 millones de nuevas viviendas, lo que supone un aumento del parque de viviendas del 10% respecto de las existentes en el Censo de 2001. Este volumen de viviendas terminadas es equivalente al total de viviendas terminadas en el conjunto de la década de los ochenta. Para 2006, la tendencia indica que se terminarán un total de casi 600.000 nuevas viviendas, lo que supondrá un máximo histórico.

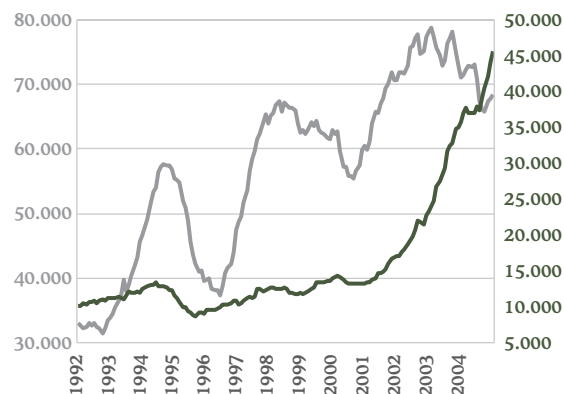
La edificación no residencial se mostró dinámica. Para 2006, la tendencia indica una mejora de la actividad del segmento.

En relación con la promoción no residencial, a lo largo de 2005 se inició la construcción de un total de casi 22,0 millones de metros cuadrados de superficie no residencial, lo que supuso un incremento interanual del 8% de la superficie a construir en este segmento. A pesar de la desaceleración de la inversión en oficinas y el suave retroceso de la producción de naves industriales, el mayor número de proyectos visados para espacios comerciales y almacenes, mostrando un avance interanual del 5,6%, junto al aumento de la construcción de otro tipo de superficies, como las dedicadas al ocio, han permitido cambiar la tendencia de años pasados y han llevado al segmento a presentar tasas de crecimientos positivas en 2005.

El desarrollo de la promoción de superficies comerciales mantuvo una dinámica creciente a lo largo de 2005, rompiendo la tendencia del año anterior. La elevada rentabilidad obtenida por este tipo de proyectos en los últimos años está siendo un importante aliciente para el aumento de este tipo de superficies. Así, en el conjunto de 2005, se visaron un total de 6,8 millones de metros cuadrados. La desaceleración del consumo esperada en 2006 junto con una política de aperturas más restringida afectarán al ritmo de promoción de nuevas superficies comerciales, lo que llevará a un crecimiento más moderado de la actividad en este segmento.

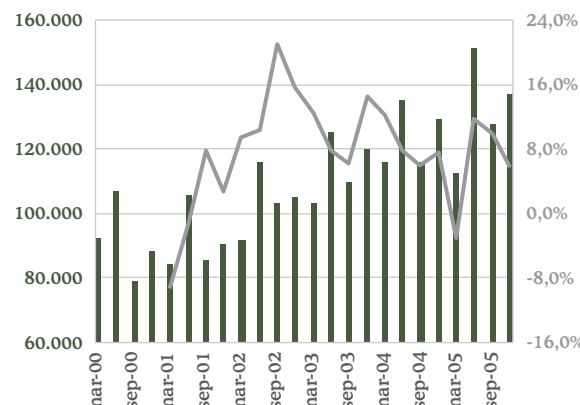
En 2005, el mercado de oficinas continuó con el bajo tono de meses anteriores y el volumen de obra nueva descendió casi un 9%, hasta los 2,4 millones de metros cuadrados, un 5% inferior a la media de los últimos cinco años. A pesar de que se está reduciendo el volumen de superficie destinada a oficinas, no se está produciendo aún un impulso claro en la oferta de este tipo de superficies no residenciales. Un aumento de los alquileres en este segmento sería un claro estímulo para la puesta en el mercado de nueva oferta.

Gráfico 2.8. Madrid y provincias limítrofes: Viviendas iniciadas. Número



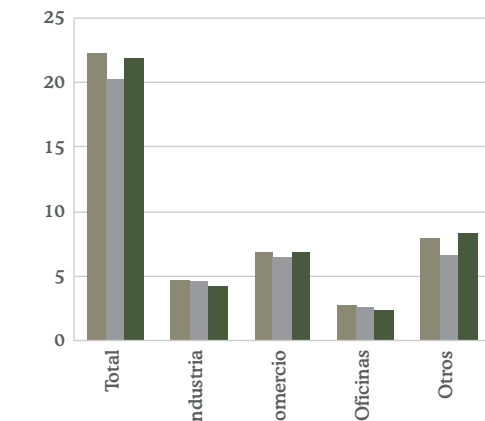
■ Madrid
■ Segovia, Guadalajara y Toledo
Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA

Gráfico 2.9. Viviendas terminadas. Número y variación anual (%)



■ Variación
■ Número
Fuente: Ministerio de Fomento

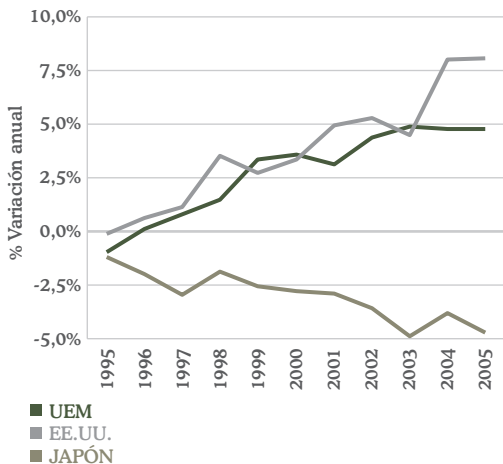
Gráfico 2.10. Superficie no residencial. Millones de m² a construir



■ 2003
■ 2004
■ 2005
Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA

Gráfico 3.1.
Precios de la vivienda

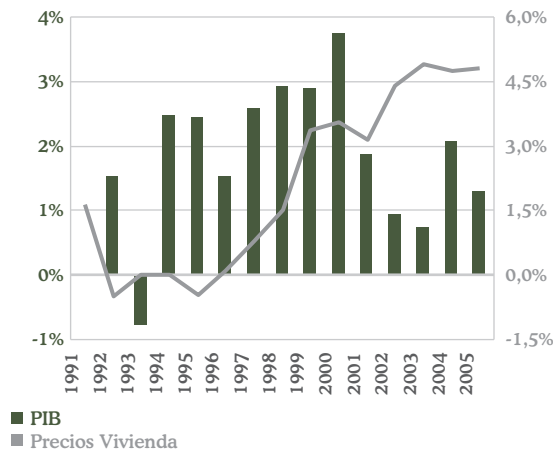
Evolución 1995-2005. Variación anual real



Fuente: Banco de España

Gráfico 3.2.
UEM: precios vivienda y PIB

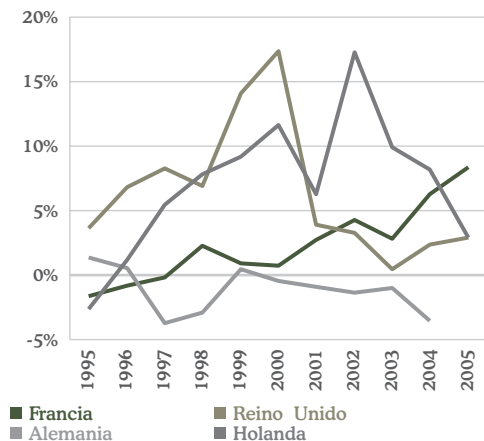
Variación anual real



Fuente: Eurostat y BCE

Gráfico 3.3.
Europa: precios de la vivienda

Variación anual real



Fuente: Banco de España

3. El mercado inmobiliario

Las revalorizaciones inmobiliarias continuaron siendo superiores a la inflación en las principales economías occidentales también en 2005. En el entorno europeo, los precios se comportaron de forma heterogénea.

Desde mediados de la década pasada, se está produciendo una continua revalorización residencial en las economías más desarrolladas. Excepto en Japón, donde 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 gran mayoría de las economías occidentales la elevada demanda de bienes residenciales se ha traducido en alzas de precios.

La elevada liquidez existente en el sistema, los bajos tipos de interés reales, 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 mayoría de los países de la Unión Europea como en EEUU. Los aumentos de los tipos de interés nominales que se están produciendo en la economía americana moderarán la demanda residencial y, con ello, los precios, al igual que sucediera en las economías del área de la libra esterlina tras la subida de tipos que realizaron los bancos centrales de Australia y Reino Unido.

En el primer semestre de 2005, los precios de la vivienda tuvieron una revalorización de casi el 5% en términos reales, por encima de la observada en 2004. La mejora de las condiciones financieras que se ha producido desde 2001 ha permitido que los precios de la vivienda se aceleraran en unos años de menor crecimiento económico y escasa generación de empleo. En 2006, las perspectivas muestran una mejor situación económica en el conjunto de la UE que sostendrán la demanda de viviendas y llevarán a revalorizaciones similares a las de 2005 en el conjunto de la UE.

Un avance más intenso de la economía europea en 2006 y la consecuente mejora del empleo en las principales economías de la Unión serán los nuevos alicientes que ayudarán a 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 Holanda o el Reino Unido, los precios se están moderando, en Francia e Italia los precios crecen a ratios superiores a los de la inflación y están acelerándose. En el mercado Alemán, por el contrario, los precios residenciales continuaron depreciándose también en 2005, si bien lo hicieron a una tasa menor que la de años anteriores.

Las mejores perspectivas de crecimiento de las principales economías europeas auguran cierta mejora de la demanda, por lo que los precios se mantendrán sostenidos en Alemania y continuarán avanzando en Francia, Italia y los países del entorno. En el caso de los mercados más dinámicos, como en Irlanda o España, los datos de 2005 apuntan a crecimientos más moderados.

A lo largo de 2005, los precios residenciales continuaron con la tendencia de moderación paulatina y ordenada. Para 2006, las previsiones indican tasas de crecimiento del entorno del 6% a finales de año.

En 2005 el mercado inmobiliario español continuó mostrando el dinamismo de años pasados, si bien se intensificaron las señales de ralentización, tanto en cantidades como en precios. Los indicios de moderación están llegando no solo al segmento de las viviendas principales, también al mercado de la segunda residencia. De todas formas, los avances de precios continúan siendo de dos dígitos y las transacciones superaron la media de los últimos cinco años.

En este sentido, el precio medio de la vivienda en España cerró 2005 con una revalorización del 12,8%, lo que supone una moderación de 4 puntos porcentuales respecto de las tasas de finales de 2004 y de 6 puntos porcentuales desde su momento de máximo crecimiento; acumulando con este dato nueve trimestres de desaceleración. Las previsiones indican que, también en 2006, continuará esta tendencia de moderación y que los precios de las viviendas terminarán el año con un avance del entorno del 5%-6%.

Esta ralentización de los precios residenciales se está produciendo en un entorno de menor empuje de la demanda, como pone de manifiesto el descenso de los ritmos de ventas, con un nivel de oferta aún creciente, tanto en el segmento de la vivienda nueva como en de la usada. Es por ello que la desaceleración se está produciendo en ambos segmentos, si bien está siendo más acusada en la vivienda usada, que ha tenido revalorizaciones más elevadas que la vivienda nueva desde principios de 2002.

La desaceleración está siendo generalizada en casi todas las Comunidades Autónomas: en el último año, en tan solo tres CC.AA. (Navarra, Galicia y Comunidad Valenciana) los precios de las viviendas aceleraron su ritmo de crecimiento, mientras que han sido las CC.AA. donde las revalorizaciones aumentaron más en 2004 (Murcia, Andalucía y Cataluña) las que han experimentado una desaceleración más intensa (entre 14 y 9 puntos porcentuales) en 2005. En general, no se aprecian diferencias significativas en la evolución de los precios entre costa e interior.

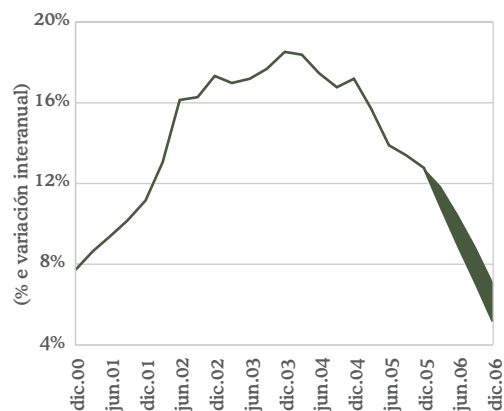
En lo que respecta a las grandes ciudades se observan comportamientos dispares. Así, a pesar de que en términos interanuales los precios de la vivienda en Barcelona se han desacelerado más que en Madrid, en la segunda mitad del año se ha experimentado una aceleración de los precios en la Ciudad Condal mientras que en Madrid mantienen la tendencia a la moderación. No obstante, en ambos casos los incrementos más pronunciados han quedado atrás.

El análisis de la tendencia de los precios residenciales señala una clara moderación de los mismos en, prácticamente, casi todas las Comunidades Autónomas.

El análisis de los nuevos datos de precios residenciales elaborados por el Ministerio de la Vivienda pone de manifiesto la existencia de cierta estacionalidad en las series, tanto a nivel general como en los niveles más desagregados. Para mitigar este problema y extraer la información que ofrecen nuevas series, se han desestacionalizado los datos y calculado la tendencia.

