BBVA

Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Julio 2008

El ajuste inmobiliario, generalizado e incipiente en la OCDE ...

... lo que en España se traduce en un ajuste intenso de actividad, con heterogeneidad regional ...

... y que sólo será compensado parcialmente por obra pública

Indice

Fecha de cierre: 29 de Julio de 2008

En resumen 2

1. El ciclo inmobiliario global y el peso de los factores financieros 4

1.1. Perspectivas del sector residencial a nivel internacional 4

1.2. El efecto arrastre de la construcción en la economía: impacto en el PIB y en el empleo 13

Recuadro 1: Ingresos fiscales ligados a la construcción y al sector inmobiliario 17

Recuadro 2: Una visión de los sectores inmobiliario y constructor a partir de su operativa de M&A 19

2. El sector residencial español, ajuste heterogéneo 21

3. Soportes del mercado: VPO y PEIT 26

Han elaborado esta publicación:

Pedro Álvarez-Lois	34 91 374 4332	pedro.a_lois@grupobbva.com
Cristina Fernández	34 91 374 7320	cristina.fvidaurreta@grupobbva.com
Juan Ramón García	34 91 374 3339	juanramon.gl@grupobbva.com
Agustín García	34 91 374 7938	agustin.garcia@grupobbva.com
Marta García	34 91 374 6761	marta.garcia.tunon@grupobbva.com
Francisco González	34 91 374 9924	fjose.gonzalez.perez@grupobbva.com
Miguel Jiménez	34 91 537 3776	mjimenez@grupobbva.com
Ángel Melguizo	34 91 537 6765	angel.melguizo@grupobbva.com
Virginia Pou	34 91 537 7723	virginia.pou@grupobbva.com
Jorge Rodríguez-Vález	34 91 537 4890	jorge.rv@grupobbva.com
Ana Rubio	34 91 374 3342	arubiog@grupobbva.com
Macarena Ruesta	34 91 374 3321	esperanza.ruesta@grupobbva.com
Nicolás Trillo	34 91 537 8495	nicolas.trillo@grupobbva.com

Consejo de redacción:

Francisco Balcells, Jon Bilbao, Carlos Deprit, José Luis Escrivá, Rafael de Vicente

Disponible en la web:

http://serviciodeestudios.bbva.com

En resumen

Una desafortunada combinación de factores ha hecho que el ajuste cíclico del sector inmobiliario español sea más intenso de lo anticipado. En primer lugar, el choque financiero global ha provocado un severo deterioro del entorno internacional. Tras el rescate de Bearn Stearns por parte de JP Morgan con la ayuda financiera de la Reserva Federal (Fed) el pasado mes de marzo, el riesgo financiero pareció ceder algo de su protagonismo. Sin embargo, las tensiones en los mercados financieros han repuntado durante las últimas semanas, lo que condicionará aún más la disponibilidad y coste de la financiación de los agentes económicos.

En segundo lugar, un aumento de la inflación mayor de lo esperado está erosionando la capacidad de compra de los hogares españoles. El aumento de los precios de las materias primas conlleva un repunte de las expectativas de inflación y de tipos de interés oficiales, el último de los cuales encarece la accesibilidad a la vivienda. En particular, el aumento de los precios del petróleo es, en términos reales, comparativamente tan intenso como el producido a finales de los años 70, y es particularmente dañino en España, que tiene una menor eficiencia energética.

En este entorno, una eventual sobre-reacción de las expectativas de los agentes podría desencadenar una corrección a la baja mayor de la justificada por los fundamentales del sector.

El ajuste inmobiliario, generalizado e incipiente en la OCDE

Tras una década de subidas ininterrumpidas de precios inmobiliarios en muchos países de la OCDE, y de aumento generalizado de la actividad inmobiliaria, el sector parece haber entrado en una etapa de rápida desaceleración o incluso de contracción. La subida a partir de finales de 2005 de los tipos de interés oficiales, junto a la fuerte desaceleración en Estados Unidos y en algunos países europeos, y sobre todo la crisis financiera desencadenada en el verano de 2007, han sido factores que han dado un vuelco a las expectativas en un sector en que los niveles de precios y stocks inmobiliarios habían sobrepasado largamente los niveles de equilibrio. Los primeros países en experimentar caídas en precios y actividad han sido Estados Unidos, Dinamarca e Irlanda, aunque la desaceleración es patente en muchos otros países. Los factores financieros, que han sido determinantes en la expansión de los últimos años, son ahora un factor de fragilidad en las economías de la OCDE. Los países más vulnerables serán aquellos en los que confluyan circunstancias, como una alta proporción de créditos hipotecarios a tipo variable, un ratio préstamo-valor elevado y plazos largos o una deuda familiar y unas cargas financieras elevadas, y de distribución heterogénea por estratos de población. La historia de las últimas tres décadas parece indicar que los ajustes del ciclo de la vivienda pueden ser prolongados. En concreto, los períodos de caídas de precios reales desde 1970 han durado en promedio 14 trimestres (tres años y medio), frente a los 4,5 años del ratio de inversión residencial sobre PIB.

Los análisis indican que hay un margen de corrección de precios no desdeñable, pero que podría absorberse en alrededor de cuatro años con bajadas de precios reales, que se llevarían a cabo sobre todo a través del aumento de la inflación. La corrección en actividad también será importante, y ya ha empezado a tener lugar en varios países. Las mayores correcciones en ambas variables podrían producirse en Irlanda, Dinamarca y España.

España, ajuste intenso de actividad, con heterogeneidad regional

Desde mediados de 2006 el mercado residencial español está inmerso en un período de ajuste, que se está intensificando en los últimos meses. Este mayor ajuste está siendo más intenso en cantidades que en precios.

En concreto, el ajuste de la actividad constructora se está acentuando desde el segundo semestre de 2007, como así muestra el Indicador Sintético de actividad constructora de BBVA. Los visados de obra nueva residencial se vienen desacelerando desde septiembre de 2006, para reflejar el dato acumulado 12 meses del mes de mayo una caída del 47% con respecto al mismo mes del año anterior. A futuro, para 2008 los visados de obra nueva se situarán entre 336 y 456 mil; y para 2009 estas cifras se encontrarán entre 270 y 385 mil.

Esta sorpresa de crecimiento a la baja también se registra en las transacciones de compraventa de vivienda, indicador del pulso de la demanda. Los últimos datos de marzo de 2008, difundidos por el Ministerio de la Vivienda, mostraron caídas del 32% para la vivienda usada y del 13% para la vivienda nueva.

Por su parte, el ajuste de los fuertes crecimientos de precios observado durante los primeros años de la década se inició a principios de 2005, cuando las tasas de crecimiento de los precios generales de la vivienda se redujeron hasta niveles inferiores al 15%. La dinámica de crecimiento moderado ha continuado hasta la actualidad, de tal forma que el último dato disponible, de junio-08, arroja un crecimiento del 2% interanual.

Una característica adicional del ajuste inmobiliario es que, aunque generalizado en todo el territorio nacional, su intensidad está siendo dispar entre comunidades autónomas. La divergencia en el ritmo de ajuste reciente del mercado inmobiliario entre comunidades autónomas responde a los desequilibrios acumulados en cantidades, pero no en precios. Además, el ciclo inmobiliario, tanto autonómico como nacional responde a los componentes de la accesibilidad: ocupados por hogar y salarios reales, aunque no de forma homogénea entre regiones.

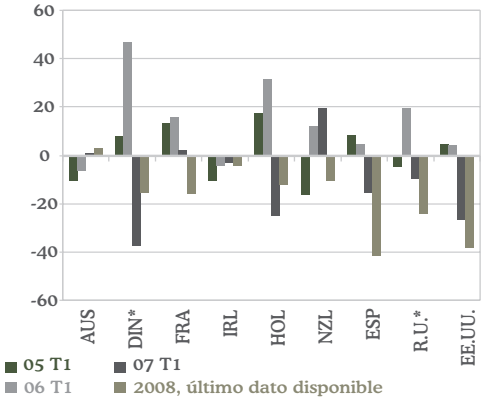
Un ajuste difícil de ser compensado completamente por obra pública

La evidencia empírica en España muestra que en dos de las tres últimas desaceleraciones, la tasa de inversión en infraestructuras aumentó, contribuyendo a suavizar el ajuste. Los principales proyectos de infraestructuras en España se desarrollarán dentro del marco del Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte, PEIT, que podría acelerarse.

Los resultados de un aumento del PEIT de tres décimas del PIB durante tres años muestran que, desde el primer año de obra pública, la medida aportaría entre tres y cuatro décimas cada año de PIB respecto al escenario alternativo en el que no se produjese ese aumento de la tasa de inversión. Además, el impulso de obra pública permitiría elevar el empleo algo más de tres décimas (equivalente a unos setenta mil empleos).

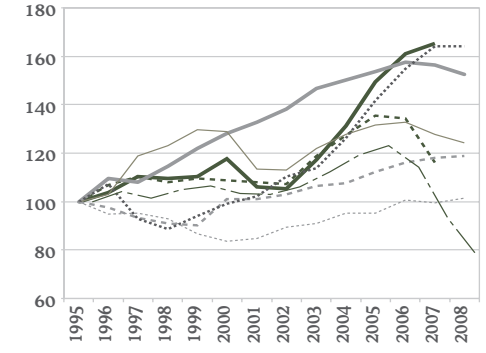
Por tanto, las infraestructuras tendrían un impacto positivo y significativo, sobre todo a largo plazo. No obstante, como instrumento de estabilización económica en España, su impacto es limitado.

Gráfico 1.
Indicadores de actividad adelantados



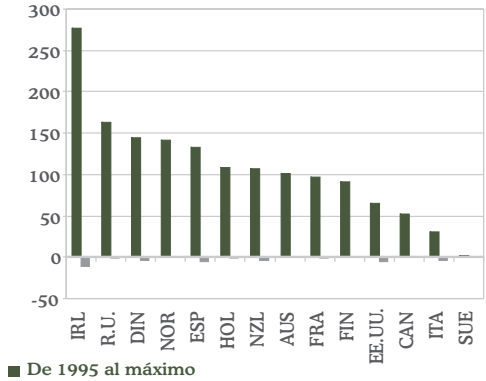
Nota: Permisos de contrucción salvo los países con * (casas empezadas)
Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 2.
Inversión en vivienda / PIB



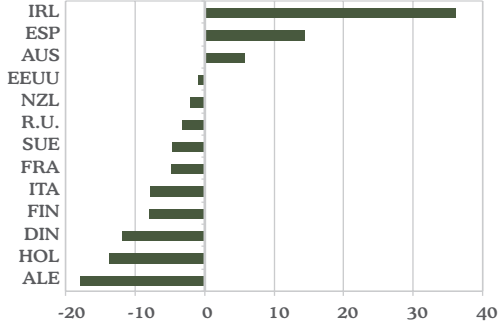
Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 3.
Precios reales de la vivienda



Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 4.
Aumento acumulado de población edades 20-39
(1995-2007)



Fuente: Thomson Datastream

1. El ciclo inmobiliario global y el peso de los factores financieros

1.1. Perspectivas del sector residencial a nivel internacional

El sector inmobiliario se está desacelerando de manera generalizada

Tras una década de subidas ininterrumpidas de precios inmobiliarios en muchos países de la OCDE, y de aumento generalizado de la actividad inmobiliaria, el sector ha entrado en una etapa de rápida desaceleración o incluso de contracción. La crisis de las hipotecas *subprime* americana ha sido solamente el episodio más aparente de la evolución de un sector que ha vivido una de las expansiones cíclicas más largas de su historia reciente. Los indicadores adelantados de actividad llevan tiempo cayendo en varios países (Gráfico 1), y los precios han empezado a desacelerarse en aquellas economías que experimentaron un fuerte impulso en la década pasada, o a caer en algunos de ellos. La subida a partir de finales de 2005 de los tipos de interés oficiales (variable fundamental en muchos ciclos inmobiliarios), junto a la fuerte desaceleración en Estados Unidos y en algunos países europeos y, sobre todo, la crisis financiera desencadenada en el verano de 2007, han sido factores que han dado un vuelco a las expectativas en un sector que ya estaba maduro para dicho cambio, dada la larga duración del ciclo alcista y la sensación clara de que los niveles de precios y stocks inmobiliario habían sobrepasado largamente los niveles de equilibrio.

Los primeros países en ver caídas en precios y actividad han sido, aparte de Estados Unidos, Dinamarca e Irlanda, aunque la desaceleración es patente en muchas otras economías. Este capítulo analiza cuáles pueden ser los ajustes inmobiliarios que están por llegar en aquellos países que experimentaron una fuerte expansión en años precedentes. Además de mirar a ciclos pasados y de comparar la evolución de las variables clave (precios y actividad) con los factores fundamentales que las explican, se hace especial hincapié en cómo los factores financieros, que proporcionaron vigor en la expansión pueden dar forma al ajuste del sector, ya que la previsible restricción de crédito para los próximos meses puede tener un papel importante.

La rápida expansión inmobiliaria fue propiciada por una gran variedad de factores, cuya influencia relativa es difícil de identificar, pero que resulta importante analizar para conocer cuál es el margen de ajuste que puede experimentar el sector. Uno de estos factores fue la caída de los tipos de interés a partir de la segunda década de los 90, que jugó un papel clave en proporcionar holgura financiera a las presiones de demanda. Parte de esta caída ha estado ligada al proceso de globalización, que ha ejercido presiones a la baja en los niveles de inflación a nivel mundial, aunque es un proceso que puede haber dejado de ejercer una presión bajista tan intensa sobre los precios, y que en cualquier caso se encuentra ahora enmascarado por el alza de los precios de las material primas. Pero una buena parte de la caída ha estado también ligada a unas políticas monetarias más independientes y creíbles que han contribuido a bajar los tipos de interés reales. Por otro lado, en los países periféricos de la zona euro la unión monetaria supuso un shock positivo y permanente en los tipos de interés, que fue clave en la expansión cíclica producida a partir de 1995 y que también impulsó al sector inmobiliario.

