

# Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Enero 2007



Mercado inmobiliario, un ajuste muy gradual

La demanda se calma

La actividad, en máximos

Ingresos públicos y vivienda, una dependencia limitada

# Indice

Fecha de cierre: 22 de Enero de 2007

|                                                                                         |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Editorial</b>                                                                        | 1  |
| <b>Tensionamiento de las condiciones financieras</b>                                    | 2  |
| <b>Enfriamiento de la demanda residencial</b>                                           | 8  |
| <b>La actividad, ¿sin freno?</b>                                                        | 13 |
| Recuadro: "Indicador Sintético de Inversión en Vivienda"                                | 17 |
| <b>Los precios de la vivienda continúan en un proceso de ajuste muy gradual</b>         | 19 |
| Recuadro: "El mercado de futuros sobre el precio de la vivienda en EE.UU."              | 21 |
| <b>En profundidad:<br/>El impacto del mercado inmobiliario en las finanzas públicas</b> | 23 |

## 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 |

## Disponible en la web:

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

## Editorial

Tras un prolongado periodo de dinamismo elevado de la actividad, del gasto y de los niveles de precios, el sector inmobiliario español se encuentra en una etapa de ajuste gradual y ordenado que continuará en 2007. Ello será resultado de un entorno continuista en términos de factores de soporte de carácter más estructural del mercado, como el impulso demográfico, el aumento del empleo y de la demanda de vivienda por parte de no residentes, y de unas condiciones de financiación menos expansivas.

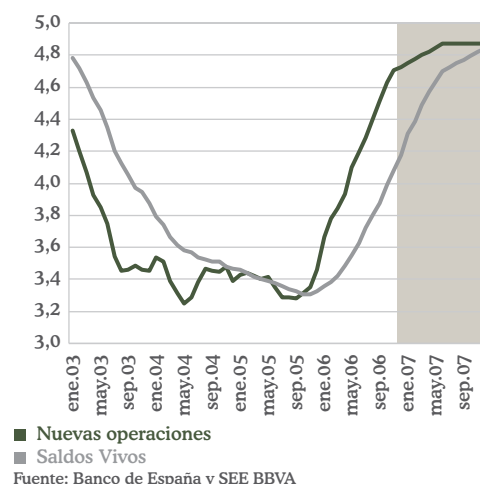
La subida progresiva de los tipos de interés del BCE, hasta alcanzar el 4% a mediados de 2007, junto con la continuación de la subida de los precios, ha endurecido las condiciones de accesibilidad a la vivienda. A pesar de que los tipos hipotecarios han recogido ya la mayor parte de las subidas previstas de tipos oficiales, las familias endeudadas se verán afectadas a lo largo de 2007, conforme se revisen sus préstamos hipotecarios. Este endurecimiento de las condiciones de financiación, si bien es relativamente moderado, está reflejándose ya en un menor pulso de la demanda de vivienda, lo que se traduce en un alargamiento de los plazos de venta, el práctico estancamiento de las transacciones, especialmente de la vivienda usada, y en una moderación de la demanda de crédito de los hogares para adquisición de vivienda.

Existen ejemplos a nivel internacional de ajustes ordenados del sector inmobiliario, tras fuertes aumentos de precios y endurecimiento moderado de la política monetaria. El común denominador que se extrae de las experiencias de Australia, el Reino Unido y EE.UU. es que el efecto contractivo de los tipos de interés sobre la demanda y los precios inmobiliarios tiene un impacto limitado en un entorno económico favorable, especialmente si se registran incrementos sostenidos del empleo, factor fundamental en el crecimiento de la renta disponible de los hogares. Así, dado que las perspectivas de evolución del mercado laboral en España continúan siendo positivas, el empleo seguirá actuando como soporte en el suave aterrizaje de la demanda inmobiliaria residencial. Ello, en un entorno en el que el crecimiento de la economía española será en 2007 menor que en 2006, pero se mantendrá en tasas superiores al 3% por quinto año consecutivo.

En este contexto, es de esperar que la construcción de vivienda se muestre menos dinámica que en 2006, año en el que han alcanzado unos niveles record de actividad, más acorde con el menor pulso de la demanda. Ello deberá contribuir a consolidar la desaceleración de los precios, con incrementos previstos a final de año de entre el 5% y el 3%, tras el incremento del 9% del 2006.

Finalmente, este número de Situación Inmobiliaria incluye como estudio especial un análisis de la relación existente entre el mercado inmobiliario y las finanzas públicas, estimándose que este sector es responsable directo del 9,5% del total de los ingresos de las AA.PP. Además, se muestra que la exposición al sector inmobiliario de sus distintos agentes es diferente y que, aunque son los municipios los más expuestos, aproximadamente la mitad de sus ingresos inmobiliarios son recurrentes.

## Tipo de interés promedio de préstamos para adquisición de vivienda



## Vivienda

### Media Móvil de cuatro trimestres



## Precio de la vivienda

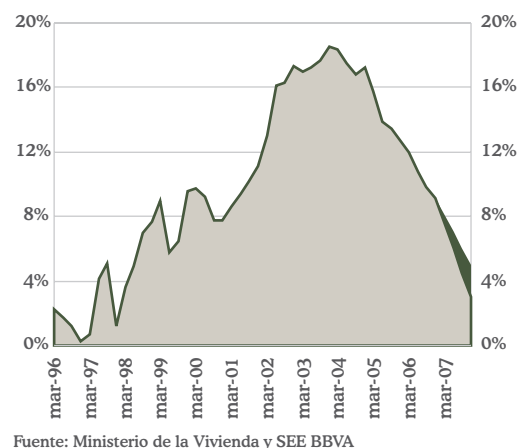
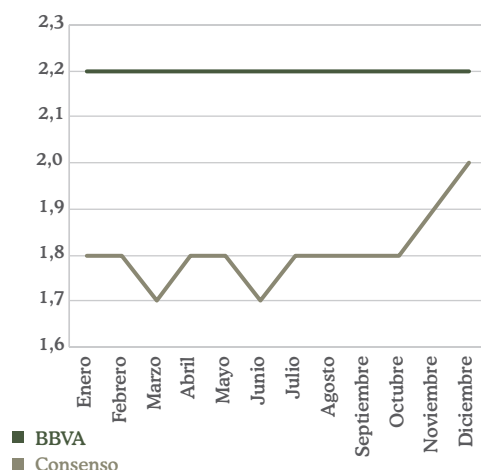


Gráfico 1.  
UEM: Tipo oficial y Euribor 12 meses



Fuente: BCE

Gráfico 2.  
UEM: Previsiones de Crecimiento 2007



Fuente: SEE BBVA y EZB

Cuadro 1. UEM: cuadro macroeconómico y previsiones

| Var. Interanual      | 2005 | 2006 | 2007 |
|----------------------|------|------|------|
| Consumo Privado      | 1,4  | 1,9  | 2,0  |
| Consumo Público      | 1,3  | 2,1  | 2,0  |
| Formación B.C. Fijo  | 2,7  | 4,8  | 3,7  |
| Var. Existencias (*) | 0,1  | 0,1  | 0,0  |
| Demanda Interna(*)   | 1,7  | 2,6  | 2,3  |
| Exportaciones        | 4,5  | 8,0  | 5,8  |
| Importaciones        | 5,5  | 8,0  | 6,2  |
| Saldo Exterior(*)    | -0,3 | 0,1  | -0,1 |
| PIB                  | 1,5  | 2,7  | 2,2  |
| Inflación            | 2,2  | 2,2  | 1,8  |

Fuente: Eurostat y SEE BBVA

## Tensionamiento de las condiciones financieras

**Unas condiciones de liquidez menos expansivas para la economía española consolidarán el proceso de ajuste gradual y ordenado del mercado inmobiliario, tras varios años de fuertes incrementos de los precios.**

Las subidas de tipos de interés han provocado el mayor deterioro de los ratios de accesibilidad a la vivienda de los últimos 11 años, lo que se ha reflejado en una desaceleración de la demanda residencial.

En este sentido es clave comenzar analizando los perspectivas de tipos del Banco Central Europeo, su incidencia en los ratios de accesibilidad, así como la experiencia internacional de economías que han experimentado procesos de subidas de tipos de interés tras una fuerte expansión del mercado inmobiliario.

**Durante 2006, conforme se disipaban las dudas sobre la recuperación, en un entorno de fuerte crecimiento monetario y crediticio, el BCE ha ido subiendo los tipos hacia niveles más neutrales.**

A medida que se afianzaba la recuperación económica europea, el BCE ha ido progresivamente aumentando los tipos de interés, primero con frecuencia trimestral, y en la segunda mitad de año con frecuencia bimestral. La moderación del precio del petróleo propició que la inflación en la zona euro se situara por debajo del objetivo del BCE después del verano, pero el elevado grado de liquidez en el sistema, el fuerte crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, la confirmación del buen tono de la economía y la moderación de los riesgos en el escenario global convenció al BCE de la necesidad de acelerar las subidas de tipos hacia niveles más neutrales. En diciembre, el banco emisor situó el tipo "refi" en el 3,5%.

**En un entorno de moderada desaceleración mundial y políticas monetarias algo menos expansivas, la economía europea mantendrá un crecimiento relativamente dinámico en 2007 y 2008, aunque por debajo de lo registrado en 2006. Por su parte, la inflación se mantendrá contenida.**

La moderación de los riesgos en el escenario internacional y la constatación del fortalecimiento de la demanda interna europea ha terminado por convencer a analistas y organismos internacionales de que la economía europea pueda afrontar relativamente bien un escenario de ligera moderación de crecimiento mundial y políticas de demanda algo menos laxas. En efecto, los indicadores reales y de expectativas apuntan a que en 2007 y 2008 la economía europea seguirá creciendo a buen ritmo, aunque por debajo del fuerte crecimiento experimentado en 2006. La moderación del crecimiento mundial se traducirá en una aportación del sector exterior al crecimiento menos positiva que en 2006. Respecto a las políticas de demanda en el área, es cierto que se espera que sean menos expansivas que en 2006, como corresponde a una economía más avanzada en el ciclo. Pero no es previsible que sea un factor que pueda hacer descarrilar el crecimiento europeo. En política fiscal es probable que, los resultados fiscales de 2006, mejores de lo inicialmente previsto gracias a los mayores ingresos, y los procesos electorales previstos en 2007 en muchos países de la zona puedan llevar a un esfuerzo de consolidación menor al inicialmente previsto.

En política monetaria, a pesar del incremento acumulado en los tipos oficiales de 150 puntos básicos, el mantenimiento de los tipos de interés a largo plazo en niveles bajos y la favorable evolución bursátil contribuirán a mantener unas condiciones financieras holgadas. La gran incógnita es el tipo de cambio, que de seguir apreciándose frente al dólar hasta el entorno de 1,35 podría frenar subidas adicionales de tipos. Aunque en el escenario más probable la divisa se mantendrá en el entorno de 1,30\$.

En este escenario, además, la inflación se mantendrá en niveles moderados (1,8% en 2007 tras un 2,2% en 2006), una evolución muy favorable si se tiene en cuenta que la cifra de 2007 incorpora entre 3 y 5 décimas derivadas del aumento del IVA en Alemania. A la desaceleración de la inflación está contribuyendo, de forma determinante, la moderación de los precios energéticos. Pero los componentes más estables también están evolucionando favorablemente, según se desprende de la inflación sin alimentos frescos y energía, que se mantiene relativamente estable en el entorno del 1,5%. Otras medidas de inflación subyacente confirman esta estabilidad. En un entorno de precios energéticos y de materias primas moderándose, la principal incertidumbre al alza sobre la inflación se centra en qué medida se puede mantener la contención salarial en una situación cíclica más favorable.

**En este contexto, y a medida que los tipos de interés se acercan a su nivel neutral, el BCE ha decidido volver a espaciar las subidas de tipos. Así, cabe esperar que el banco emisor siga subiendo tipos hasta el 4% durante la primera mitad del año. En estos niveles, sin tensiones inflacionistas relevantes y con la economía creciendo en torno al potencial, el BCE mantendrá los tipos.**

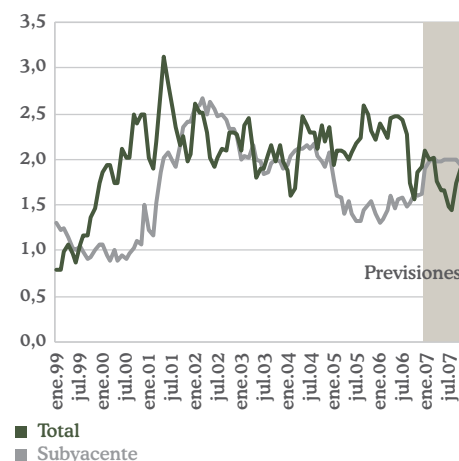
Con la economía en plena expansión, los agregados monetarios y crediticios creciendo a buen ritmo y unas condiciones monetarias financieras todavía relativamente holgadas, se explica que el BCE haya señalado que el proceso de subida de tipos todavía no ha finalizado. Pero conforme el tipo "refi" se acerca al tipo neutral, y en un contexto en el que la inflación parece muy controlada, también se entiende que el banco emisor haya decidido espaciar el ritmo de subidas, volviendo a la frecuencia trimestral. Así, se espera que suba 25 pb en marzo y otros 25 pb en junio, hasta alcanzar el 4%. En el verano, con la inflación por debajo del 2% y sin indicios de aceleración, la economía creciendo en torno al potencial, y un crecimiento monetario y crediticio más moderado por el efecto del aumento acumulado de los tipos de interés, cabe esperar que el BCE dé por finalizado el proceso de subidas de tipos.

**En España, los tipos hipotecarios, en el 4,71 en noviembre, registraron en 2006 la mayor subida de los últimos seis años. En 2007, subirán menos al incorporar ya parte de las subidas esperadas del BCE.**

La TAE promedio de las nuevas operaciones de préstamos para adquisición de vivienda se situó en el 4,71% en noviembre, acumulando 142 puntos básicos de subida desde su mínimo en agosto de 2005. Ello pone de manifiesto un endurecimiento de las condiciones financieras para la demanda de vivienda. No obstante, el estrechamiento del diferencial entre los tipos hipotecarios y los tipos del mercado monetario apunta a una moderación de la traslación efectiva de las subidas de tipos oficiales debida a la notable competencia bancaria existente en el sistema financiero español que presiona los márgenes a la baja.

Gráfico 3.  
UEM: IPCA

En tasa de variación interanual



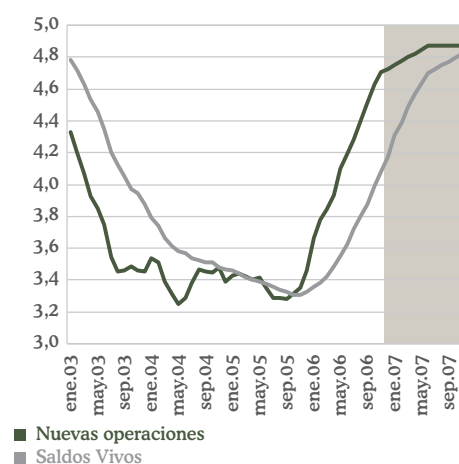
Fuente: Eurostat y SEE BBVA

Cuadro 2. Previsiones financieras UEM  
(fin de año)

|            | 2005 | 2006 | 2007 |
|------------|------|------|------|
| Oficiales  | 2,25 | 3,5  | 4,0  |
| 10 años    | 3,4  | 3,9  | 4,1  |
| Dólar-euro | 1,19 | 1,32 | 1,30 |

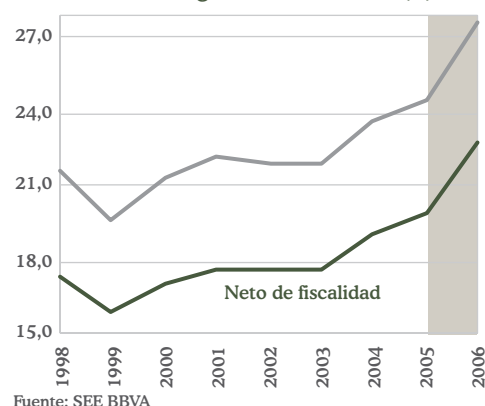
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.  
Tipo de interés promedio de préstamos para adquisición de vivienda



Fuente: Banco de España y SEE BBVA

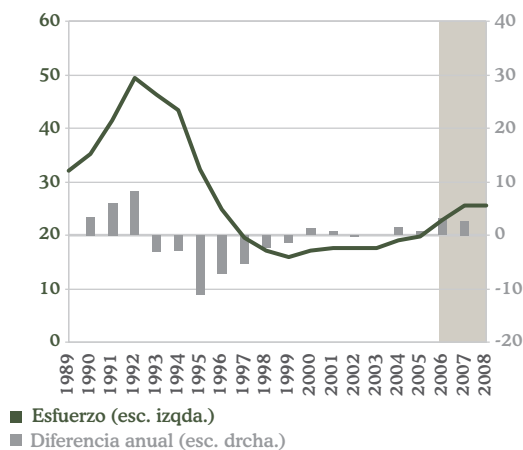
Gráfico 5.  
Accesibilidad a la Vivienda en España.  
Esfuerzo sobre Ingresos Ponderados (%)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 6.

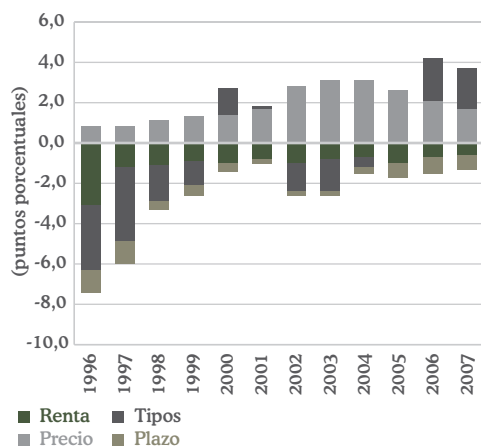
### Accesibilidad a la Vivienda en España. Esfuerzo sobre Ingresos Ponderados ajustados de Fiscalidad



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 7.

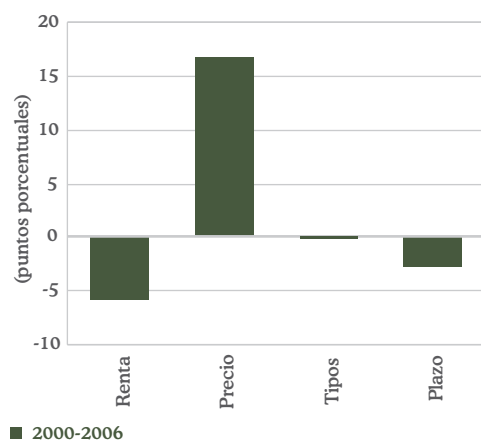
### Contribución a la variación del esfuerzo de acceso a la vivienda



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 8.

### Contribución acumulada al deterioro del esfuerzo de acceso a la vivienda entre 2000 y 2006



Fuente: SEE BBVA

Por su parte, el tipo de interés implícito de la cartera de préstamos de las entidades de crédito (que aproxima el tipo que afrontan las familias ya endeudadas) se situó en el 4,1% acumulando una subida de 78 puntos básicos. Esto refleja el desfase del tipo de interés de la cartera de préstamos con respecto al de mercado (aproximadamente seis meses) debido a las actualizaciones mayoritariamente anuales del tipo de interés de los préstamos hipotecarios. Así, de acuerdo al escenario de tipos de interés previsto, el mayor impacto de subidas de interés para una familia hipotecada se producirá en las revisiones de hipotecas que se realicen a mediados de 2007.

### Los ratios de accesibilidad acusan el endurecimiento de las condiciones financieras y se sitúan en niveles no observados desde la primera mitad de los noventa.