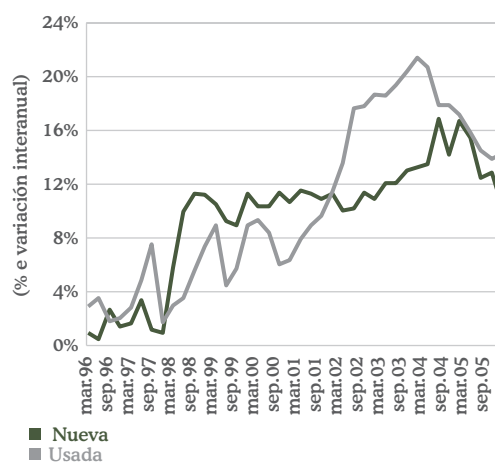
Como ya se adelantaba en el anterior BBVA Situación Inmobiliaria, de noviembre de 2005, el análisis de la tendencia muestra que desde finales

Gráfico 3.4.
Precio de la vivienda libre en España



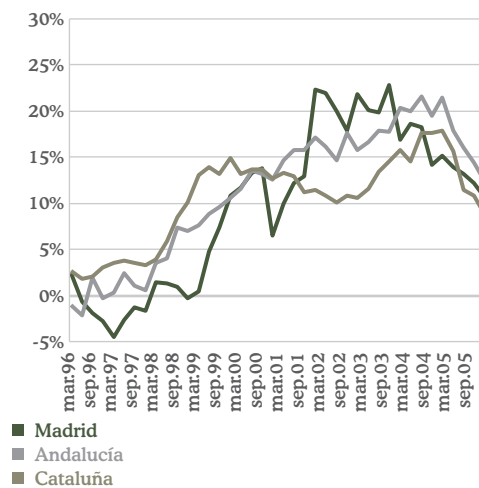
Fuente: Ministerio de la Vivienda y BBVA

Gráfico 3.5.
Precio de la vivienda libre en España



Fuente: Ministerio de la Vivienda

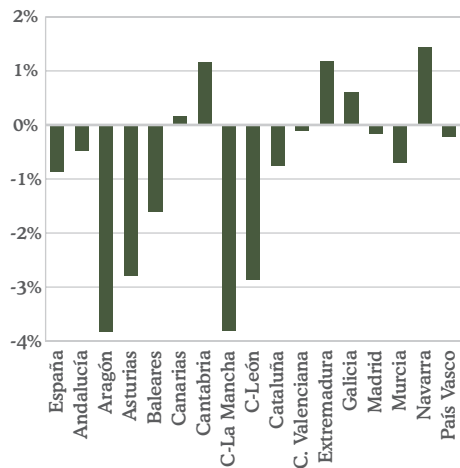
Gráfico 3.6.
Precios de la vivienda libre
Variación anual



Fuente: Ministerio de la Vivienda

Gráfico 3.7.
Error en la previsión del cuarto trimestre

Dato observado/Dato previsto



Fuente: BBVA

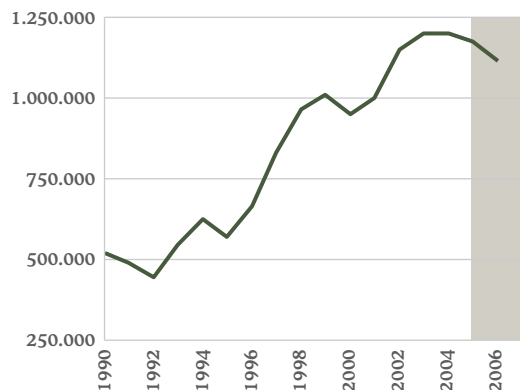
Cuadro 3.1. Precios de la vivienda. Tendencia

	dic.05	Máximo	nº trimestres desde máximo	Diferencial entre último máximo
España	12,6%	18,3%	9	5,8%
Galicia	15,3%	15,3%	0	0,0%
C-León	12,0%	15,4%	5	3,4%
Asturias	10,2%	14,1%	8	3,9%
C. Valenciana	14,8%	19,3%	3	4,5%
Extremadura	11,7%	18,1%	4	6,4%
Aragón	11,0%	18,5%	7	7,5%
Navarra	9,9%	17,0%	24	7,0%
Canarias	8,4%	15,4%	22	7,0%
Andalucía	10,7%	21,5%	7	10,8%
Cataluña	9,6%	20,2%	6	10,6%
C-La Mancha	11,4%	24,8%	4	13,3%
Madrid	8,2%	21,6%	12	13,4%
Cantabria	7,5%	20,1%	19	12,6%
Murcia	13,2%	26,8%	7	13,5%
País Vasco	8,0%	23,0%	23	15,0%
Baleares	8,2%	29,1%	25	21,0%

Nota: Las variaciones corresponden a las tasas intertrimestrales anualizadas

Fuente: BBVA

Gráfico 3.8.
Trasacciones de vivienda. Número



Fuente: BBVA

de 2003 se está produciendo una clara desaceleración de los precios residenciales tanto a nivel nacional como en el ámbito de las distintas CC.AA. Los datos correspondientes al cuarto trimestre del año lo ratifican e, incluso, apuntarían a una desaceleración más intensa de los precios en algunas Comunidades Autónomas, como en Castilla-La Mancha. En términos reales, dado el repunte de la inflación, esta desaceleración de los precios está siendo más acusada en los últimos trimestres.

En conjunto, la tendencia de los precios de la vivienda avanzaba a un ritmo del 12,6% en tasas interanuales a finales de 2005, casi seis puntos por debajo del máximo del tercer trimestre de 2003. Esta moderación ordenada de los precios también se aprecia en la mayoría de las comunidades autónomas. En este sentido, salvo en Galicia, donde el ciclo inmobiliario no ha sido especialmente expansivo en el pasado, en las demás comunidades el aumento de los precios en la actualidad es inferior al observado en trimestres anteriores.

En general, las moderaciones de precios más acusadas se han producido en aquellas comunidades donde las revalorizaciones han sido más elevadas, como en el caso de Baleares, País Vasco o Murcia. Por el contrario, ha sido en las comunidades donde los precios máximos fueron menores donde los ajustes están siendo más suaves.

La desaceleración se está produciendo tanto en las CC.AA. del interior como en las más orientadas al turismo. Es de destacar, sin embargo, que fue en las CC.AA. insulares donde primero se observó el auge de los precios y la moderación de los mismos. Al igual que en Navarra y el País Vasco. En Madrid, Andalucía y Cataluña, las más pobladas, la tendencia de los precios de la vivienda ha sido similar a la media nacional, con una moderación de más de 10 puntos respecto de sus máximos.

Esta evolución de los precios se ha realizado en un contexto de suave ralentización de las ventas.

En el conjunto de 2005, las primeras estimaciones de transacciones de viviendas apuntan un ligero descenso en el número de ventas y marcan una tendencia que llevará a un menor volumen de ventas en 2006. El año pasado, se vendieron un total de más de 1.175.000 viviendas, mostrando un descenso del 2% respecto de las cifras de 2004. Las previsiones indican que en el presente año el nivel de ventas será superior a 1,1 millones de viviendas, lo que representa un ajuste del 5% en el número de transacciones. Los descensos de ventas se están produciendo tanto en la vivienda usada como en la nueva, y en prácticamente todos los mercados.

En el medio y largo plazo, la demanda de vivienda vendrá condicionada principalmente por la evolución tanto de los fundamentos demográficos como los económicos. En este sentido, el análisis de las variables demográficas se amplía en el recuadro "La demanda de viviendas".

Los ligeros aumentos de los tipos de interés no han impedido que aumentara la capacidad de financiación de las familias, pero si han provocado cierto endurecimiento de los indicadores de accesibilidad a la vivienda.

La moderación de la demanda residencial del último año está asociada al deterioro que se ha producido en las condiciones de acceso a la vivienda por el endurecimiento del entorno financiero. Desde comienzos de la presente década, el alza de los precios inmobiliarios ha afectado de forma negativa a los indicadores de accesibilidad, efectos que eran parcialmente mitigados por los continuos descensos de los tipos

de interés y el alargamiento de los plazos de amortización, si que ello se reflejara de forma clara en el volumen de viviendas demandas. En 2005, a pesar del menor avance de los precios residenciales, los ratios de accesibilidad se deterioraron más que en 2004 por el suave aumento de los tipos hipotecarios.

En relación con los ingresos familiares, el precio medio de una vivienda en 2005 fue equivalente a algo más de cinco años de trabajo para una familia media, con ingresos ponderados brutos de 1,65 salarios al año. Este ratio supera en dos años el observado en 2000 y será de 5,5 veces a finales de 2006.

En términos de pagos mensuales, la compra de una vivienda media con financiación hipotecaria suponía destinar el 25% de los ingresos familiares al pago de las cuotas derivadas de dicho préstamo, porcentaje que se reduce al 20% si se toman en cuenta las desgravaciones fiscales a la compra. En los últimos cinco años, este ratio ha empeorado en 5 puntos porcentuales y la tendencia indica se producirá un deterioro añadido de casi 3 puntos porcentuales a lo largo de 2006. Este deterioro será consecuencia de unos precios residenciales más elevados y tipos hipotecarios ligeramente más altos.

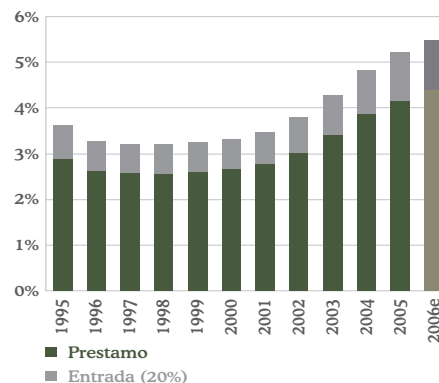
Los aumentos de tipos de interés que se produjeron en el mercado hipotecario en la segunda parte de 2005 no supondrán, sin embargo, una merma de la capacidad de financiación de las familias, que continuará extendiéndose en 2006 por el esperado, y positivo, aumento de la renta de los hogares y unos plazos de amortización ligeramente más largos. A finales de 2005, una familia media, con unos ingresos de 30.000 euros al año, tenía una capacidad de financiación de casi 202.000 euros, capacidad que aumentará hasta 205.000 a finales de 2006 de continuar la tendencia actual.

Observando la elasticidad de los ratios de accesibilidad a la vivienda ante alteraciones de tipos de interés o de los plazos de amortización 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 produciría un descenso del algo más del 8% en la capacidad de endeudamiento de los hogares. Sin embargo, por cada año que se incrementen los plazos de amortización de los créditos hipotecarios, el descenso del importe de las cuotas hipotecarias es equivalente al 1% de la misma mientras que la capacidad de endeudamiento aumentaría en algo más de tres puntos porcentuales. En la actualidad, los plazos de amortización medios de los nuevos préstamos hipotecarios se sitúan en el entorno de los veinticinco años. Un aumento del plazo medio de los préstamos hipotecarios hasta los veintiocho 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 100 puntos básicos en los tipos de interés.

Gráfico 3.9.

Accesibilidad a la vivienda

Precio de la vivienda/ingresos salariales

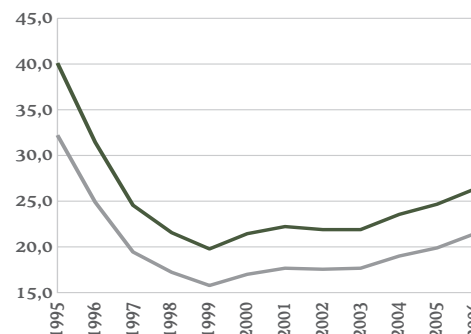


Fuente: BBVA

Gráfico 3.10.

Accesibilidad a la vivienda en España

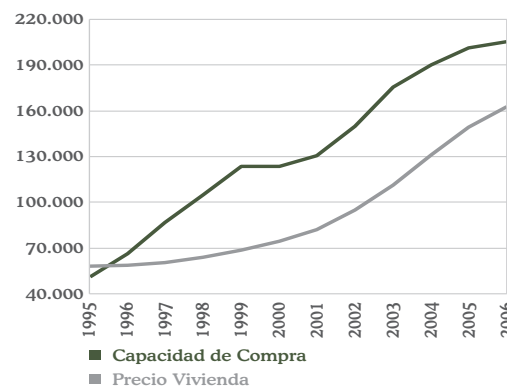
Esfuerzo sobre ingresos salariales



Fuente: BBVA

Gráfico 3.11.