Además de la caída de tipos de interés, otros dos factores clave que impulsaron la expansión del sector fueron el fuerte aumento de la renta per cápita durante la última decada en la mayoría de estos países, y

la presión inmigratoria, que ha contribuido a reforzar la expansión de la población en edad de formación de hogares en Irlanda o España, y a frenar el declive demográfico en otros países. Ambos factores, por supuesto, no son independientes del elemento financiero y han estado en parte causados por la relajación de tipos.

Partiendo de esta base, el resto de este capítulo se centra en evaluar los factores que pueden tener una influencia sobre el ciclo bajista que se avecina en aquellos países que han experimentado una expansión mayor en los últimos años: además de los citados (España, Irlanda, Estados Unidos y Dinamarca), el Reino Unido, Australia, Nueva Zelanda, Francia, Italia, Suecia, Países Bajos y Finlandia. En la sección siguiente se examinan los factores de índole financiera que pueden afectar al ajuste, mientras que en la tercera se repasa la historia de los ciclos inmobiliarios pasados. El final del capítulo está dedicado a los factores estructurales mencionados más arriba, intentando evaluar hasta qué punto los niveles actuales de precios y de actividad están por encima de los niveles sostenibles.

Los factores financieros, que han sido determinantes en la expansión de los últimos años, son ahora un elemento de debilidad

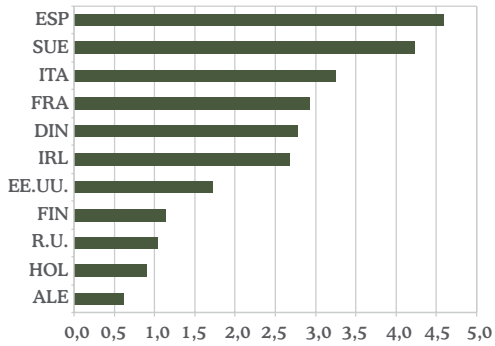
Tras el aumento del crédito, sobre todo hipotecario, de los últimos años, la deuda de los hogares ha alcanzado niveles muy elevados en los países de rápida expansión inmobiliaria, aunque con notables diferencias entre ellos. En términos relativos sobre la renta disponible, la deuda es muy elevada en Irlanda y Países Bajos, y se encuentra también en un nivel alto, pero menor, en España, Reino Unido y Australia. Estos niveles de deuda hacen que, ante una desaceleración de la actividad en la mayoría de los países considerados (que ya ha llegado claramente a muchos de ellos), los márgenes para mantener los niveles de consumo a través de un mayor endeudamiento sean reducidos. Por otro lado, la más que posible desaceleración de la oferta de crédito por parte de las entidades financieras que más se vean afectadas por las turbulencias de los mercados financieros hace que el margen sea aún menor. Un alto nivel de deuda supone también que el riesgo de aumento de cargas financieras ante eventuales subidas de tipos de interés sea elevado (ya sea por la prolongación de las tensiones en los mercados de liquidez como por posibles subidas de tipos oficiales si las tensiones inflacionistas se prolongan en el tiempo), con lo que una de las vías tradicionales para hacer frente a la desaceleración del sector inmobiliario y de la economía en general –unas condiciones financieras holgadas- podría funcionar peor que en ciclos pasados.

Por otra parte, algunas características de los mercados hipotecarios complican aún más el panorama. El proceso de innovación financiera que empezó de manera generalizada en la década de los 80, pero que se prolongó hacia otros segmentos del mercado y a otros productos en los últimos quince años, contribuyendo al aumento del crédito hipotecario y a la expansión del sector, podría constituir a partir de ahora un elemento de vulnerabilidad ante los previsibles ajustes del sector. Esta innovación no fue uniforme entre países, y resultó, en general, más pronunciada en los países anglosajones y en los nórdicos, que recurrieron más fácilmente a la utilización de los activos inmobiliarios como colateral para aumentar la magnitud de crédito (también para consumo) y a la titulización de los préstamos hipotecarios en productos crecientemente complejos; pero ha afectado a todos los países en mayor o menor medida. En concreto, se pueden identificar las siguientes características del mercado inmobiliario como factores de riesgo:

- Alta proporción de créditos hipotecarios a tipo variable

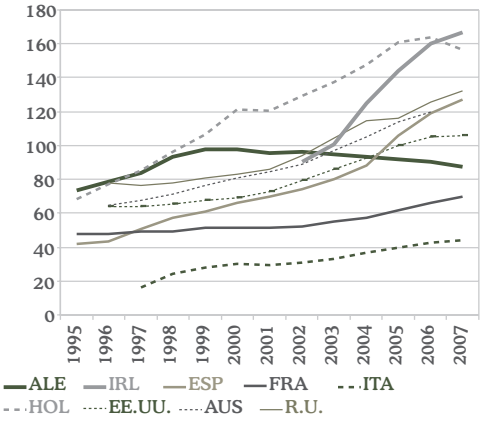
La alta proporción de tipos variables en algunos países periféricos de la zona euro (España, Finlandia, Irlanda, Italia) ayudó a trasladar las

Gráfico 5.
Caída en los tipos de interés reales pb, entre 1994-96 y 2005-07



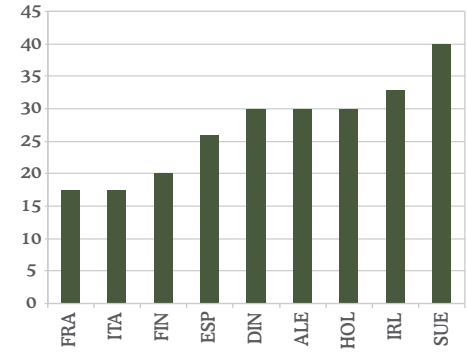
Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 6.
Deuda de los hogares
(% ingreso disponible)



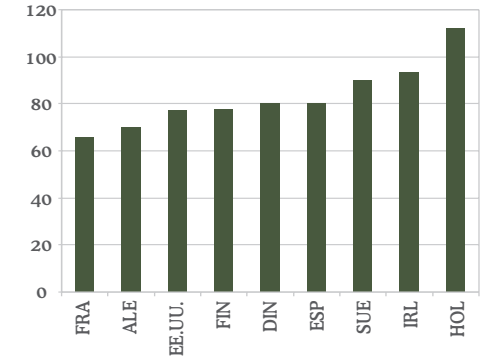
Nota: Para EEUU, R.U. y Australia el ratio excluye préstamos a corto plazo no hipotecarios
Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 7.
Plazo hipotecas - Nuevas operaciones
(años)



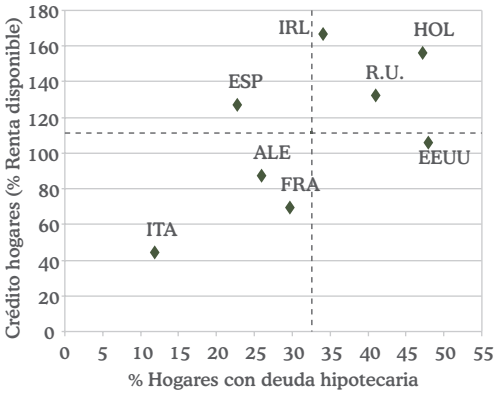
Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 8.
Ratio Préstamo / Valor



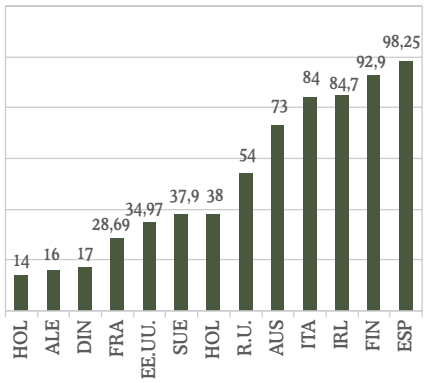
Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 9.
Deuda hogares y su concentración



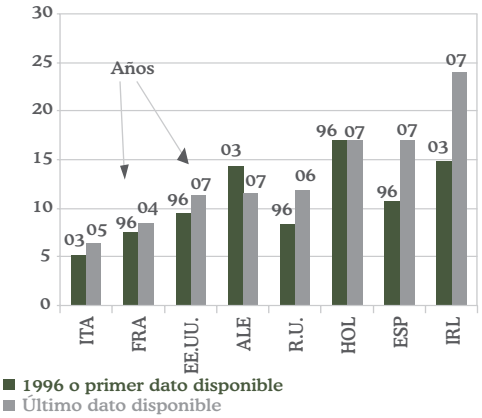
Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 10.
Hipotecas vivas a tipo variable
(% del total)



Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 11.
Cargas financieras (principal más intereses)
(% renta disponible)



Fuente: Thomson Datastream

fuertes bajadas de tipos de interés oficiales a los tipos hipotecarios, reduciendo el servicio de los préstamos en los primeros años de su devolución. En la medida en que los tipos variables lleven a cierta miopía por parte de los compradores de vivienda, es posible que hayan contribuido a elevar el endeudamiento por encima de un nivel sostenible. En la parte baja del ciclo, sin embargo, y en un contexto de tipos de interés más altos y con riesgos al alza debido a las altas tasas de inflación, el peligro de que los prestatarios no puedan hacer frente a los pagos o, alternativamente, que ante cargas mayores se vean obligados a reducir su consumo, es importante. Esto podría llevar a que la tasa de mora en estos países creciese a un mayor ritmo, o que la desaceleración asociada a la crisis inmobiliaria a través de reducciones del consumo fuese más profunda.

- Ratio préstamo-valor elevado y plazos largos

Dos de los instrumentos más comúnmente utilizados para proporcionar financiación a aquellos individuos que encontraban dificultades en hacer frente al pago de una hipoteca, dada la rápida subida de los precios, han sido el alargamiento de los plazos hipotecarios de los nuevos préstamos y la concesión de hipotecas por un valor próximo al del precio de la vivienda. El alargamiento de los plazos reduce la carga financiera mensual, pero puede hacer que, ante dificultades adicionales por subidas de tipos de interés (por ejemplo, cuando éstos son variables) o por disminución de la renta ligada a la desaceleración, el margen para extender los plazos de devolución y aligerar así el pago mensual sea reducido. En varios países del norte de Europa, junto con Irlanda y España, la duración de las hipotecas parece excesivamente larga.

En el caso de los préstamos con un alto ratio préstamo-valor, es evidente, sobre todo si son recientes y apenas se ha devuelto una parte mínima del principal, que el riesgo de impago ante caídas de precios es mucho mayor. En Holanda, Irlanda y Suecia este ratio se sitúa claramente por encima del 80%. Un caso similar sería la utilización en varios países de hipótecas “perpetuas” que permiten pagar sólo intereses, en las que no es necesario devolver el principal, ejemplo evidente del desarrollo de nuevos productos para atraer clientes. Si van ligadas a un ratio préstamo-valor relativamente alto, el riesgo de mora ligado a ellas puede incrementarse ante situaciones coyunturales menos favorables.

- La deuda y las cargas financieras elevadas, y su distribución

Esta deuda se ha traducido en un aumento de las cargas financieras, que se han elevado tanto por el incremento de los precios como, en los dos últimos años, por el de los tipos de interés. Y tiene dos consecuencias importantes: Por un lado, el riesgo de impagos es mayor; por otro, el margen financiero de las familias para afrontar la desaceleración es también más reducido, lo que puede resultar en un menor dinamismo del consumo privado, reforzando la posibilidad de que el ciclo inmobiliario se extienda al resto de la economía.

No sólo cuenta el nivel de deuda, sino también su distribución. Existe un mayor riesgo de impagos en aquellos países en los que la deuda está concentrada en un número más reducido de familias (como en España) o, sobre todo, en aquellos en los que la deuda incide fundamentalmente en colectivos de baja renta. Así, la deuda parece incidir fuertemente en los hogares de menor renta en Estados Unidos y Nueva Zelanda, donde más del 50% de los hogares en las dos primeras decilas de renta están endeudados y, a un nivel menor, en el Reino Unido y los Países Bajos. También en aquellos países donde la deuda incide desproporcionadamente en los jóvenes puede haber un mayor riesgo, aunque en este caso existe mayor margen para suavizar los pagos extendiendo los plazos de los préstamos.

Aunque no hay dos ciclos iguales, la historia reciente da una indicación de cuál puede ser la magnitud del ajuste que está por llegar

Se puede llevar a cabo una primera aproximación a la estimación del margen de caída que tiene el actual ciclo inmobiliario observando la duración y amplitud de caídas pasadas en precios y actividad. Aunque la variabilidad entre distintos ciclos es considerable (con miniciclos que trasncurren en medio de ciclos más largos), los períodos de caídas de precios reales desde 1970 han durado en media 14 trimestres (tres años y medio), repartidos entre 2 o 6 episodios de caída (según los países), mientras que la caída media en precios reales ha sido de un 20%, a razón de 1,4% por año.