El pago de las cuotas hipotecarias necesarias para adquirir una vivienda media de mercado en 2006 suponía un 24% de los ingresos ponderados, cuando se ajustan por las condiciones fiscales, cuatro puntos por encima de la media de 2005. Para 2007, las previsiones indican que este ratio experimentará un deterioro más reducido en la primera mitad del año, debido al menor impacto de los tipos de interés y de los precios de la vivienda, estabilizándose a partir de la segunda mitad del año.

### El aumento de los tipos de interés hipotecarios es el factor que más contribuirá en 2006 y 2007 al deterioro de la accesibilidad a la vivienda. Entre 2000 y 2005, ese factor fueron los precios.

Al analizar las contribuciones a la variación del ratio de esfuerzo, se observa el impacto que han tenido los tipos de interés en el deterioro de la accesibilidad en 2006. Tras cuatro años aportando negativamente a los ratios de accesibilidad, la contribución de los tipos han mostrado la aportación más alta observada en los últimos diez años.

No obstante, si analizamos la contribución acumulada para analizar el deterioro del ratio de esfuerzo de acceso a la vivienda desde el año 2000, vemos que el efecto ha sido neutro, siendo los precios de la vivienda los que han explicado todo el deterioro.

### La moderación de la demanda inmobiliaria se refleja en la caída de los nuevos flujos de crédito a la adquisición de vivienda.

El saldo de crédito gestionado a hogares para la adquisición de vivienda aumentó un 20,8% interanual en octubre, 3,5 puntos porcentuales por debajo del crecimiento experimentado a finales de 2005. Asimismo, las estadísticas que publica el Banco de España empiezan ya a reflejar una cierta reacción de la demanda de este tipo de financiación a la subida de los tipos de interés. Así, la evolución de las nuevas operaciones de crédito, que reflejarían los flujos de entrada en la cartera de las entidades financieras, muestran una notable desaceleración desde el mes de abril de 2006.

Como se observa en el gráfico adjunto, el crecimiento de las nuevas operaciones acumuladas del año habría pasado de registrar tasas de crecimiento por encima del 30% entre septiembre de 2005 y marzo de 2006 a crecer por debajo del 15% en el mes de noviembre. Además se observa que al comparar el último trimestre con el mismo periodo del año anterior los flujos registrarían una caída del 2,5%, lo que daría a entender que esta desaceleración se está acentuando.

Este descenso en la demanda se observa, asimismo, en las respuestas ofrecidas por las entidades de crédito en la encuesta de préstamos bancarios. En agregado, tras varios trimestres observando aumentos en la demanda de crédito para la adquisición de vivienda, en septiembre pasado las entidades no observaron cambios respecto al trimestre anterior y anticipaban una caída para el último trimestre de 2006.

Asimismo, las entidades financieras reconocieron haber endurecido las condiciones de oferta de los préstamos para esta finalidad y no preveían una mejora en los tres últimos meses del año pasado.

**La subida de los tipos de interés incrementa la carga financiera de las familias. El mayor impacto se registrará en 2007, cuando el pago por intereses alcance el 7% de su renta disponible.**

De nuevo ha sido el endurecimiento de la política monetaria el que explica en mayor parte el deterioro de la carga financiera. De modo que al descomponer la carga en carga por principal y por intereses se observa que han sido estos últimos los que han experimentado un mayor deterioro en 2006.

El fuerte crecimiento en el nivel de endeudamiento, principalmente a través de préstamos a tipo variable, ha incrementado la sensibilidad de la economía familiar a la evolución de los tipos de interés, lo que ha provocado un fuerte deterioro de la carga financiera por este concepto.

Como se comentaba anteriormente, las familias endeudadas a tipo variable recogen con cierto retraso la evolución de los tipos de interés, debido a que la mayor parte de los préstamos hipotecarios se revisan anualmente. Así, el mayor impacto de la subida de los tipos de interés se producirá durante 2007. Otro aspecto a destacar es que, debido a la moderación que experimentará el crecimiento del crédito durante este año y al alargamiento esperado en la cartera de préstamos a las familias, la carga financiera por principal no crecerá durante este año.

**La política monetaria también se ha endurecido en otras economías...**

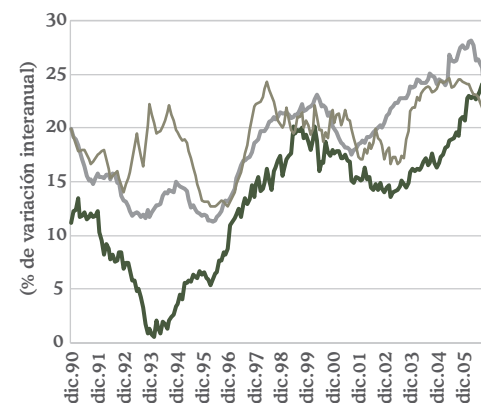
Internacionalmente, encontramos economías que han experimentado un endurecimiento de las condiciones financieras similar al que están registrando las economías de la zona euro. Además, estas economías se encontraban en una fase de expansión del mercado inmobiliario, por lo que pueden servir como referencia de qué efectos tienen sobre el mercado de vivienda las fases de subida de tipos de interés hipotecarios.

Como se observa en el gráfico, en Australia, los tipos de interés comenzaron a subir a mediados de 2002 y, gradualmente, han acumulado un repunte de dos puntos porcentuales en los tipos de interés hipotecarios. En el caso de Reino Unido, los tipos de interés comenzaron a subir a finales de 2003 y lo hicieron de una forma más acusada, de manera que, a principios de 2005, acumulaba ya 150 puntos básicos de subida. El Banco de Inglaterra ha sido, en los últimos años el que ha mostrado una política monetaria más activa, con bajadas y subidas de los tipos de interés.

Por último, nos encontramos con el ejemplo de EE.UU., dónde la FED cambió el sesgo de su política monetaria a mediados de 2004 y subió los tipos de interés oficiales 425 puntos básicos. A pesar de la fuerte subida, la traslación del cambio de la política monetaria al mercado

Gráfico 9.

## Evolución del crédito gestionado



■ Al sector privado

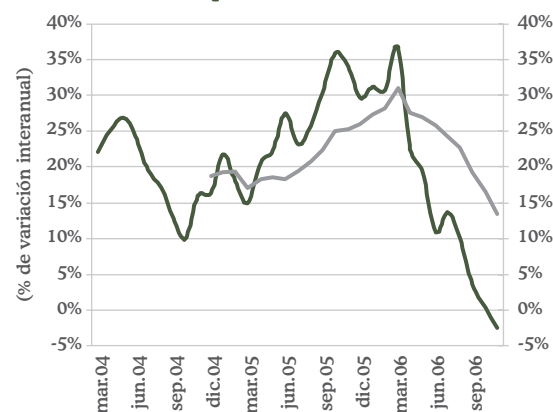
■ Hipotecario

■ A los hogares para adquisición de viviendas

Fuente: Banco de España

Gráfico 10.

## Evolución de las nuevas operaciones de crédito a la adquisición de vivienda



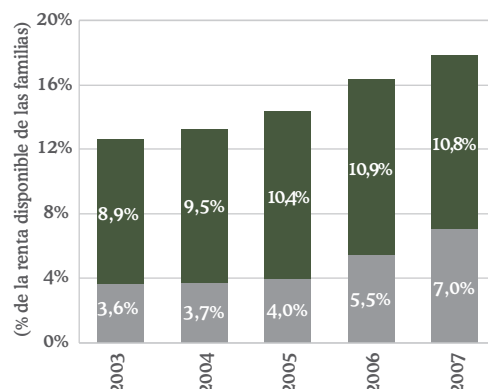
■ Suma móvil 3 meses

■ Suma móvil 12 meses

Fuente: Banco de España y SEE BBVA

Gráfico 11.

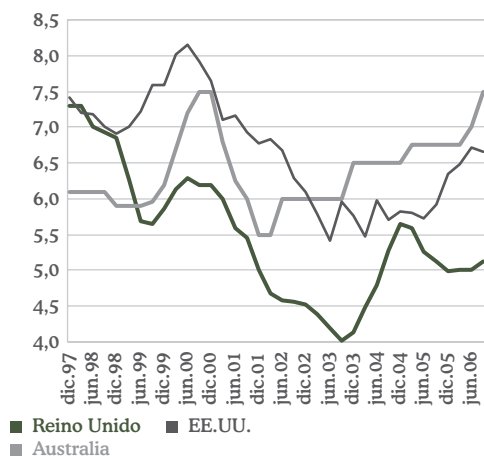
## Carga financiera de las familias



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 12.

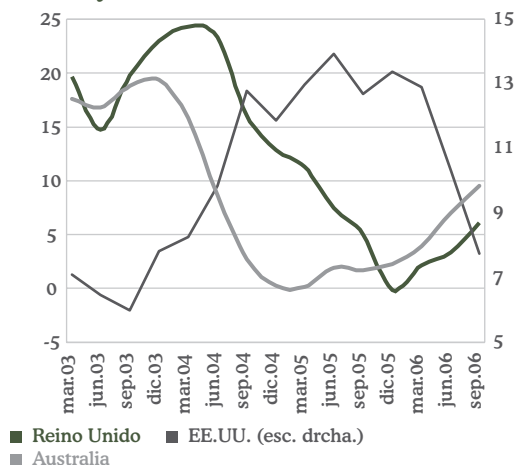
## Tipos de interés hipotecarios (%)



Fuente: CLM, FHFB, IRBA

Gráfico 13.

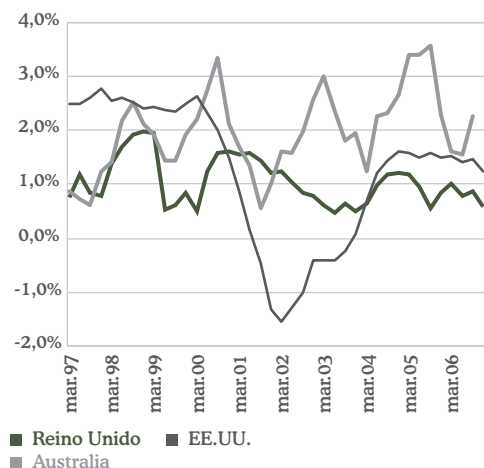
## Precio de la vivienda en Australia, Reino Unido y EE.UU.



Fuente: CLG, ABS, IOFHEO

Gráfico 14.

## Evolución del empleo



Fuente: ONS, BLS Y RBA

hipotecario ha sido más limitada que en los otros dos países. Esto se debe a la proporción de hipotecas que en EE.UU. se conceden a tipo fijo, y que están referenciados a los tipos a largo plazo que en este periodo han tenido un comportamiento mucho más estable. Así, los tipos hipotecarios estadounidenses han experimentado un incremento de sólo 130 puntos básicos.

### .... lo que, en el corto plazo, se ha reflejado en los precios de la vivienda.

Las condiciones financieras, que habrían sido un factor determinante en la expansión inmobiliaria observada desde finales de la década de los noventa<sup>1</sup>, han presionado los precios inmobiliarios a la baja. Como se observa en el gráfico adjunto, todas las economías han experimentado una acusada desaceleración en el crecimiento de los precios de la vivienda.

Así, en Australia y Reino Unido, los precios pasaron de registrar crecimientos cercanos al 20% y al 25% respectivamente a crecimientos nulos en términos nominales. Mientras, en EE.UU., los precios han experimentado una acusada desaceleración en el último año pasando de crecer a ritmos cercanos al 14% a crecimientos cercanos al 8%.

A pesar de la reacción de los precios a las subidas de los tipos de interés, en los dos países donde el cambio de sesgo se produjo de manera adelantada, llama la atención el repunte registrado por el crecimiento de los precios de los inmuebles tras uno o dos trimestres de crecimientos nulos. Así, tanto en Australia como en el Reino Unido los precios han vuelto a registrar crecimientos del 10% y del 6% respectivamente en el tercer trimestre de 2006.

### La experiencia internacional muestra la importancia del empleo como soporte para la desaceleración de los precios tras un endurecimiento de las condiciones financieras.

Este renovado dinamismo de los precios en un contexto en el que continúan endureciéndose las condiciones financieras, sólo puede venir explicado por la favorable coyuntura económica de ambos países y principalmente de la evolución del empleo.

Así, en Australia, la tasa de paro se ha situado en el mínimo registrado de los últimos 30 años (4,6%), mientras que, en el Reino Unido, la creación de empleo ha mantenido desde inicios de la presente década un crecimiento bastante estable y el suave repunte registrado en la tasa de paro se debe principalmente a la fuerte entrada de inmigrantes que se está produciendo en dicho país.

En ambas economías se observa un fuerte crecimiento de las transacciones inmobiliarias, que muestra la evolución favorable de la renta de los demandantes de vivienda, que pueden todavía acceder al mercado pese a que continúen deteriorándose las condiciones financieras.

Otro factor a tener en cuenta para explicar el comportamiento del mercado es la reducción de las incertidumbres que pesaban sobre la economía mundial, como el riesgo de un fuerte repunte de los precios del petróleo. Las expectativas de subidas adicionales de tipos de interés son cada vez menores lo que, unido a una positiva evolución de la economía y, particularmente del empleo, anima a las familias a realizar este tipo de inversiones.

<sup>1</sup> Véase Cubero, J., San Martín, I. "El precio de la vivienda en las economías desarrolladas: evolución y factores relevantes" BBVA. Situación Inmobiliaria. Noviembre 2005

## En EE.UU., las positivas perspectivas de evolución del mercado laboral supondrán también un soporte para el mercado inmobiliario.

Como se ha comentado anteriormente, en EE.UU., el cambio hacia una política monetaria más restrictiva y las menores expectativas de crecimiento económico llevaron, en 2006, a un descenso significativo de la demanda inmobiliaria y, con ello, a un ajuste del mercado.

En 2006, el número de proyectos iniciados descendió hasta 1,8 millones de viviendas. Este descenso de la producción ha evolucionado de forma paralela al aumento de la oferta de vivienda en venta, que a finales de 2006 alcanzaba los 3,5 millones de unidades. Este volumen de oferta es equivalente a algo menos de ocho meses de demanda a los ritmos de venta actuales, periodo ligeramente superior a la media de los últimos diez años.

Atendiendo a los datos mensuales, el perfil de los mismos indica una ligera recuperación, tanto del volumen de ventas como de los precios de las viviendas de nueva construcción, en el último trimestre del año, lo que adelanta unas perspectivas más positivas para 2007. El buen comportamiento del mercado laboral, la creciente llegada de nuevos inmigrantes y una mejora de los ratios de accesibilidad avalarían dicha evolución.

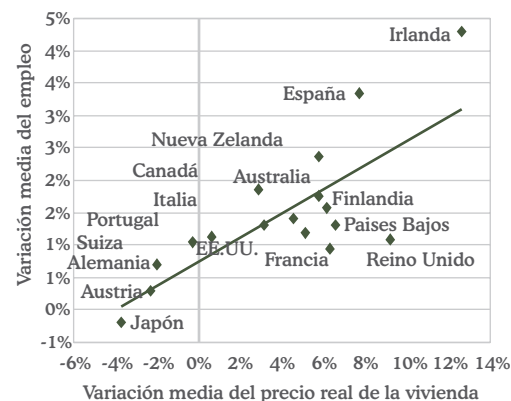
## A pesar de que las condiciones financieras y el desarrollo del mercado hipotecario han sido determinantes en la última expansión inmobiliaria, el empleo se mantiene como un factor clave para la evolución del mercado residencial.

La evolución del mercado de la vivienda está muy correlacionada con la capacidad de demanda de los hogares, es decir, con sus expectativas de renta disponible. Algo que, al final, tiene mucho que ver con el comportamiento del empleo. Sin embargo, a finales de los años noventa, el descenso estructural de los tipos de interés reales supuso un impulso importante para la demanda residencial al incrementar significativamente, para los mismos ingresos corrientes, la capacidad de endeudamiento de las familias. De esta manera, la demanda residencial se distanció de la evolución del empleo y se acercó a la de las condiciones financieras. Actualmente, el carácter menos relajado de la política monetaria a nivel global está afectando de forma relevante a los mercados inmobiliarios de gran parte de las economías desarrolladas, poniendo fin a un periodo de intensa expansión de la actividad, la demanda y los precios.

En la actualidad, las condiciones de financiación a la vivienda son más neutrales, por lo que es de esperar que la demanda residencial vuelva a apoyarse en la evolución del empleo más intensamente que en los trimestres pasados. Afortunadamente, el empleo está evolucionando de modo positivo, lo que contribuirá a la continuidad del escenario actual de "aterrizaje suave".

Gráfico 15.

### Precio de la vivienda y empleo (95-05)



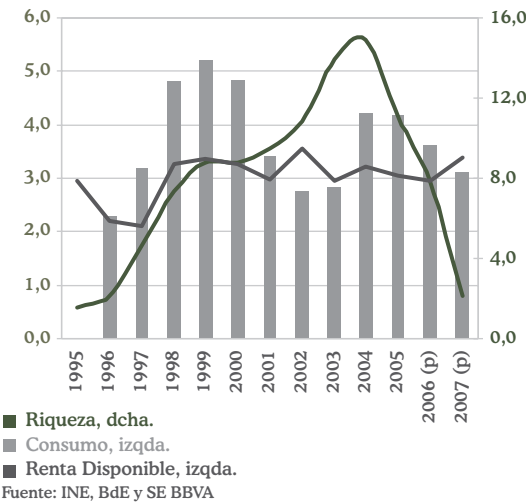
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 1.  
IA BBVA España



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.  
Consumo, renta y riqueza real en manos de los hogares  
Crecimiento anual



Fuente: INE, BdE y SE BBVA

## Enfriamiento de la demanda residencial

La demanda de vivienda mantendrá la tendencia de moderación en 2007 dado el deterioro de los ratios de accesibilidad. No obstante, el empleo seguirá actuando como principal soporte.

A pesar de que el empleo y, en menor medida, la inversión extranjera actuarán como soportes, el deterioro de los ratios de accesibilidad, provocado por el aumento de los tipos de interés y las todavía elevadas revalorizaciones inmobiliarias, continuarán frenando el crecimiento de la demanda, lo que llevará a un menor número de transacciones, especialmente, al igual que lo ocurrido durante este año, en el segmento de la vivienda nueva.

A lo largo de 2006 se intensificó el dinamismo de la economía española, con una mejoría de la demanda exterior que más que compensó el freno del gasto doméstico. En 2007 el crecimiento se mantendrá por encima del 3%.

La situación coyuntural de la economía española mejoró paulatinamente a lo largo de 2006, apoyada en el mayor dinamismo de la industria, mientras que construcción y servicios de no mercado mantuvieron crecimientos cercanos a los de 2005 y los servicios de mercado se desaceleraron. Así, el indicador sintético de actividad IA BBVA, reflejo del estado de la economía española, ha venido mejorando sus estimaciones previas conforme llegaba nueva información a lo largo de casi todo el año pasado. Sin embargo, los datos más recientes de distintos indicadores parciales, correspondientes a noviembre y diciembre, han rebajado las estimaciones previas del indicador sintético, lo que resulta coherente con una estabilización del crecimiento del PIB en el cuarto trimestre del año en el 3,8%, tasa registrada en el tercero. Con ello, la economía española habría crecido el 3,7% en el conjunto de 2006, dos décimas más que en 2005 por la menor contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento, que más que compensó la desaceleración registrada por la demanda domestica.