Precios de la vivienda y capacidad de compra €/m²



Fuente: Ministerio de la Vivienda y BBVA

Cuadro 3.1. Indicadores de accesibilidad

	Ocupados por hogar	Renta salarial familiar	Precio de una vivienda de 90m ² (1)	Precio/Salarios	Préstamo		Cuota del préstamo/Renta salarial familiar	Vivienda adquirible (€)* (2)	Indicador BBVA (2)/(1)
					Tipo de interés	Plazo			
Promedio 1995-1999	1,36	19.916	65.710	3,30	7,7%	18	27,5	86.493	1,3
2000	1,51	23.835	79.220	3,32	5,8%	22	21,4	123.426	1,6
2001	1,54	25.038	87.030	3,48	5,8%	23	22,2	130.467	1,5
2002	1,58	26.548	100.719	3,79	4,9%	23	21,9	153.130	1,5
2003	1,58	27.740	118.465	4,27	3,7%	24	21,9	180.374	1,5
2004	1,59	28.801	139.136	4,83	3,4%	24	23,6	196.764	1,4
2005	1,64	30.420	158.490	5,21	3,4%	25	24,7	213.807	1,3
2006(e)	1,64	31.485	172.654	5,48	3,9%	27	26,4	218.340	1,3

* Se estima la vivienda a la que se podría aspirar si se dedica un tercio de la renta salarial a pagar la cuota de un préstamo por el 80% del valor de la vivienda en las condiciones de mercado de cada momento.
Fuente: BBVA

La demanda de vivienda en perspectiva

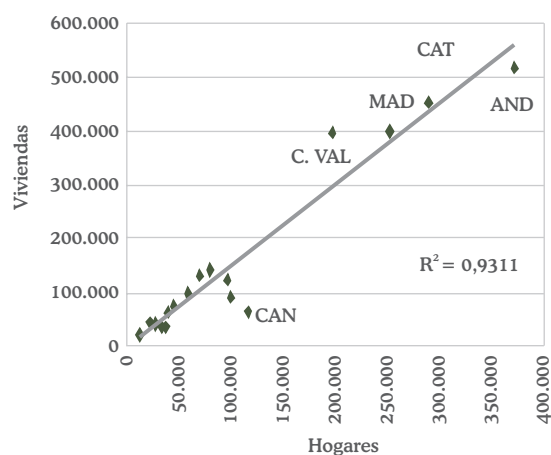
Introducción

La evolución que tendrá la demanda de viviendas en España en el medio y largo plazo es una de las preocupaciones más generalizadas dentro del sector inmobiliario en la actualidad, dado que afectará a la evolución de la oferta y, previsiblemente, también a los precios.

En este sentido, uno de los rasgos más característicos de la inversión en vivienda es su carácter cíclico a lo largo del tiempo. Los ciclos inmobiliarios cortos, más volátiles y más influenciados por las condiciones coyunturales tanto de oferta como de demanda, se asientan sobre ciclos más largos, determinados por factores estructurales como pueden ser los demográficos, la evolución del ingreso permanente de las familias o los precios relativos de los bienes inmuebles. A largo plazo, si las condiciones lo permiten, la oferta tiende a ajustarse a la demanda.

Los modelos de demanda de vivienda desarrollados en los noventa, basados en los datos demográficos, anticiparon relativamente bien el proceso de formación de hogares seguido en España en la década pasada, pero infra-estimaron de forma significativa el número total de viviendas que se construirían. La existencia de una demanda más amplia que la considerada como "necesaria", la intensa llegada de inmigrantes y la adquisición por parte de extranjeros de residencias vacacionales ayudan a explicar esta diferencia. De cualquier forma, en periodos temporales largos, las viviendas terminadas han guardado una relación muy directa con el proceso de formación de hogares en todas las comunidades autónomas, como se observa en el gráfico 1.

Gráfico 1.
Hogares y viviendas terminadas
Por CC.AA. 1991-2001



Fuente: BBVA

A finales de 2005, las primeras estimaciones del INE¹ apuntaban a que la población española se ha incrementado hasta 44,1 millones de habitantes, formando un total de 15,115

millones de hogares y a la existencia de un parque de 23,1 millones de viviendas. Así, en los últimos cuatro años, mientras que la población se ha incrementado en 3,2 millones de personas y el número de hogares en más de 1,5 millones, el incremento del parque de viviendas ha superado los 2,2 millones de unidades, lo que pone de manifiesto la intensidad del fenómeno de la demanda de vivienda turística, tanto por parte de residentes como de no residentes.

Cuadro 1.
España: Viviendas y variables demográficas

	Población	Número Hogares	Número Viviendas	Personas/Hogar	M ² /persona
1960	30.582.936	7.028.651	7.726.423	4,35	23,4
1970	33.956.047	8.504.326	10.655.785	3,99	29,0
1981	37.742.561	10.153.895	14.726.859	3,72	36,1
1991	39.433.942	11.834.849	17.206.363	3,33	40,4
2001	40.847.371	13.591.000	20.823.369	3,01	47,2
2005*	44.108.530	15.115.000	23.077.828	2,92	48,4
2011	46.478.021	17.595.689	26.128.185	2,64	52,0

(*) Estimación INE 2005 y BBVA
Fuente: Censos INE, BE

Se pretende en el presente recuadro profundizar en la evolución del número de hogares que residirán en España en el medio y largo plazo y su potencial influencia en el mercado inmobiliario. Para ello, se analiza en los siguientes párrafos el proceso de formación de hogares que seguirá la población española, la incidencia de la inmigración y la llegada de nuevos hogares asociada al turismo.

La evolución demográfica y la inmigración

En relación con la demografía, en la última década se han producido cambios estructurales que están condicionando significativamente el proceso de formación de hogares en España. En primer lugar, existe un mayor porcentaje de hogares por cada 100 habitantes, porcentaje que se incrementa en prácticamente todos los estratos de edad. Este aumento es coherente con el crecimiento que se está produciendo en el número de hogares unifamiliares, tanto entre los más jóvenes como en los de edades más maduras, y con un mayor índice de separaciones y divorcios.

En segundo lugar, se observa un incremento muy significativo de los hogares en los que la persona que declara ser la cabeza de familia es una mujer: mientras que en 1991 solo el 12% de las mujeres se declaraban cabeza de familia, en 2001 esa proporción superaba el 25%. Además, el aumento se ha producido en todos los segmentos de edad, si bien ha sido más intenso en los tramos de 20 a 40 años. Esta evolución es consecuencia de la mayor participación de la mujer en el mercado laboral, que ha pasado del 25% del total de mujeres a principios de los noventa hasta alcanzar casi el 50% en la actualidad.

¹ Instituto Nacional de Estadística. INE: <http://www.ine.es>

Por último, desde finales de la pasada década en España se ha registrado un espectacular incremento de la población inmigrante, que ha triplicado su peso en la población española hasta suponer el 10% del total, sumando ya 4,4 millones de personas en 2005. La estructura de edades de los inmigrantes difiere de manera notable de la población nativa, con un peso mayor de los grupos en edad de demandar vivienda: el 60% de la población inmigrante se concentra en los tramos de edad entre los 20 y los 44 años, frente al 40% de la población nativa. Esta fuerte entrada de inmigrantes ha presionado de manera importante la demanda de vivienda en España en los últimos años. Y si bien se observa que, en un primer estadio, esta demanda se orientó a la vivienda de alquiler, compartida en la mayoría de los casos, en la actualidad se está desplazando hacia la compra de forma creciente.

• El proceso de formación de hogares

Para estimar el número de hogares que se formarán en España en el período 2006-2011, se parte de la estructura por edades de la población existente en el año 2004 y se aplican las tasas de jefe de hogar obteniéndose, de este modo, el número de hogares en cada año del período analizado. Para ello, en primer lugar, se estima la tasa de jefe de hogar (número de jefes de hogar en relación con el total de la población) para cada estrato de edad:

Considerando: $T_i = n_i/N_i$

Donde: T_i = Tasa de jefe de hogar

n_i = Número de jefes de hogar

N_i = Total de la población

El subíndice i hace referencia a la edad.

El intervalo de edades considerado comprende desde 12 hasta 85 años, agrupando a los jefes de hogar menores de 12 años y mayores de 85 en la primera y última tasa respectivamente. La tasa de jefe de hogar refleja fundamentalmente el proceso de formación de núcleos familiares a partir de las uniones matrimoniales, de las separaciones y divorcios y el conjunto de hogares monoparentales. La tasa de jefe de hogar para cada estrato de población y diferentes momentos en el tiempo, multiplicada por el número de habitantes, proporciona el número de hogares asociado a un grupo de edades:

$$N_{it} \times T_i = n_{it} = H_{it}$$

Donde los subíndices i y t hacen referencia a las edades y al año de análisis, respectivamente.

Es decir, las tasas de jefe de hogar (T_i), aplicadas sobre la población de cada año clasificada por edades (N_{it}), permite obtener el número de jefes de hogar (n_{it}) en el año t y que pertenecen a la i -ésima cohorte y, por lo tanto, el número de hogares que pueden atribuirse a dicho segmento de la población en el año correspondiente (H_{it}).

Este procedimiento permite el análisis del número de hogares existentes en un periodo determinado. Así, la variación del número de hogares es la resultante de aplicar la tasa de jefe de hogar correspondiente a las variaciones producidas en la población existente en cada estrato de edad. La evolución de la población y las alteraciones en la tasa de jefes de hogar son las variables clave del análisis de la demanda potencial por motivos poblacionales.

• Tasas de jefes de hogar y proyecciones de hogares.

En el cuadro 2 se muestran las tasas de hogar por cohortes de edad obtenidas a partir del censo de 2001. De ellas se deduce que los jefes de hogar suponían al 34,7% de la población total, abarcando al 44,4% de la población masculina y al 25,5% de la femenina; además, el peso de los jefes de hogar aumenta a medida que se avanza en la pirámide de edad, alcanzando su máximo en los estratos de 60 y más años. El crecimiento más intenso del flujo de nuevos hogares se observa, como es lógico, en los estratos de 20 a 34 años.

Cuadro 2.
Tasas de jefes de hogar.

Distribución año 2001

GRUPOS DE EDAD DEL JEFE DEL HOGAR	TASA DE JEFES DE HOGAR		
	TOTAL	DISTRIBUCIÓN SEGÚN SEXO	
		MASCULINO	FEMENINO
España	34,7%	44,4%	25,5%
15 - 19 AÑOS	1,5%	1,4%	1,6%
20 - 24 AÑOS	7,6%	7,5%	7,6%
25 - 29 AÑOS	21,7%	23,0%	20,4%
30 - 34 AÑOS	38,2%	45,3%	30,9%
35 - 39 AÑOS	46,2%	58,5%	33,7%
40 - 44 AÑOS	49,7%	66,2%	33,3%
45 - 49 AÑOS	51,7%	71,9%	31,8%
50 - 54 AÑOS	52,8%	76,0%	30,1%
55 - 59 AÑOS	54,1%	78,0%	31,2%
60 - 64 AÑOS	54,1%	76,8%	33,1%
65 - 69 AÑOS	52,4%	73,3%	34,2%
70 - 74 AÑOS	57,0%	75,9%	41,6%
75 - 79 AÑOS	60,5%	75,8%	49,5%
80 - 84 AÑOS	61,2%	73,4%	54,1%

Fuente: BBVA

De cara a los próximos años, no parecen existir argumentos de peso para pensar que se revertirán los procesos comentados anteriormente. En un entorno de estabilidad económica como el actual, las tasas de jefe de hogar podrían seguir creciendo, especialmente en los tramos de edad más jóvenes. Aún conservando las tasas derivadas del Censo de 2001 y considerando las proyecciones de llegada de inmigrantes del INE, las estimaciones muestran que en los próximos siete años se crearán aproximadamente 500.000

hogares al año; cifra bruta de los que 360.000 provendrán de la población ya residente y 140.000 hogares del flujo de nuevos inmigrantes. En definitiva, la dinámica demográfica seguirá justificando un nivel de demanda de vivienda ciertamente significativo.

Cuadro 3.
España: Población y hogares

Previsiones 2005-2011

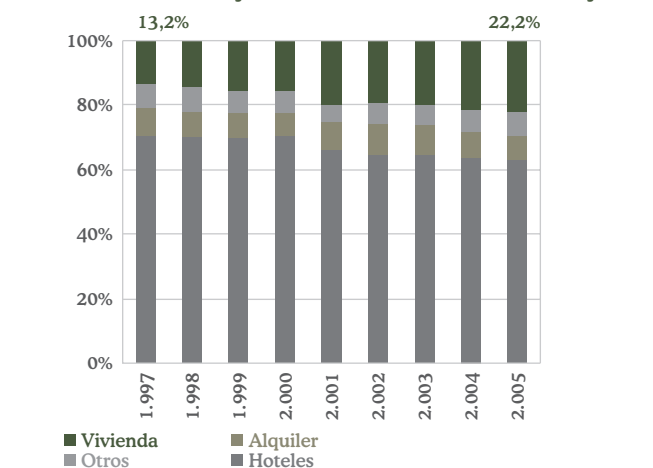
	Flujo Bruto Nuevos Hogares		
	Residentes	Inmigrantes	Conjunto
2005	354.793	180.000	534.793
2006	356.888	165.000	521.888
2007	359.618	150.000	509.618
2008	362.566	135.000	497.566
2009	364.988	120.000	484.988
2010	365.525	115.000	480.525
2011	363.661	110.000	473.661
Promedio			
2005-2011	361.148	139.286	500.434

Fuente: BBVA

La llegada de hogares por motivos turísticos

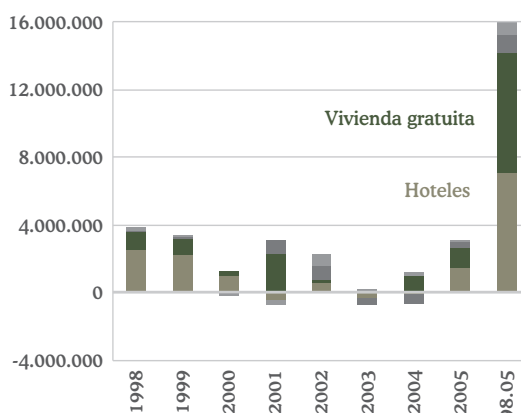
La estabilidad que supone la pertenencia de nuestra economía a un área monetaria común, ha incrementado la confianza de los agentes extranjeros en la economía española. Esta situación ha tenido un fiel reflejo en una modificación clara en los hábitos de los turistas que visitan España en relación con el modo de alojamiento: así, mientras en 1997 un 13% de los turistas extranjeros acudieron a viviendas gratuitas (bien porque fueran en propiedad bien cedidas), en 2005 este porcentaje se elevaba ya al 22% del total, según datos de Frontur, (gráfico 2). En este período de tiempo, el número de turistas que llegan a España se ha incrementado en 16 millones. De este total, algo menos de la mitad utilizó la vivienda gratuita como forma de alojamiento (gráfico 3). Sin duda, se trata de un hecho relevante por las implicaciones evidentes sobre el mercado inmobiliario.