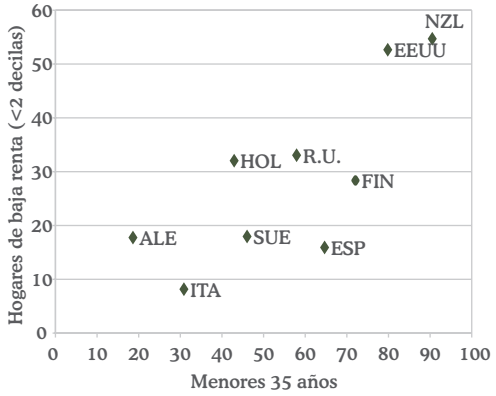
Por otra parte, las variaciones de precios suelen estar asociadas a ciclos paralelos de actividad en la misma dirección. Según los cálculos presentados en el Cuadro 1, los períodos de caída en el ratio de inversión residencial sobre PIB han tenido una duración media de 4,5 años y han supuesto en total una disminución de 1,8 puntos porcentuales (cuatro décimas por año). En este caso, las variaciones entre los ciclos medios de los distintos países son importantes: en algunos países europeos (Francia, Italia, España) las caídas en actividad han sido históricamente menores que en Estados Unidos, Irlanda o los países nórdicos.

Aunque, evidentemente, lo ocurrido en los ciclos inmobiliarios pasados no tiene por qué determinar lo que está por venir, dada la variedad de factores que influyen en cada ciclo inmobiliario y en su relación con otras variables de actividad, la historia de las últimas tres décadas parece indicar que los ajustes del ciclo de la vivienda pueden llegar a ser prolongados, y en todo caso disipa la idea de que los precios inmobiliarios (no sólo reales, sino también nominales) no pueden caer. Dado que la expansión reciente del sector de la vivienda ha sido una de las más largas e intensas, cabría esperar, en principio, que la duración del ciclo bajista que se avecina a nivel internacional fuese también importante. Todo depende, sin embargo, de hasta qué punto la reciente expansión viene explicada por factores estructurales.

Gráfico 12.

Nivel de deuda para grupos de población vulnerables

(% deuda/renta disponible)

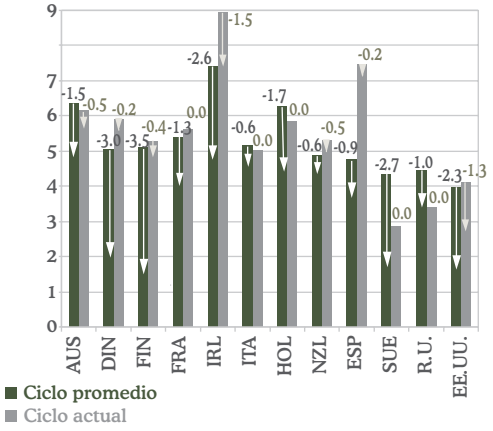


Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 13.

Ratio Inversión residencial / PIB: Caída desde el máximo cíclico

(% del PIB)



Nota: Maximo local en el último ciclo empezado en 2002 (Australia), 2005 (Irlanda, EEUU), 2006 (Finlandia, España, Reino Unido, Dinamarca).
Fuente: SEE-BBVA

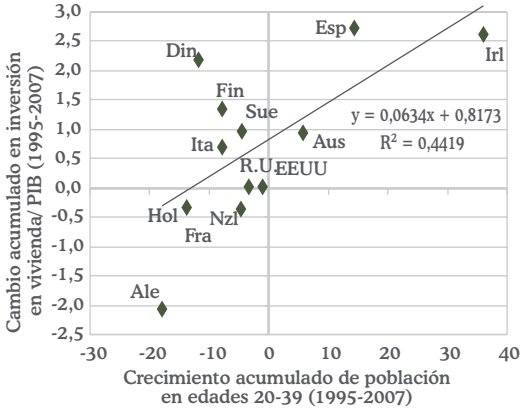
Cuadro 1. Ciclos descendentes de vivienda

	Caídas de precios reales				Cambios asociados a la inversión en vivienda		
	No. Ciclos	Caída media de precios reales	Prom. No. Trimestres	Caída media trimestral	Prom. Duración del ciclo (años)	Caída media acumulada en inversión vivienda/PIB	Caída media de inversiones/ PIB por año
Australia	6	-9,1%	9,2	-1,0%	2,2	-1,5%	-0,4%
Dinamarca	4	-24,2%	12,0	-2,0%	4,0	-3,0%	-0,9%
Finlandia	2	-40,3%	22,0	-1,8%	9,5	-3,5%	-0,4%
Francia	2	-10,3%	13,5	-0,8%	5,3	-1,3%	-0,2%
Irlanda	3	-11,2%	12,3	-0,9%	4,0	-2,6%	-0,8%
Italia	4	-35,5%	15,8	-2,3%	4,0	-0,6%	-0,2%
Holanda	3	-19,0%	12,0	-1,6%	5,0	-1,7%	-0,4%
Nueva Zelanda	5	-12,8%	11,6	-1,1%	2,3	-0,6%	-0,3%
España	4	-18,7%	15,5	-1,2%	3,8	-0,7%	-0,2%
Suecia	3	-22,9%	16,0	-1,4%	5,0	-2,7%	-0,5%
Reino Unido	3	-24,9%	16,3	-1,5%	4,8	-1,0%	-0,3%
EEUU	3	-10,3%	16,3	-0,6%	4,0	-2,3%	-0,6%
Promedio no ponderado	3,5	-19,9%	14,4	-1,4%	4,5	-1,8%	-0,4%

Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 14.

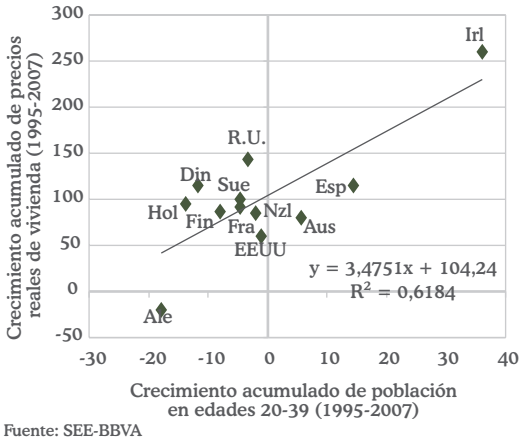
Inversión en vivienda vs Población 20-39



Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 15.

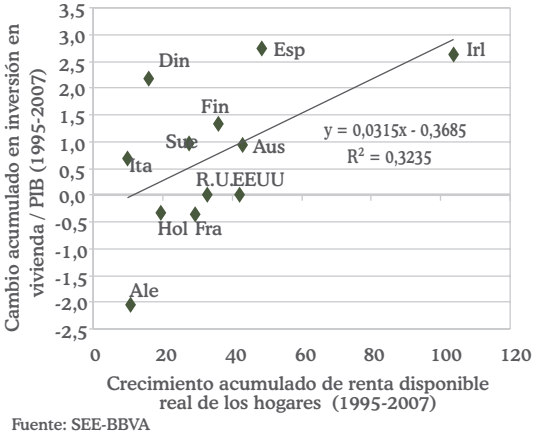
Precios de vivienda vs Población 20-39



Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 16.

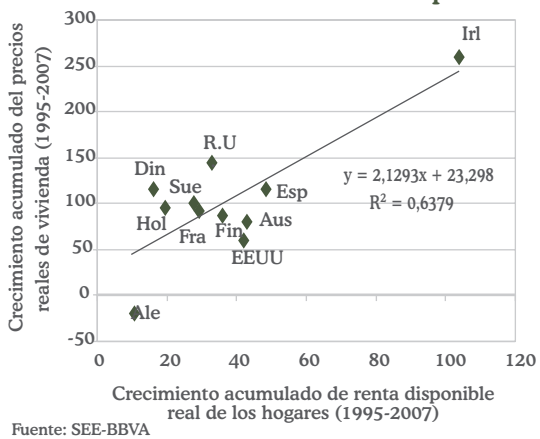
Inversión en vivienda vs. Renta disponible



Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 17.

Precios de vivienda vs Renta disponible



Fuente: SEE-BBVA

Mal de altura: ¿Cuál es el margen de caída de precios y actividad?

Son muchos los factores que pueden determinar la evolución de la demanda y la oferta de vivienda, algunos de ellos cíclicos y otros estructurales: variaciones en el crecimiento vegetativo de la población o movimientos migratorios; el cambio de factores sociológicos, como las variaciones en las tasas de divorcio o en la edad de emancipación, que afectan al número de habitantes por hogar; la evolución de variables económicas fundamentales, como la de la producción y la renta, la tasa de desempleo o los tipos de interés; cambios en las preferencias de los consumidores hacia determinadas localizaciones o tipos de vivienda; restricciones de oferta, quizás producidas por cambios legales, etc.

De entre todos ellos, el análisis que se hace a continuación se centra en las tres variables fundamentales citadas en la introducción que se consideran más significativas para explicar el auge del sector en la última década: la evolución de la población en edad de formar hogares (en nuestro caso ampiada hasta los 20-39 años, ya que ese es el rango de edades de la mayoría de los inmigrantes cuando llegan al país), el aumento de la renta per cápita y la variación de los tipos de interés.

En los gráficos adjuntos, se presentan dos de ellas, la población y la renta, en variación acumulada entre 1995 y 2007, coincidiendo aproximadamente con el período de expansión del sector, cruzadas con la variación durante el mismo período de los precios reales de la vivienda y del ratio de inversión residencial sobre PIB. Las líneas de regresión del gráfico no corresponden a un modelo formal de determinación de precios o actividad, y por tanto son meramente indicativas de hasta qué punto los precios o la actividad podrían haber ido más allá de las variables fundamentales, aunque sólo en relación con lo ocurrido en los otros países incluidos que, no hay que olvidarlo, han experimentado todos un fuerte ciclo inmobiliario expansivo. A primera vista parece, por ejemplo, que la actividad inmobiliaria en España ha crecido más allá de lo que explican las (altas) tasas de crecimiento de la población en edad de formar hogares o el aumento de la renta per cápita, mientras que el incremento de precios no ha sido tan excesivo. En los países escandinavos, precios y actividad habrían crecido excesivamente, en comparación con los fundamentales y en relación con otros países; sin embargo, Estados Unidos, a pesar de haber sido uno de los primeros países en experimentar caídas en el sector, parece que los fundamentales explican relativamente bien el proceso de expansión. Sin embargo, probablemente éste es uno de los países en los que el peso de los factores financieros (en aspectos como la supervisión prudencial en la concesión de préstamos, que es difícil de captar con indicadores cuantitativos, pero que se refleja en el elevado endeudamiento de los hogares de baja renta presentado más arriba) es muy importante, como lo demuestra la crisis hipotecaria del último año.

Para formalizar este análisis se han estimado ecuaciones de precios e inversión inmobiliaria, en línea con lo elaborado por el Fondo Monetario Internacional en su último *World Economic Outlook* (en ese caso sólo para los precios), para calcular el margen de caída de precios o actividad, es decir, el grado de sobrevaloración de precios o de exceso de actividad por encima de los niveles explicados por los fundamentales. Las ecuaciones se han estimado separadamente para cada país con series temporales trimestrales desde 1980. Las estimaciones se han realizado en diferencias trimestrales, de tal modo que la acumulación de los residuos de la ecuación desde un punto que se considera en equilibrio (en este caso 1995) dan lugar a una estimación del exceso de precio o de actividad en el sector. Para cada país, se han elegido los retardos de las variables explicativas en función de su significatividad y de un criterio de información, pero se ha intentado mantener un modelo común para todos los países, en aras de la comparabilidad.

Los resultados se presentan en los gráficos adjuntos. Los resultados obtenidos indican que los precios reales estarían claramente sobrevalorados en Irlanda, y bastante menos en el resto de los países considerados. España estaría en un nivel medio-bajo, con un desajuste en precios reales de algo menos de un 15%, que se podría absorber en pocos años a través de estabilidad o pequeñas caídas de precios nominales, y dejando jugar a la inflación.

Las estimaciones de desajustes en las ecuaciones de inversión son menores en términos porcentuales para casi todos los países, y sólo igualan o superan el 10% en Suecia, Dinamarca y España, aunque habría que tener en cuenta que en Estados Unidos una parte considerable del ajuste en actividad ya ha tenido lugar en los últimos dos años, y que Irlanda ya ha experimentado también importantes caídas en inversión. En el caso de España, los resultados son compatibles con un descenso del ratio de inversión residencial sobre PIB desde el 7,5% actual hasta el 6%, o incluso menores por algún tiempo si tenemos en cuenta que habría que absorber el exceso de oferta acumulado durante los años de sobreinversión.

Conclusión: El ajuste de precios reales será necesario, pero se puede absorber en buena parte con pequeñas caídas de precios nominales; el ajuste de actividad puede ser importante en países como España.

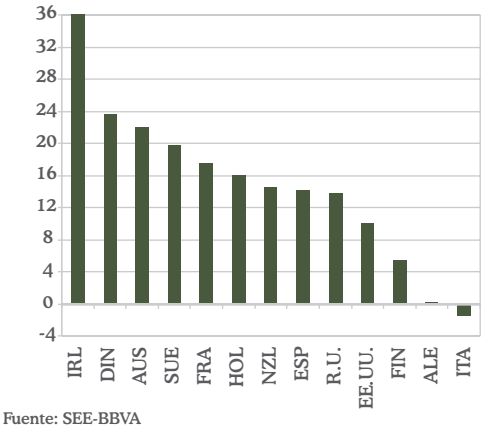
El mercado inmobiliario es complejo, ya que en él confluyen el papel de la vivienda como proveedor de un servicio fundamental, con su papel como activo de inversión, muy importante para un gran número de hogares. Los largos retardos en la construcción, junto a los altos costes de transacción hacen que las variables clave de este mercado puedan estar durante varios años alejadas del equilibrio, y hacen que el papel de las expectativas sea muy importante. Por todo ello, la previsión de los ciclos ligados a la vivienda no es tarea fácil.