A lo largo de 2007 se moderará paulatinamente el crecimiento respondiendo al menor empuje de algunos de los factores determinantes de la demanda de hogares y empresas, como las condiciones de financiación, que aún siendo globalmente expansivas, seguirán endureciéndose en un entorno en el que el endeudamiento es más elevado que

Cuadro 1. España, PIB Base 2000

| tasas a/a            | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Consumo hogares      | 3,4  | 2,8  | 2,8  | 4,2  | 4,2  | 3,6  | 3,1  |
| Consumo AA.PP.       | 3,9  | 4,5  | 4,8  | 6,3  | 4,8  | 4,2  | 4,3  |
| FBCF                 | 4,8  | 3,4  | 5,9  | 5,0  | 7,0  | 6,3  | 5,1  |
| Equipo y Otros       | 1,9  | 0,0  | 5,3  | 4,4  | 8,4  | 6,9  | 6,4  |
| Construcción         | 6,8  | 6,2  | 6,3  | 5,5  | 6,0  | 5,9  | 3,9  |
| Vivienda             | 7,5  | 6,9  | 9,4  | 5,9  | 5,8  | 6,8  | 4,1  |
| Resto                | 7,7  | 5,7  | 3,4  | 5,0  | 6,2  | 5,0  | 3,8  |
| Var. existencias (*) | -0,1 | 0,0  | -0,1 | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 0,0  |
| Demanda nacional (*) | 3,9  | 3,3  | 3,9  | 4,9  | 5,2  | 4,8  | 4,2  |
| Exportaciones        | 4,2  | 2,0  | 3,7  | 4,1  | 1,5  | 5,5  | 5,6  |
| Importaciones        | 4,5  | 3,7  | 6,2  | 9,6  | 7,0  | 8,0  | 6,6  |
| Saldo exterior (*)   | -0,2 | -0,6 | -0,9 | -1,7 | -1,7 | -1,1 | -0,9 |
| PIB pm               | 3,6  | 2,7  | 3,0  | 3,2  | 3,5  | 3,7  | 3,3  |

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

en la anterior etapa de subida de tipos de interés, en el año 2000. Este freno sobre el gasto será más intenso que el impulso que está proporcionando la mejoría de la demanda exterior sobre las exportaciones y la inversión en equipo, sostenida por las expectativas de actividad por la buena marcha de los beneficios empresariales.

### El aumento de la carga financiera y el menor efecto riqueza contribuirán a moderar el consumo de los hogares, sostenido por la renta disponible.

Por su parte el consumo de los hogares se encuentra en una senda de desaceleración desde comienzos de 2005, algo menos intensa quizá en los últimos meses de 2006 dada cierta recuperación del gasto en bienes de consumo no duradero. La moderación del gasto de los hogares, que continuará en 2007, se justifica en la evolución de la renta disponible y la riqueza en manos de los hogares, determinantes fundamentales de su gasto, así como de los tipos de interés.

En cuanto a la riqueza, su perfil de desaceleración es intenso, estimándose que ha pasado de crecimientos reales del 15% en 2004 a tasas cercanas al 8% en 2006, cifra que aún será menor en 2007 dada la perspectiva de desaceleración continuada de los precios de la vivienda, activo que supone cerca del 80% del activo de los hogares.

La renta disponible en términos nominales se encuentra en una etapa de moderada desaceleración, que al añadir el drenaje de la inflación (más acusado hasta el tercer trimestre de 2006) se hace más intenso en términos reales. Las perspectivas para 2007 de la renta de los hogares son de una ligera aceleración respecto a los crecimientos de 2006, fundamentalmente como resultado del descenso de la inflación, que caerá 1,3 puntos, hasta el 2,2% en promedio anual. El empleo se mantendrá como el principal soporte de la renta de los hogares, con un ritmo de aumento de la ocupación cercano al 3% en cifras de Contabilidad Nacional. Adicionalmente, la reforma del IRPF incrementará en aproximadamente 2,5 miles de millones de euros la renta disponible de los hogares, aproximadamente el 0,4% del total.

### La creación de empleo continuará siendo el principal soporte de la renta de las familias.

Los sostenidos aumentos del empleo registrados en los últimos años, más rápidos que los de la población activa a pesar del fuerte impulso de la inmigración y de la creciente incorporación femenina al mercado laboral están reduciendo rápidamente la tasa de paro, que en algunas CCAA y grupos de edad oscila entre el 4% y el 5% de los activos. Ello facilita que los costes salariales estén registrando una aceleración de cierta entidad en la segunda mitad de 2006, superando ya las tarifas negociadas en los convenios colectivos. Si el crecimiento acumulado por las subidas salariales en convenio era a noviembre del 3,2%, el coste salarial estimado por la Encuesta Trimestral de Coste Laboral del INE crece también en términos acumulados el 3,8%, lo que supone para el tercer trimestre de 2007 el aumento más alto de los últimos 10 años.

La moderación de los soportes del gasto de los hogares está siendo más intensa que la que registra el consumo, lo que ha llevado a un descenso de su tasa de ahorro de dos puntos en tres años, hasta el 9,3% de la renta disponible en el tercer trimestre de 2006, y a un creciente recurso a la financiación, a la vez que el endeudamiento

Gráfico 3.

### Contribuciones estimadas al crecimiento del consumo de los hogares

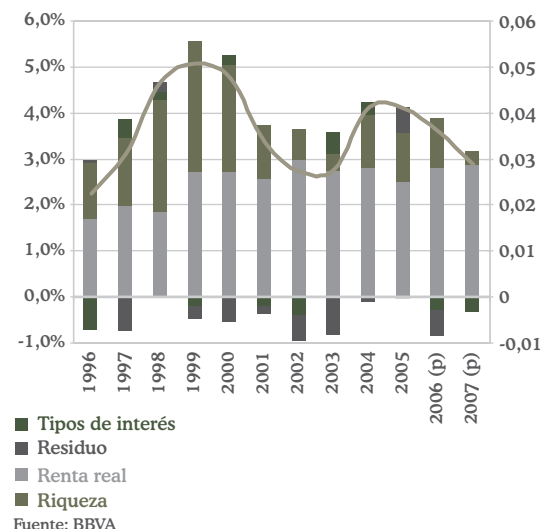


Gráfico 4.

### Tasa de Paro y Crecimiento de la Población mayor de 16 años

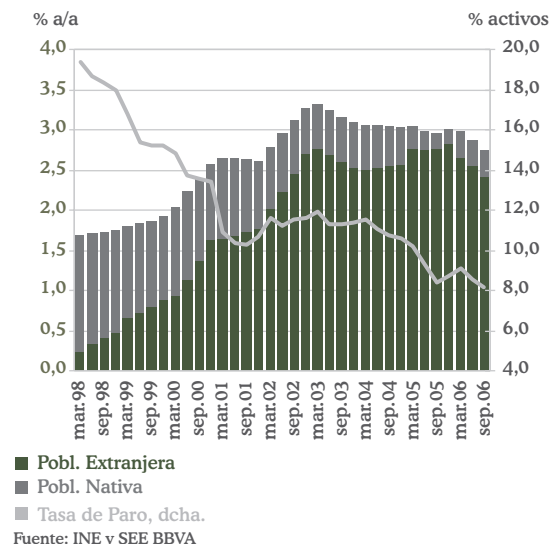


Gráfico 5.

### Crecimiento salarial

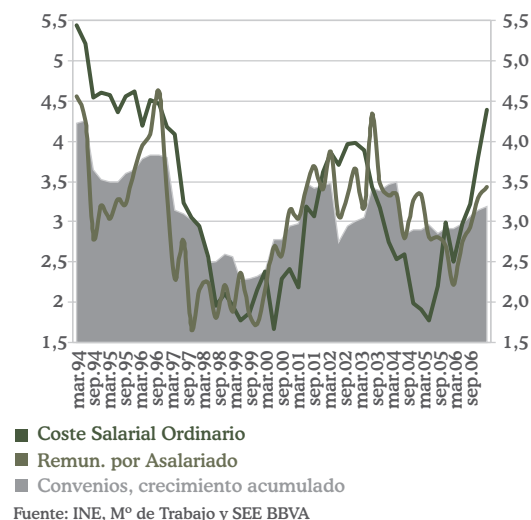
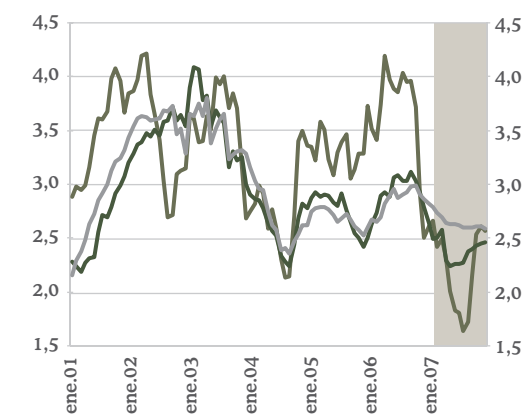


Gráfico 6.

## Inflación

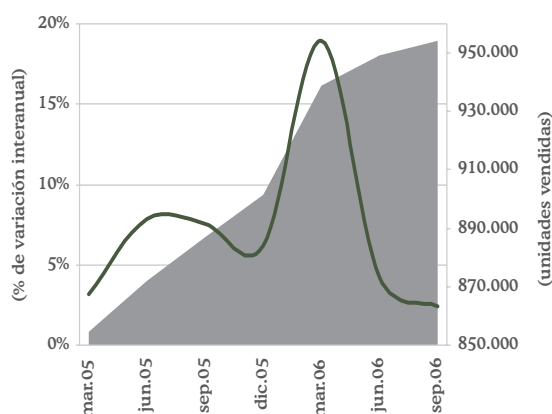


■ IPSEBENE  
■ Total  
■ Tendencial BBVA  
Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 7.

## Transacciones inmobiliarias

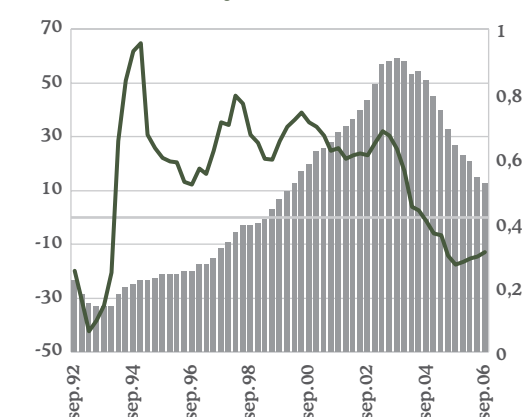
(suma 12 meses y tasa de variación interanual de las transacciones trimestrales)



Fuente: SEE-BBVA en base a Ministerio de la vivienda

Gráfico 8.

## Inversión Extranjera en Inmuebles



■ % del PIB  
■ Variación interanual  
Fuente: SEE BBVA

para la compra de vivienda crece más despacio, aunque todavía a tasas elevadas. De este modo, las familias han seguido ampliando su posición de demandantes netos de financiación en 2006, contribuyendo con tres puntos de PIB a la necesidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo, 7,9 puntos porcentuales en el tercer trimestre del año pasado.

Este mayor nivel de endeudamiento para hacer frente tanto al gasto de consumo como a la inversión en vivienda ha ido acompañado de un aumento de la carga financiera, que experimentó en 2006 su mayor crecimiento de los últimos años, hasta acercarse al 14% de la renta disponible de los hogares. Dado que las variaciones de tipos de interés se transmiten a la carga financiera con un retardo de aproximadamente seis meses y asumiendo una suave desaceleración del crédito total en 2007 (que ya se observa en las nuevas operaciones de financiación hipotecaria) y un entorno de tipos de interés en el conjunto del área del euro algo más altos, este año el servicio de la deuda repuntará adicionalmente, contribuyendo a frenar el crecimiento del gasto de los hogares.

## Inflación, perspectivas a la baja.

Las perspectivas de moderación del gasto y la corrección a la baja de los precios de ciertas materias primas, y en particular del petróleo sitúan las expectativas inflacionistas para 2007 en el 2,2%, más de un punto menos del promedio de 2006. Índices menos volátiles como el IPSEBENE o el IPC Tendencial BBVA, que reflejan más apropiadamente las tensiones inflacionistas subyacentes en la economía se desacelerarán en menor medida en los próximos trimestres. Ello refleja las rigideces existentes en la formación de precios en los sectores menos expuestos a la globalización de la producción y la distribución o con una regulación más intensa, como es el caso de los servicios.

Con todo, la inflación registrada en los últimos años en una situación de elevado dinamismo del gasto y condiciones financieras muy expansivas no se ha visto tan impulsada al alza por unos crecimientos salariales que han resultado ser relativamente bajos dado el fuerte aumento de la oferta de empleo. Éste se ha basado tanto en el dinamismo demográfico de la inmigración como en el impulso a la participación, sobre todo femenina, en el mercado laboral. La reciente aceleración de los salarios podría poner en riesgo la moderación de las cifras de inflación.

## La evolución de las transacciones de vivienda, especialmente de la usada, evidencia el menor impulso de la demanda.

El endurecimiento de las condiciones financieras, las expectativas de un momento económico menos dinámico y el elevado nivel de los precios inmobiliarios están delimitando cada vez con mayor intensidad la demanda con capacidad para la compra de una vivienda, especialmente en los que acceden por primera vez al mercado. Estas condiciones están teniendo un claro reflejo en el alargamiento de los plazos de venta y, consecuentemente, en un menor número de viviendas vendidas por promoción y mes, lo que llevará a un número de viviendas vendidas en 2006 similar al del año anterior.

Así, son 955.000 las transacciones de viviendas realizadas entre el cuarto trimestre de 2005 y el tercero de 2006, 7,6% más que un año antes. Al analizar el perfil trimestral, se aprecia una clara desaceleración,

ya que tras el fuerte crecimiento observado en el primer trimestre de 2006<sup>1</sup> (19%), el número de transacciones se ha moderado notablemente hasta crecer un 2% en el tercer trimestre del año. Ello marca una tendencia de desaceleración a lo largo de los últimos dos años.

Además, se observa un menor dinamismo del mercado de vivienda usada, cuyas transacciones se han mantenido relativamente estables durante los últimos doce meses y han caído en los dos últimos trimestres a ritmos del 3% respecto al mismo trimestre del año anterior. La vivienda usada refleja de manera más fidedigna el momento del mercado, ya que las transacciones de vivienda nueva registradas ahora, cuando la vivienda está terminada, suelen responder a decisiones previas de compra "sobre plano". En este sentido, las transacciones de vivienda nueva han pasado de representar el 35% del total de transacciones en 2004 al 41% de las transacciones en el tercer trimestre de 2006.

### La inversión extranjera en inmuebles comienza a recuperarse impulsada por la favorable coyuntura en Alemania y Reino Unido y el menor aumento del precio relativo de la vivienda en España.

La inversión extranjera en inmuebles continuó cayendo durante el tercer trimestre de 2006, pero el ritmo de los descensos es cada vez menos acusado. Así, los flujos de entrada acumulados en los doce meses que terminan en el mes de octubre de 2006 caían el 13% interanual, cinco puntos menos que un año antes. Con todo, el peso de los flujos de entrada en la Balanza de Pagos por este concepto continúa reduciéndose y en el tercer trimestre de 2006 eran del 0,5% del PIB, 0,4 puntos porcentuales menos que el máximo alcanzado en 2003.

No obstante, las perspectivas de continuidad de la recuperación económica que ya se está experimentando en Alemania y el Reino Unido (principales demandantes de inmuebles turísticos en España), la reducción del diferencial de inflación y el menor crecimiento de los precios relativos de la vivienda en España, son factores que mejoran las perspectivas de medio plazo de la demanda de vivienda en España por parte de no residentes.

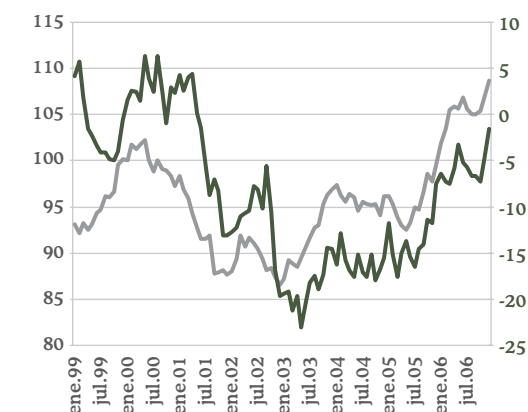
### Tras varios años de crecimiento débil, Alemania se encuentra en plena expansión cíclica. La favorable evolución de las empresas comienza a transmitirse a los consumidores.

Finalmente la economía alemana ha salido de su atonía en términos de crecimiento de los últimos años. Los empresarios alemanes, animados por la demanda externa, en un entorno de elevada competitividad de sus exportaciones, por sus mejoras en rentabilidad y por una situación financiera más saneada, se han animado a invertir más y, paulatinamente, han aumentado sus intenciones de contratación. La construcción ha salido del importante bache de los últimos años y el gasto de las familias, aunque va todavía con cierto retraso, cabe esperar que repunte en línea con las mejores perspectivas de empleo. Bien es cierto que en 2007 la política monetaria, y sobre todo la fiscal, será menos relajada que en años anteriores. Pero por lo que se refiere al consumo, el componente que por ahora mantiene un crecimiento más modera-

<sup>1</sup> Este dato puede estar sesgado al alza por estacionalidad ligada a la Semana Santa, pero sobre todo por la regularización de inmigrantes. La legalización de la situación en España de algo más de medio millón de personas pudo suponer la ejecución de un número relevante de transacciones inmobiliarias acumuladas. En este sentido, de acuerdo a un estudio del M<sup>e</sup> de Vivienda, aproximadamente el 12% de las transacciones inmobiliarias en España las realizan inmigrantes, peso cercano a su importancia relativa en la población española.

Gráfico 9.

### Alemania: Confianza de Consumidores y Empresarios



■ Consumidores (eje dcho)

■ Empresarios

Fuente: IFO y Comisión Europea

Gráfico 10.

### Reino Unido: Capacidad Utilizada



Fuente: Comisión Europea

do, la fortaleza de la economía, la mejoría del mercado laboral y de las expectativas de los consumidores, y el elevado ahorro acumulado por los consumidores alemanes en años anteriores, ayudarán a mitigar el impacto del aumento del IVA.

**La economía de Reino Unido está creciendo a buen ritmo, apoyada en el dinamismo internacional, unos mercados muy flexibles y una gestión de las políticas de demanda, factores, que seguirán sirviendo de soporte a la economía británica.**

En los últimos 10 años, el Reino Unido ha conseguido mantener tasas de crecimiento entre el 2% y el 4%. Cuenta con un sector servicios muy competitivo y tasas de empleo y participación muy elevadas, así como con una política monetaria independiente, al no pertenecer al área euro, que le ha permitido suavizar sus oscilaciones cíclicas y mitigar el riesgo de recalentamiento asociado al boom inmobiliario. En los últimos meses se aprecia una aceleración de la actividad, ligado a la fortaleza del crecimiento mundial. En un contexto en el que la capacidad ociosa es limitada, el crecimiento monetario y crediticio sigue fuerte, la inflación ha repuntado significativamente y los precios inmobiliarios han vuelto a acelerarse. En esta situación, es previsible una restricción adicional de la política monetaria que contribuirá a estabilizar el ciclo económico y las condiciones financieras y con ello a reducir en el futuro el riesgo de ajuste brusco. La economía seguirá manteniendo tasas de crecimiento en torno al 2.5% en los próximos dos años.

## La actividad, ¿sin freno?

**El escenario de ajuste gradual del mercado inmobiliario implica que a la desaceleración de la inversión se suma una moderación de la actividad.**

Durante 2007 se producirá una desaceleración de la inversión en vivienda coherente con el comportamiento más débil de la demanda residencial. En este sentido, una disminución en el ritmo de iniciaciones favorecería que la actividad se acomodase finalmente a las condiciones del mercado. Es previsible que, durante este año, se inicien entre 700 y 750 mil viviendas, un ritmo sensiblemente inferior al de 2006.

**Los visados de iniciación de vivienda se dispararon en la segunda mitad del año, impulsados parcialmente por la introducción del Código Técnico de Edificación (CTE). El dinamismo de la actividad contrasta con el menor pulso de la demanda.**

En los 12 meses transcurridos desde noviembre de 2005 a octubre de 2006 se visaron en España 923.934 viviendas, lo que supone un crecimiento del 21% anual, la tasa más alta desde diciembre de 2003 y 13,5 puntos porcentuales más que al cierre de 2005.