Gráfico 2.
Modalidad de alojamiento de turistas extranjeros



Fuente: IET

Gráfico 3.
Destino de los nuevos turistas. 1998-2005



Fuente: Frontur

En 2004, de los más de 11 millones de turistas que se alojaron en viviendas gratuitas, casi 4,4 millones lo hicieron en su propia residencia. Éste número de personas, ponderado con el tamaño medio de los hogares europeos (principales mercados emisores), nos llevaría a que existen un total de casi 2 millones de hogares que residen temporalmente en su propia vivienda en España.

En términos prospectivos, los hogares de turistas que llegarán a residir en una vivienda turística en el futuro dependerá de: la capacidad de atracción de nuevos flujos turísticos hacia España, de las preferencias de los turistas con relación al alojamiento empleado y del tamaño de sus hogares. Considerando que este último factor no va a experimentar un cambio significativo en los próximos años, la mayor relevancia correspondería a los dos primeros elementos.

En este sentido, desde el año 2000, el número de turistas extranjeros llegados a España ha experimentado aumentos modestos con relación a la década de los noventa. En promedio, los flujos han crecido a una tasa media de casi el 4% en los últimos años, exceptuando la particular caída de 2003. Si bien el turismo español está perdiendo cuota a escala global, el margen de expansión del sector no está aún agotado, por lo que la tendencia del escenario futuro se situaría en el rango comprendido entre el 2% y 3%. El abanico de previsión de llegada de nuevos turistas extranjeros por año se sitúa entre 1.189.000 del supuesto más modesto y 1.818.800 del más optimista (bajo la hipótesis central de crecimiento del 2,5% serían 1,5 millones los nuevos turistas al año de media en el periodo).

Con relación a las preferencias de los turistas, en los últimos cuatro años el porcentaje de los mismos que acude a vivienda de su propiedad ha oscilado entre el 8 y el 10% del total. Sin embargo, dados los procesos demográficos existentes hoy en Europa, con tendencia acusada al envejecimiento de su población, y con una preferencia creciente por la vivienda en propiedad, que se estima alcanzará al 15% de los nuevos turistas, el rango de llegadas de hogares es-

Cuadro 4.
Previsión de llegada de turistas

	Aumento de Turistas		
	Δ2,0%	Δ2,5%	Δ3,0%
2006	1.317.163	1.595.046	1.872.928
2007	1.268.729	1.560.784	1.855.617
2008	1.221.411	1.527.041	1.838.457
2009	1.169.861	1.488.407	1.815.962
2010	1.108.132	1.438.724	1.781.753
2011	1.048.251	1.390.103	1.748.013
Promedio			
2006-2011	1.188.925	1.500.017	1.818.789

Fuente BBVA

Cuadro 5.
Previsión de nuevos hogares de turistas

	Número de hogares nuevos		
	Δ2,0%	Δ2,5%	Δ3,0%
2006	88.010	106.578	125.146
2007	88.811	109.255	129.893
2008	89.385	111.752	134.542
2009	91.196	116.028	141.563
2010	91.673	119.022	147.400
2011	91.722	121.634	152.951
Promedio			
2006-2011	90.133	114.045	138.582

Fuente BBVA

taría entre 90.000 y 140.000 nuevos hogares. En definitiva, considerando los diferentes elementos condicionantes, los movimientos turísticos atraerán a un promedio de 114.000 nuevos hogares en los próximos años.

Los flujos netos de hogares en España

En conjunto, el flujo bruto de nuevos hogares que residirán en España se puede estimar en algo más de 600.000 de promedio en los próximos años, de los que medio millón serán residentes y algo más de cien mil no residentes.

Sin embargo, como consecuencia del creciente envejecimiento de la población española, también se observa un aumento en el flujo de desaparición de hogares. Este proceso se irá intensificando hasta alcanzar un total de 290.000 salidas en 2011. Como saldo final, en ese año, habitarán en España algo más de 17,2 millones de hogares, lo que supondrá un aumento intercensal de más de 3,6 millones de hogares, más del doble que en décadas pasadas.

En relación con la demanda de vivienda, tanto en lo referente a vivienda principal como secundaria, pueden desprenderse, simplificando, dos implicaciones fundamentales. La primera de ellas es que el nivel de demanda que cabría esperar en los próximos años, aunque inferior al registrado en la actualidad, continuará siendo ciertamente significativo. En segundo lugar, ligado a lo anterior, la desviación con relación al escenario central vendrá determinada fundamentalmente por el grado de estabilidad de la economía española

Cuadro 6.
Hogares: flujos brutos y netos. Previsiones 2006-2011

	Flujo Bruto	Nuevos Hogares		Salidas Hogares	Total Hogares
	Residentes	Inmigrantes	Turisticos		
2006	356.888	165.000	106.578	224.383	15.519.083
2007	359.618	150.000	109.255	237.131	15.900.825
2008	362.566	135.000	111.752	251.101	16.259.042
2009	364.988	120.000	116.028	265.464	16.594.593
2010	365.525	115.000	119.022	279.056	16.915.084
2011	363.661	110.000	121.634	290.001	17.220.379
Promedio					
2005-2011	361.148	139.286	112.653	251.737	

Fuente: BBVA

y, en menor medida, por la evolución económica de los principales países demandantes de vivienda vacacional (Reino Unido y Alemania).

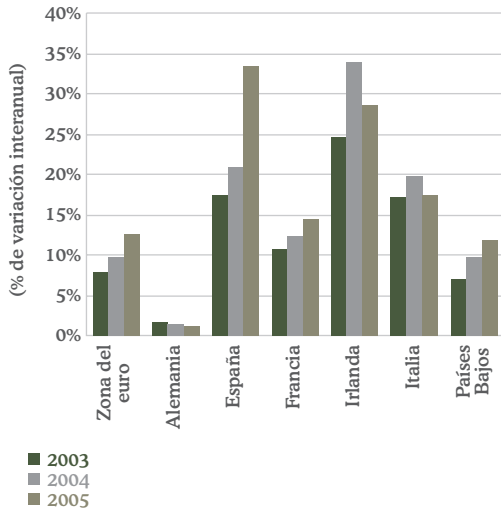
En este sentido, la evolución del mercado laboral es importante, ya que condiciona la mayor o menor presión puntual en el mercado inmobiliario, y afecta a las expectativas de los agentes, lo que puede provocar cambios significativos en las condiciones de demanda. Un mayor optimismo en la facilidad para obtener un empleo, en la estabilidad del mismo y en las posibilidades futuras de mejora, en un entorno de fácil acceso a la financiación, incrementa la propensión de una familia a la adquisición de una vivienda. Un razonamiento similar se puede aplicar a la inmigración, ya que conforme se mantengan unas expectativas positivas de creación de empleo en España, el atractivo de venir a nuestro país a trabajar no tendría que modificarse.

También hay que tener en cuenta que el creciente ritmo de salida de hogares genera una oportunidad en el mercado residencial vía rehabilitaciones. Si bien una importante porción de la población de más edad reside en zonas rurales, el 30% de los mayores de 65 años, donde la demanda residencial no es muy elevada, otra parte lo hace en los entornos urbanos lo que posibilita que la obsolescencia del stock de viviendas se convierta en un aspecto decisivo en la tensión demanda-oferta que el mercado de la vivienda deberá soportar en el futuro. En este aspecto, los factores que condicionan la recuperación de las viviendas por la desaparición de hogares son la calidad de origen del stock, su ubicación y el grado de consolidación espacial de la población.

Por último, es de esperar que continúe ganando peso la demanda de vivienda secundaria, especialmente por parte de no residentes. No obstante, las condiciones económicas de los principales países inversores y el desarrollo del modelo turístico español tendrán un papel importante en la evolución de este segmento de demanda, como se desprende del tema del trimestre del presente informe.

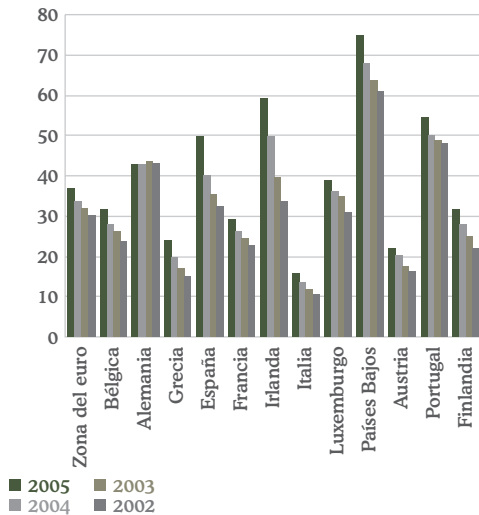
David Martínez, dmartinez@grupobbva.com
Tomás Riestra, riestra.giner@grupobbva.com
Ignacio San Martín, jsanmartin@grupobbva.com
Servicio de Estudios Económicos BBVA

Gráfico 4.1.
Crecimiento del crédito a la adquisición de vivienda



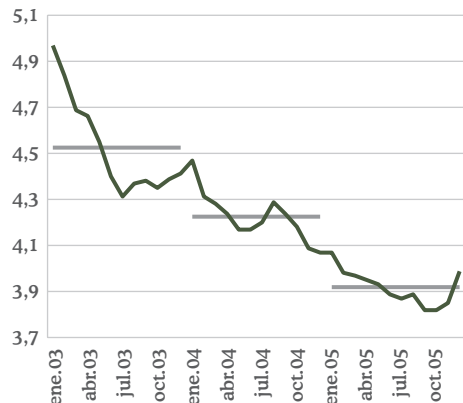
Fuente: Banco de España

Gráfico 4.2.
Crédito a la vivienda/PIB



Fuente: Banco de España y Comisión Europea

Gráfico 4.3.
TAE de las nuevas operaciones de crédito a la adquisición de vivienda en la UEM



Fuente: BCE

4. Financiación inmobiliaria

El crédito a la adquisición de vivienda continúa acelerando su crecimiento en Europa

El crecimiento del crédito al sector privado en la UEM se situó en el 9,1% en diciembre de 2005, tres puntos porcentuales por encima del crecimiento del año anterior. Dentro del crédito, la partida más dinámica continúa siendo la financiación a la adquisición de vivienda, que creció a un ritmo del 12% al cierre del año, dos puntos porcentuales por encima del crecimiento del año anterior. Esto se traduce en un mayor peso de la cartera de crédito a la vivienda en la financiación al sector privado, que ha aumentado, al igual que en los dos años anteriores, un punto porcentual y alcanza ya el 35%.

Al analizar la importancia de la financiación a las familias para la adquisición inmobiliaria sobre el PIB se observa un aumento de tres puntos porcentuales en 2005 acercándose al 37% en la zona euro. Este incremento ha sido bastante generalizado en los países de la UEM, salvo en Alemania, donde el crédito a la vivienda redujo su importancia en seis puntos básicos durante el año. Asimismo, continúa siendo destacable el dinamismo de los mercados hipotecarios irlandés y español.

Tras alcanzar un mínimo histórico en el mes de octubre de 2005 (3,82%) a consecuencia de los bajos niveles de los tipos de interés a largo y a corto plazo y del creciente peso de los préstamos a tasa variable, los tipos de interés de los préstamos a la adquisición de vivienda registraron un repunte de 17 puntos básicos, absorbiendo parte de la subida de los tipos de interés oficiales. Aún así, en promedio, los tipos de interés se situaron, durante 2005, en el 3,92%, 31 puntos básicos por debajo de la media de 2004.

A esto hay que sumar la mejora de las expectativas económicas en la zona euro, que ha contribuido a un aumento de la demanda de crédito a la vivienda. De hecho, como se desprende de la última encuesta de préstamos bancarios, el cuarto trimestre de 2005 fue, desde que se inició la encuesta con datos de finales de 2002, el trimestre en el que más entidades apreciaron un aumento de la demanda de crédito a hogares para la adquisición de viviendas. Según las entidades, la mejora en la confianza de los consumidores fue la principal razón de este aumento. Aún así, la mayoría de las entidades apuestan por una ligera desaceleración de la demanda de este tipo de crédito durante el próximo trimestre.