A pesar de ello, el análisis presentado aquí parece apuntar a que hay un margen de corrección de precios no desdeñable, pero que podría absorberse en alrededor de cuatro años con bajadas de precios reales, que se llevarían a cabo, sobre todo, como consecuencia del aumento de la inflación. La corrección en actividad también será necesaria, y ya ha empezado a tener lugar en varios países, mientras que se anuncia a través de los indicadores adelantados en la mayoría. Las mayores correcciones en precios podrían producirse en Irlanda, Australia y algunos países nórdicos, mientras que el ajuste mayor de actividad se produciría en España y también en los países escandinavos; todo ello a pesar de que Irlanda y España son claramente los países donde los factores fundamentales han tenido un papel más destacado en la expansión de la última década.

La fragilidad financiera de muchos hogares, a través de una deuda y unas cargas financieras altas y mal distribuidas, segun los países, y con una excesiva sensibilidad ante las variaciones de tipos de interés, podrían magnificar el impacto de la crisis del sector inmobiliario sobre el resto de la economía. Esta relativa fragilidad financiera, sobre todo en un contexto de turbulencias en los mercados, diferenciales elevados y una más que posible limitación en la oferta de crédito, harán de que el actual ciclo bajista del sector inmobiliario sea más difícil de superar que en episodios pasados.

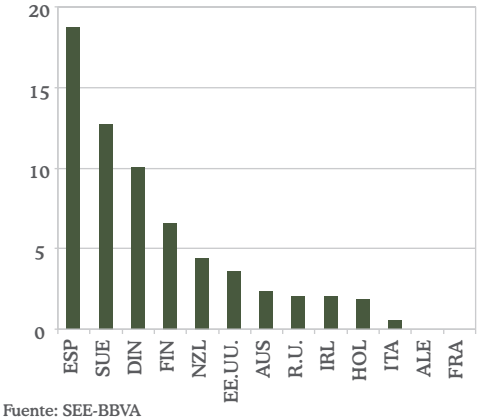
El cuadro 2 muestra, a modo de resumen, los elementos de vulnerabilidad financiera de los distintos países, así como los márgenes de ajuste del mercado inmobiliario, tanto en precios como en cantidades. La última columna es un mero recuento del número de elementos vulnerables en cada país. El cuadro no pretende proporcionar un ránking de los países más problemáticos, sino simplemente proporcionar una guía indicativa de dónde pueden estar las debilidades de los sectores inmobiliarios de cada país.

Gráfico 18.
Desajuste de precios reales
(% exceso sobre precio explicado)



Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 19.
Desajuste de inversión residencial
(% exceso sobre inversión explicada)



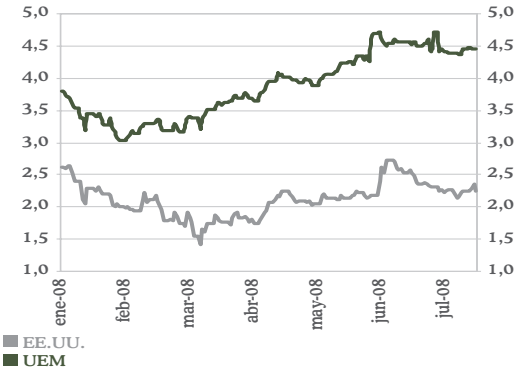
Fuente: SEE-BBVA

Cuadro 2.

	Factores financieros				Fundamentales		
	Deuda	Distribución de deuda	Exposición a tipos variables	Ratio precio-valor	Sobreprecio	Exceso de Actividad	No.
Irlanda	↓	?	↓	↓	36,2	2,0	4
Holanda	↓	=	↓	↓	16,0	1,9	4
España	↓	=	↓	=	14,0	18,7	3
Dinamarca	?	?	=	=	23,7	10,0	3
Suecia	=	=	=	↓	19,7	12,7	3
Reino Unido	↓	=	↓	?	13,9	2,0	2
Finlandia	=	=	↓	=	5,4	6,6	2
Australia	↓	?	↓	?	21,9	2,3	2
Estados Unidos	↓	↓	↓	=	10,1	3,6	2
Nueva Zelanda	=	↓	=	?	14,5	4,5	1
Italia	=	=	↓	?	-1,4	0,5	1
Francia	=	?	=	=	17,4	=	1
Alemania	=	=	=	=	0,2	=	0

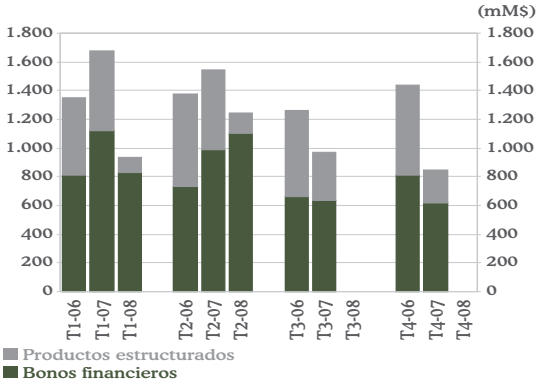
Nota: Flecha roja, especial vulnerabilidad; ?, no existe indicador; =, no especialmente vulnerable
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 20.
EEUU y UEM: tipos descontados para diciembre de 2008 por los futuros sobre los Fed Funds y el Eonia



Fuente: Bloomberg

Gráfico 21.
Emisión Global: Bonos de entidades financieras, ABS, CMBS, CMO. (mM$)



Fuente: Bloomberg

Panorama internacional

El choque financiero global retoma su protagonismo

La economía mundial continúa inmersa en significativas incertidumbres, centradas en las economías desarrolladas. Sin duda, hay una notable interacción entre los principales factores responsables de esta situación y la elevada volatilidad con la que están cotizando los mercados financieros. Estos factores son concretamente tres: el ajuste del ciclo inmobiliario, el choque financiero global y la escalada de los precios de las materias primas. Tras el rescate de Bearn Stearns por parte de JP Morgan con la ayuda financiera de la Reserva Federal (Fed) el pasado mes de marzo, el riesgo financiero pareció ceder algo de su protagonismo y la atención de los mercados se centró en los nuevos máximos registrados por los precios de las materias primas. Así, los últimos datos de inflación reflejan este aumento de los precios de las materias primas que llevaron a un repunte de las expectativas de inflación y de tipos de interés oficiales en los países desarrollados y emergentes. El aumento de los precios del petróleo es, en términos reales, comparativamente tan intenso como el producido a finales de los años 70 y que ha podido ser impulsado, en mayor o menor medida, por el creciente papel que el petróleo juega como activo financiero.

A pesar de que en EEUU el mercado inmobiliario y el crecimiento mostraban una fuerte desaceleración, las presiones inflacionistas hicieron que la Reserva Federal finalizara su ciclo de bajada de tipos de interés oficiales, pausando en el nivel del 2%. En el caso europeo, el cambio de expectativas fue más significativo, y el Banco Central Europeo (BCE) decidió implementar un aumento de tipos en julio. Aunque se descontaban subidas adicionales de tipos, en el actual contexto global no parece que se pueda anticipar que esta subida fuese el inicio de un nuevo ciclo alcista de tipos. Al contrario, no se pueden descartar bajadas de tipos en 2009, a medida que la actividad se desacelera en la región.

El hecho de que las incertidumbres a la baja sobre el crecimiento sigan siendo muy elevadas, junto con las nuevas pérdidas en el sector financiero y los problemas en las agencias esponsorizadas por el gobierno en EEUU, confirman el protagonismo del choque financiero. Un año después de iniciado este episodio, las tensiones de liquidez siguen siendo muy elevadas, como muestra el hecho de que los diferenciales en el mercado interbancario se mantienen en niveles máximos. De hecho, en

el caso de los mercados primarios, las primas de riesgo han vuelto a incrementarse, a la vez que parece estar cerrándose la ventana de oportunidad para emitir que se produjo tras el rescate de Bear Stearns. Así, las emisiones se ralentizan ante el aumento de su coste y el perfil de vencimiento sigue orientado al corto plazo. Un ejemplo más concreto de este comportamiento lo encontramos en el mercado español de cédulas hipotecarias, donde este patrón es más acusado. Por su parte, el estancamiento en las emisiones de productos estructurados se mantiene.

En lo que respecta a los mercados secundarios, los diferenciales de crédito persisten en niveles elevados y no parecen existir argumentos que apoyen un cambio en el corto plazo. En este entorno, el riesgo (aproximado por la evolución de los CDSs) ha aumentado hasta los niveles previos al rescate de Bear Stearns.

La duración de la crisis financiera viene condicionada, entre otros factores por la capacidad de las entidades financieras de hacer frente un proceso de desapalancamiento, bien mediante el aumento de capital, bien mediante la disminución de activos, puesto que las pérdidas, al reducir el capital imponen una restricción en su actividad. La primera fase de pérdidas ha sido parcialmente mitigada a través de ampliaciones de capital. En este entorno, los impactos de segunda ronda de esta crisis (ligados al aumento de los niveles de mora en lugar de a la contabilización a valor de mercado de los productos estructurados) serán el foco de atención durante los próximos meses. Sin embargo, las últimas recapitalizaciones están encontrando dificultades para colocarse, debido a la paulatina retirada de los fondos soberanos tras sus malas experiencias. De hecho, en los últimos meses se observa un creciente efecto señalización negativo, en el sentido de que el riesgo de las entidades que emiten capital aumenta por encima de aquellas que no lo hacen por percibirse como más vulnerables. Hacia adelante, los impactos de segunda ronda ahondarán en la necesidad de desapalancarse de muchos agentes, lo que condicionará aún más la disponibilidad y coste de la financiación de los agentes económicos. La experiencia histórica muestra que estos periodos de recomposición de los ratios de capital de las entidades financieras, suelen ser relativamente largos. Todo ello hace pensar que las condiciones financieras no serán tan holgadas como han venido siendo en estos últimos años.

En consecuencia, el crecimiento en los países desarrollados mostrará un menor dinamismo, con un balance de riesgos claramente sesgado a la baja. De esta forma, en EEUU el crecimiento se situará en el 1,2% en 2008, y en el 1,0% el próximo año. En Europa, el crecimiento mostró una cierta resistencia al comenzar el año 2008, pero los síntomas de desaceleración se acentúan. En su conjunto, la UEM podría crecer un 1,6% en 2008, por debajo de su crecimiento potencial, desacelerándose hacia el 1,0% el próximo año.

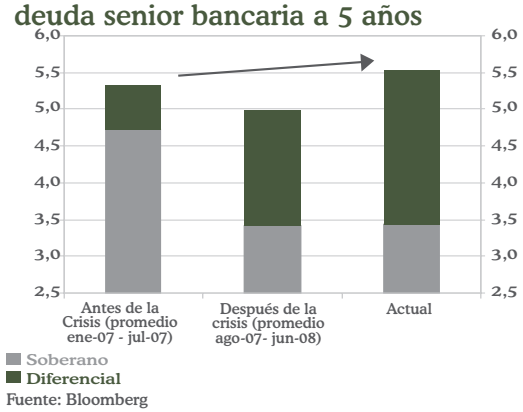
Los tipos de interés de largo plazo tienen escaso recorrido al alza. En EEUU permanecerán en niveles próximos al 4%, o ligeramente por debajo, mientras que en la UEM podría llevar algún tiempo observar niveles por debajo del 4%. Con todo, es previsible que finalmente la desaceleración del área euro termine por favorecer tipos más bajos tanto a corto como a largo plazo.

En el contexto descrito, el recorrido alcista del euro parece encontrar algunos límites. Tras estar presionado a la baja a corto plazo, en el medio plazo, apoyado por el aumento de los flujos de Inversión Extranjera Directa(IED) hacia la economía norteamericana, el dólar podría recuperar algo de su valor en relación con la moneda europea. Asimismo, las divergentes sendas de tipos oficiales que se pronostican para ambas áreas (subidas en 2009 de la Fed y bajadas del BCE) también deberían favorecer al dólar. En cualquier caso, en el corto plazo las incertidumbres continuarán.

El entorno exterior descrito, está afectando a la economía española, cuyo ajuste toma velocidad impulsado por la persistencia de las pertur-

Gráfico 22.

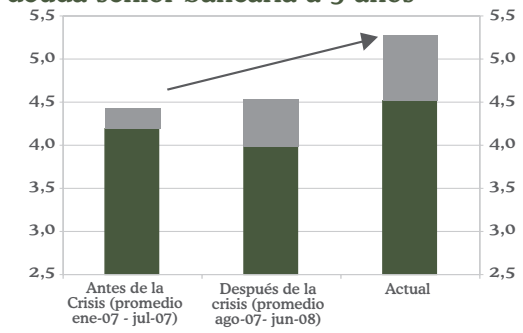
EEUU: desglose de la rentabilidad de la deuda senior bancaria a 5 años



Fuente: Bloomberg

Gráfico 23.

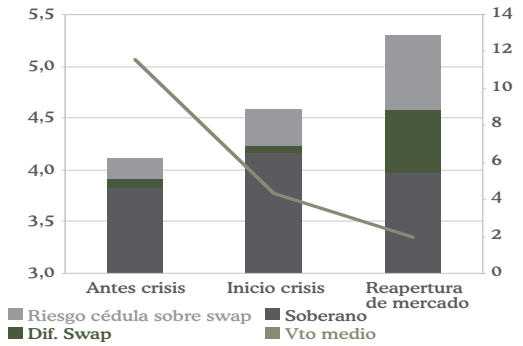
UEM: desglose de la rentabilidad de la deuda senior bancaria a 5 años



Fuente: Bloomberg

Gráfico 24.