Tras el fuerte repunte observado en septiembre, se observa un freno en el “impacto anticipo” provocado por la entrada en vigor del CTE. No obstante, continúa aumentando de manera suave el número de visados, por lo que aún no se aprecia a nivel agregado un “efecto salida” de este elemento excepcional. Esto puede responder a que la entrada en vigor del CTE se divide en dos plazos. En los seis primeros meses, hasta el 17 de marzo de 2006, las edificaciones presentadas a licencia apenas tenían que cumplir con la elevación de estándares que exige el nuevo código. Durante los siguientes seis meses se amplían las exigencias, pero continúan existiendo exenciones a la aplicación del código, siendo marzo de 2007 la fecha a partir de la cual el CTE tiene vigencia plena.

Por otro lado, tal y como comenta la norma, los proyectos autorizados al amparo de las Disposiciones Transitorias deberán comenzar a construirse en el plazo máximo de tres meses contado desde la concesión de la misma. En caso contrario, deberán adaptarse a las nuevas exigencias, por lo que el efecto de una mayor actividad debería producirse más bien a corto plazo. No obstante, es posible que las empresas promotoras intenten alargar los periodos de construcción de las licencias “anticipadas”, lo que explicaría la magnitud del anticipo de solicitud de licencias observado en septiembre.

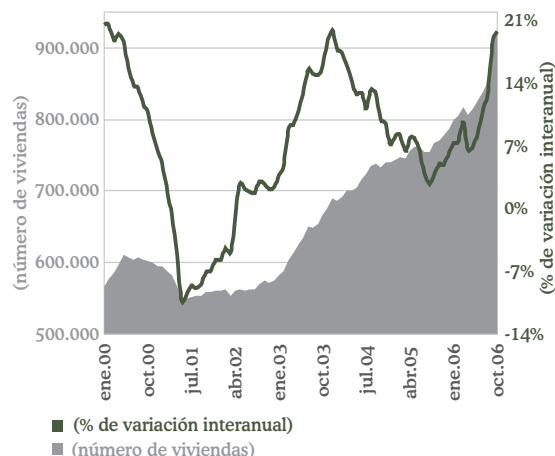
Con todo, el sesgo alcista que el cambio de normativa supone sobre el número de proyectos visados de vivienda no parece suficiente para justificar totalmente el renovado dinamismo de la iniciación de viviendas en España a lo largo de 2006. Ello contrasta con el tono más moderado de la demanda de vivienda por parte de los hogares residentes, como reflejan tanto las transacciones como los precios o la demanda de crédito. Así, la perspectiva de consolidación de un ajuste gradual o “aterrizaje suave” del sector inmobiliario en España implica que los indicadores de actividad reflejen con su desaceleración el menor dinamismo de la demanda.

Finalmente, el análisis de los datos de viviendas iniciadas con una perspectiva territorial muestra que se mantienen las tendencias recién-

Gráfico 1.

### Viviendas iniciadas

(suma móvil 12 meses y tasa de variación)

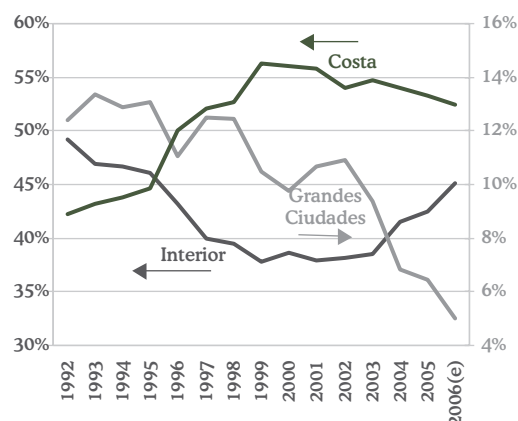


Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 2.

### Viviendas Iniciadas.

Peso en el Total



Fuente: BBVA

Gráfico 3.

### Crecimiento del crédito a promotores



Fuente: Banco de España y SEE BBVA

Gráfico 4.

## Vivienda

Media Móvil de cuatro trimestres



Gráfico 5.

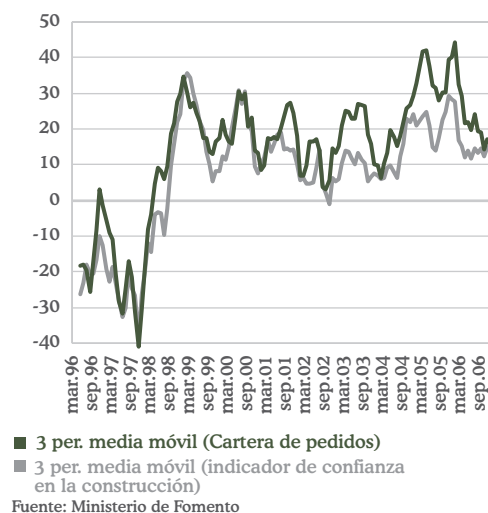
## Vivienda

méda móvil de cuatro trimestres



Gráfico 6.

## Encuesta de opiniones de la industria de la construcción



tes, incrementando el peso relativo de las iniciaciones en el interior peninsular, frente a un comportamiento más moderado de la actividad en la costa y, sobre todo, de las grandes ciudades.

## El recurso a la financiación sigue apoyando la actividad de las empresas promotoras

Los datos de financiación al sector inmobiliario continúan mostrando un fuerte dinamismo. Hasta septiembre, el crédito a promotores mantenía crecimientos cercanos al 50% mientras que el crédito a la construcción se aceleró seis puntos porcentuales hasta crecer a ritmos del 35% interanual.

Estos datos reflejan, por una parte, el pulso de la actividad inmobiliaria, pero también hay que tener en cuenta el incremento del apalancamiento financiero del conjunto de las empresas no financieras, al que no está siendo ajenas las empresas del sector. Como muestran las Cuentas Financieras de la economía española elaboradas por el Banco de España, el porcentaje del activo de las empresas no financieras sufragado con préstamos ha pasado del 41% al 46% del total entre finales de 2004 y el primer semestre de 2006.

En particular, en el caso del sector inmobiliario, y de acuerdo también a estadísticas del Banco de España, la financiación a este sector representa actualmente en el balance de las entidades de crédito el 48% del saldo de crédito a empresas, 22 puntos más que en 2000.

## La estimación realizada de la actividad en vivienda a través del número de viviendas en construcción refleja la existencia de una brecha con la demanda que explicaría en parte su actual fortaleza.

La valoración de la evolución relativa de la demanda y la oferta de vivienda exige disponer de indicadores de gasto y actividad específicos. En lo que se refiere además a la incidencia en el PIB, se trataría de información de inversión en vivienda nueva y de valor añadido específico de la construcción de vivienda respectivamente. La Contabilidad Nacional Trimestral proporciona el primero de los datos, pero no el segundo, que se trata de aproximar mediante el número de viviendas en construcción en cada momento. Este dato se obtiene a partir de las viviendas nuevas iniciadas y de información sobre el periodo que dura su construcción, que se distribuye en torno a un promedio de 24 meses.

Como se observa en el gráfico adjunto, el número de viviendas en construcción estimado mantiene una tendencia común con el gasto realizado en vivienda, aunque refleja oscilaciones más acusadas. Ello es coherente con una respuesta retrasada de la actividad a la demanda mediante "excesos" que luego se corrigen en sentido contrario, oscilando siempre alrededor de una demanda de vivienda relativamente menos volátil. En el gráfico de tasas de variación de ambas series se comprueba como la evolución de la demanda adelanta a la oferta de vivienda nueva, algo razonable dada la inercia de la actividad ante las señales más rápidas del gasto, fundamentalmente de los hogares. La oferta tiene incentivo a sobre-reaccionar tanto en momentos alcistas como bajistas de la demanda ante el riesgo de quedarse fuera del mercado; cuando este sube, por no tener oferta disponible que vender; y cuando baja la demanda, para no acumular demasiado stock de vivienda sin vender.

Así, parece razonable pensar que el reciente dinamismo de la construcción de vivienda en España sería respuesta al tono más elevado

de la demanda de hace dos años, una brecha que ahora estaría cerrando la actividad. Con todo, en próximos meses una vez que se cierre la brecha y se intensifique la desaceleración de la demanda se debería observar una moderación del número de viviendas en construcción en coherencia con el escenario de ajuste gradual.

**El máximo de fortaleza de la actividad también se contempla en los indicadores de confianza, que se mantienen en niveles elevados, aunque sin mejoras adicionales.**

Tras el deterioro registrado en los primeros meses del año, los indicadores de confianza del conjunto de la construcción se mantuvieron estables en niveles cercanos a la media observada en los últimos años. En lo que respecta a la cartera de pedidos, el indicador mantiene un buen tono respecto a las perspectivas de medio plazo pero sin el optimismo de trimestres anteriores. Ello resulta coherente con el estancamiento del indicador de días de trabajo asegurado que, como se observa en el gráfico, se ha estabilizado en niveles históricamente altos desde septiembre de 2005, mostrando una fuerte desaceleración en su crecimiento desde mediados de 2004.

**La presión de los costes, tanto de materiales como de mano de obra, puede desincentivar la promoción, contribuyendo a llevar la iniciación a niveles más acordes con el pulso de la demanda.**

Como refleja el Índice de Costes de la Construcción que publica el Ministerio de Fomento, los costes asociados a la edificación experimentaron un significativo repunte durante 2006, pasando de crecer un 3,7% en 2005 a hacerlo a ritmos del 7,1% en octubre de 2006, muy por encima de la inflación.

Los costes de mano de obra han experimentado un suave repunte, siendo los costes de determinados materiales, principalmente los asociados a materias primas, los que explican la mayor parte de la aceleración del índice total.

El fuerte crecimiento del precio de algunas materias primas como el cobre o el hierro, asociadas a la demanda asiática y a problemas puntuales de oferta y las posiciones de agentes financieros sobre algunas materias primas, han presionado los costes de producción al alza. No obstante, es de esperar que la desaceleración, dentro de un dinamismo relativamente elevado, de la economía mundial, quite presión en los precios de este tipo de productos, como muestran las expectativas de los agentes financieros.

**En licitación oficial; el volumen es elevado, pero la adjudicación a la baja y el ciclo electoral en los ayuntamientos llevarán a una moderación de su incidencia en la actividad.**

La licitación oficial de obra civil, al igual que la edificación residencial, ha mostrado un fuerte dinamismo en la segunda mitad de 2006 creciendo un 25%, 13 puntos porcentuales por encima del año anterior. No obstante, es de destacar las diferencias entre las estadísticas de licitaciones del Ministerio de Fomento y las estadísticas de licitaciones adjudicadas que ofrece SEOPAN, que muestran una desaceleración de la licitación desde el crecimiento del 16% observado en 2005 hasta un 12% a octubre de 2006. Esto puede señalar que, o bien hay ofertas que no se adjudican o existe una fuerte competencia entre las empresas que acuden a la subasta, por lo que las adjudicaciones se están realizando a precios inferiores a los de salida.

Gráfico 7.

**Días de trabajo asegurado**

(Media móvil 12 meses)



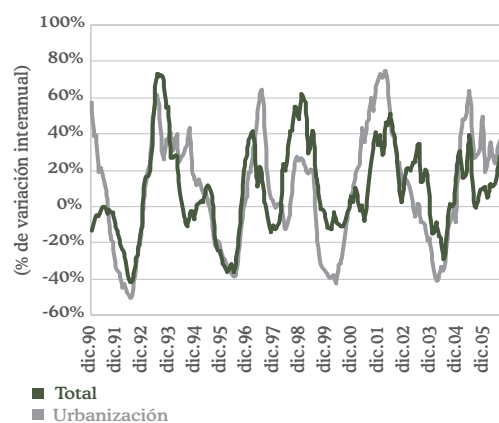
Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio

Gráfico 8.

**Vivienda****Índice de costes de la edificación**

Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 9.

**Licitación oficial**

Fuente: Ministerio de Fomento

**Cuadro 1. Licitación oficial. Ingeniería civil**  
Millones de euros

|            | Total      | Ferrocarril y Vías Urb. | Puertos y Aeropuertos | Regadíos, Abastecimientos y Sanitarios | Urbanización Suelo | Resto     |
|------------|------------|-------------------------|-----------------------|----------------------------------------|--------------------|-----------|
| 2000       | 11.739.811 | 7.577.927               | 508.472               | 1.487.826                              | 900.486            | 1.265.100 |
| 2001       | 16.340.638 | 9.612.257               | 835.376               | 1.894.958                              | 1.557.370          | 2.440.677 |
| 2002       | 19.610.613 | 13.472.499              | 458.953               | 2.013.820                              | 1.787.786          | 1.877.555 |
| 2003       | 16.706.348 | 9.665.804               | 1.086.387             | 3.129.979                              | 1.268.329          | 1.555.849 |
| 2004       | 20.863.200 | 13.004.016              | 2.164.058             | 2.500.525                              | 1.492.524          | 1.702.077 |
| 2005       | 23.088.313 | 15.127.087              | 1.170.638             | 3.348.381                              | 1.788.919          | 1.653.288 |
| 2006(p)    | 28.838.833 | 16.515.603              | 807.352               | 6.235.260                              | 2.617.086          | 2.663.533 |
| Var. 06/05 | 25%        | 9%                      | -31%                  | 86%                                    | 46%                | 61%       |

Fuente: Mº Fomento

Cuadro 2.

|              | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--------------|------|------|------|------|
| PIB          | 3,2  | 3,5  | 3,7  | 3,3  |
| FBCF         | 5,0  | 7,0  | 6,2  | 5,1  |
| Construcción | 5,5  | 6,0  | 5,6  | 3,9  |
| Vivienda     | 5,9  | 5,8  | 6,9  | 4,1  |
| Resto        | 5,0  | 6,2  | 4,4  | 3,8  |

Fuente: M° Fomento

Por otro lado, se observa un comportamiento mucho más dinámico de la licitación de la Administración Central y las Comunidades Autónomas que de las Administraciones Locales, lo que podría estar influenciado por la proximidad de las elecciones municipales.

Por destino, se observa un menor pulso de la inversión pública en infraestructuras viarias, en puertos y ferrocarril que ha sido más que compensado por el incremento en la inversión en obras relacionadas con el abastecimiento de agua. La ejecución del Programa Agua ha llevado a una fuerte inversión en plantas desaladoras y redes de abastecimiento de agua, que se plasma en el crecimiento del 86% de las partidas de gasto de esta rúbrica.

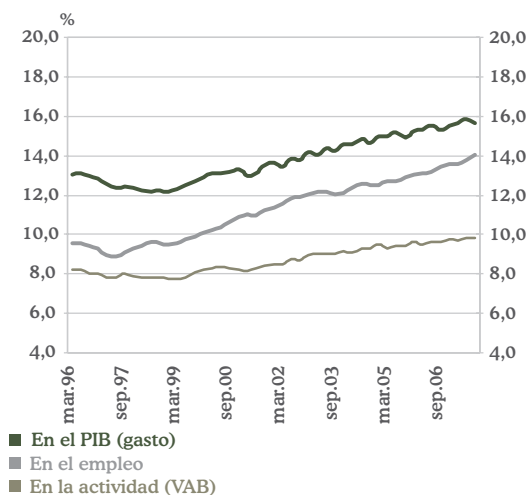
## Construcción: peso y contribución al crecimiento de la economía española.

Los elevados crecimientos registrados en los últimos años en el sector de la construcción en España han incrementado su peso en la economía tanto desde la perspectiva del gasto como del valor generado y del empleo. Así, la construcción representa en 2006 el 16% del PIB, el 10% del valor añadido bruto de la economía y el 14% del empleo.

Gráfico 10.

### La Construcción en España

Peso relativo



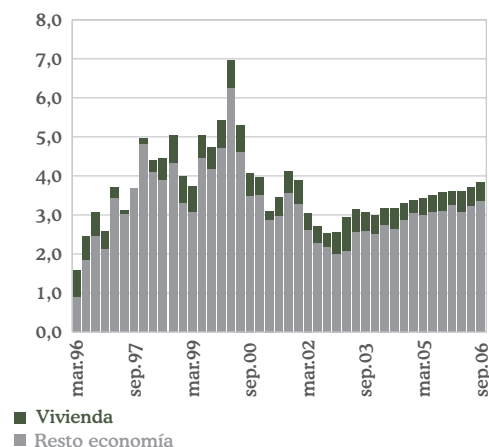
Fuente: INE y SEE BBVA

país en el que al aumento relativo del peso de la vivienda en la economía ha sido más intenso. Ello no supone en principio una señal de riesgo, ya que los cambios registrados en la economía española en cuanto a aumento de población, descenso estructural de tipos de interés y desarrollo del mercado hipotecario han sido también relativamente más intensos.

Gráfico 11.

### Vivienda

Contribución al crecimiento económico



Fuente: INE y SEE BBVA

En términos de contribución al crecimiento, en el promedio del periodo 2001-06, la construcción explica 0,9 puntos de los 3,3 puntos de crecimiento anual, 0,5 puntos de los 3,1 puntos que aumenta el VAB y 0,8 puntos de un total de 2,8 puntos porcentuales que aumenta el empleo.

Al comparar con otros países España se encuentra en un nivel promedio en cuanto al peso de la vivienda en el PIB en. Irlanda, con el 8,9% en el promedio del periodo 1970-2005 es el país con el ratio más alto y el Reino Unido con el 4% es el de menor nivel. Al enfocar la evolución de los 10 últimos años, se comprueba que, tras EE.UU., España es el

Cuadro 3. Peso de la vivienda en el PIB

|           | 1970-05 | 1970-1980 | 1980-94 | 1995-2005 | 2005 |
|-----------|---------|-----------|---------|-----------|------|
| España    | 5,7     | 6,4       | 4,8     | 6,1       | 7,3  |
| Alemania  | 6,7     | —         | 6,9     | 6,6       | 5,5  |
| Holanda   | 6,8     | 8,1       | 6,4     | 6,0       | 5,9  |
| Irlanda   | 8,9     | 10,7      | 8,4     | 8,7       | 10,1 |
| R. Unido  | 4,0     | 5,0       | 4,0     | 3,1       | 3,2  |
| Australia | 7,2     | 7,6       | 7,3     | 6,8       | 7,0  |
| EE.UU.    | 5,0     | 5,8       | 4,6     | 4,8       | 5,4  |

Fuente: SEE BBVA

## Indicador Sintético de Inversión en Vivienda

La Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) en Vivienda ha sido una de las partidas más dinámicas del cuadro macroeconómico desde la óptica de la demanda en los últimos 10 años con un crecimiento medio del 8,2%. Su peso en el Producto Interior Bruto (PIB) ha pasado del 5% en el período 2000-2006. La necesidad creciente de información sobre la evolución económica hace recurrir al análisis de indicadores parciales de mayor frecuencia (mensual) que la presentada por el INE en la CNTR<sup>1</sup> a pesar del importante esfuerzo en los últimos años por acortar los plazos en su publicación a menos de dos meses del periodo de referencia. No obstante, los indicadores parciales suelen reflejar la situación de parcelas concretas del gasto en inversión y del empleo, y corresponde al analista sintetizar y calibrar la incidencia de cada uno de ellos en la FBCF de Vivienda. En un intento por reunir en un único indicador la información de diversos indicadores parciales se diseñan y construyen indicadores sintéticos (IS).

La metodología<sup>2</sup>, empleada en el diseño y construcción del IS Vivienda para economía española (IS-Viv\_Esp) consiste en: (i) clasificar los indicadores parciales en coincidentes, adelantados, y retrasados en función de la cronología de máximos y mínimos en los ritmos de crecimiento del indicador de referencia (en nuestro caso la FBCF en vivienda), (ii) seleccionar aquellos que presentan una mayor correlación con el ciclo de crecimiento del indicador de referencia, y (iii) agregar en función de sus características estadísticas y de representatividad de las distintas parcelas del gasto. Las características ideales<sup>3</sup> de este indicador son: longitud, significación económica, calidad estadística, correspondencia histórica, consistencia cronológica, perfil suave, frecuencia mensual y pronta disponibilidad.