En lo que respecta a los estándares de crédito, es decir, a las condiciones en las que las entidades ofrecen los préstamos, se observó un ligero endurecimiento que, no obstante no prevén que continúe en los próximos meses.

En España, el crédito continúa creciendo a tasas superiores al 24%

En España, el crédito al sector privado incluyendo titulizaciones continuó acelerándose durante el segundo semestre de 2005, registrando aumentos interanuales a noviembre cercanos al 20%, un ritmo 3 puntos porcentuales por encima del año anterior.

A pesar de que las partidas que más crecen continúan siendo las asociadas a la actividad inmobiliaria, durante 2005 se ha observado una fuerte aceleración del resto de finalidades.

El crédito gestionado para la adquisición de viviendas continúa creciendo a ritmos del 24%. La positiva evolución económica y del empleo, la salida al mercado de un creciente número de viviendas terminadas y el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos permitieron a las entidades de crédito continuar aumentando la financiación a las familias para la compra de vivienda. A pesar del repunte de 60 puntos básicos del Euribor a 12 meses durante el último trimestre de 2005, los tipos de interés de las nuevas operaciones se mantuvieron en niveles muy bajos, recogiendo sólo parte de esta subida.

Así, en promedio, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a la adquisición de vivienda durante 2005 fueron ligeramente inferiores a los del año anterior (4 pbs) situándose a finales de año en el 3,37%.

Esto puede en parte explicarse por la fuerte competencia existente entre entidades en este producto, así según la última encuesta de préstamos bancarios, las entidades financieras relajaron por primera vez desde que se realiza la encuesta los estándares de crédito pasara este tipo de financiación, siendo la competencia entre entidades financieras la principal razón esgrimida por las propias entidades.

En lo que respecta al crédito a las empresas del sector, se observa que durante el tercer trimestre de 2005 mostró ritmos de crecimiento muy intensos. Así, el crédito a la promoción continuó creciendo a ritmos superiores al 40%, mientras que el crédito a la construcción se aceleró hasta alcanzar un crecimiento máximo histórico del 25%. Por partidas, se observa que fue el crédito a la construcción de viviendas singulares, que aumentó un 31%, el principal contribuyente de esta aceleración.

Las familias se acomodan a los nuevos tipos

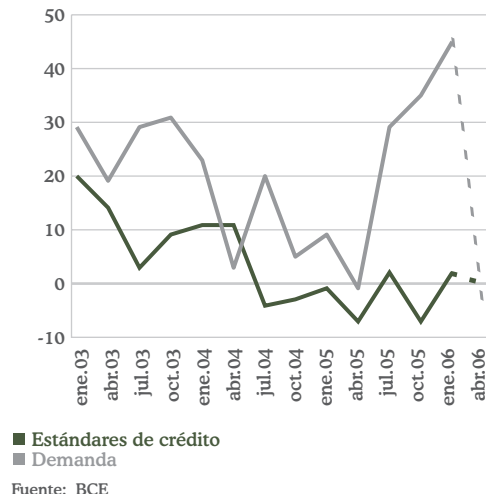
El aumento del crédito ha llevado al ratio de endeudamiento de las familias a situarse en el 112% de su renta bruta disponible, cinco puntos porcentuales por encima de 2004, llevando la carga financiera de los hogares hasta el 14,2% de la renta bruta disponible en el tercer trimestre de 2005.

La subida del principal tipos de interés de referencia hipotecaria, el euribor a 12 meses, observada en la segunda mitad de 2005 y las perspectivas de una continuidad en el sesgo de la política monetaria, supondrá un aumento a lo largo de este año en la carga financiera de la mayoría de las familias endeudadas ya que, como se observa en las estadísticas del Banco de España, el 93% de los préstamos que se conceden para la adquisición de vivienda están referenciados a tipo variable. La intensidad del impacto dependerá, principalmente del plazo pendiente de amortizar.

En este sentido, se ha realizado un análisis preliminar de los datos desagregados de la Encuesta Financiera de las Familias con el fin de aproximar el impacto que la subida de tipos va a tener en la economía familiar española. Así, se ha aplicado la subida de tipos a la cartera de préstamos a la vivienda de las familias según el perfil de vencimientos de este tipo de deuda existente en 2002.

Al analizar los resultados, se observa que la actual subida de tipos de interés (70pbs.) va a suponer un aumento en la cuota hipotecaria del 4% para el total de las familias endeudadas. No obstante, al incluir las perspectivas de evolución del euribor 12 meses, se observa que la máxima diferencia anual para la revisión de los tipos de interés de las hipotecas será de 100 pbs. durante los meses centrales de 2006. Si

Gráfico 4.4. UEM - Encuesta de préstamos bancarios a la vivienda



Fuente: BCE

Gráfico 4.5. Evolución del crédito en España



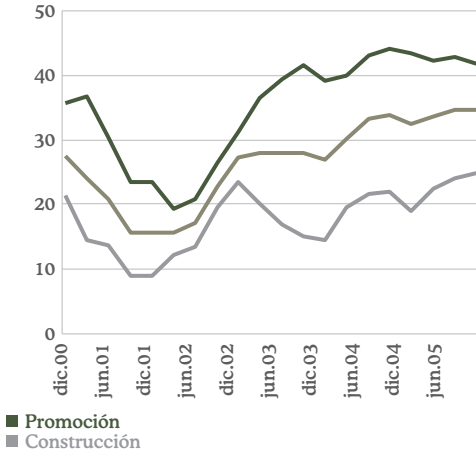
Fuente: Banco de España

Gráfico 4.6. España-TAE: nuevas operaciones de crédito a la adquisición de vivienda



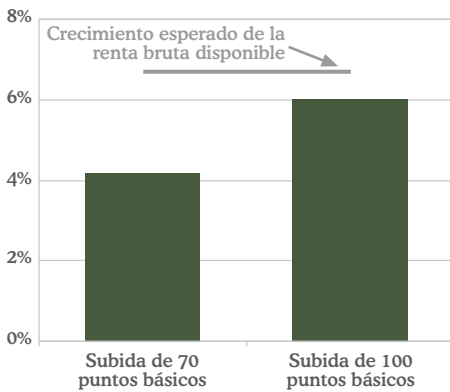
Fuente: Banco de España

Gráfico 4.7.
Crédito al sector inmobiliario
(construcción+promoción)



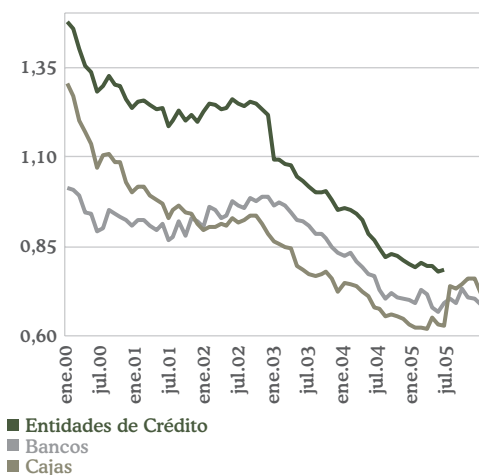
Fuente: Banco de España

Gráfico 4.8.
Estimación del impacto de una subida de tipos de interés en la cuota hipotecaria



Fuente: BBVA

Gráfico 4.9.
Tasa de mora



Fuente: Banco de España

suponemos que todos los préstamos se actualizaran con ese diferencial, se observa que el coste hipotecario aumentaría en un 6% para el total de las familias.

Si bien, esto no quiere decir que no puedan existir casos puntuales de familias que tengan problemas para absorber la subida de tipos (una familia endeudada a 50 años puede ver su cuota hipotecaria incrementada en un 18,5% en el caso de que el tipo de interés aumente un uno por ciento), en términos agregados la subida de tipos va a suponer un aumento muy moderado de la carga financiera de las familias endeudadas. De hecho, a nivel agregado, incluso en el peor de los escenarios el coste de la cuota hipotecaria aumentará menos que la renta disponible de las familias durante 2006 (6,7%).

Además, nuestras previsiones de tipos de interés apuntan a un impacto menos intenso por subida de tipos de interés en 2007, por lo que en principio, las familias no deberían tener problemas para absorber la gradual subida y las entidades de crédito no deberían registrar deterioros significativos en su solvencia.

Las nuevas series de dudosa hipotecaria siguen mostrando la elevada solvencia de las entidades de crédito

Tras la introducción de la circular 4/2004 del Banco de España se han producido una serie de cambios en las bases de datos del Banco de España que indican mayores ratios de morosidad hipotecaria. Los nuevos datos reflejan cierto crecimiento de la morosidad hipotecaria, crecimiento que se ha debido a un cambio metodológico y no a un deterioro del mercado de crédito.

Con las nuevas normas, han dejado de publicarse tanto la serie de Dudosa Hipotecaria como la de Dudosa con Garantía de Vivienda Terminada que se sustituyen por una única serie que recoge la Dudosa de la Adquisición de Vivienda con Garantía Hipotecaria.

Además, con la nueva normativa, aumenta el volumen de morosidad porque se clasifica como dudoso todo el importe de la deuda en operaciones que tengan algún importe vencido por principal, intereses u otros gastos pactados, con más de tres meses de antigüedad o cuando los saldos clasificados como dudosos sean superiores al 25% de los importes pendientes de cobro. La consecuencia de esto es que a partir de junio de 2005, los valores aparentes de la dudosa del crédito aumentan inevitablemente.

Este aumento de la morosidad no debe atribuirse a una evolución negativa de la calidad de la cartera, sino a un sencillo cambio contable que clasifica como dudoso todo el importe de un préstamo que haya incurrido en un retraso en el pago como mínimo durante tres meses.

Así, en el tercer trimestre de 2005, según los nuevos datos del Banco de España, la morosidad hipotecaria es del 0,4%, una décima por encima del porcentaje recogido por los datos antiguos. Los datos adelantados para el total de la cartera apuntan a una mejora de la calidad del crédito para el cierre del año.

A pesar de la circular 04/2004 las entidades continúan emitiendo fondos de titulización.

La fuerte expansión del crédito que ha crecido ha un ritmo superior a los depósitos en los últimos años ha llevado a las entidades financieras a acudir de manera creciente a los mercados de capitales para

poder financiarse. Así durante los últimos cinco años, el saldo de cédulas hipotecarias ha crecido a un ritmo promedio del 44% anual, mientras que el saldo de los fondos de titulización lo han hecho a un 61%.

Durante 2005, la entrada en vigor de la circular 04/2004 del Banco de España provocó una reactivación de gran parte de los activos que se habían dado de baja del balance por motivo de la titulización de préstamos. No obstante, y aunque a un ritmo inferior, las entidades han continuado usando este instrumento financiero para captar financiación, manteniendo un crecimiento anual por encima del 40%.

Asimismo, la emisión de cédulas hipotecarias ha continuado aumentando de manera intensa en 2005 alcanzando un saldo de 80 mil millones de euros, un 40% superior al del año anterior. El diferencial entre el crecimiento del crédito y el de los depósitos continuará forzando las salidas de las entidades financieras al mercado de capitales en 2006, aunque según va madurando el desarrollo de estos productos financieros se observarán tasas de crecimiento inferiores a las de los pasados años.

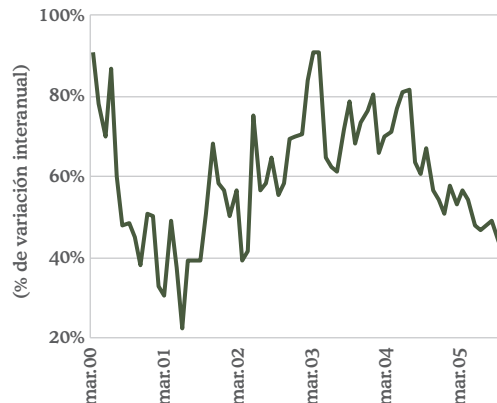
2006, punto de inflexión en el crecimiento del crédito

Como se comentó en el anterior número, el crédito recoge la moderación del mercado con cierto retraso en el caso español debido a la importancia de la vivienda de nueva construcción y al desfase existente entre que esta se adquiere y se entrega. No obstante, es de esperar que, aunque de forma paulatina, el crédito a la adquisición de vivienda comience a suavizar su crecimiento recogiendo de manera gradual la moderación del mercado.

En lo que respecta a la solvencia de las familias, de acuerdo a nuestro escenario de tipos de interés, las familias no tendrán problemas para absorber la subida de tipos observada. Además, debido a que el euríbor recoge ya en parte las subidas esperadas para los próximos meses, el impacto será incluso inferior en 2007, por lo que, en un entorno económico favorable no es de esperar que existan problemas para que las familias hagan frente al pago de su deuda.

Gráfico 4.10.

Crecimiento del saldo de los fondos de titulización



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.11.