Cédulas españolas: evolución del tipo promedio de emisión y plazos

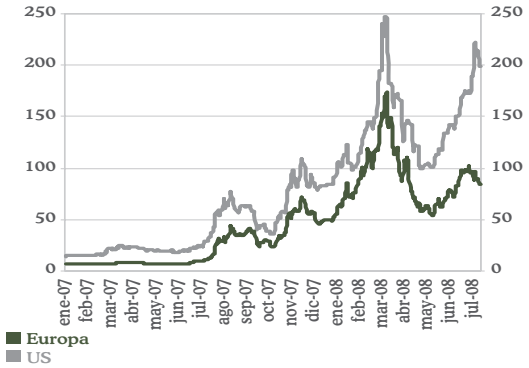


Fuente: Bloomberg y SEE-BBVA

Gráfico 25.

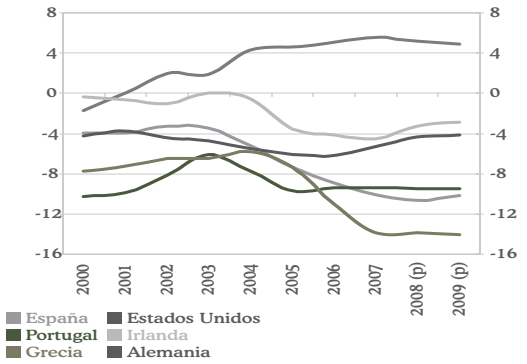
Riesgo de crédito bancario: CDS 5 años

(pbs)



Fuente: Bloomberg y BBVA. Media simple de CDS Senior a 5 años
Europa: Barclays, RBS, HSBC, Lloyds, Standard Chartered,Allied Irish Bank, BNP, Deutsche, ING, Unicredito, UBS, Credit Suisse, Credit Agricole, Intesa, BBVA y Santander.
USA: JP Morgan, Citigroup, BoA, ML, MS, GS, LB, Wells Fargo y Wachovia

Gráfico 26.
Saldo de la cuenta corriente
En porcentaje del PIB

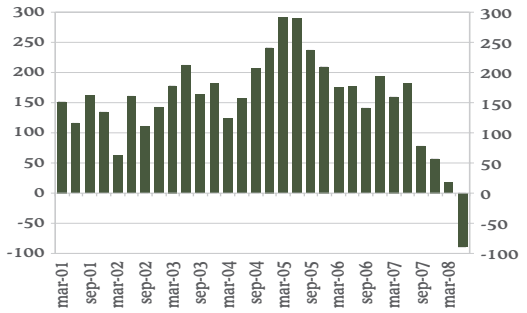


(p) Previsiones Espana SEE y resto de paises FMI
Fuente SEE BBVA a partir de FMI

Gráfico 27.
Indicador de actividad IA-BBVA
(Desviaciones con respecto a la tendencia)

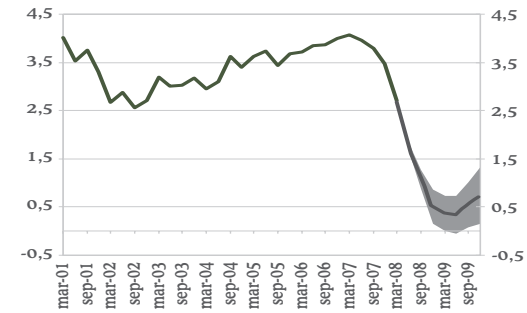
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 28.
España, empleo EPA corregido de estacionalidad
(Variación trimestral en miles)



Fuente: INE y SEE-BBVA

Gráfico 29.
España, PIB
(Tasa de crecimiento interanual, %)



Fuente: INE y SEE-BBVA

baciones en marcha a escala global. Estos shocks golpean sobre aspectos en los que la economía española es especialmente vulnerable. Por una parte, un contexto de menor disponibilidad de liquidez impacta más intensamente en aquellas economías que tienen una elevada necesidad de financiación. Este es el caso de España, cuyo déficit por cuenta corriente se ha multiplicado por cuatro en los últimos cuatro años, hasta alcanzar los 106 mil millones de euros en 2007, un 10,1% del PIB de 2007, sólo superado en nivel por EE.UU., y como porcentaje del PIB por Grecia (-13,9%) e Islandia (-15,6%). Un reflejo de esta situación en el ámbito de la economía española es el importante desplazamiento de los instrumentos de financiación hacia el corto plazo como consecuencia de la menor apetencia de activos por parte de los mercados internacionales. Por otra parte, la economía española hace un uso más intensivo del petróleo que las economías de nuestro entorno. Por tanto, la economía española es vulnerable en mayor medida a las actuales tensiones en los precios de la energía. El intenso repunte de los precios de la energía en el primer semestre, por encima de lo previsto, provoca un mayor drenaje de renta real de las familias y empresas.

A la vista del deterioro experimentado en la economía global, no sorprende que los datos de coyuntura muestren una desaceleración intensa de la economía española, y que, especialmente para indicadores de consumo y de empleo, está siendo mayor de lo anticipado. En general, los indicadores de coyuntura han ido deteriorándose paulatinamente desde 2007, pero en la primera mitad de 2008 la moderación de los mismos ha adquirido intensidad. El indicador de actividad IA-BBVA, que sintetiza en una única señal la información de 45 indicadores parciales de coyuntura, ilustra con claridad esta situación. No sólo muestra una clara tendencia de moderación de la actividad desde finales de 2006, sino que con la última actualización presenta un nivel holgadamente por debajo de cero (es decir, por debajo de su tendencia), ya inferior con claridad al que se registró en el mínimo de la desaceleración 2001-2002. Especialmente relevante ha sido el deterioro que han mostrado los indicadores de consumo, en particular para el consumo duradero, con caídas cada vez más intensas. Esto es el resultado de la evolución de sus fundamentales. Por una parte, la renta real de los consumidores muestra un menor dinamismo, derivado del impacto de las presiones inflacionistas y de la moderación en la creación de empleo. En el mercado de trabajo están conviviendo dos fenómenos simultáneos. Por una parte, la economía ha ido moderando la creación de empleo de forma acorde con la intensa desaceleración del PIB. Los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) del segundo trimestre mostraron que, una vez corregidos los efectos estacionales, la economía ha dejado de crear empleo por primera vez desde 1994. Por otra parte, las cifras de crecimiento de la población activa se mantienen en niveles extraordinariamente elevados, próximos a los máximos alcanzados en la fase expansiva del ciclo, por lo que el desempleo (y la tasa de paro) están aumentando con gran intensidad. Por otra parte, la riqueza y los tipos de interés apoyan menos de lo esperado la expansión del consumo. El componente inmobiliario de la riqueza de los hogares está condicionado por la evolución de los precios de la vivienda, mientras que las caídas bursátiles limitan al componente financiero.

Con todo, la economía española está experimentando una intensa desaceleración que previsiblemente continuará en los próximos trimestres. Según nuestras estimaciones el avance trimestral del PIB en el segundo trimestre del año fue del 0%, nivel en torno al cual oscilará en los próximos trimestres. El cambio del escenario global lleva a una revisión de las perspectivas de crecimiento para España. Así, se prevé ahora que la economía española crezca en 2008 entre el 1,3 y el 1,7%, mientras que en 2009, su crecimiento no pasará del 1%, sin que pueda descartarse un crecimiento del 0%. El empleo sufrirá un deterioro acorde con esta intensa desaceleración. Se prevé que en 2008 prácticamente permanezca estancado (apenas 27 mil empleos, tras los más de 600 mil creados en 2008), mientras que en 2009 se prevé una destrucción de 275 mil.

1.2. El efecto arrastre de la construcción en la economía: impacto en el PIB y en el empleo

El impacto del ajuste inmobiliario sobre el PIB y el empleo será mayor en 2009 que en 2008. Este resultado es consecuente con la evidencia según la cual en los países en donde predomina la construcción de vivienda en altura, la inversión residencial es más inercial, por lo que el efecto contemporáneo del ajuste será más elevado en el medio plazo que en el corto. El efecto sobre el empleo es mayor que el efecto sobre la actividad, algo que resulta coherente con que tanto la construcción como los sectores sobre los que aquélla tiene un mayor efecto de arrastre son intensivos en empleo.

La ralentización de la actividad del sector inmobiliario, que hasta mediados del pasado año estaba siendo moderada, se acentúa desde el segundo semestre de 2007, ganando en intensidad a medida que llega nueva información, tal y como muestra el indicador sintético de actividad en vivienda BBVA (Gráfico 30). El ajuste de la actividad constructora tiene sus consecuencias sobre el mercado laboral. Así, los datos indican que el sector de la construcción comenzó a destruir empleo (en términos desestacionalizados) en enero del año actual. La destrucción de empleo se intensifica paralelamente al deterioro de la construcción residencial, hasta alcanzar el -2,1% mensual en junio. Del mismo modo, el crecimiento del desempleo registrado se acelera, superando el 7% en el segundo trimestre de 2008 (Gráfico 31).

Si bien el estancamiento del sector inmobiliario tiene un impacto directo significativo sobre el crecimiento económico y el empleo, sus efectos indirectos sobre el resto de la economía inducidos por el arrastre de la reducción de la actividad y, por tanto, de la demanda, son todavía más relevantes. Así, de acuerdo a las últimas Tablas Input-Output disponibles (TIO 2000), una disminución de un millón de euros en la demanda final del sector de la construcción, provocaría una reducción del Valor Añadido Bruto (VAB) de la economía de 0,98 millones, de los cuales un 63,3% corresponderían al deterioro del VAB de las restantes ramas de actividad inducido por el choque inmobiliario[1].

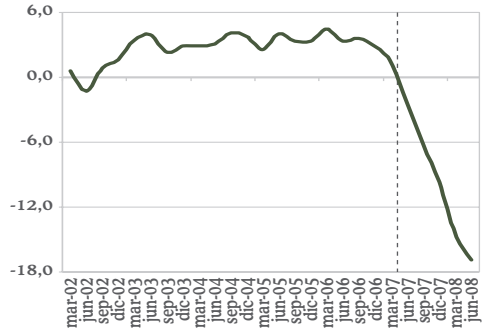
Sin embargo, el estudio de los efectos provocados por un sector sobre los restantes mediante las TIO ha de tener en cuenta dos consideraciones. En primer lugar, se trata de un análisis estático que no aporta información sobre la evolución del arrastre de otros sectores a lo largo del tiempo. Y en segundo lugar, el cambio que ha acontecido en la estructura productiva española en la última década dificulta la extrapolación de los resultados obtenidos para el 2000, año de la última TIO simétrica.

Por estos motivos, continuando con el trabajo iniciado en la revista *Situación España* del mes de abril de 2008, se estima un modelo[2] que estudia la interrelación existente entre la producción y el empleo del sector de la construcción, los precios de la vivienda, la producción y el empleo del resto de la economía, los precios de los bienes de consumo y los tipos de interés. La cuantificación de los impactos directo e indirecto de la intensificación del ajuste inmobiliario se realiza comparando cuáles serían los crecimientos del VAB y del empleo si la inversión residencial siguiera su senda de largo plazo ("ralentización moderada") con los crecimientos resultantes de dos posibles escenarios de

[1] Véase: "Un análisis de la relación de la construcción con otras ramas de actividad". *Situación Inmobiliaria*, junio 2007, 16-20, SEE BBVA.

[2] Se trata de un modelo de Vectores Autorregresivos Bayesiano con Coeficientes Variables en el Tiempo (TVC-BVAR). Para una explicación detallada del método de estimación, véanse: Doan, T., R. Litterman y C. Sims (1984), "Forecasting and conditional projection using realistic prior distributions", with discussion, *Econometric Reviews*, 3, 1-144, y Canova, F. (2007): *Methods for Applied Macroeconomic Research*. Princeton University Press.