La serie histórica de FBCF en Vivienda referencia 2000 disponible comienza en el primer trimestre de 1995. Dado que desde entonces esta partida prácticamente ha crecido de forma continuada y es necesario disponer de al menos un ciclo completo de crecimiento con fases expansivas y de recesión, se ha procedido a prolongar la serie hasta 1980 con los crecimientos de la correspondiente CNTR de base 1995. No obstante, se ha comprobado importantes cambios en la serie de FBCF en Construcción en la nueva CNTR referencia 2000 en comparación con la de base 1995. Las tasas trimestrales de las series ajustadas de estacionalidad y calendario en referencia 2000 muestran un aumento significativo de la volatilidad a partir del año 2000 respecto a las de la antigua base 1995 con un acusado comportamiento estacional en los terceros trimestres de cada año (véase gráfico 1).

<sup>1</sup> En España, el Sistema de Cuentas Nacionales es de periodicidad Anual (CNA). La necesidad de estimaciones de mayor frecuencia impulsó la elaboración de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR). La metodología de la CNTR se fundamenta en la estimación de modelos que relacionan la evolución de cada agregado de la CNA con el conjunto de indicadores trimestrales de la variable en cuestión para que se permita tanto su desagregación temporal como su extrapolación.

<sup>2</sup> Fernández Macho F.J. (1991): «Indicadores sintéticos de aceleraciones y desaceleraciones de la actividad económica», Revista Española de Economía. Vol 8. Nº 1.

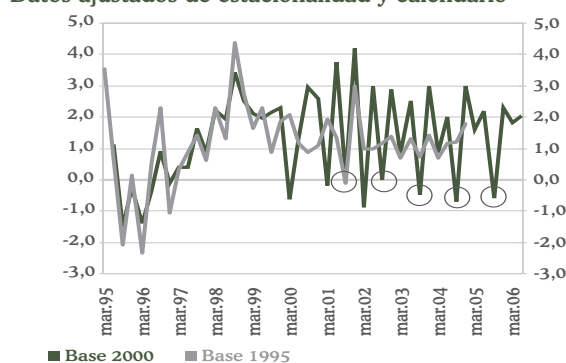
<sup>3</sup> Según un trabajo pionero de Mitchell W.C. y Burns A.F. (1938): «Statistical indicators of cyclical revivals» Bulletin 69, NBER.

Gráfico 1.

### España: FBCF en Construcción

Variación trimestral %

Datos ajustados de estacionalidad y calendario



Fuente: INE y SEE BBVA

### El IS-Vivienda España replica el ciclo de la FBCF en vivienda

La selección de indicadores parciales que mejor recogen las características tanto económicas como estadísticas antes comentadas, los hemos agrupado en dos grupos<sup>4</sup>: coincidentes y adelantados con el criterio de máxima correlación entre las tasas trimestrales de la FBCF en Vivienda y las correspondientes de los indicadores parciales. Así, los indicadores coincidentes seleccionados son: consumo aparente de cemento (CEMEN), Afiliados a la Seguridad Social en el sector de la construcción (AFILSSC), Paro Registrado del sector de la construcción (PAREGC), e IPI de productos metálicos (IPIMETAL). Por otro lado, los indicadores adelantados son: encuesta del sector nivel de producción (ICIPROD), número de m<sup>2</sup> visados de vivienda nueva (VISAVIV), número de viviendas iniciadas (VIVINI), y el IPI de minerales no metálicos (IPIMNM). La tabla 1 muestra el desfase y la correlación máxima de cada indicador parcial seleccionado con la FBCF en Vivienda. En el caso de algunos de los indicadores coincidentes, la serie de correlaciones se distribuye en el tiempo de forma uniforme sin presentar un desfase máximo claro, como es el caso del cemento, y en otros presentan dos máximos, como para el paro registrado en los desfases 0 y 4. Esto tienen su relación con la distribución temporal que realiza el INE de lo que considera inversión en vivienda. Por tanto, estas dos agrupaciones han permitido la construcción de tres IS: un IS-Viv coincidente, un IS-Viv adelantado, y un IS total que sería la agregación de los dos anteriores. Además, previamente todos ellos han sido corregidos de variaciones estacionales y de calendario mediante el procedimiento estadístico implementado en TRAMO/SEATS bajo la *interface* Demetra<sup>5</sup>, lo que permite, además, la obtención de previsiones mensuales de los indicadores.

<sup>4</sup> Se han desechado los indicadores atrasados pues su utilidad es la de confirmar la información que señalan los adelantados y coincidentes.

<sup>5</sup> Demetra 2.0 May 2002 Seasonal Adjustment interface for Tramo/Seats and X-12-Arima. Eurostat, Statistical Office of the European Communities, based on: Tramo/Seats by Víctor Gómez and Agustín Maravall, and X-12-Arima by the US Bureau of Census

Tabla 1.

### Correlación máxima de la tasa trimestral de la FBCF en Vivienda(\*)

|           | CEMEN | AFILSSC | PAREGC | IPIMETAL | ICIPROD | VISAVIV | VIVINI | IPIMNM |
|-----------|-------|---------|--------|----------|---------|---------|--------|--------|
| Desfase k | 0     | 0       | 0      | 0        | 2       | 5       | 4      | 7      |
| r max     | 0,22  | 0,38    | -0,35  | 0,28     | 0,25    | 0,43    | 0,31   | 0,33   |

(\*) periodo 1980-2004

Fuente: INE y SEE BBVA

El resultado de la agregación de las tasas trimestrales de crecimiento estandarizadas de cada indicador en función de su correlación con la FBCF en Vivienda puede observarse en los gráficos 2 y 3.

Gráfico 2.

### España: FBK Vivienda e IS\_Viv adelantado variación interanual %

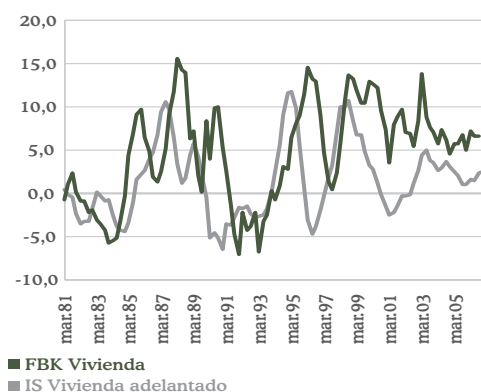
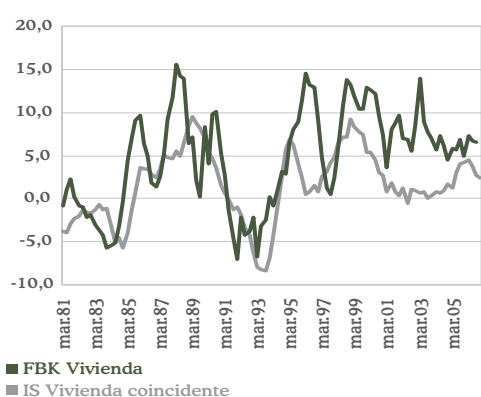


Gráfico 3.

### España: FBK Vivienda e IS\_Viv coincidente variación interanual %



Fuente: INE y SEE BBVA

De la simple observación del gráfico 2 se puede advertir que el IS-Viv adelantado es capaz de replicar con cierta antelación las principales fases de aceleración y desaceleración del crecimiento de la FBCF en vivienda sobre todo a partir del 1986. También, el gráfico 3 que representa el IS-Viv coincidente se adapta a las principales fases expansivas y depresivas, aunque podría decirse que en algunos momentos adelanta los puntos de giro. Esto es debido a, que los indicadores parciales que lo constituyen contienen propiedades de cierto adelantamiento o de distribución temporal uniforme.

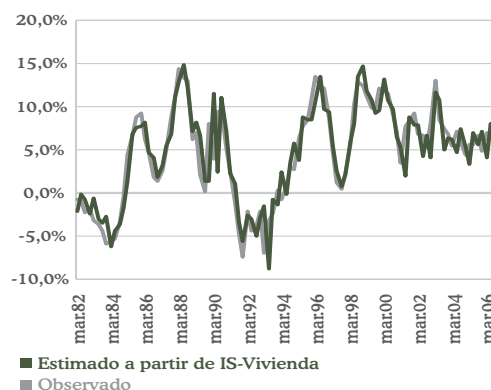
### Estimación y previsión de la FBCF en vivienda a partir del IS-Vivienda Total.

Así pues, si combinamos los indicadores adelantados y los coincidentes bajo un único indicador se obtiene el IS-Viv Total, que conservará las características explicativas de los anteriores IS Vivienda. En esta situación, se puede establecer mediante técnicas econométricas una relación estocástica que ligue el crecimiento del IS-Viv y el de la FBCF en Vivienda. No obstante, el comportamiento trimestral mostrado por la FBCF en Vivienda en la nueva CNTR

referencia 2000, como ya se ha advertido, muestra un comportamiento más volátil y con cierto comportamiento estacional a partir de 2000. Para evitar parcialmente que este comportamiento afecte al ajuste en los últimos años y a las previsiones se va a proceder a establecer la relación en tasas anuales en vez de las trimestrales<sup>6</sup>.

Gráfico 4.

### España: FBCF vivienda y estimación IS-Viv Total variación anual %



Fuente: SEE BBVA

Como puede observarse en gráfico 4, la FBCF en vivienda estimada a partir del IS-Viv Total ajusta apropiadamente la senda de crecimientos de su referencia en todo el periodo muestral (1980-2005).

De otro lado, y atendiendo a la situación coyuntural la estimación del crecimiento de la FBCF en Vivienda para el cuarto trimestre de 2006 con información parcial de los indicadores (cuatro de ellos a noviembre, tres a octubre, y el restante a junio) pero completada con previsiones, estima un mantenimiento del ritmo de crecimiento en el 6,6% interanual, que está en coherencia con la evolución combinada de los indicadores sintéticos: el coincidente señala un agotamiento del crecimiento tras la aceleración registrada en 2005, y el adelantado parece haber acelerado ligeramente su crecimiento desde comienzos de 2006. Para 2007 se esperan ritmos de crecimiento inferiores a los de 2006 debido al endurecimiento paulatino de las condiciones financieras en un entorno de elevado aumento de endeudamiento de las familias.

<sup>6</sup> La fórmula estimada que liga la FBCF en vivienda y el IS-Viv es:

$\Delta_t \log(FBCF Viv_t) = \alpha + \omega(L) \Delta_t \log(IS-Viv Total_t) + N_t$ ; siendo  $N_t$  una estructura estocástica estacionaria, y  $\omega(L)$  un filtro dinámico de retardos. Con un  $R^2 = 0.94$  y un estadístico de Box-Ljung  $Q(4) = 7.7$  y  $\sigma = 0.169$

Tabla 2.

### Crecimiento de la FBCF Vivienda Variación interanual %

|      |     | Observ. | Estimado |
|------|-----|---------|----------|
| 2005 | III | 6,8     | 5,7      |
|      | IV  | 5,0     | 7,3      |
| 2006 | I   | 7,2     | 4,2      |
|      | II  | 6,6     | 8,4      |
|      | III | 6,6     | 6,1      |
|      | IV  |         | 6,6      |

Fuente: SEE BBVA

## Los precios de la vivienda continúan en un proceso de ajuste muy gradual

Tras cerrar 2006 creciendo al 9%, los precios de la vivienda consolidarán su desaceleración cerrando el año en tasas entre el 3% y el 5%.

En 2006, el menor pulso de la demanda se reflejó en la evolución de los precios, que cerraron el año cuatro puntos porcentuales por debajo de 2005.

El precio de la vivienda libre aumentó el 9,1% interanual durante el cuarto trimestre de 2006, hasta alcanzar 1.990€ por metro cuadrado. Esta moderación de los precios continúa siendo más acusada en la vivienda usada, que creció el 8,5% durante el último año, acumulando una desaceleración cercana a los seis puntos porcentuales en ese periodo. Los precios de la vivienda nueva, que muestran un comportamiento más estable, crecieron un 9,6%.

Al analizar la tendencia de la serie agregada, se aprecia una desaceleración menor a la del trimestre anterior. No obstante, como se observa en el gráfico de errores de previsión, la mayoría de los datos habrían sorprendido a la baja, manteniéndose dentro de los intervalos de confianza a excepción de Aragón.

**Por CC.AA. la desaceleración de los precios fue generalizada, aunque menos intensa que en el trimestre anterior. Con todo, tan sólo dos CC.AA. registraron en promedio anual crecimientos de precios superiores a los de 2005 (ese año fueron nueve).**

Además, como se observa en los precios medios del año, el precio de la vivienda en España se habría desacelerado cuatro puntos porcentuales en 2006 frente a los tres de 2005, lo que refleja un ritmo algo más intenso en el proceso de desaceleración de precios iniciado a finales de 2003. Ello también se refleja desde una perspectiva territorial. Así, por CC.AA., tan sólo en Cantabria y en Galicia se registraron aceleraciones de precios en 2006.

Este comportamiento también se observa al analizar las contribuciones de las principales áreas de mercado. Como se observa en el gráfico adjunto, todos los principales mercados han reducido su contribución al crecimiento de la tendencia de los precios. Así, la suma de Andalucía, Cataluña, Comunidad Valenciana y Madrid ha pasado de sumar 10 puntos porcentuales al crecimiento del precio en 2004 a hacerlo en cuatro puntos en 2006.

**Se mantienen las perspectivas de paulatina desaceleración de los precios de la vivienda, que finalizarían 2007 con crecimientos entre el 3% y el 5%.**

El dato de precios de vivienda del cuarto trimestre de 2006 muestra un ligero freno a la desaceleración. Aún así, los datos anuales muestran una desaceleración más generalizada e intensa que en el año anterior. Además los datos de transacciones confirman un menor pulso de la demanda, derivada del endurecimiento de las condiciones financieras y del consecuente deterioro de los ratios de accesibilidad a la vivienda.

Gráfico 1.  
Crecimiento del precio de la vivienda

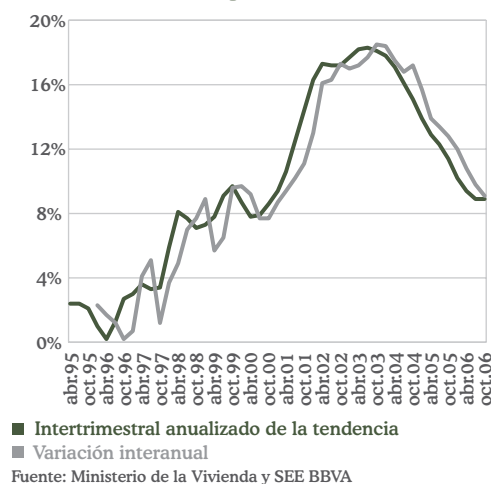
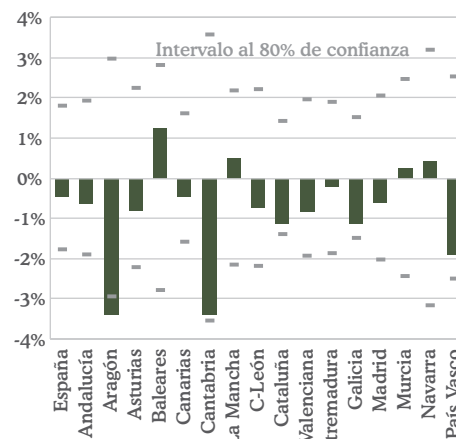


Gráfico 2.  
Error en la previsión del 4º trimestre de 2006

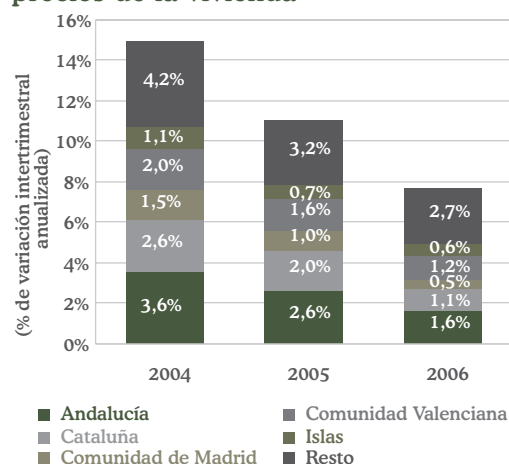


Cuadro 1. Crecimiento medio anual del precio de la vivienda libre

|              | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------|------|------|------|
| Andalucía    | 21%  | 15%  | 11%  |
| Aragón       | 16%  | 15%  | 14%  |
| Asturias     | 13%  | 11%  | 10%  |
| Baleares     | 10%  | 13%  | 12%  |
| Canarias     | 10%  | 11%  | 8%   |
| Cantabria    | 11%  | 12%  | 13%  |
| C-León       | 13%  | 11%  | 10%  |
| C-La Mancha  | 18%  | 20%  | 10%  |
| Cataluña     | 17%  | 12%  | 12%  |
| C.Valenciana | 14%  | 18%  | 10%  |
| Extremadura  | 15%  | 14%  | 9%   |
| Galicia      | 13%  | 14%  | 15%  |
| Madrid       | 17%  | 12%  | 8%   |
| Murcia       | 26%  | 15%  | 9%   |
| Navarra      | 7%   | 10%  | 7%   |
| País Vasco   | 9%   | 11%  | 10%  |
| La Rioja     | 8%   | 13%  | 12%  |
| España       | 17%  | 14%  | 10%  |

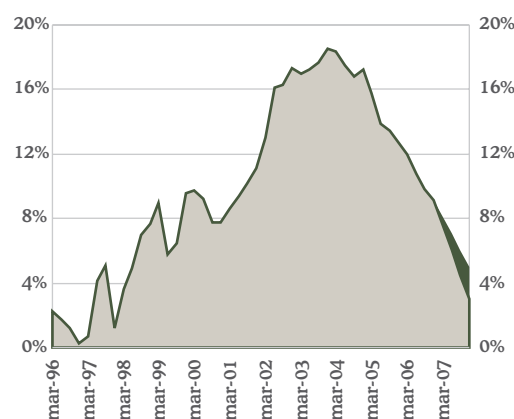
Fuente: Ministerio de la Vivienda

Gráfico 3.  
Contribuciones a la tendencia de los  
precios de la vivienda



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.  
Precio de la vivienda



Fuente: Ministerio de la Vivienda

La fortaleza de la actividad inmobiliaria, con un nivel récord en el número de visados en octubre de 2006, es quizás la principal incertidumbre respecto a la evolución del precio de la vivienda en el medio plazo. No obstante, es de esperar que la oferta de viviendas se vaya acomodando a las nuevas condiciones de demanda durante este año, lo que apoyaría que el precio de la vivienda continuara registrando un aterrizaje suave durante el año, cerrando 2007 con un crecimiento interanual que oscilaría entre el 5% y el 3%.

## El mercado de futuros sobre el precio de la vivienda en EE.UU.

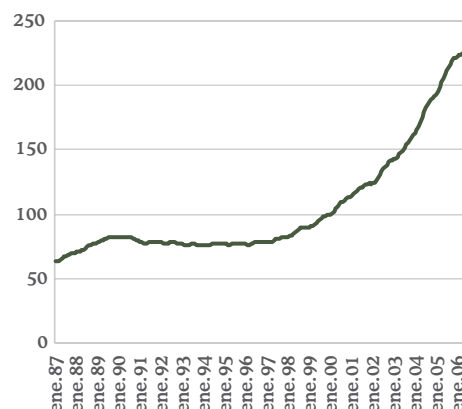
Tradicionalmente el grueso de la riqueza de los hogares estadounidenses (en torno a dos tercios) se materializa en activos financieros, fundamentalmente bonos y acciones. Estos dos últimos tipos de activos se negocian en mercados organizados, con amplia liquidez, pudiéndose cubrir también el riesgo de movimientos adversos en los precios mediante coberturas con productos financieros derivados. El tercio de la riqueza de los hogares materializado en activos inmobiliarios no tenía la posibilidad de contar con un mercado de derivados hasta mayo de 2006.