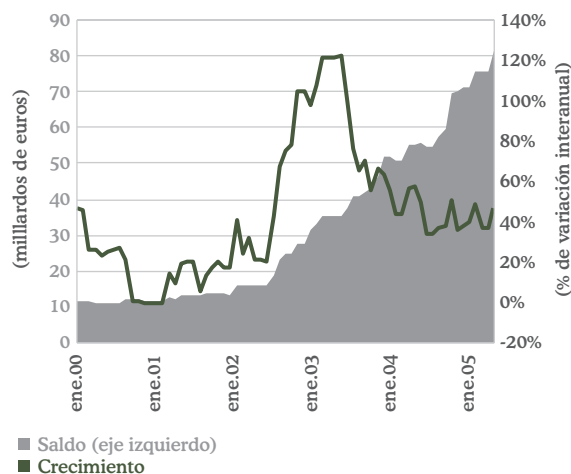
Préstamos titulizados fuera de balance



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.12.

Saldo y crecimiento de las cédulas hipotecarias



Fuente: Banco de España

Financiación hipotecaria europea, mejor cuanto más diversa

El saldo de crédito que una entidad financiera concede está en relación con la disponibilidad de los recursos con los que cuenta para financiarlo. Tradicionalmente los depósitos bancarios eran la principal fuente de financiación bancaria. Así sigue siendo en Europa, donde el 60% del crédito hipotecario está respaldado mediante este recurso. Sin embargo, en las economías desarrolladas, la existencia de mercados de capitales maduros ha permitido que los depósitos hayan sido sustituidos parcial, ó incluso casi completamente, por nuevos instrumentos de financiación. En Europa el 20% del crédito hipotecario está financiado por bonos cubiertos (*covered bonds*)¹ mientras que en torno a un 3 % está respaldado por la emisión de titulizaciones hipotecarias (*mortgage-backed-securities*). Esta diversidad de mecanismos de financiación es un aspecto muy positivo, ya que permite reducir la variabilidad en las políticas de concesión de crédito, lo cual es especialmente relevante en momentos bajos del ciclo económico. No obstante, esta descripción agregada es poco representativa de lo que se observa en cada uno de los países europeos. En la UE 15 coexisten sistemas hipotecarios que se financian en más de un 80% con depósitos (Italia u Holanda), sistemas que se financian en más de un 20% por bonos cubiertos (Dinamarca o Suecia) y modelos mixtos como el español. En este contexto, la financiación se presenta como uno de los aspectos clave para avanzar hacia el objetivo europeo de lograr una mayor integración de los mercados hipotecarios.

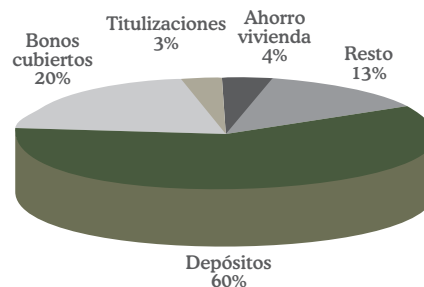
La diferente composición y el diseño de los mecanismos de financiación hipotecaria tienen una influencia directa sobre algunas de las características fundamentales de los créditos vivienda más habituales en determinados países. Uno de los casos más representativos es el alemán, donde el grueso de las hipotecas se financia mediante la emisión de bonos cubiertos denominados *Pfandbrief*. No obstante, la comercialización de tipos de interés hipotecarios fijos asociados a este modelo lleva consigo un riesgo de pre-pago que las entidades financieras alemanas gestionan mediante la inclusión de elevadas comisiones de cancelación anticipada. Sin embargo, en otros países como Dinamarca o Estados Unidos, donde la financiación de hipotecas a tipo fijo se lleva a cabo en los mercados de capitales, los bonos que financian estos créditos llevan asociada una opción de amortización anticipada, por lo que el riesgo de ésta es asumido por el tenedor del bono.

Además, en casos como el alemán o el danés ya citados, tradicionalmente se había restringido la participación en los mercados hipotecarios a un número determinado de entidades especializadas autorizadas, aspecto que también ha influido de manera notable en la configuración y en la distribución de riesgos en los sectores bancarios. De esta forma, la banca universal es dominante en sistemas hipotecarios financiados en mayor medida por depósitos, mientras que

los bancos hipotecarios presentan una importancia muy significativa en Dinamarca o Suecia y algo inferior en Alemania. Esta heterogeneidad en los sistemas bancarios también es importante a la hora de plantear sistemas alternativos de financiación, ya que las diferentes estructuras de negocio llevan a qué el mix de financiación deseable pueda ser diferente en cada caso.

Por tanto, en Europa se parte de una situación muy heterogénea en lo que respecta a los mecanismos de financiación. Desde algunos foros² se ha planteado que la actual infraestructura debe ser cambiada hacia mecanismos orientados a crear un mercado de financiación pan-Europeo. Esta iniciativa presume un papel muy relevante a los mercados de capitales, lo cual es consistente con una estructura financiera en la que cada vez en mayor medida el ahorro es desintermediado desde los depósitos tradicionales hacia productos más sofisticados como la renta variable o los fondos de inversión. Sin embargo, la elección de un sistema determinado de financiación hipotecaria para el conjunto de Europa requiere una reflexión acerca de qué sistemas cumplen con una serie de principios básicos que deberían guiar cualquier proceso de reforma.

Sistemas de financiación del crédito hipotecario en la UE



Fuente: CML

En primer lugar, es necesario velar por el desarrollo del mercado hipotecario. En muchos casos, la estandarización asociada a algunos productos de financiación lleva a que el diseño del sistema de financiación hipotecaria dificulte el acceso al crédito a hogares que no cumplen las características requeridas o que, si fuera posible, optarían por fórmulas que se adaptaran más a sus circunstancias personales. Así se reconoce en Frankel et al (2004) para el caso danés, para el que se señala que la estandarización y el precio uniforme de las hipotecas lleva a que el mercado de crédito hipotecario se vacíe a través del racionamiento del crédito y no a través del precio³.

¹ Los bonos cubiertos son emisiones de deuda realizadas por instituciones financieras respaldadas por ciertos tipos de activos, en este caso hipotecas, que permanecen en el balance del emisor. La sobrecolateralización de estas emisiones y sus estrictos criterios de emisión las llevan a ostentar una elevada calidad crediticia.

² Como el *Forum Group on Mortgage Credit*

³ Frankel et al (2004) *The Danish mortgage market. BIS Quarterly Review. March 2004*

La flexibilidad de los sistemas hipotecarios es uno de los principales determinantes de su desarrollo⁴. En el gráfico adjunto se puede constatar que no se aprecia ninguna relación entre el sistema de financiación predominante en cada país y el desarrollo del sistema hipotecario. Sistemas bancarios tan diferentes en captar recursos como el holandés, el danés o el británico presentan elevados grados de desarrollo del crédito hipotecario y son relativamente flexibles.

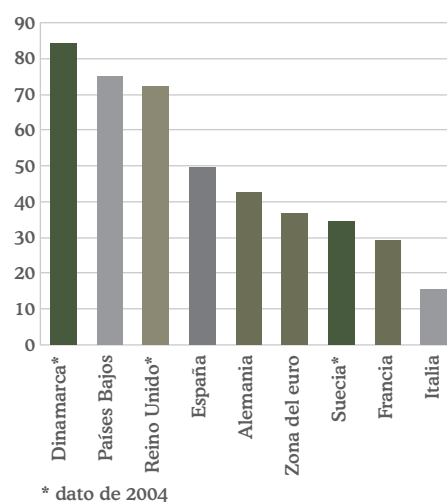
Un segundo objetivo a alcanzar es el de la eficiencia, entendiendo por ésta la consecución de una oferta de créditos hipotecarios al menor coste posible. Como se puede apreciar en el gráfico, la diferencia entre los tipos de interés hipotecarios en los países europeos oscila en un rango de en torno a 1 punto porcentual, que se reduce si se consideran ajustes por el efecto de la curva de tipos y de riesgo de crédito. Por tanto, el tipo de sistema de financiación, no parece muy relevante para explicar estas diferencias. En este sentido, es más probable que aspectos relacionados con el entorno competitivo del sistema bancario en los diferentes países sean mucho más decisivos en la determinación del coste de las hipotecas en Europa.

Un tercer factor a tener en cuenta es que el sistema o sistemas que se propongan han de tener también como objetivo la promoción de la estabilidad del sistema financiero. Desde esta perspectiva, un modelo que descansa en un mayor número de fuentes alternativas de financiación es, *a priori*, más apropiado puesto que reduce el riesgo de liquidez y el riesgo sistémico. En este sentido, las ventajas de un sistema principalmente basado en los depósitos u otro basado en los mercados financieros no inclinan la balanza de manera contundente hacia ninguna de las dos opciones. La financiación de crédito hipotecario mediante depósitos presenta como ventaja la eliminación del riesgo de tipo de interés para la entidad financiera cuando ésta concede hipotecas a tipo variable, si bien no es una opción aconsejable para financiar importes muy significativos de hipotecas a plazos elevados. Por otra parte, la financiación mediante el recurso a los mercados, no elimina el riesgo de tipo de interés, sino que lo transfiere a los inversores tenedores de los títulos. Además, presenta como inconveniente el que el acceso a los mercados de capitales requiere que las emisiones, y, por tanto, los emisores tengan un tamaño relativamente elevado que dificulta la utilización de este mecanismo a entidades de pequeño tamaño⁵.

Por tanto, a la luz del análisis realizado, no se puede concluir que un sistema de financiación sea superior a otro y en este sentido, una estandarización del modelo de financiación conduciría a una solución económicamente sub-óptima puesto que llevaría a un mercado menos completo que el actual. Promover que el mercado seleccione las fórmulas más adecuadas en cada caso, reflejando la diversidad actual de estructuras bancarias en Europa, se configura en este contexto como

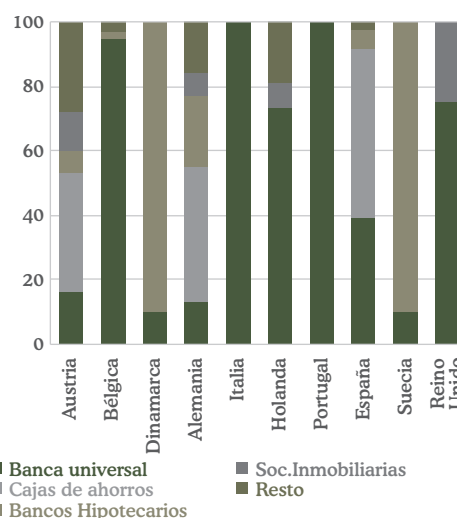
un opción más aceptada y abordable. Ello no está necesariamente reñido con la internacionalización de la financiación de los créditos hipotecarios, que puede venir por la captación de depósitos derivada del establecimiento de las entidades financieras en otros países europeos y por la diversificación de la base de inversores en títulos hipotecarios. En este último punto destaca la experiencia de las cédulas hipotecarias españolas, que han alcanzado una notable aceptación por parte de los inversores internacionales, demostrando que la inexistencia de una única figura europea de bono cubierto no ha supuesto un impedimento para que las entidades de crédito españolas accedan a la liquidez pan-Europea.

Crédito vivienda sobre PIB (2005)



Fuente: Banco de España y Comisión Europea

Cuota de mercado de las nuevas operaciones de crédito hipotecario por tipo de institución

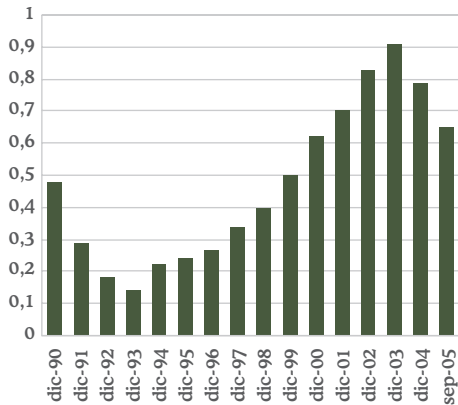


Fuente: Banco de Inglaterra

⁴ Véase recuadro *Hipotecario europeo: menor regulación para más integración* en Situación Inmobiliaria Noviembre 2005

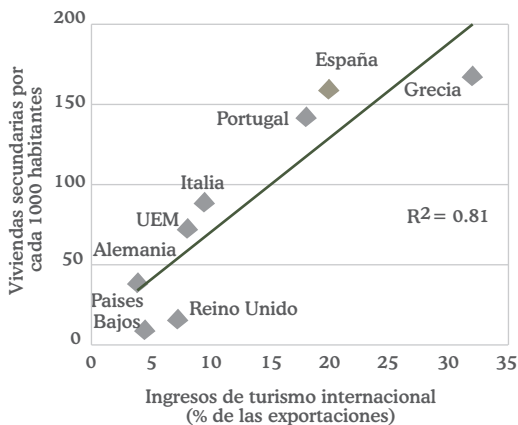
⁵ Este inconveniente puede reducirse mediante diferentes fórmulas. A modo de ejemplo, en España las cajas de ahorro de pequeño tamaño se han agrupado para la titulación de cédulas hipotecarias

Gráfico 5.1.
Peso de la inversión extranjera en inmuebles en la economía



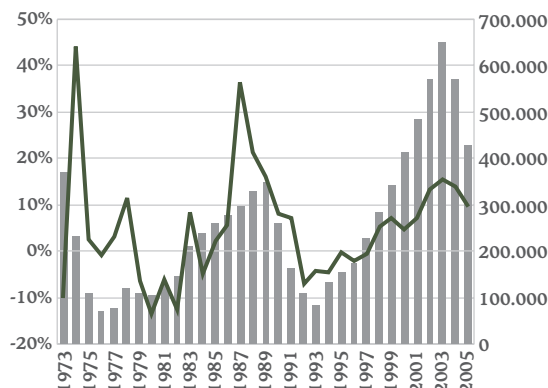
Fuente: Banco de España

Gráfico 5.2.
Viviendas secundarias y turismo



Fuente: BBVA

Gráfico 5.3.
Inversión extranjera en inmuebles y precio de la vivienda en términos reales



Fuente: Sastre (2002) y BBVA

5. Determinantes y perspectivas de la Inversión Extranjera en Inmuebles con carácter residencial

Tomás Riestra

Servicio de Estudios Económicos BBVA

La inversión extranjera en inmuebles (IEI) con carácter residencial ha experimentado una fuerte expansión durante la última década. La entrada de España en la Unión Europea y la fuerte inversión en infraestructuras han permitido intensificar el desarrollo de amplias zonas turísticas, dando cabida a un creciente número de turistas tanto nacionales como extranjeros en el litoral mediterráneo y en las islas españolas.