Gráfico 30.
Indicador sintético de actividad en construcción (vivienda)
Tasa de variación interanual (%)



Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 31.
Construcción. Afiliados a la Seguridad Social y paro registrado.
Datos corregidos de variación estacional (% m/m)

Fuente: SEE-BBVA y Ministerio de Trabajo e Inmigración

Cuadro 3. Inversión residencial y visados de vivienda 2008-2009

	Inversión residencial (% a/a)				
	Cota superior		Cota inferior		Largo plazo
	Actual	abr-08	Actual	abr-08	
2008	-6,4	(-5.5)	-8,3	(-9.5)	3,3
2009	-13,8	(-11.3)	-19,2	(-17.7)	3,1

	Visados de vivienda, acumulado (miles)				
	Cota superior		Cota inferior		Largo plazo
	Actual	abr-08	Actual	abr-08	
2008	456	560	336	440	450
2009	385	380	270	265	440

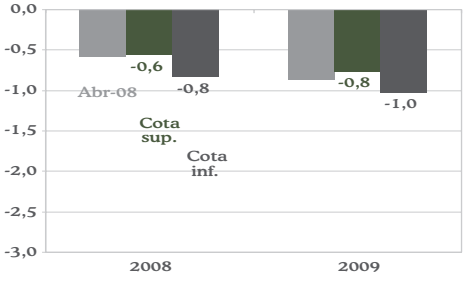
Fuente: SEE-BBVA

Cuadro 4. Impacto en VAB y en empleo según las tablas Input-Output 2000

Escenarios de inversión residencial (% a/a)	Inmpacto en VAB (% a/a)	Inmpacto en empleo (% a/a)
-6,4	-0,9	-1,0
-13,8	-2,0	-2,2
-8,3	-1,2	-1,3
-19,2	-2,8	-3,0

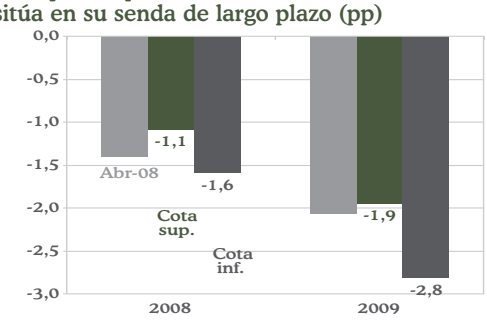
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 32.
Impacto del ajuste inmobiliario sobre el PIB total.
Diferencias con respecto a la previsión resultante de suponer que la inversión en construcción se sitúa en su senda de largo plazo (pp)



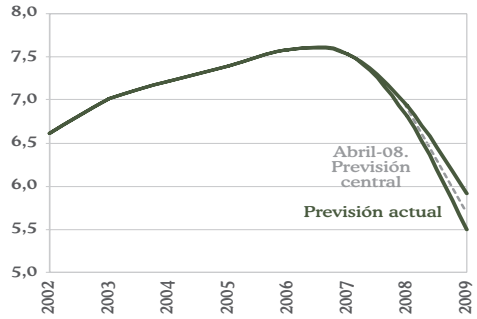
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 33.
Impacto del ajuste inmobiliario sobre el empleo
Diferencias con respecto a la previsión resultante de suponer que la inversión en construcción se sitúa en su senda de largo plazo (pp)



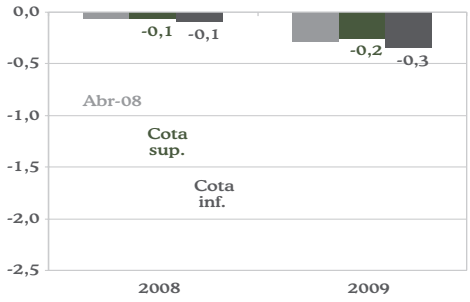
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 34.
Inversión en vivienda sobre el PIB (%)



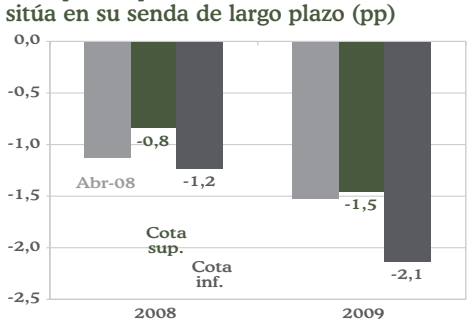
Fuente: SEE-BBVA e INE

Gráfico 35.
Impacto del ajuste inmobiliario sobre el PIB (excluida construcción)
Diferencias con respecto a la previsión resultante de suponer que la inversión en construcción se sitúa en su senda de largo plazo (pp)



Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 36.
Impacto del ajuste inmobiliario sobre el empleo (excluida construcción)
Diferencias con respecto a la previsión resultante de suponer que la inversión en construcción se sitúa en su senda de largo plazo (pp)



Fuente: SEE-BBVA

evolución de la inversión residencial. En el primero de ellos, la inversión en vivienda disminuye un 6,4% en 2008 y un 13,8% en 2009 debido a una caída del número de viviendas visadas hasta las 456 mil y las 385 mil, respectivamente (en torno a 100 mil viviendas menos en 2008 y 50 mil menos en 2009). En el segundo, la reducción de la inversión residencial alcanza el 8,3% en 2008 y el 19,2% en 2009 como consecuencia de una disminución más intensa del número de viviendas visadas (336 mil en 2008, i.e., 40 mil viviendas menos que las previstas en abril, y 270 mil en 2009) (véase Cuadro 3).

Los resultados principales del modelo se pueden resumir en dos. En primer lugar, el impacto del ajuste inmobiliario sobre el PIB y el empleo será mayor en 2009 que en 2008. Este resultado es consecuente con la evidencia según la cual en los países en donde predomina la construcción de vivienda en altura, la inversión residencial es más inercial, por lo que el efecto contemporáneo del ajuste será mayor en el medio plazo que en el corto[3]. En segundo lugar, el efecto sobre el empleo es significativamente mayor que el efecto sobre la actividad. La causa se encuentra en que tanto la construcción como los sectores sobre los que aquélla tiene un mayor efecto de arrastre (fabricación de productos metálicos y no metálicos, otras actividades empresariales, metalurgia y productos metálicos, industria química, comercio, intermediación financiera, etc.) son intensivos en empleo[4].

Dado que el deterioro de la inversión residencial es mayor que la desaceleración prevista del PIB, la ratio de inversión en vivienda sobre PIB (Iv/PIB) disminuirá tanto en 2008 como en 2009. Así, si la inversión en vivienda se desvía de su tendencia de largo plazo según lo previsto en la cota superior de crecimiento económico, el cociente Iv/PIB se reducirá hasta el 6,8% en 2008 y hasta el 5,5% en 2009. Si el ajuste inmobiliario es todavía mayor (cota inferior), la ratio caerá una décima más en 2008 (hasta el 6,9%) y cuatro más en 2009 (5,9%).

Si del efecto total de la corrección inmobiliaria sobre la economía se resta el impacto directo sobre el propio sector, se obtiene el efecto inducido. Los resultados sugieren que el efecto sobre el crecimiento económico de la economía no inmobiliaria es reducido, tanto en el corto plazo (-0,1 pp) como en el medio (-0,2 pp; -0,32 pp). Por el contrario, las consecuencias sobre el empleo del resto de la economía son mayores: entre -0,8 pp y -1,2 pp en 2008 y entre -1,5 pp y -2,1 pp en 2009 (véase Gráfico 34). De nuevo, este resultado se debe a la mayor intensidad en el uso del factor trabajo en las ramas de actividad sobre las que el efecto inducido es más elevado. Por tanto, dados los resultados obtenidos, se puede concluir que en España existe cierto desacoplamiento entre el sector inmobiliario y el resto de la economía en términos de actividad, pero no tanto en términos de empleo.

Con todo, el ajuste que finalmente tendrá lugar en el empleo, tanto en el sector inmobiliario, como en la economía en su conjunto, podría ser mayor al calculado en la medida que el número de viviendas visadas y, por tanto, la inversión residencial, se alejen más de su senda de largo plazo que lo previsto en los escenarios considerados. Igualmente, el ajuste también podría ser menor en el caso de que las VPO proyectadas se materialicen en obra nueva, tal y como se analiza en la Sección 3.

[3] Véase *Situación Inmobiliaria*, diciembre 2007, 7-8, para un análisis detallado del efecto del tipo de edificación sobre los ajustes inmobiliarios en otras economías desarrolladas.
[4] Así, las TIO 2000 ya indicaban que el impacto de un deterioro de la inversión en vivienda como el propuesto reduce el empleo más que el VAB, siendo esta disminución tanto más significativa cuanto mayor sea el grado de ajuste (Tabla 2)

Efectos de un Endurecimiento de las Condiciones Crediticias sobre la Inversión en Vivienda

La disminución del tipo de interés real entre 2001 y 2007 y el desarrollo de los mercados financieros ha permitido un acceso más favorable al crédito, que se ha visto reflejado en niveles de endeudamiento de las familias relativamente elevados para la economía española (véase Gráfico 37). Este rápido aumento del endeudamiento, que ha sido posiblemente la respuesta óptima de los hogares a unas condiciones financieras muy benignas y a unas optimistas expectativas de renta futura, puede plantear, sin embargo, un problema ante un cambio rápido en el entorno macroeconómico como el que se ha producido desde mediados de 2007. Un empeoramiento de las condiciones financieras indudablemente afectará a las decisiones de inversión en vivienda por parte de las familias. Asimismo, el eventual deterioro en el sector inmobiliario tambien repercutirá en las pautas de comportamiento de consumo de los hogares a través de un efecto riqueza negativo.[5]

Con el objetivo de analizar los impactos de un shock financiero sobre el comportamiento de los consumidores de una forma consistente a nivel macroeconómico, se ha desarrollado un modelo econométrico multiecuacional de la economía española.[6] El modelo incluye una ecuación de inversión en vivienda residencial en forma de un mecanismo de corrección del error. A largo plazo, la inversión en vivienda depende positivamente de la renta familiar disponible. Como muestra el gráfico 38, se ha producido en España un aumento significativo del ratio entre la inversón en vivienda y la renta familiar disponible. Un segundo factor también determinante en las decisiones de inversión en vivienda es el coste de financiación externa. El gráfico 38 muestra una medida de este coste de financiación que se ha construido tomando el tipo de interés hipotecario, en términos reales, ponderado por la carga financiera de las familias, definida como el ratio de crédito sobre renta disponible.

Junto con estos determinantes de largo plazo, en la ecuación de inversión en vivienda, se considera que la dinámica de corto plazo está determinada por la evolución de la renta familiar disponible y, además, por la cantidad de crédito. Esta última variable pretende recoger los posibles efectos directos de una restricción de crédito sobre la inversión en vivienda residencial.

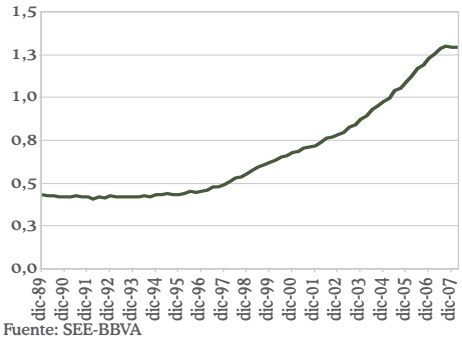
El modelo permite asimismo cuantificar el efecto que una caída en la inversión residencial tiene sobre el consumo de los hogares a través de un posible efecto riqueza inmobiliaria. En este sentido, el modelo cuenta con una ecuación de consumo en la cual la dinámica a corto plazo viene determinada, además de por la evolución de la renta familiar disponible, por la evolución de los precios relativos de los bienes de consumo, por la riqueza inmobiliaria, los tipos de interés reales ponderados por la carga financiera de las familias (ratio de consumo sobre renta) y por la disponibilidad de crédito.

A continuación se presentan los resultados de una serie de ejercicios de simulación llevados a cabo con el modelo y que tienen por objetivo cuantificar los efectos de un tensionamiento en los mercados financieros que afecta al coste y a la disponibilidad de crédito. La primera simulación recoge el impacto sobre la inversión en vivienda residencial

[5] Véase el trabajo de Aron, Muellbauer y Murphy "Housing Wealth, Credit Conditions and Consumption" presentado en la conferencia «Household Finances and Housing Wealth», Banco de España April, 2007.

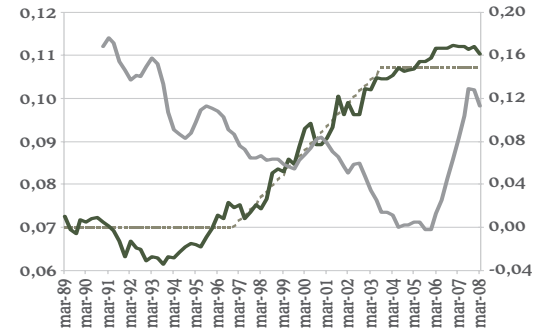
[6] El punto de partida es el modelo desarrollado en el SEE BBVA por Broto, Cubero y Escrivá "Decisiones de gasto y crédito de los hogares españoles y tipos de interés", Situación España, noviembre 2005.

Gráfico 37.
Ratio Préstamos / Renta Familiar Disponible Acumulada (Anual)



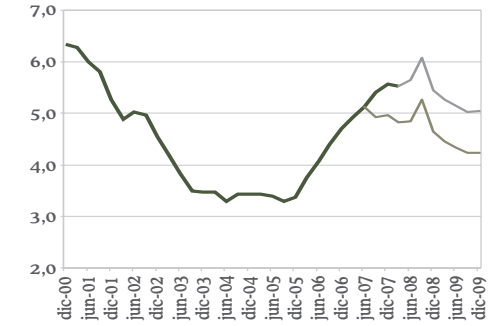
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 38.
Inversión en Vivienda, Renta Familiar Disponible y Tipos de Interés



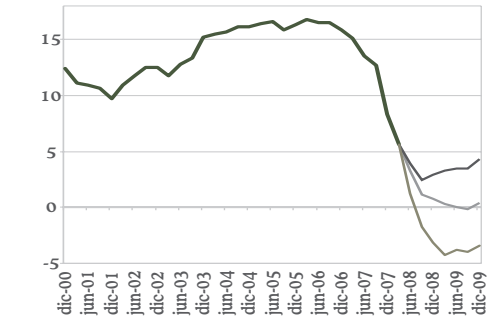
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 39.
Tipo de Interés Nominal
(% Anual)



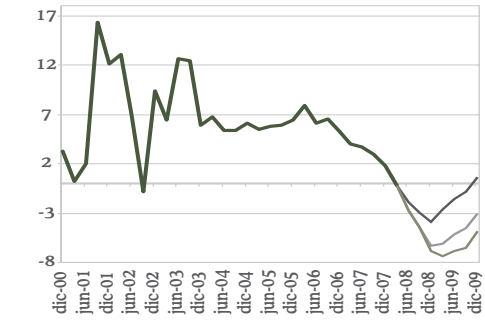
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 40.
Crédito a los Hogares (real)
Tasa de Crecimiento Interanual (%)



Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 41.
Inversión Vivienda Residencial
Tasa de Crecimiento Interanual (%)



Fuente: SEE-BBVA

Cuadro 5. Impactos Shock Financiero

Shock Diferencial Tipos	2008	2009
Tipos Interés Hipotecario	0,8	0,8
Crédito Hogares	-1,0	-3,5
Consumo Privado	-0,3	-0,4
Inversión Vivienda	-1,2	-3,6
Shock Tipos + Crédito	**2008**	**2009**
Tipos Interés Hipotecario	0,8	0,8
Crédito Hogares	-3,2	-7,5
Consumo Privado	-0,3	-0,7
Inversión Vivienda	-1,3	-5,3