El “nombre oficial del mercado”, donde se negocia el futuro del precio de la vivienda, no es una idea nueva sino que ha ido madurando a lo largo de los años, desde la misma definición del concepto de futuro financiero sobre precio de la vivienda hasta la posibilidad de establecer distintos mercados para distintas áreas geográficas<sup>1</sup>. La puesta en práctica de estos desarrollos teóricos se ha visto impulsada por el fuerte crecimiento de los precios inmobiliarios que ha tenido lugar en EE.UU. Así, en un entorno macroeconómico favorable, con bajos tipos de interés y alto crecimiento de los ingresos, los inmuebles se han revalorizado un 45% desde 2001.

El nuevo mercado está diseñado para proveer de una forma fácil coberturas a los inversores institucionales e individuales frente al riesgo de cambios en los precios de la vivienda, lo que permite diversificar de forma efectiva su cartera. Estos productos financieros están referenciados a un índice que mide las variaciones del precio de la vivienda de modo que, si uno se quiere cubrir de una posible subida de precio, comprará futuros sobre dicho índice. Por el contrario, si se piensa que el precio va a caer, venderá esos futuros. El contrato se liquida por diferencias, el beneficio o pérdida de las operaciones es la diferencia del valor del índice en el tiempo.

El activo subyacente sobre el que se negocia en el mercado de derivados financieros es un índice de referencia del precio de mercado de la vivienda. Ese índice es el *S&P/Case-Shiller Home Price Index*, ampliamente reconocido como el indicador más creíble de movimientos del precio de la vivienda en EE.UU.. Así, el índice se elabora a partir de las transacciones registradas en un mismo conjunto de propiedades residenciales durante un periodo de tiempo determinado<sup>2</sup>. El índice está construido para distintas áreas geográficas distribuidas a lo largo de EE.UU. y categorizadas de acuerdo al tipo de propiedad y nivel de precios. Existen diez indicadores para ciudades representativas del mercado nacional como son Washington, Nueva York o San Diego, y un agregado nacional que se establece a partir de ellas.

### Índice de precios de la vivienda agregado de S&P/Case-Shiller



Fuente: Chicago Mercantile Exchange

Estos instrumentos financieros pueden utilizarse como cobertura ante posibles oscilaciones del mercado inmobiliario, es decir como una herramienta de gestión de riesgo. Pero como todo derivado, estos productos financieros son también un vehículo para especular sobre las perspectivas del mismo mercado inmobiliario. Por tanto, va dirigido a una amplia gama de potenciales usuarios.

La primera utilidad, la cobertura, está dirigida a aquellas instituciones que tienen un papel relevante dentro del sector inmobiliario, como son empresas constructoras u otros intermediarios del sector o entidades financieras que, dadas las condiciones macroeconómicas y financieras de estos últimos años, han incrementado su exposición al sector inmobiliario. Estos agentes están interesados en realizar coberturas para compensar los riesgos de futuros movimientos adversos del mercado, creando con ello nuevas formas de transferencia del riesgo a un amplio rango de inversores.

El otro segmento de potenciales destinatarios de estos productos es el de aquellos agentes que compran o venden los futuros para beneficiarse de la volatilidad del mercado, inmobiliario o no. Se trata de inversores institucionales, *hedge funds*, etc..., que obtienen exposición al mercado de la vivienda sin tener la propiedad directa, con lo que reducen sustancialmente los costes de transacción en los que se incurre en la compra-venta de una vivienda “real”. Estos agentes también pueden utilizar el mercado de futuros inmobiliarios como un modo de diversificar su cartera, incorporando en cierta medida “lo inmobiliario” de forma más líquida y negociable.

En este sentido, hay que tener en cuenta que los activos inmobiliarios tienen unas características distintas al de los activos financieros tradicionales. La volatilidad observada en los precios de la vivienda es muy inferior a las observadas en los mercados de deuda y acciones. También hay que tener en cuenta que dado que la vivienda ha tendido a

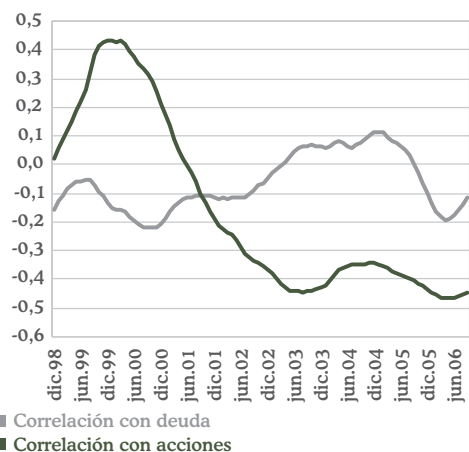
<sup>1</sup> Case, Shiller y Weiss, “Index-Based Futures and Options Markets in Real Estate”, *Cowles Foundation Discussion Paper 106*, 1992.

<sup>2</sup> Con ello se asegura la homogeneidad de la muestra de precios.

ser un activo refugio frente a los activos financieros propiamente dichos, su correlación con ellos es negativa, lo que la hace ser un activo ideal para diversificar cartera.

### Correlación entre el precio de la vivienda y los mercados de deuda y acciones

(media móvil 10 años)



■ Correlación con deuda  
■ Correlación con acciones  
\*Deuda: Bono genérico 10 años EE.UU.  
Acciones: S&P500  
Fuente: Bloomberg

Por último, la creación de un mercado financiero de derivados sobre el precio de la vivienda produce beneficios en el propio mercado del activo subyacente y en el mercado financiero en general. En el propio mercado de vivienda residencial, añade transparencia y calidad de información a la evolución del precio de la vivienda ya que se requiere de un índice creíble que recoja de forma fiel la variación de precios en el mismo. También, esta nueva forma de transferencia del riesgo enriquece el mercado financiero en su conjunto ya que permite contar con nuevos productos para diversificar las carteras de los inversores. A ello se une que el abaratamiento de los costes de transacción inmobiliario y financiero ya que no implica la compra-venta de la propiedad en

sí misma. De este modo, el mercado de derivados puede convertirse, fundamentalmente, en un indicador adelantado del mercado subyacente, adelantando comportamientos del ciclo e impulsando la estabilidad de precios de la vivienda residencial.

Con todo, para que funcione correctamente y los beneficios sean apreciables se necesita tiempo. Tiempo para alcanzar un correcto comportamiento del propio mercado y cumplir ciertas condiciones. En primer lugar, se necesita que el mercado de derivados sea líquido y profundo, esto es, que atraiga un mismo número de compradores y vendedores y que exista facilidad para realizar transacciones rápidamente. Además, hay que tener en cuenta que lleva tiempo crear una masa crítica que negocie con fluidez, algo que por ejemplo no se ha logrado aún en el mercado de EE.UU. En segundo lugar, también habrá que conseguir que el mercado derivado sea amplio, que sea capaz de soportar volúmenes de compra-venta importantes<sup>3</sup>.

Por todo ello, para plantear su viabilidad en otras economías como la UEM, habrá que esperar a cómo funcionan estos derivados en un país tan financieramente desarrollado como EE.UU.

<sup>3</sup> En los primeros siete meses de vida de este mercado, el volumen de contratación ha sido muy reducido, moviéndose entre los nueve contratos diarios cruzados de media en San Francisco y los 4 en Chicago. Además, si se tiene en cuenta que el precio de cada contrato es bajo (entre los 70 mil y los 35 mil dólares), se observa que en la actualidad muy pocas viviendas estarían cubiertas de los movimientos de los precios en EE.UU. Además, la escasa liquidez del mercado se aprecia también en las importantes diferencias entre las posiciones de compra y de venta que provocan que los costes de la cobertura sean elevados.

María Sánchez, maria\_sdiaz@grupobbva.com  
Servicio de Estudios BBVA

# En profundidad: El impacto del mercado inmobiliario en las finanzas públicas

Virginia Pou

Servicio de Estudios Económicos BBVA

## 1. Introducción

Las Administraciones Públicas españolas vienen experimentando desde mediados de los noventa, una notable mejora en sus cuentas. Así, el déficit se ha ido reduciendo progresivamente hasta convertirse en un superávit del 1,1% del PIB en 2005, cifra que, probablemente, será del 1,5% en 2006. Este proceso de consolidación fiscal se ha visto favorecido por el sostenido crecimiento de la actividad, el gasto y el empleo, lo que impulsa los ingresos y limita ciertas partidas de gasto. Así, los ingresos fiscales de las Administraciones Públicas han pasado de representar el 37,6% del PIB a mediados de la década de los 90 a suponer cerca del 40% con que previsiblemente se cerrará el ejercicio 2006. Paralelamente se ha producido un descenso del gasto público ligado al desempleo y a los pagos de la carga financiera de la deuda, lo que ha contribuido a que el total del gasto se aproxime en 2006 al 38,4% del PIB, casi tres puntos porcentuales menos que a mediados de los noventa.

A este escenario de elevado dinamismo económico ha contribuido de modo relevante el crecimiento del mercado inmobiliario, como reflejan la evolución de su actividad, con 2.262.000 viviendas terminadas entre 2001 y 2005, un crecimiento nominal de los precios del 15% en promedio anual y un creciente número de transacciones de vivienda, hasta alcanzar cerca de 1.200.000 en 2005.

Todo ello ha tenido un reflejo positivo en los recursos de las Administraciones Públicas, ya que en el sistema fiscal español existen numerosas figuras tributarias que guardan relación con la vivienda y la actividad inmobiliaria. Algunas de ellas recaen directamente sobre la actividad de construcción, como son las licencias municipales de obras, el Impuesto sobre la Construcción, Instalaciones y Obras o las contribuciones especiales. Otras figuras gravan la compraventa de inmuebles, como el IVA, Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados o las ganancias patrimoniales incluidas en el IRPF. Finalmente, otros ingresos tributarios que están menos ligados al momento de actividad o demanda, tienen un carácter de mayor permanencia, como es el caso del Impuesto sobre Bienes Inmuebles, las tasas establecidas sobre la prestación de servicios municipales (como la recogida de basuras, saneamiento, etc.) o, en el IRPF, la imposición sobre las segundas y sucesivas residencias.

Adicionalmente, existe otro tipo de ingresos vinculados a la actividad inmobiliaria que si bien tienen un carácter extraordinario, no recurrente, están adquiriendo cada vez mayor importancia, sobre todo en la financiación de las Corporaciones Locales. Se trata de la venta de terrenos de propiedad municipal o de aprovechamientos urbanísticos<sup>1</sup> u otros acuerdos que puedan suponer un menor gasto público a través de convenios para la dotación de infraestructuras municipales.

<sup>1</sup> Atendiendo al principio constitucional de participación de la sociedad en las plusvalías generadas por la acción urbanística, la legislación establece la cesión obligatoria al municipio de un 10% del valor de la parcela afectada por los planes parciales previstos en el Plan General de Ordenación Urbana de los Ayuntamientos.

Gráfico 1.

Capacidad (+)/ Necesidad (-) de  
financiación de las AA.PP.

Evolución por sectores. En porcentaje del PIB

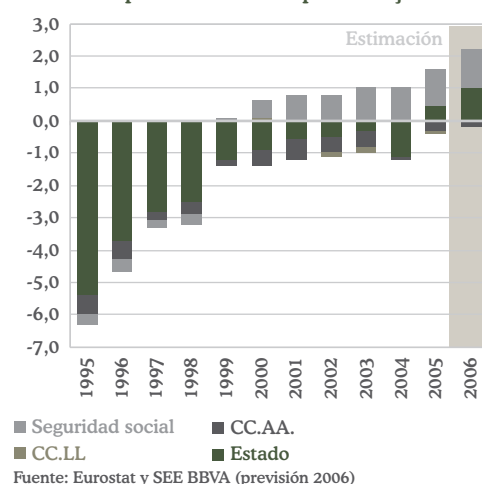


Gráfico 2.

Ingresos fiscales de las AA.PP.

(En porcentaje del PIB)

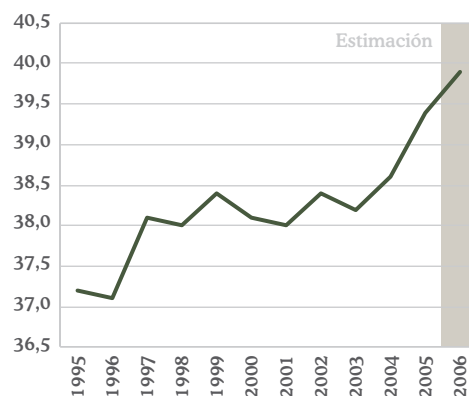


Gráfico 3.

España. Viviendas iniciadas

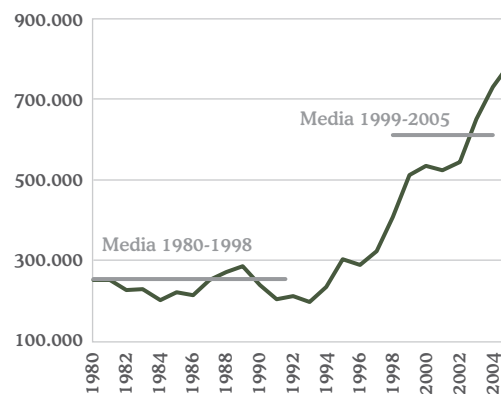


Gráfico 4.  
Evolución de los ingresos no financieros de las AA.PP.  
(En porcentaje del PIB)

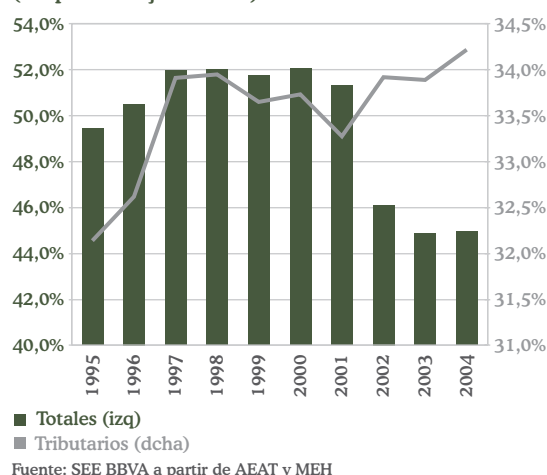


Gráfico 5.  
Evolución de los ingresos tributarios de las AA.PP.  
En porcentaje del PIB

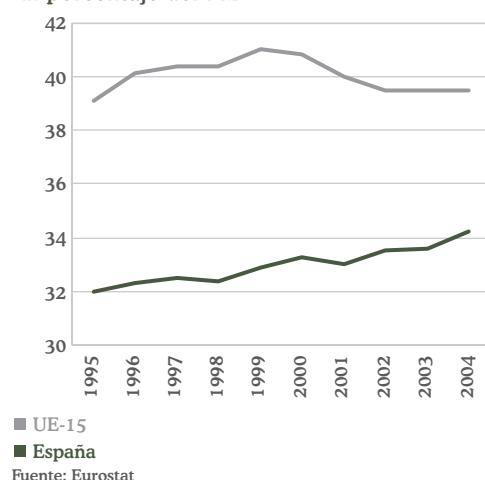
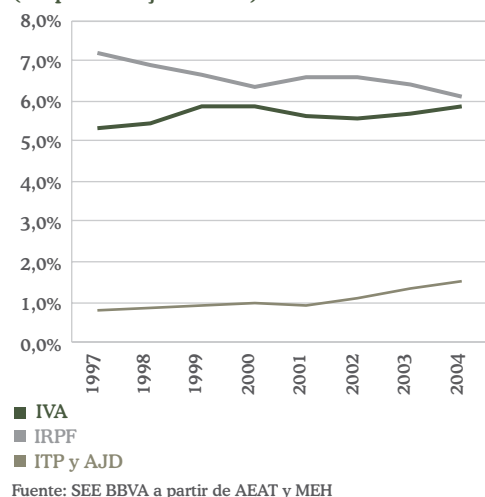


Gráfico 6.  
IRPF, IVA e ITP+AJD  
(En porcentaje del PIB)



En este contexto es relevante tratar de estimar el impacto que un ajuste en el sector inmobiliario tendría en los ingresos de las Administraciones Públicas, especialmente en un escenario económico que se prevé más moderado en términos generales y, que particularmente en la demanda de vivienda muestra signos ya de desaceleración. Este impacto directo del sector en los ingresos públicos se añadiría al que, de un modo más general, resulta de la incidencia del ciclo económico en los beneficios empresariales o en las rentas de los asalariados de este sector.

Este trabajo se centra en la caracterización de la aportación específica del sector inmobiliario en los ingresos tributarios de las Administraciones Públicas, distinguiendo además el impacto diferencial en sus distintos agentes: Estado, Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales. Finalmente, se dejan fuera del análisis de este trabajo aquellas operaciones que al no suponer un flujo real de ingresos no se reflejan en los presupuestos públicos, tales como las decisiones discrecionales sobre modificaciones del uso del suelo y de su desarrollo urbanístico.

## 2. Ingresos públicos

En los últimos diez años los ingresos públicos no financieros han mantenido una senda de crecimiento constante llegando a duplicar su importe. Pese a ello, su ritmo de crecimiento ha resultado ligeramente inferior al crecimiento nominal de la economía, sobre todo en los últimos años, por lo que su peso sobre el PIB ha descendido cuatro puntos porcentuales hasta situarse en el 45% en 2004.

Los recursos más dinámicos han sido los de naturaleza tributaria, que, al contrario que el total de ingresos públicos, presentan una tasa de crecimiento medio anual en torno al 8%, superior a la tasa de variación media del PIB nominal, y situándose a cierre de 2004 por encima del 34% del PIB, aunque lejos todavía del nivel medio de la UE-15, un 39,5%.

El comportamiento ha sido desigual según su naturaleza. Mientras que los impuestos directos, los que aportan mayor porcentaje de recursos, han multiplicado su recaudación por 1,9 desde 1995, los indirectos lo han hecho por 2,3. De esta forma, han pasado de representar un 20,9% y un 9,0% del PIB en 1995, respectivamente, a un 21,3% y un 10,9% en 2004.

Por figuras tributarias, la recaudación del Impuesto sobre la renta se ha multiplicado por 1,4 desde 1997<sup>2</sup>, y pese a que ha perdido peso relativo en el conjunto de ingresos tributarios sigue siendo la más elevada. La segunda figura tributaria en importancia recaudatoria es el IVA, que ha presentado un incremento medio anual de 1,4 puntos porcentuales por encima del crecimiento medio interanual del PIB, más parecido a la evolución del consumo de los hogares y de las importaciones de bienes y servicios en conjunto.

Sin embargo, la figura tributaria más dinámica ha sido el impuesto autonómico de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, cuyos ingresos presentan una tasa de crecimiento medio anual superior al 18% desde 1997, alcanzando a cierre de 2004 un importe equivalente al 1,4% del PIB, frente al 0,8% con que inició el periodo analizado.

Junto a ellos, existen otros tributos locales que pese a su notable crecimiento apenas alcanzan, en total, un 1,1% del PIB. Los más dinámicos han sido el Impuesto sobre Construcciones, Instalaciones y Obras,

<sup>2</sup> Primer ejercicio con información disponible sobre la recaudación individual de cada uno de los impuestos analizados.

con un ritmo de crecimiento medio interanual del 14% y el Impuesto sobre el Incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana ("la plusvalía") que ha duplicado su recaudación, pese a que su evolución ha sido errática a lo largo del periodo analizado. El Impuesto sobre Bienes Inmuebles, menos dependiente de la coyuntura inmobiliaria que los anteriormente mencionados, presenta una senda de crecimiento sostenido derivada tanto del incremento de unidades catastrales como del incremento del tipo impositivo medio. Adicionalmente, los municipios reciben ingresos asociados al desarrollo urbanístico como por ejemplo, son las tasas por el uso privativo del suelo público.