Además, la introducción del euro limitó considerablemente el riesgo del tipo de cambio para una inversión foránea, eliminándolo para los residentes de la zona euro. Por otra parte, las condiciones en las que se produjo la entrada de España en la UEM, con un tipo de cambio muy competitivo de cara a los principales socios europeos, a pesar de perder peso con el tiempo, ha sido otro factor importante de atracción de turismo y de inversión.

España presenta un claro atractivo turístico derivado de su situación geográfica, su climatología y su cultura, lo que le ha permitido desarrollar esta industria de manera notable. Como se observa en el gráfico adjunto, el peso del turismo está estrechamente relacionado con el desarrollo del mercado inmobiliario vacacional. Así, el peso de la vivienda secundaria en países como Grecia, España o Portugal es muy superior al del resto de socios europeos.

Pero, además de estos factores atrayentes, en los determinantes de demanda de vivienda turística por parte de extranjeros también juegan un papel importante los factores económicos, como la evolución de la renta del potencial inversor, el nivel de renta respecto a la inversión a realizar, es decir, la accesibilidad de ese inversor, así como otro tipo de factores como el coste de vida relativo del país de destino frente al de origen.

Por otro lado, existe una serie de factores estructurales que afectan también al nivel de inversión como pueden ser la seguridad jurídica, la estabilidad político-social o la estabilidad macroeconómica que va a determinar, en parte, el nivel de riesgo de la inversión acometida tanto de cara al valor futuro como a la potencial explotación.

Durante la última década a parte del papel jugado por los factores cíclicos, se ha observado un progresivo fortalecimiento de los factores estructurales, a los que se ha unido además un creciente proceso de globalización financiera y un mayor y mejor acceso a la información para acometer este tipo de inversiones. Así, durante este periodo, la fuerte expansión inmobiliaria ha venido acompañada de una importante entrada de capital extranjero en el sector inmobiliario español. De hecho, el peso de la IEI en la economía española se multiplicó por siete entre 1993 y 2003 hasta alcanzar el 0,9% del PIB. Desde entonces, los flujos de inversión se han ido desacelerando, aunque en 2005 siguieron representando un 0,6% del PIB.

Otro fenómeno que se está observando de manera gradual es el creciente papel de la costa española como destino de residencia permanente de ciudadanos europeos, principalmente retirados. De hecho, según el padrón de 2005, habitaban en España 600 mil personas de

nacionalidad no española pertenecientes a la Unión Europea (UE-15), de las cuales el 94% residen en el litoral.

Durante los últimos dos años, el escaso dinamismo económico de los principales países demandantes y la pérdida de competitividad de los inmuebles provocado por la fuerte revalorización de los activos inmobiliarios durante la última década ha llevado a un descenso del flujo neto de inversión extranjera.

En este documento, se analiza la evolución histórica y reciente de la Inversión Extranjera en Inmuebles, se estudian sus determinantes cíclicos a través de un modelo econométrico y se intenta avanzar las perspectivas de corto y medio plazo de la misma en base a estos determinantes y a los cambios estructurales que está experimentando el sector turístico español.

Determinantes de la inversión extranjera residencial en inmuebles

La inversión extranjera en inmuebles ha tenido históricamente y al igual que el mercado inmobiliario un comportamiento marcadamente cíclico. De hecho, en los últimos treinta años se aprecian claramente dos periodos de expansión, como se observa en el gráfico adjunto. El primero entre los años 1981 y 1989 y el segundo entre 1994 y 2003. Además se observa que los ciclos de la IEI han estado relacionados con la evolución del precio de la vivienda, incluso adelantando un poco los cambios de tendencia de los mismos, así, la fuerte desaceleración del mercado inmobiliario de principios de los años noventa fue anticipada por la IEI, que redujo sus entradas de manera drástica.

La falta de estadísticas detalladas representa un primer problema a la hora de analizar los determinantes de la inversión extranjera en inmuebles de carácter residencial. El hecho de que este factor sea relevante en muy contadas economías, entre las que se encuentra la española, puede ser uno de los principales motivos para que la publicación de este tipo de estadísticas no sea muy habitual. Así, en España, sólo se pueden estudiar estos efectos a través de la serie de Inversión Extranjera en Inmuebles de la Balanza de Pagos, que recoge además la inversión empresarial en el sector inmobiliario. Asimismo, la literatura económica sobre los determinantes de la Inversión Extranjera en Inmuebles es escasa¹.

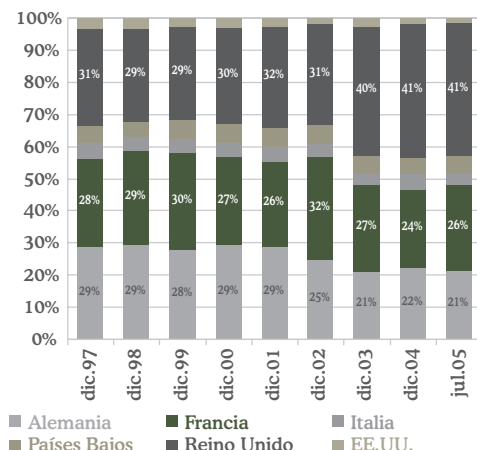
Para analizar los factores que determinan en el corto-medio plazo las entradas de IEI se ha utilizado un conjunto de indicadores cuantificables, con los que se ha elaborado un modelo econométrico que permite aproximarse a la evolución trimestral de esta variable desde el año 1990.

El primer factor determinante de la IEI es la evolución de la renta de los países inversores. Para poder evaluar el efecto que tiene esta variable se ha elaborado un índice de renta ponderado de los principales países emisores de turismo a vivienda gratuita (propia, de familiares o amigos). Para ello, se han seleccionado seis países de los principales emisores², que representan en promedio el 70% de las entradas de turistas en España y se ha calculado el peso de cada país sobre el total a lo largo del tiempo. Estos pesos se han utilizado como ponderaciones para calcular el índice de renta. Debido a las limitaciones de datos en las estadísticas de turistas a vivienda gratuita, para fechas

¹ Una excepción es la aportación de Sastre (1993 y 2002) en la investigación sobre esta materia. Sastre analiza la IEI entre 1967 y 2000 con la formulación de un modelo que explica la IEI a través de los ingresos por turismo, un índice de competitividad de los servicios turísticos el precio de la energía y la renta de los países de procedencia de los emigrantes.

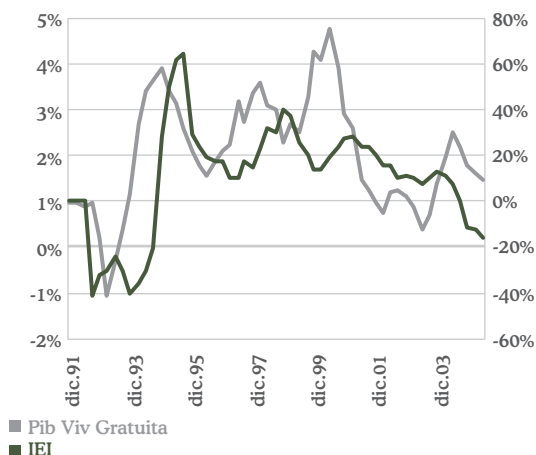
² Los países incluidos son Reino Unido, Alemania, Francia, Italia, Países Bajos, como representante del Benelux y Estados Unidos, como representante de los países de la OCDE.

Gráfico 5.4. Ponderaciones vivienda gratuita



Fuente: BBVA en base a Frontur

Gráfico 5.5. Índice de PIB e IEI



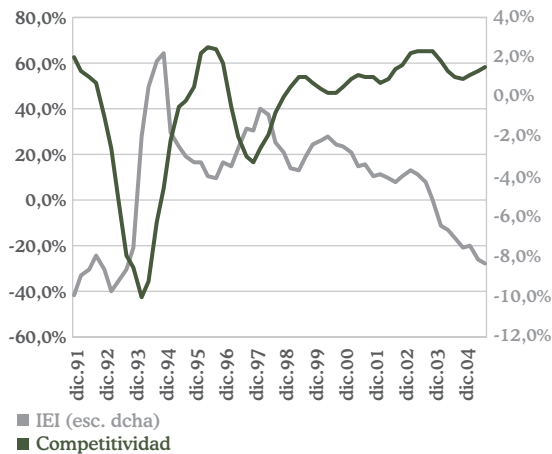
Fuente: BBVA

Gráfico 5.6. IEI y precio relativo de la vivienda



Fuente: BBVA

Gráfico 5.7. Competitividad e IEI



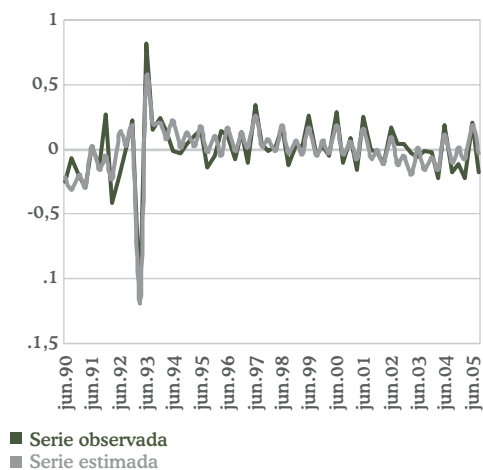
Fuente: Banco de España y BBVA

Cuadro 5.1.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIEI(-1)	-0,26	0,06	-4,17	0,00
LPIB(-1)	2,24	0,48	4,71	0,00
LPRVIVREL(-1)	-0,50	0,17	-2,89	0,01
DLCCOMP	-4,43	2,46	-1,80	0,08
DMAR	-0,07	0,02	-3,81	0,00
DJUN	0,05	0,02	2,83	0,01
DSEP	-0,01	0,02	-0,35	0,73
E9301	-1,17	0,13	-8,95	0,00
C	-7,56	1,64	-4,62	0,00
R-squared	0,78	Mean dependent var		0,0
Adjusted R-squared	0,74	S.D. dependent var		0,2
S.E. of regression	0,12	Akaike info criterion		-1,2
Sum squared resid	0,80	Schwarz criterion		-0,9
Log likelihood	46,93	F-statistic		23,2
Durbin-Watson stat	2,00	Prob(F-statistic)		0,0

Dependent Variable: DLIEI
 Method: Least Squares
 Date: 02/06/06 Time: 19:02
 Sample (adjusted): 1990Q2 2005Q3
 Included observations: 62 after adjustments
 Fuente: BBVA

Gráfico 5.8. Ajuste del modelo



Fuente: BBVA

anteriores a 1997 se ha utilizado como ponderación las entradas de turistas³. Como se puede ver en el gráfico, la relación entre el índice de renta y la IEI es positiva, es decir, incrementos del PIB de los países inversores llevan a un aumento de la inversión en inmuebles en España.

El segundo factor analizado es la evolución del precio relativo de la vivienda. La primera referencia a la hora de acometer una inversión en vivienda en otro país, especialmente de carácter vacacional, es la propia vivienda, que es asimismo un reflejo del nivel de renta de cada economía. Así, se ha utilizado un índice que relaciona el precio de la vivienda en la Unión Económica y Monetaria y el precio en España. En este caso, la relación estadística debería ser negativa, así cuando el aumento de los precios inmobiliarios en España es superior al de los países emisores, la IEI tiende a contraerse.

Por último, se ha introducido en el corto plazo del modelo el índice de competitividad elaborado por el Banco de España, que relaciona el índice de precios al consumo español con el de la UE-15, tratando de captar la dinámica de los precios en las dos regiones. También en este caso, la relación esperada es negativa, de manera que ante deterioros del índice, la vida en España se encarece relativamente, perdiendo atractivo para sus socios europeos.

Contribución de los determinantes a la evolución de la inversión extranjera en inmuebles

Utilizando las variables explicativas descritas, se ha elaborado un modelo de corrección del error para analizar la contribución de cada uno de los determinantes a la IEI en cada momento.

Como se observa en la tabla adjunta, la variación de la Inversión Extranjera en inmuebles depende en el largo plazo de la evolución de la renta de los países de origen de la inversión y del precio relativo de la vivienda, mientras que en el corto plazo depende de la evolución del índice de competitividad de la economía española frente a la Unión Europea. La estacionalidad de la serie se corrige con una serie de variables *dummy*. A pesar de las pocas variables utilizadas, el modelo es capaz de explicar un 78% de la varianza de la serie.