Nota: Todas las variables están expresadas términos reales, excepto los tipos de interés. Las cifras indican desviaciones de la tasa de crecimiento interanual promedio respecto al escenario de ausencia de shock financiero.
Fuente: SEE-BBVA

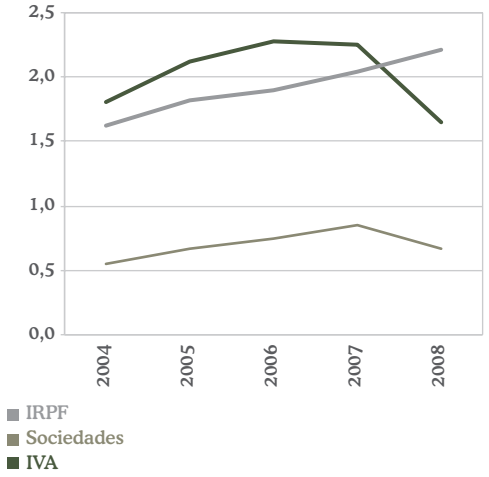
y el consumo de las familias provocado por el choque financiero negativo asociado al aumento del diferencial de tipos de interés ocurrido a partir de agosto de 2007, de aproximadamente 80 puntos básicos, y que se muestra en el gráfico 39. Como se puede observar en el gráfico 40, el aumento de los tipos de interés reduce el crédito de forma significativa: un punto porcentual (pp) en promedio en 2008 y 3,5 pp en promedio en 2009. El endurecimiento de las condiciones financieras también repercute negativamente en la inversión en vivienda residencial, que disminuye un promedio de 1,2 pp en 2008 y 3,6 pp en 2009. La desaceleración que conlleva este choque financiero impacta directamente en la inversión en vivienda, como se ilustra en el gráfico 41. La caída es de aproximadamente 1,2 pp en promedio para el año 2008 y de 3,6 pp en 2009. El impacto del shock financiero repercute también en el consumo de los hogares, tanto directamente, como a través de la menor riqueza inmobiliaria. Así, el consumo disminuye aproximadamente 0,4 pp en promedio en 2008 y 2009, llegando incluso a darse tasas de crecimiento interanuales negativas a principios de 2009.

En la segunda simulación se ha considerado un escenario en el cual se asume que además del choque de tipos de interés se produce una restricción en la cantidad de crédito a los horages. Específicamente, se considera que la tasa de crecimiento interanual del crédito, en términos reales, en los dos próximos años es 3 pp menor respecto al escenario anterior. En este caso las simulaciones muestran que el impacto negativo sobre la inversión residencial y el consumo se intensifica. Por lo que respecta a la inversión en vivienda, la disminución para 2009 es de más de 5 puntos porcentuales respecto a la situación de ausencia de shock financiero. El consumo caería un punto porcentual respecto a ese mismo escenario.

Recuadro 1: Ingresos fiscales ligados a la construcción y al sector inmobiliario

La actual desaceleración económica está frenando el crecimiento de los ingresos de las Administraciones Públicas. Así, con los últimos datos conocidos de la ejecución presupuestaria del Estado a junio de 2008[1], puede observarse un descenso de los ingresos no financieros acumulados del 4,8% respecto al periodo enero-junio de 2007. Esta caída es más acusada en los ingresos tributarios, especialmente en los Impuestos sobre el Valor Añadido y sobre Sociedades, que han visto reducida su recaudación en el entorno del 21% y del 26%, respectivamente, respecto al mismo periodo del año anterior.

Gráfico 1.
ESTADO: Principales figuras tributarias
Criterio de caja
Saldo acumulado a JUNIO de cada año. En porcentaje del PIB

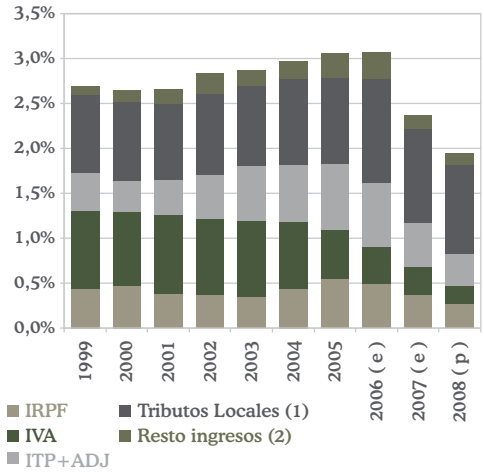


Fuente: SEE-BBVA a partir de MEH

El descenso observado en los ingresos tributarios tiene origen, no sólo en las rebajas impositivas y cambios de calendarios respecto al año anterior, sino también en la contracción de la actividad económica, especialmente acusada en la actividad inmobiliaria y de la construcción.

Este ajuste del mercado inmobiliario ya se empezó a notar en la recaudación de los tributos vinculados directamente a dicha actividad[2] en 2007. Así, se estima que los ingresos vinculados directamente a "lo inmobiliario" ascendieron en ese año a 24.831 millones de euros, lo que supone un descenso de más del 17% respecto a 2006. La caída ha sido más intensa en aquellos impuestos que, por su naturaleza son más sensibles a la evolución del sector, como Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, que han pasado de representar un 0,7% del PIB en 2006 a un 0,5% en 2007; y el IVA, cuya recaudación derivada de las transacciones de primeras viviendas ya se venía moderando desde 2005, situándose a finales de 2007 en el 0,3% del PIB (una décima menos que en el año anterior). La desaceleración también ha afectado al resto de tributos que, aunque en conjunto apenas representan un 1,4% del PIB, han visto caer su recaudación dos décimas respecto a 2006.

Gráfico 2.
Ingresos públicos vinculados directamente a la actividad de la construccion
(En porcentaje del PIB)



(1) ICIO, IVTNU e IBI
(2) Contribuciones Especiales, Renta Bienes Inmuebles y Venta de Terrenos
Fuente: SEE-BBVA

Del resto de ingresos inmobiliarios, los más afectos han sido los procedentes de las ventas de terrenos, los cuales han minorado sus recursos en más de la mitad situándose en el 0,1% del PIB, frente al 0,3% en 2006.

Las previsiones de estos ingresos para 2008, en un escenario en el que se intensifica el ajuste del sector de la vivienda, confirman un mayor descenso de su recaudación, alcanzando un volumen de 21.500 millones de euros, un 2,0% del PIB, cuatro décimas menos que en 2007.

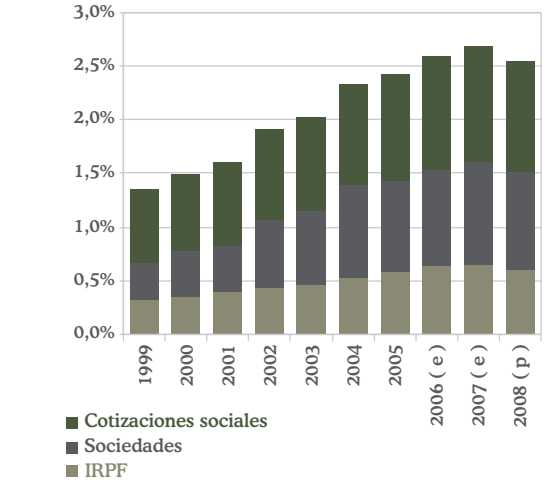
A este impacto directo habría que añadirle aquella parte de los ingresos tributarios procedentes de la construcción y del sector inmobiliario canalizados a través de los beneficios empresariales, la creación de empleo y el incremento de la masa salarial. Así, concentrando el análisis en los Impuestos sobre la Renta, sobre Sociedades y en las Cotizaciones Sociales, se puede aproximar el impacto de dichas actividades mediante la proporción que representa la construcción sobre el total de la economía en términos de VAB, de ocupados y los costes laborales asociados[3].

En total, la construcción y los servicios inmobiliarios aportaron un volumen de 28.250 millones de euros, lo que representa un 2,7% del PIB y un 6,6% de los ingresos no finan-

[1] Datos que hacen referencia sólo a los ingresos del Estado, dejando al margen los ingresos de las Haciendas Territoriales y Seguridad Social.
[2] Se consideran ingresos vinculados directamente a la construcción y el sector inmobiliario, el IRPF por la parte ganancias patrimoniales, el IVA, ITP y AJD, los tributos locales ICIO, IVTNU y el IBI y los ingresos procedentes de Contribuciones Especiales, Venta de Terrenos y Rentas de Inmuebles. Para mayor detalle de la metodología utilizada véase Situación Inmobiliaria de Enero 2007, "El Impacto del mercado inmobiliario en las finanzas públicas".
[3] Las estimaciones de los ingresos procedentes de los sectores de la construcción e inmobiliario se han realizado siguiendo los siguientes criterios: en el IRPF en función del porcentaje de ocupados en el sector sobre el total, y de su coste laboral; en Sociedades, según el porcentaje de la recaudación del sector sobre el total de recaudación de acuerdo a lo publicado en el "Informe de las Cuentas Anuales en el IS" de la AEAT; y las Cotizaciones Sociales, en base al peso de la construcción sobre el total del PIB.

cieros de 2007. El calendario impositivo hace que los efectos del ajuste inmobiliario sobre estas figuras tributarias se retrasen. De esta forma, de acuerdo a la evolución de las variables económicas asociadas a sus bases imponibles, se puede observar que en 2008 se producirá una reducción de estos recursos de aproximadamente dos décimas porcentuales, hasta situarse en el 2,5% del PIB a finales del año. Previsiblemente, la caída de la recaudación será mayor en 2009 cuando se realicen las liquidaciones anuales del IRPF y de Sociedades.

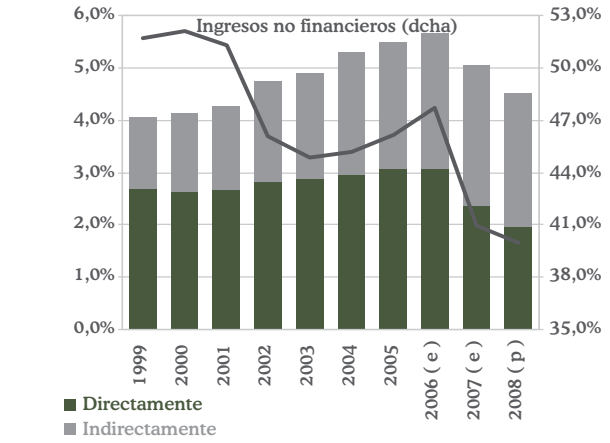
Gráfico 3.
Ingresos públicos vinculados indirectamente a la actividad inmobiliaria
(En porcentaje del PIB)



Fuente: SEE-BBVA

Sumando los dos efectos, el directo y el indirecto, la construcción y el sector inmobiliario aportarán en 2008 un 11% del total de ingresos no financieros de las administraciones públicas españolas, lo que representa un 4,5% del PIB, seis décimas menos que en 2007 y 1,2 puntos porcentuales menos que en 2006.

Gráfico 4.
Ingresos públicos vinculados a la actividad inmobiliaria
(En porcentaje del PIB)



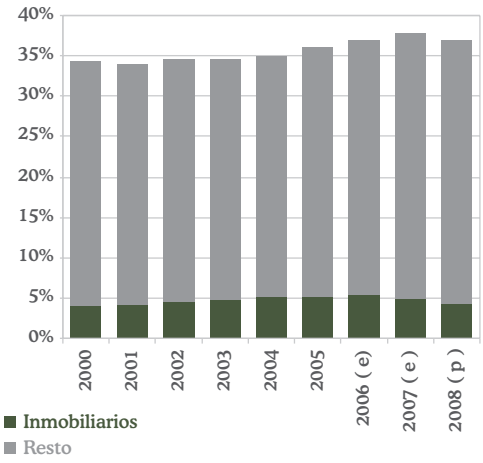
Fuente: SEE-BBVA

Entre ellos, las figuras más afectadas por el ajuste son, como se ha visto anteriormente, el impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, cuya recaudación corresponde exclusivamente a las comunidades autónomas. No obstante, el impacto sobre las finanzas autonómicas será limitado, ya que la recaudación total de estos tributos representa solamente un 7,5% del total sus ingresos no financieros.

Por su parte, las corporaciones locales, con un 30% de sus recursos no financieros vinculados al sector, son las que más sufrirán el freno del sector, aunque menos moderado de lo que cabría esperar, ya que aproximadamente el 50% de dichos ingresos inmobiliarios proceden del IBI, impuesto de carácter recurrente no vinculado al ciclo económico.

En resumen, se prevé que los ingresos tributarios caigan en 2008 hasta situarse en el 37% del PIB, ocho décimas menos que en 2007. De este descenso, seis décimas pueden atribuirse a la desaceleración de la construcción y el mercado inmobiliario, tanto por sus efectos directos como indirectos.

Gráfico 5.
Ingresos tributarios de las Administraciones Públicas
En porcentaje del PIB



Fuente: SEE-BBVA

Virginia Pou
Servicio de Estudios BBVA

Recuadro 2: Una visión de los sectores inmobiliario y constructor a partir de su operativa de M&A

La operativa de fusiones y adquisiciones (M&A) ha experimentado una fuerte desaceleración a nivel internacional desde mediados del pasado año. La combinación de mayores primas en los mercados interbancarios de financiación, y el subsiguiente endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito, han reducido sustancialmente las operaciones vía financiación apalancada o LBO (Leverage-Buy-Out). Asimismo, las peores perspectivas cíclicas también han contribuido a restar atractivo al resto de alternativas de crecimiento no orgánico.