## 2.1 ¿Cuánto se debe a la actividad inmobiliaria?

Los ingresos tributarios del conjunto de las Administraciones Públicas han experimentado un notable dinamismo, en muchas ocasiones superior al del conjunto de la economía. Dado que aproximadamente el 7% del PIB tiene su origen en la demanda de vivienda nueva, se han analizado con detalle las figuras del sistema tributario español que gravan de alguna forma la actividad y la demanda de vivienda y, más en general, el conjunto de la actividad inmobiliaria (véase anexo "Fiscalidad de la Vivienda"<sup>3</sup>). Sumando todos los recursos de dichos tributos, resulta que el sector inmobiliario, aportó en 2004 más de 27.000 millones de euros, lo que representa alrededor del 9,5% del total de ingresos no financieros públicos, y un 3,2% del PIB.

### Cuadro 1. Recursos de las administraciones públicas españolas<sup>(1)</sup>

Ejercicio 2004. En millones de euros y % sobre total de ingresos no financieros

| Derechos reconocidos           | Total            | %            | Derivado de vivienda | %          |
|--------------------------------|------------------|--------------|----------------------|------------|
| IRPF                           | 50.988,6         | 17,6         | 2.692,4              | 0,9        |
| IVA                            | 49.754,0         | 17,2         | 6.313,8              | 2,2        |
| Transmisiones Patrimoniales    | 7.528,3          | 2,6          | 5.387,8              | 1,9        |
| Actos Jurídicos Documentados   | 5.435,7          | 1,9          | 1.360,7              | 0,5        |
| ICIO                           | 1.872,7          | 0,6          | 1.872,7              | 0,6        |
| IVTNU                          | 1.176,4          | 0,4          | 1.176,4              | 0,4        |
| IBI                            | 6.029,1          | 2,1          | 6.029,1              | 2,1        |
| Contribuciones especiales      | 245,4            | 0,1          | 245,4                | 0,1        |
| <b>Ingresos Tributarios</b>    | <b>204.451,9</b> | <b>70,8</b>  | <b>25.078,3</b>      | <b>8,7</b> |
| Renta de bienes inmuebles      | 121,8            | 0,0          | 121,8                | 0,0        |
| Venta de Terrenos              | 1.809,0          | 0,6          | 1.809,0              | 0,6        |
| <b>Ingresos no financieros</b> | <b>288.934,6</b> | <b>100,0</b> | <b>27.009,1</b>      | <b>9,3</b> |

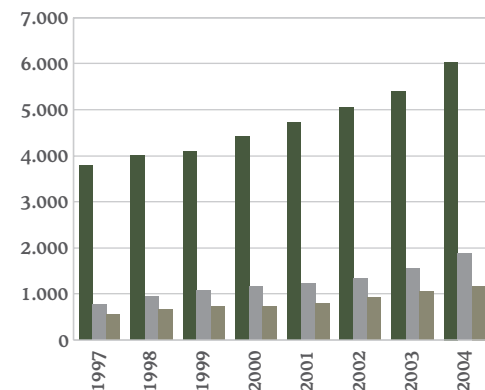
<sup>(1)</sup> Se excluye del análisis los recursos de la Seguridad Social  
Fuente: SEE BBVA

Los recursos vinculados al sector inmobiliario no presentan un comportamiento muy diferente al conjunto de ingresos tributarios, si bien, dado que partían de un nivel muy reducido, han experimentado, hasta 2004, un incremento de 1,1 puntos porcentuales en su peso sobre el PIB, frente al avance de 0,3 puntos del total de recursos tributarios. No obstante, el crecimiento de los ingresos inmobiliarios se concentra entre 1997 y 1998 y en la recaudación del IVA, en parte debido a la recuperación del volumen de obra civil tras la superación de los criterios de Maastrich.

Si se realiza una estimación del impacto del mercado inmobiliario en la recaudación tributaria de 2005 y 2006 a partir de su correlación histórica con el número de transacciones (tomada como variable de referencia del comportamiento del sector inmobiliario), se prevé una moderación en el crecimiento de los ingresos vinculados a dicho mer-

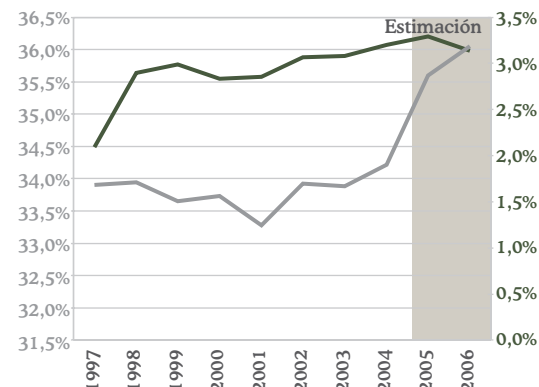
### Gráfico 7. ICIO, IVTNU e IBI

(En millones de euros. Derechos reconocidos)



■ IBI  
■ ICIO  
■ IVTNU (la plusvalía)  
Fuente: IEF y MEH

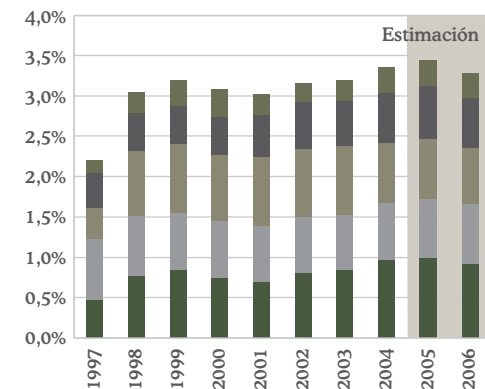
### Gráfico 8. Evolución ingresos tributarios (En porcentaje del PIB)



■ Inmobiliarios (escala dcha)  
■ Total (escala izq)  
Fuente: SEE BBVA

### Gráfico 9. Ingresos tributarios vinculados a la actividad inmobiliaria

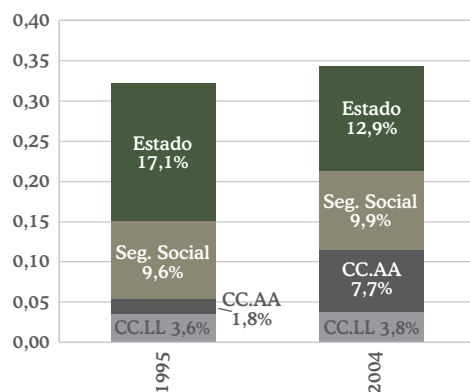
(En porcentaje del PIB)



■ ITP+AJD ■ Ingresos locales  
■ IBI ■ IVA  
Fuente: SEE BBVA

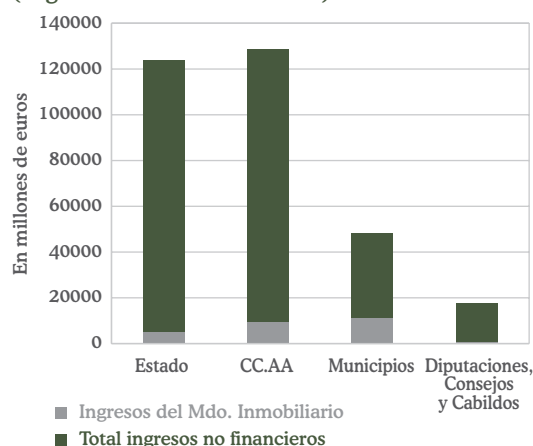
<sup>3</sup> En el anexo se enumeran los diferentes impuestos que gravan de alguna forma la actividad del sector inmobiliario, identificándose y, en su caso, estimándose la parte de su recaudación que proviene directamente de dicho sector.

Gráfico 10.  
**Ingresos tributarios por sectores**  
(En porcentaje del PIB)



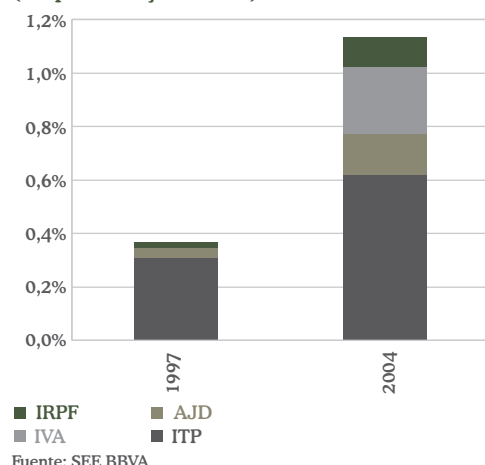
Fuente: SEE BBVA a partir de MEH

Gráfico 11.  
**Ingresos no financieros por Administraciones Públicas**  
(Según derechos reconocidos)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 12.  
**CC.AA.: ingresos vinculados al sector inmobiliario**  
(En porcentaje del PIB)



Fuente: SEE BBVA

cado, en línea con el ajuste progresivo de las transacciones. Mientras, el resto de recursos tributarios se mantienen muy dinámicos.

De los tributos que gravan la vivienda y el sector inmobiliario, el que ha mostrado una mayor sensibilidad a la evolución del sector, presentando por ello un mayor crecimiento, ha sido Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, cuyos ingresos inmobiliarios, según las estimaciones realizadas, han pasado de representar el 0,3% del PIB a un 0,8% previsto para 2006. En todo caso, debe tenerse en cuenta que parte del incremento de la recaudación del este tributo se debe también al incremento de los tipos impositivos, que han pasado en todas las Comunidades del 6% al 7% en Transmisiones y del 0,5% al 1% en Actos Jurídicos.

Tras dicho tributo autonómico, los ingresos del IVA vinculados al sector de la construcción y los servicios inmobiliarios son los que han contribuido en mayor medida al dinamismo de los recursos, sobre todo al comienzo del periodo analizado, observándose una moderación en los últimos años. Con todo el volumen de sus ingresos ligados a “lo inmobiliario” se prevé constante alrededor del 0,7% del PIB desde 2004.

El resto de recursos vinculados al mercado inmobiliario han crecido a tasas semejantes a las de la economía, por lo que se ha mantenido prácticamente constante su nivel en torno al 1,7% del PIB, cifra de la cual más de la mitad corresponde al Impuesto sobre Bienes Inmuebles.

## 2.2 El impacto de la recaudación ligada a actividades inmobiliarias por subsectores de la Administración Pública: atención a las Corporaciones Locales

La evolución de los ingresos tributarios es desigual atendiendo a los sectores de destino de la recaudación, en parte debido al proceso de cesión de parte de la recaudación desde el Estado a las Comunidades Autónomas<sup>4</sup>. Los ingresos tributarios han pasado a ser la principal fuente de financiación en todos los subsectores del conjunto de Administraciones Públicas dado su extraordinario dinamismo. Así, tanto el Estado como la Seguridad Social se financian en su práctica totalidad con recursos de naturaleza tributaria (respectivamente, 91,4% y 93,6% en 2004 frente al 88,0% y 68,7% de 1995). Por su parte, los ingresos tributarios aportan más de la mitad de los recursos no financieros de las Administraciones Territoriales (un 54,2% en las CC.AA y un 61,6% en las CC.LL), aunque en las Entidades Locales, apenas se ha producido un avance de 1,5 puntos porcentuales.

En este contexto, la exposición a una desaceleración de la actividad inmobiliaria varía en función del subsector de Administración Pública y el rendimiento de cada una de las figuras tributarias que tengan atribuido. Para analizar dicho impacto en cada uno de los subsectores, se reparten los recursos tributarios relacionados directamente con el sector, en la misma proporción que su participación en los recursos totales, añadiendo, además, aquéllos recursos de naturaleza no tributaria (venta de terrenos o renta de bienes inmuebles) vinculados con el desarrollo inmobiliario.

Como resultado se observa que las administraciones más expuestas a la evolución de la vivienda y el mercado inmobiliario son las Corporaciones Locales dónde aproximadamente el 1,4% del PIB (un 22% de sus recursos) están directamente vinculados a dichas actividades. No obstante, mientras que en los Municipios dichos recursos representan un 1,3% del PIB en 2004, (aportando alrededor de un tercio de los ingresos municipales), en las Diputaciones provinciales, Consejos y Cabildos insulares, apenas alcanzan un 0,1%.

<sup>4</sup> En este proceso de descentralización fiscal, dos ejercicios marcan un punto de inflexión: 1996, con la cesión del 15% de la tarifa del IRPF; y 2002, cuando se amplía al 33% la tarifa autonómica del IRPF, y se cede parte de la recaudación del IVA y los Impuestos Especiales de Fabricación.

Por su parte, las Comunidades Autónomas son, tras los Municipios, las administraciones que han obtenido un mayor volumen de recursos procedentes del mercado inmobiliario, y donde han experimentado un mayor incremento, pasando de representar un 0,4% en 1997 a un 1,1% en 2004. De dicho crecimiento, 0,4 puntos porcentuales se deben fundamentalmente al proceso de descentralización fiscal por el cual las Comunidades participan desde 2002 en prácticamente todas las principales figuras tributarias del sistema fiscal español. Sin embargo, los ingresos inmobiliarios no superan el 8% de los ingresos no financieros autonómicos.

Finalmente, en el Estado los ingresos atribuibles directamente a la actividad inmobiliaria representan un 4,5% del total de sus ingresos, lo que supone el 0,6% del PIB en 2004, habiendo incrementado 0,1 puntos porcentuales desde 1997.

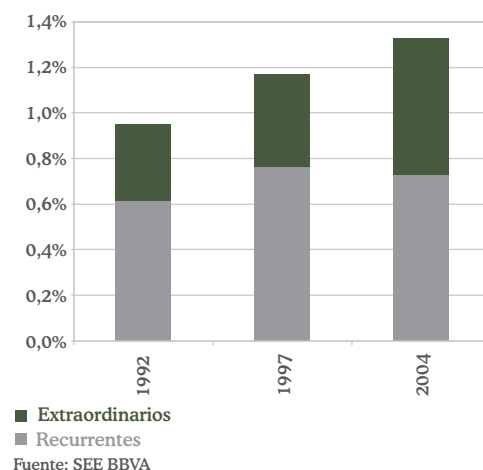
En principio, los Municipios son la administración pública más expuesta a la actividad inmobiliaria, por lo que si se analiza con mayor detalle su situación en tres momentos del tiempo (1992, 1997 y 2004)<sup>5</sup>, se observa que los recursos totales vinculados a la misma han pasado de representar el 22,8% del total de ingresos no financieros municipales en 1992 a un 31,9% en 2004, un 0,9% y un 1,3% del PIB respectivamente.

Las diferentes fuentes de ingreso ligadas al sector inmobiliario se pueden clasificar en más recurrentes (menos dependientes del dinamismo coyuntural: el IBI, el IRPF –ganancias patrimoniales-, y las rentas procedentes de bienes inmuebles) y en recursos de carácter más coyunturales, (vinculados más directamente a la actividad, las transacciones y al desarrollo urbanístico: el ICIO, el IVTNU, el IVA, las Contribuciones especiales o los ingresos de las ventas de terrenos). De este modo se comprueba que han sido precisamente los ingresos de naturaleza extraordinaria los que han experimentado el mayor incremento, aumentando su peso relativo sobre el total de ingresos municipales en 6,2 puntos porcentuales desde 1992, hasta suponer el 14,3% en 2004. Por su parte, los ingresos de carácter más recurrente, han permanecido muy estables desde 1997 en el entorno de 17,5 puntos del total, siendo el IBI la principal fuente de financiación.

<sup>5</sup> 1992, año de crisis en el sector inmobiliario; 1997, ejercicio de comienzo de la expansión inmobiliaria; y 2004, último ejercicio con información completa.

Gráfico 13.

**CC.LL.: ingresos directamente vinculados a la actividad inmobiliaria**  
(En porcentaje del PIB)



## Cuadro 2. Presupuesto consolidado de ingresos de los municipios

Derechos reconocidos. Millones de euros y porcentaje sobre ingresos no financieros

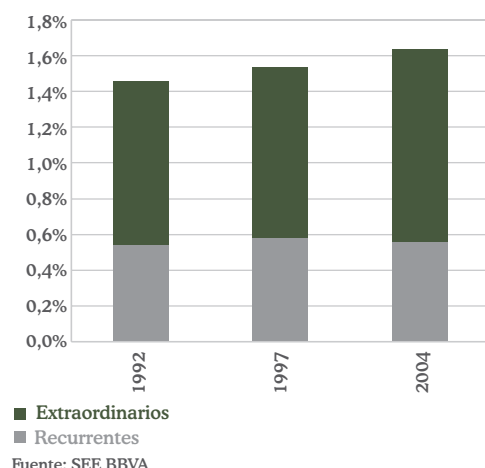
|                                          | 1992   | %     | 1997   | %     | 2004   | %     |
|------------------------------------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| <b>Impuestos directos</b>                | 4.700  | 29,9  | 7.077  | 32,2  | 10.746 | 29,1  |
| - IRPF                                   | -      | -     | -      | -     | 373    | 1,0   |
| - IBI                                    | 2.271  | 14,4  | 3.776  | 17,2  | 6.029  | 16,3  |
| - IIVTNU                                 | 320    | 2,0   | 549    | 2,5   | 1.176  | 3,2   |
| <b>Impuestos indirectos</b>              | 585    | 3,7   | 766    | 3,5   | 2.206  | 6,0   |
| - IVA                                    | -      | -     | -      | -     | 226    | 0,6   |
| - ICIO                                   | 510    | 3,2   | 756    | 3,4   | 1.873  | 5,1   |
| <b>Tasas y otros ingresos</b>            | 3.072  | 19,5  | 4.092  | 18,6  | 6.977  | 18,9  |
| - por prestación de servicios            | -      | -     | -      | -     | 3.399  | 9,2   |
| - por uso privativo del suelo            | -      | -     | -      | -     | 660    | 1,8   |
| - Contribuciones especiales              | 156    | 1,0   | 172    | 0,8   | 235    | 0,6   |
| - Otros ingresos                         | 540    | 3,4   | 782    | 3,6   | 1.909  | 5,2   |
| <b>Transferencias corrientes</b>         | 5.364  | 34,1  | 7.067  | 32,2  | 11.260 | 30,5  |
| <b>Ingresos patrimoniales</b>            | 357    | 2,3   | 658    | 3,0   | 788    | 2,1   |
| - Rentas bienes inmuebles                | 45     | 0,3   | 77     | 0,4   | 110    | 0,3   |
| <b>INGRESOS CORRIENTES</b>               | 14.077 | 89,5  | 19.661 | 89,4  | 31.977 | 86,5  |
| <b>Enajenación de inversiones reales</b> | 339    | 2,2   | 683    | 3,1   | 2.072  | 5,6   |
| - Terrenos                               | 283    | 1,8   | 559    | 2,5   | 1.766  | 4,8   |
| <b>Transferencias de capital</b>         | 1.310  | 8,3   | 1.638  | 7,5   | 2.924  | 7,9   |
| <b>INGRESOS DE CAPITAL</b>               | 1.649  | 10,5  | 2.321  | 10,6  | 4.995  | 13,5  |
| <b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>           | 15.726 | 100,0 | 21.982 | 100,0 | 36.972 | 100,0 |

Fuente: IEF (Badespe) y D.G. Coordinación Financiera con las Entidades Locales. MEH

Gráfico 14.