En el gráfico 5.9. se presentan las contribuciones de cada variable a la variación de la inversión extranjera en inmuebles. En primer lugar, se observa que es el índice la renta la variable más importante, teniendo una aportación siempre positiva al crecimiento de la IEI que ha sido compensada en parte por el deterioro de los precios relativos. Por su parte, el índice de competitividad, al entrar en el corto plazo, tiene una aportación oscilante, aunque su peso es muy inferior al de las otras dos variables.

También se observa que el modelo se ha comportado mejor en el pasado, es decir que el ajuste del modelo para etapas anteriores es mucho mejor, mientras que en la parte final de la muestra, a partir de 2002 capta peor la evolución de la variable. Esto puede estar indicando que se ha producido un cambio estructural en la evolución de la IEI asociado a los profundos cambios que ha experimentado la economía española como la entrada en circulación del euro.

Durante los próximos dos años, la evolución de los factores considerados apoyarían una ligera mejora de la inversión extranjera en inmuebles.

Por un lado, se espera una recuperación del índice de PIB de los países inversores, que en 2007 alcanzarían el mayor crecimiento de los últimos siete años. Por otra, la continuación en el proceso de

³ Se ha utilizado hasta 1997, el índice de rentas de países emisores elaborado para el trabajo Izquierdo, J.F. y Pereira, E. "Determinación del sector turístico en la Balanza de Pagos" Situación España. Marzo 2006.

desaceleración que se observa en el precio de la vivienda en España desde finales de 2003 continuará en los próximos años, lo que unido a una previsible mejora de la evolución del mercado inmobiliario en algunas economías europeas como la alemana reducirá de manera ostensible el deterioro de los precios relativos de la vivienda. Asimismo, no es de esperar que el diferencial de inflación continúe ampliándose, por lo que todo apunta a que la evolución de todos los factores justificarían una mejora de la IEI en el corto plazo.

Otros factores estructurales que afectan a la demanda de vivienda por parte de los extranjeros

Como se comentaba al inicio, la inversión en inmuebles no ha sido ajena al proceso de globalización financiera experimentado durante la última década. Así, un porcentaje creciente de la inversión realizada en Europa en el sector inmobiliario se ha realizado a través de operaciones *cross-border*, es decir, entre países. De hecho, entre el año 2000 y el 2003, la inversión inmobiliaria transfronteriza se incrementó un 60% en Europa. Esto pone de manifiesto asimismo el creciente acceso a la información necesaria para acometer este tipo de inversiones, así como a los instrumentos financieros, aunque el desarrollo de estos sea aun muy escaso. Además, a pesar de que gran parte de estas inversiones la realizan los fondos de inversión inmobiliaria según los datos de Jones Lang LaSalle cerca de un 19% de las inversiones transfronterizas de 2002 fueron realizadas por inversores privados.

Además, se está experimentando un desarrollo importante en las comunicaciones que facilita la decisión de invertir en un activo inmobiliario en el extranjero. Por una parte, en España, se han realizado importantes inversiones en infraestructuras viarias, que han mejorado de manera importante tanto la comunicación entre provincias como el acceso a las zonas turísticas.

Por otro lado, el fuerte crecimiento experimentado por las líneas aéreas de bajo coste, ha reducido de manera importante el gasto de desplazamiento entre países europeos, lo que motivaría la inversión en vivienda secundaria en el extranjero. En 2005, se produjeron más de 15 millones de entradas de pasajeros a través de una compañía de bajo coste, lo que supone el 30% de los pasajeros que entraron a través de una compañía aérea, lo que pone de manifiesto la relevancia que el desarrollo de estas compañías está teniendo en el turismo.

Perspectivas de medio plazo: los turistas residentes

Otra de las razones que han provocado el fuerte aumento de la IEI está relacionada con la creciente proporción de turistas extranjeros que vienen a España y optan por la vivienda propia en lugar del hotel o el alquiler⁴.

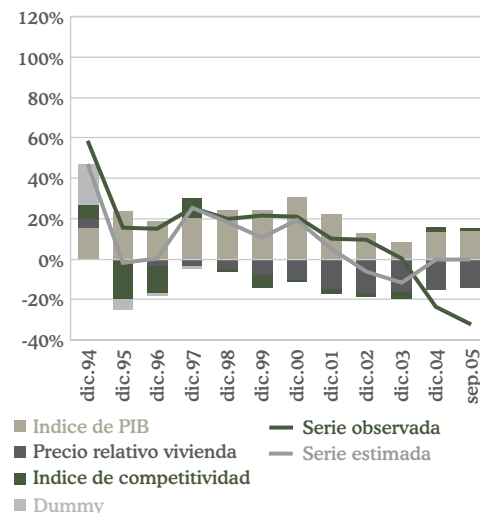
A esto hay que sumar otro fenómeno que se ha observado en la última década, que ha sido el creciente número de europeos que han optado por residir en las zonas turísticas españolas.

A pesar de las disparidades estadísticas que se observan entre el padrón y la cifra oficial de residentes del Ministerio del Interior, en ambas se aprecia una clara tendencia creciente del número de europeos que están fijando su residencia en las costas españolas.

Este movimiento está liderado principalmente por ciudadanos británicos y alemanes, que representan el 61% de este colectivo. No obstante, es de destacar el dinamismo de otras nacionalidades como la italiana, que se ha triplicado en el último quinquenio.

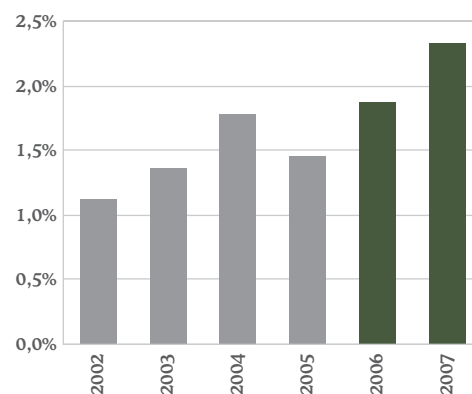
⁴ Para más información véase el recuadro "La demanda de vivienda en perspectiva en este mismo informe".

Gráfico 5.9.
Contribuciones al crecimiento de la inversión extranjera en inmuebles



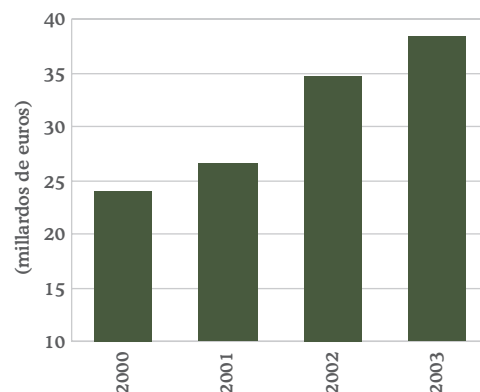
Fuente: BBVA

Gráfico 5.10.
Índice de PIB de países inversores



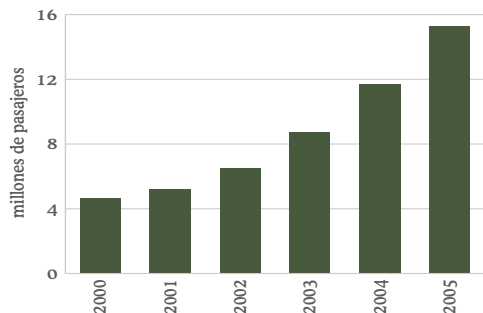
Fuente: BBVA

Gráfico 5.11.
Volumen de la inversión inmobiliaria cross-border en Europa



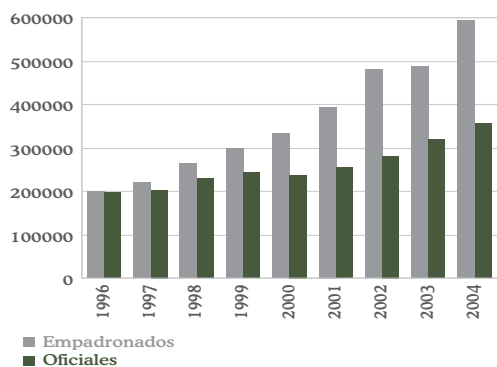
Fuente: Jones Lang LaSalle

Gráfico 5.12.
Entrada de pasajeros en compañías aéreas de bajo coste



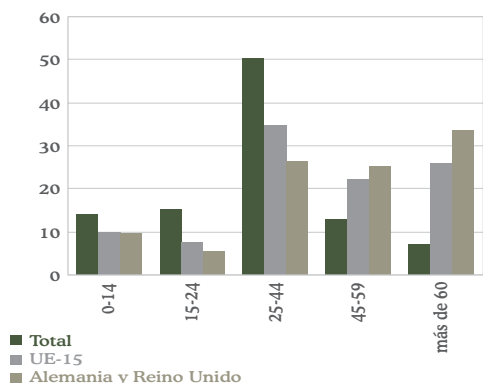
Fuente: IET

Gráfico 5.13.
Residentes turísticos



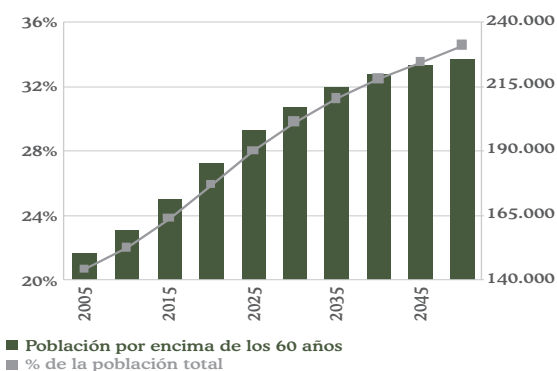
Fuente: INE

Gráfico 5.14.
Estructura de edad de los extranjeros residentes en España



Fuente: INE

Gráfico 5.15.
Proyecciones de población europea de más de 60 años



Fuente: Eurostat

Además, se observan diferencias en los patrones de inmigración de ciudadanos de los diferentes países. Así mientras que los ciudadanos franceses e italianos que fijan su residencia en España, se sitúan en los tramos de edad entre los 30 y los 40 años, en el caso de los británicos y los alemanes, la población pertenece de forma predominante a la tercera edad. Así, una tercera parte de la población residente con estas nacionalidades tiene más de 60 años.

La costa española se está convirtiendo de manera creciente en el principal destino de residencia de una parte de la población jubilada europea, que además, al no encontrar opciones de alquiler de larga estancia, opta en muchas ocasiones por adquirir un inmueble.

De consolidarse como opción residencial de retirados europeos, el potencial de crecimiento de la IEI sería muy importante. Las proyecciones de población europea apuntan a que el número de personas de más de 60 años se duplicará en los próximos treinta años hasta suponer un tercio de la población europea.

Por tanto, a pesar de que es de esperar que se desarrollen nuevas opciones vacacionales en Europa y de que debe existir una limitación para poder contar con un desarrollo urbanístico sostenible, la costa española continúa teniendo potencial de crecimiento notable en el medio plazo.

Conclusiones

La inversión extranjera en inmuebles ha ganado peso en la economía española durante la última década como resultado del notable desarrollo de las zonas turísticas así como del fortalecimiento de factores estructurales que disminuyen el riesgo desde el punto de vista de un inversor extranjero.

Aun así, la IEI al igual que el mercado inmobiliario continúa teniendo una evolución marcadamente cíclica, lo que explica la desaceleración experimentada en los flujos de entrada durante los dos últimos años. Esto pone de manifiesto la creciente importancia que sobre la economía española van a tener la evolución de la renta de los principales países inversores, la competitividad de la economía y la del mercado de residencia vacacional español.

Las perspectivas apuntan a que en el corto plazo, la recuperación económica de los principales países emisores de turismo residencial, el menor deterioro de la competitividad del mercado inmobiliario y el estrechamiento del diferencial de precios al consumo apoyarán una mejora de las entradas de inversión extranjera en inmuebles.

Por otro lado, el proceso de globalización financiera, la reducción en el coste de transporte aéreo facilitarán que la IEI continúe ganando peso en la economía española. Mientras que, el envejecimiento de la población europea y el consecuente crecimiento en el número de europeos aproximándose a la jubilación muestra el potencial de la costa española si consigue consolidarse como destino residencial de este colectivo.

Referencias

Carrascosa, A., Sastre, L. (1992) "Evolución y determinantes de la inversión extranjera en inmuebles en España" *Moneda y Crédito*, 245-276.
 Instituto de Estudios Turísticos "Los pasajeros de compañías aéreas de bajo coste. Diciembre de 2005".
 Instituto de Estudios Turísticos "Informe de Compañías Aéreas de Bajo Coste. Año 2004".
 Jones Lang Lasalle: "Global Real Estate Transparency Index 2004".
 Sastre, L. (2002) "Simultaneidad e interdependencia entre los flujos de ingresos por turismo e inversión extranjera en inmuebles en España" *Boletín ICE N° 802. Octubre 2002*.

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

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Europa: Manuel Balmaseda

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Latam y Mercados Emergentes: Luis Carranza

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Escenarios Financieros: Maite Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

otras publicaciones



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

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

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