**CC.LL.: Gastos directamente vinculados a la actividad inmobiliaria**

(En porcentaje del PIB)

**Cuadro 3. Ingresos y gastos municipales vinculados al urbanismo**Según derechos y obligaciones reconocidas.  
En porcentaje sobre total de ingresos y gastos

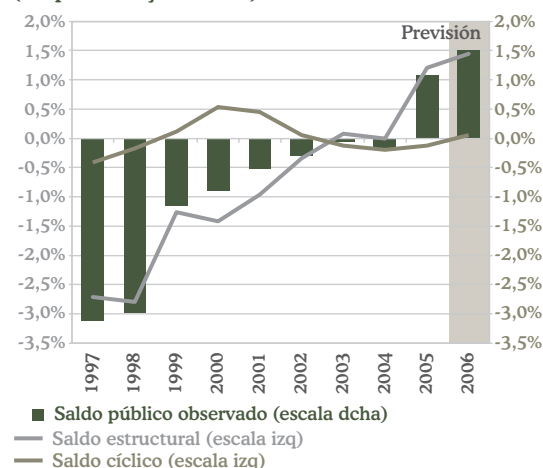
|                 | 1992 | 1997 | 2004 |
|-----------------|------|------|------|
| Ingresos        | 22,8 | 26,8 | 31,9 |
| Recurrentes     | 14,7 | 17,5 | 17,6 |
| Extraordinarios | 8,1  | 9,3  | 14,3 |
| Gastos          | 31,0 | 33,8 | 35,9 |
| Recurrentes     | 11,5 | 12,8 | 12,3 |
| Extraordinarios | 19,5 | 21,0 | 23,7 |

Fuente: SEE BBVA

Gráfico 15.

**Descomposición del saldo del sector público**

(En porcentaje del PIB)



En todo caso, el efecto en las finanzas municipales del desarrollo urbanístico es diverso. Por un lado, como ya se ha mencionado, genera ingresos procedentes de las diferentes figuras tributarias que gravan dicha actividad. Por otro, el desarrollo urbano de los municipios va asociado a un crecimiento de la población, lo cual, tal y como está definido el modelo actual de financiación de las Corporaciones Locales, conlleva un mayor nivel de ingresos vía Participación en los Tributos del Estado (recursos que quedan al margen del análisis de este artículo).

Sin embargo, el crecimiento de la población lleva asociado también más competencias para los Ayuntamientos, lo que implica mayores obligaciones relacionadas con la prestación de servicios como el transporte público, la recogida de basuras, la limpieza viaria o el alumbrado público.

Haciendo un ejercicio análogo al de los ingresos a partir de la clasificación funcional del gasto, resultaría que el peso sobre el PIB del gasto asociado directamente al urbanismo se habría visto incrementado 0,1 porcentuales del PIB desde 1992 hasta el 1,6% en 2004, pasando de representar un 31,0% del total del gasto de los Ayuntamientos a un 35,9%. Si se diferencian los gastos entre los de carácter más recurrente y los de carácter extraordinario<sup>6</sup>, son éstos últimos los que absorben la práctica totalidad del incremento, mientras que aquellos han permanecido estables.

Enfrentando ingresos y gastos municipales ligados al sector inmobiliario, resulta que este sector está aportando un 32% de los ingresos municipales, mientras que genera un gasto equivalente al 36% del total de gastos municipales. Esta brecha se invierte cuando se consideran únicamente los ingresos y gastos de carácter recurrente, los cuales representan, respectivamente, un 17,6% y un 12,3% sobre total de ingresos y gastos.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que, a causa de las limitaciones de la información disponible, dentro de los gastos extraordinarios se han considerado algunos como transporte o alumbrado público que son de naturaleza recurrente, pudiendo alcanzar en algunos casos cuantías elevadas que podrían cambiar el signo de la brecha entre ingresos y gastos recurrentes.

En cualquier caso, este resultado debe valorarse con prudencia, ya que, aunque se habla de retiros parciales, ligados a actividad, el principio de caja única que rige la gestión económica de las administraciones públicas, implica que todos los ingresos van a financiar cualquier tipo de gasto, por lo que no podría hablarse de un "déficit" en la actividad inmobiliaria.

No obstante, sí parece cierto que, dada la inevitable vinculación de la gestión económica municipal al ciclo electoral, en algunos casos se están utilizando los beneficios extraordinarios de la actividad inmobiliaria para solventar los problemas actuales de financiación, sin considerar las implicaciones que sobre obligaciones futuras de gasto tienen tales actuaciones.

**3. ¿Cómo afecta el ciclo económico?**

Para determinar la exposición de la política fiscal al ciclo económico se realiza la descomposición del saldo público en sus componentes estructural y cíclico<sup>7</sup>, observándose que el componente cíclico del saldo

<sup>6</sup> Partiendo de la clasificación funcional del gasto, y dado la limitación de la información disponible que sólo detalla al nivel de subfunción, se han considerado únicamente como recurrentes los gastos recogidos en la subfunción Bienestar comunitario, mientras que como gastos extraordinarios, los registrados en las subfunciones, Vivienda y urbanismo e Infraestructuras básicas y transportes.

<sup>7</sup> Para la descomposición del saldo público se han estimado elasticidades de los ingresos públicos respecto a las variables que determinan las diferentes bases imponibles de los principales impuestos: la remuneración de asalariados para el IRPF y Cotizaciones sociales, el excedente bruto de explotación para el Impuesto de Sociedades, el consumo en el IVA y la inversión real en vivienda como *proxy* para analizar la sensibilidad de los ingresos impositivos directamente vinculados al mercado inmobiliario. Por lo demás, la metodología utilizada es equivalente a la expuesta en el recuadro "Saldo público y ciclo económico" del número de Octubre de 2006 de la revista Situación España.

público es reducido ya que el nivel del PIB está próximo a su potencial. De esta forma, en una primera aproximación, podría estimarse que la exposición de las finanzas públicas a una desaceleración de la economía no es muy elevada.

El proceso de consolidación fiscal experimentado por las Administraciones Públicas españolas se ha debido en gran parte al buen comportamiento de los ingresos fiscales, dentro de los cuales, los procedentes de figuras tributarias que gravan directamente la actividad inmobiliaria han ido ganando peso en el total de ingresos públicos hasta alcanzar un 9,5%, si bien se han mantenido alrededor del 3,2% del PIB entre 1998 y 2004.

Aplicando la descomposición entre componente estructural y cíclico a los ingresos públicos, se observa que en éste último, el comportamiento de los ingresos ligados a lo inmobiliario sigue el mismo patrón que el total de ingresos. Ahora bien, ello no implica un comportamiento similar en un escenario de desaceleración de la economía, más acusada en el sector inmobiliario. En dicho supuesto, las previsiones realizadas a partir del análisis del epígrafe anterior muestran una moderación en el crecimiento de los ingresos públicos, aunque la presión fiscal se mantendría en el entorno del 36% del PIB.

Dado que se supone un ajuste del mercado inmobiliario, con un descenso del número de transacciones superior al 12% hasta situarse en torno a 1.200.000 en 2010 (estimación del nivel de equilibrio a largo plazo, coherente con la demanda potencial de vivienda), la desaceleración será más acusada en la recaudación procedente de este sector. Así, se estima que, sin modificaciones de la normativa fiscal, la participación de los ingresos ligados al sector inmobiliario se podría reducir un punto porcentual hasta situarse en niveles próximos al 2% del PIB. Aún así, el impacto del ajuste del sector inmobiliario sobre los ingresos públicos totales seguirá siendo relativamente reducido.

No obstante, debe tenerse en cuenta que gran parte de los ingresos fiscales procedentes del sector de la construcción y del sector inmobiliario en general se canalizan a través de los beneficios empresariales, de la creación de empleo y del incremento de la masa salarial. En la medida que una desaceleración en el sector de la construcción frena el dinamismo de la economía, la recaudación global de impuestos como el de la Renta o Sociedades y de las Cotizaciones Sociales, podría verse minorada, reduciendo por tanto el dinamismo del total de los ingresos públicos en todos los subsectores de la Administración Pública.

#### 4. Bibliografía

- Dirección General de Tributos (2006): *"Recaudación y Estadísticas del Sistema Tributario Español 1994-2004"*. Ministerio de Economía y Hacienda.
- Agencia Estatal de la Administración Tributaria: *"Estadísticas del Impuesto sobre la renta de las personas físicas"*. Años 2003 y 2004.
- Agencia Estatal de la Administración Tributaria: *"Resultados económicos y Tributarios en el IVA"*. Años 1997 a 2004.
- Inspección General del Ministerio de Economía y Hacienda (2006): *"Memoria de la Administración Tributaria"*. Años 1998 a 2004. Ministerio de Economía y Hacienda
- Girouard, N y C. André (2005) *"Measuring Cyclically-adjusted Budget Balances for OECD Countries"*. OECD Economics Department Working Papers, No. 434, OECD Publishing

Gráfico 16.

#### Ingresos públicos vinculados al ciclo

En porcentaje del PIB

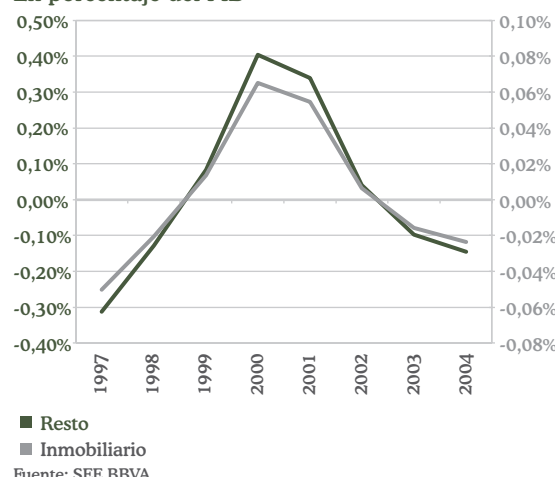


Gráfico 17.

#### Número de transacciones de vivienda

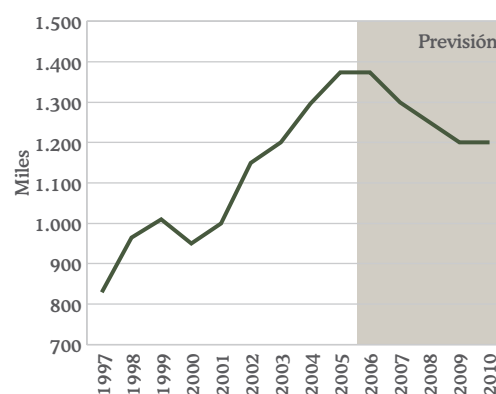
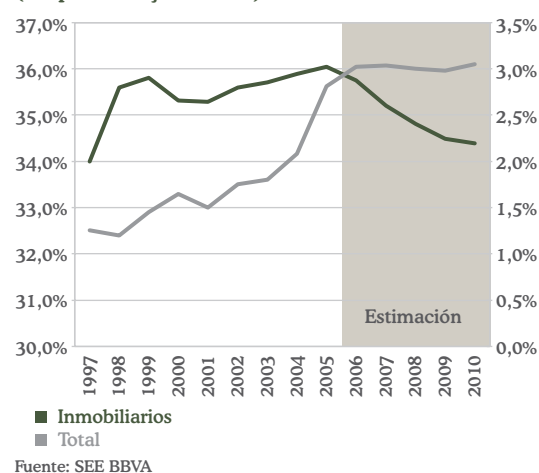


Gráfico 18.

#### Evolución de los ingresos tributarios de las AA.PP.

(En porcentaje del PIB)



## Anexo: Fiscalidad de la vivienda<sup>8</sup>

### Impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF)

Grava de dos formas la actividad inmobiliaria y la vivienda. Por un lado, en la **transmisión o venta de los bienes inmuebles** se pone de manifiesto un incremento o disminución del patrimonio. Se integra dentro de la base imponible el importe resultante de la diferencia entre los valores de adquisición y transmisión de los elementos patrimoniales, distinguiéndose dos casos:

- Cuando entre la adquisición y la transmisión del bien inmueble haya transcurrido 1 año o menos, se integra en la parte general de la base imponible, tributando por tanto, como un rendimiento más.
- Cuando haya transcurrido más de 1 año, la ganancia de patrimonio<sup>9</sup> se integra en la parte especial de la base imponible y tributa al 15%.

Con la aprobación de la reforma del IRPF, a partir de 2007, todas las ganancias patrimoniales, incluidas las derivadas de la transmisión de bienes inmuebles, pasan a integrarse dentro de la base imponible especial y se gravarán al 18%<sup>10</sup>.

Por otro lado, en el supuesto **segundas residencias o bienes inmuebles** que no estén afectos a una actividad económica ni sea suelo no edificado, se imputará en la base imponible general la renta equivalente al 2% del valor catastral. En el caso en que el valor catastral haya sido revisado se imputará el 1,1% del valor catastral.

El IRPF aporta en total, alrededor del 17% del total de recursos no financieros públicos. De ellos, la recaudación derivada de los rendimientos asociados a la actividad inmobiliaria supone un 4,2% del total de ingresos del impuesto, si bien es de destacar que partía de niveles mucho más reducidos (un 2,5% en 1997). Prácticamente la totalidad de dicho incremento se debe a las ganancias patrimoniales.

### Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA)

Se aplicará un tipo reducido del 7% las primeras transmisiones de viviendas cuando se realice como una operación empresarial habitual, que el promotor debe repercutir al comprador. No obstante, existen tipos impositivos super-reducidos del 4% para el caso de compra de viviendas de protección oficial.

Es el segundo tributo en importancia cuantitativa. Según la explotación estadística del IVA realizada por la Agencia Tributaria, el sector de la Construcción y Servicios Inmobiliarios ha pasado de aportar el 7,4%

<sup>8</sup> Nota metodológica: para la determinación de la magnitud de los ingresos vinculados a la actividad inmobiliaria, se han excluido del estudio los recursos de la Seguridad Social, pues sus ingresos, procedentes casi exclusivamente de las Cotizaciones sociales, no están vinculados específicamente con la actividad del mercado inmobiliario. Por otro lado, debe tenerse en cuenta que a causa de las limitaciones estadísticas no se dispone de la información necesaria para poder aproximar el efecto de la actividad en vivienda en la recaudación del IRPF y del IVA de las Haciendas Forales (Navarra y Diputaciones del País Vasco), por lo que dicho efecto no se ha tenido en consideración.

<sup>9</sup> A la hora de realizar el análisis debe tenerse en cuenta que el importe contemplado de ganancias o pérdidas patrimoniales, incluye también el rendimiento derivado de la transmisión de otros patrimonios como valores o participaciones en el capital social de sociedad patrimoniales. Es más, están exentas las ganancias derivadas de la transmisión de la vivienda habitual cuando el importe se destine a la reinversión en la adquisición de una nueva vivienda habitual, por lo que el rendimiento de la transmisión de viviendas sería inferior al contemplado.

<sup>10</sup> Existe un caso especial, aplicable desde el 1 de enero de 2006, para la determinación de las ganancias patrimoniales derivadas de elementos patrimoniales adquiridos con anterioridad a 31 de diciembre de 1994, por el cual y según la antigüedad del bien patrimonial, una parte de la ganancia podría quedar exenta y el resto tributaría al 18% en la parte especial de la base imponible.

de la recaudación total del impuesto en 1997 a un 12,7% al cierre de 2004, alcanzándose en 2001 el máximo con el un 15,4%, debido, probablemente, a que la desaceleración económica fue más acusada en otros sectores que en el de la Construcción.

### **Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.**

Están sujetos al pago del impuesto en su tramo de **Transmisiones Patrimoniales (ITP)**, las segundas y sucesivas transmisiones de bienes inmuebles con un tipo impositivo general del 7% en todas las Comunidades Autónomas, salvo en Canarias donde el tipo es del 6,5%. En su tramo de **Actos Jurídicos Documentados (AJD)** el impuesto somete a gravamen la formalización de determinados documentos notariales, mercantiles y administrativos tales como las escrituras o las letras de cambio. El tipo de gravamen establecido para los documentos notariales es del 1% en todas las Comunidades Autónomas (salvo en Canarias que es del 0,75%)

Además, la mayor parte de las Comunidades contemplan tipos reducidos, normalmente del 3% en Transmisiones Patrimoniales y del 0,3% en Actos Jurídicos, en los supuestos de adquisición de vivienda protegida o de vivienda habitual según determinadas circunstancias personales, como ser familia numerosa, jóvenes, discapacitados, etc.

Los ingresos del tramo de ITP, apenas representan el 2,6% del total de ingresos no financieros públicos, sin embargo aportan el 6,3% de los ingresos no financieros autonómicos. Haciendo un ejercicio de cálculo simple de la base imponible media del impuesto a partir del número de transacciones de vivienda usada, el precio medio del metro cuadrado y la superficie media de las viviendas, se estima que algo más del 71% de los recursos recaudados en 2004 estarían vinculados al mercado inmobiliario<sup>11</sup>. Realizando un cálculo semejante al anterior en el tramo AJD, la actividad inmobiliaria aportaría aproximadamente el 25% de la recaudación del impuesto de 2004, a penas un 0,5% del total de recursos no financieros.

### **Impuesto sobre Bienes Inmuebles (IBI)**

Es un impuesto local de exacción obligatoria que grava el valor catastral de los bienes inmuebles. El tipo de gravamen oscila, en el caso de bienes de naturaleza urbana, entre el 0,4% y el 1,10%.

Pese a que la recaudación del IBI sobre el total de recursos no financieros representa un 2,1%, es, tras el IVA de la construcción, el segundo en volumen de ingresos vinculados al sector.

### **Impuesto sobre construcciones, instalaciones y obras (ICIO)**

Es un tributo local, de carácter potestativo, que grava el coste real y efectivo de cualquier construcción, instalación u obra que exija la obtención de una licencia de obras. El tipo de gravamen será fijado por cada Ayuntamiento, sin que pueda exceder el 4%.

A finales de 2005, 6.233 municipios habían hecho uso de capacidad normativa estableciendo un tipo medio impositivo del 3,34%.

<sup>11</sup> Para Transmisiones Patrimoniales, se calcula un tipo medio del 7% al resultado de multiplicar el número de transacciones de vivienda usada, el precio medio de la vivienda usada y la superficie media de la vivienda de segunda mano todo ello referido a 2004. En el caso de Actos Jurídicos, se aplica un tipo del 1% sobre el número total de transacciones de vivienda por el precio medio y por la superficie media.

## Impuesto sobre el incremento del valor de los terrenos de naturaleza urbana (IIVTNU)

Tributo local, también de carácter potestativo, que grava el incremento de valor de los terrenos que se ponga de manifiesto a consecuencia de la transmisión de la propiedad de los mismos. El tipo de gravamen será fijado por cada Ayuntamiento, sin que pueda exceder el 30%.

### Otros tributos locales

Adicionalmente, los Ayuntamientos pueden establecer una serie de tributos que gravan la actividad de la construcción en su municipio, como el establecimiento de tasas por la concesión de la **licencia de obras** o de **contribuciones especiales**<sup>12</sup>.

Los recursos procedentes de éstos últimos tributos locales, ICIO, IVTNU y Contribuciones especiales, tienen una escasa importancia recaudatoria dentro del conjunto de ingresos públicos (representan el 1,8%), pero están adquiriendo una importancia creciente en la financiación de los municipios.

Junto a ellos, los municipios están obteniendo una cantidad creciente de ingresos procedentes de las licencias de obras o la venta de aprovechamientos urbanísticos<sup>13</sup>, que pueden estar aportando alrededor del 0,2% del total de ingresos públicos.

<sup>12</sup> Ingresos que obtienen los Entes Locales como contraprestación a la obtención de un beneficio especial o de un aumento del valor de determinados bienes como consecuencia de la realización de obras públicas o el establecimiento o ampliación de servicios municipales.

<sup>13</sup> Se ha estimado que representan aproximadamente un 3,5% del total de recursos procedentes de Tasas y otros ingresos del conjunto de Administraciones Públicas.



## 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](http://www.bbva.es)

Depósito Legal: M-3479-1994

## Servicio de Estudios Económicos:

### Director:

José Luis Escrivá

### Economistas Jefe:

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz

España y Análisis Sectorial: Julián Cubero

Europa: Sonsoles Castillo

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Placido

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia

Perú: David Tuesta

Venezuela: Alejandro Puente

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

## 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.