España no ha quedado al margen de esta tendencia internacional en lo que respecta a la actividad de M&A, situación que no sorprende dada su estrecha relación con el comportamiento mundial. Sin embargo, cabe destacar la mayor sensibilidad, entendiendo como tal que en contextos de bonanza la actividad corporativa crece más en España que en el mundo y se deteriora con mayor intensidad en tiempos de incertidumbre, tal y como está sucediendo en la actualidad. Hacia adelante, el bajo volumen de operaciones de M&A podría continuar con un horizonte de medio plazo, tanto en España como en el mundo, ante las dificultades que atraviesa el sector financiero.

A lo largo de este recuadro se intentarán dilucidar las perspectivas para los sectores inmobiliario y constructor en función de su comportamiento durante los últimos años. En medio de un contexto marcado claramente por la incertidumbre inmobiliaria y por el deterioro de la economía española en general, se concluirá que el sector constructor se encuentra mejor posicionado que el inmobiliario para esquivar lo que todavía nos queda por delante.

Como punto de partida, resulta conveniente repasar la evolución reciente de las operaciones de estos sectores. El dinamismo de los sectores relacionados con la vivienda en España quedó reflejado en la elevada presencia de los sectores de construcción e inmobiliario en la operativa de fusiones y adquisiciones de los últimos años. El gran momento de estos sectores impulsó la M&A originada en España hasta un récord absoluto en 2006. Esta vigorosidad se caracterizó por la prevalencia de grandes operaciones que condicionaron las cifras agregadas y que quizás provocaron una desviación excesiva sobre lo que habría sido una tendencia más sostenible de crecimiento. Así pues, la moderación de la actividad de ambos sectores en el último año podría interpretarse como una reversión a la media de los últimos años y por ende, a una situación más razonable en donde las empresas involucradas en adquisiciones recientes estarían consolidando esas operaciones.

Sin embargo, el comportamiento de estos sectores durante los años de financiación fácil no ha sido el mismo. Por tanto, no se encuentran en igual disposición para afrontar la desaceleración económica, más allá de que su actividad de fusiones y adquisiciones haya tenido algunas semejanzas. Por ejemplo, la principal similitud se encuentra en la nacionalidad de las compañías opadas, ya que una gran parte de las mismas se realiza dentro de territorio nacional, observándose algo más de internacionalización en las compañías del sector constructor. Ahora bien, a nivel del sector de la compañía adquirida la divergencia es sustancial. Mientras el sec-

Gráfico 1.

Operaciones de M&A

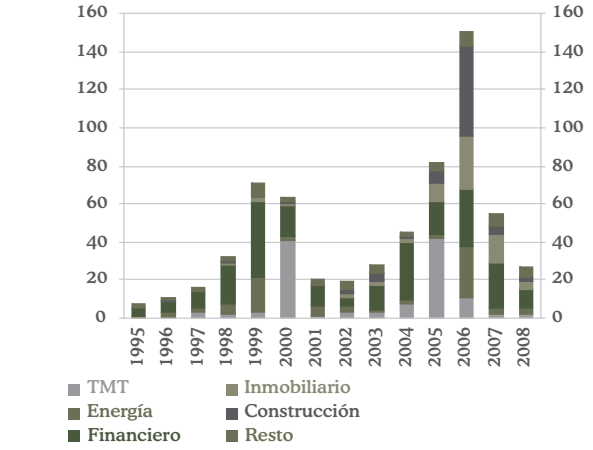
(crecimiento anual de las operaciones originadas en el mundo y en España)

Fuente: Thomson One

Gráfico 2.

España: M&A completada

(desagregando por sector al que pertenece la empresa compradora en mM $)

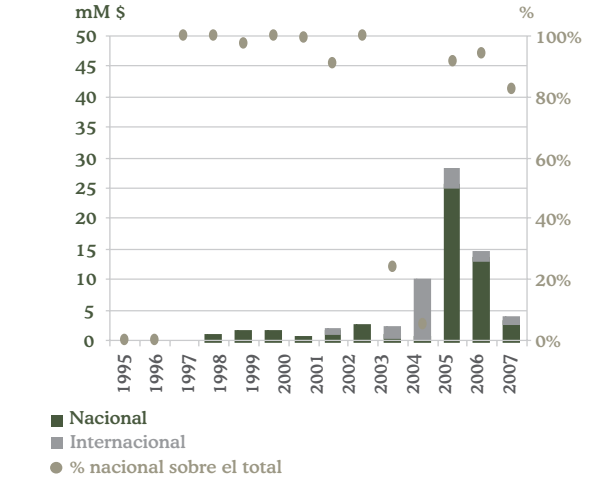


Fuente: Thomson One

Gráfico 3.

España: M&A completada del sector inmobiliario

(desagregando si la empresa opada es nacional o internacional en acumulado 12 meses en mM $)



Fuente: Thomson One

tor inmobiliario se ha decantado por operaciones dentro de su mismo sector, el sector constructor ha preferido diversificar hacia otros sectores con operaciones destinadas principalmente a empresas relacionadas con la energía.

Así, se han configurado dos sectores de características diferentes: i) el inmobiliario, muy concentrado en su sector y, ii) el constructor, que si ya de por sí era un sector más diversificado, todas las operaciones realizadas lo han hecho aún más.

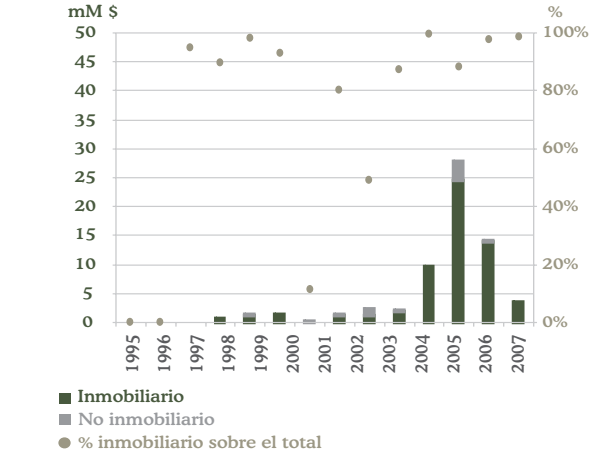
Aparte del comportamiento interno, es interesante observar la M&A recibida, ya que puede constituir un soporte desde el exterior para estos sectores. La señal relevante sería saber si las empresas españolas inmobiliarias y de construcción han sido receptoras o emisoras netas de flujos. A priori, el hecho de que el sector inmobiliario haya sido receptor neto de flujos de M&A en los últimos años debería suponer un soporte, aunque un análisis más profundo revela que las operaciones han estado muy centradas en la reciente venta puntual de inmuebles por parte de determinadas entidades financieras. Por tanto, no es un factor que podamos esperar que se mantenga mientras las perspectivas del sector no se tornen algo más positivas. Por el contrario, en el sector constructor no existe un patrón claro, más allá de que la compra en 2006 de BAA (British Airports Authority) por parte de Ferrovial le otorgue un claro comportamiento de emisor neto de flujos. En cualquier caso, no parece que el sector constructor vaya a estar tan influenciado por la perspectiva que se tenga de España desde el exterior.

En este contexto, el sector inmobiliario se muestra más vulnerable hacia adelante. Por un lado, las empresas tienen una marcada presencia nacional y altamente concentrada en el propio sector. De esta forma, tienen una mayor exposición a un sector inmerso en una fuerte corrección y a uno de los países del panorama internacional cuyas previsiones de crecimiento más se han revisado a la baja para el próximo año. Por otro, no parece probable que siga recibiendo flujos del exterior mientras nuestra imagen internacional siga siendo tan negativa. Los distintos episodios de dificultades experimentadas recientemente por compañías inmobiliarias reflejan la desaceleración del sector. En el actual contexto de contracción de liquidez, no prevemos grandes operaciones en el sector en el corto plazo. El escenario más probable podría ser una consolidación de empresas a partir del momento en el que se alcance el mayor deterioro cíclico y determinada por las mejor posicionadas.

Por el contrario, el sector constructor tiene una mayor presencia internacional y sobre todo una mayor diversificación sectorial que hace que pueda sortear mejor el actual contexto de incertidumbre y deterioro económico. Por tanto, las perspectivas para el sector constructor son algo mejores, máxime teniendo en cuenta las operaciones accionariales que se están produciendo ligados al sector de la energía. Nuevos movimientos en el sector podrían otorgar el margen de maniobra suficiente a las empresas constructoras para acometer nuevas inversiones y para seguir desempeñando un papel protagonista en la marcha económica del país.

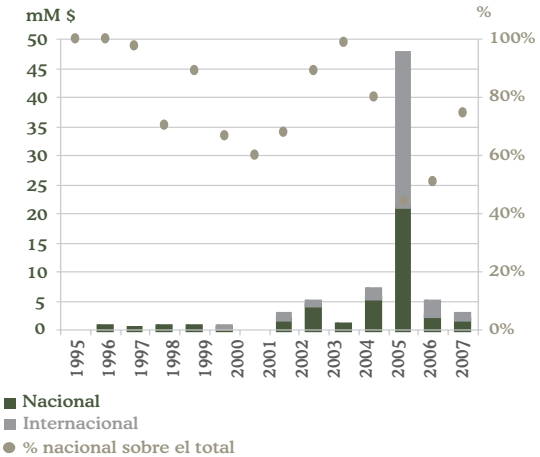
Nicolás Trillo
Servicio de Estudios BBVA

Gráfico 4.
España: M&A completada del sector inmobiliario
(desagregando si la empresa opada pertenece o no al sector inmobiliario, acumulado 12 meses en mM $)



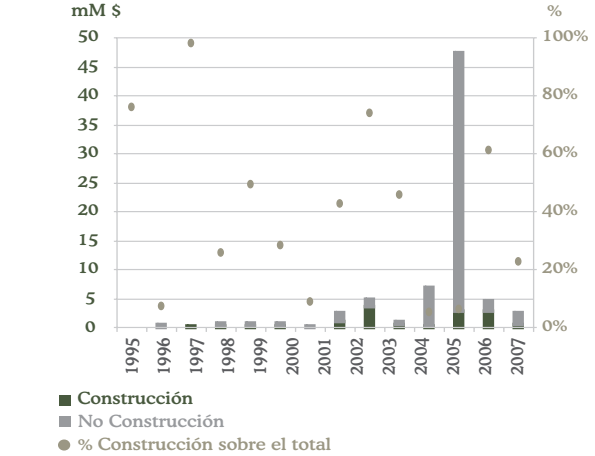
Fuente: Thomson One

Gráfico 5.
España: M&A completada del sector constructor
(desagregando si la empresa opada es nacional o internacional en acumulado 12 meses en mM $)



Fuente: Thomson One

Gráfico 6.
España: M&A completada del sector constructor
(desagregando si la empresa opada pertenece o no al sector de la construcción, en acumulado 12 meses en mM $)



Fuente: Thomson One

2. El sector residencial español

Ajuste más intenso de lo esperado en cantidades pero no en precios.

Desde mediados de 2006 el mercado residencial español está inmerso en un período de ajuste, después de una larga etapa de fuerte crecimiento. Sin embargo, durante los últimos meses el ajuste se está mostrando más intenso de lo esperado tanto en visados como en transacciones, aunque no tanto en precios.

Concretamente como ya se adelantó en la sección anterior, el ajuste de la actividad constructora se está acentuando desde el segundo semestre de 2007, como así muestra el Indicador Sintético de Actividad Constructora de BBVA. La evolución de dicho indicador marcará la dinámica de las variables de oferta del mercado de la vivienda: inversión en vivienda y visados de obra nueva.

Los visados de obra nueva residencial presentaron en septiembre de 2006 su nivel más alto, influido por la entrada en vigor del nuevo Código Técnico de Edificación (CTE). A partir de este momento la oferta está mostrando crecimientos cada vez menores, entrando en tasas negativas a partir de junio de 2007. Así, el dato acumulado 12 meses del mes de mayo reflejó una caída del 47% con respecto al mismo mes del año anterior. Corregido el efecto del CTE los visados del mes de mayo cayeron casi un 39%.

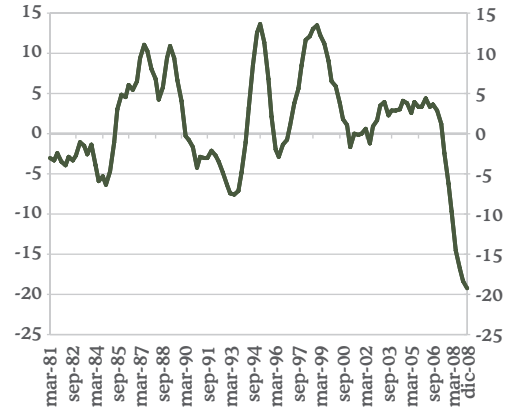
Este crecimiento de los visados de obra nueva no sólo es el más bajo de la serie histórica, sino que además ha sido inferior a lo esperado. Así, las cifras del mes de mayo sitúan el nivel de los visados por debajo del rango inferior de las previsiones del SEE-BBVA, lo que configura nuevas expectativas para los próximos años. De esta manera, para 2008 los visados de obra nueva se situarán entre 336 y 456 mil; y para 2009 estas cifras se encontrarán entre 270 y 385 mil.

Esta sorpresa de crecimiento a la baja también se registra en las transacciones de compraventa de vivienda, indicador del pulso de la demanda, en un entorno de deterioro de las expectativas de los consumidores. De hecho, la demanda de vivienda ya venía moderándose desde finales de 2005, coincidiendo con el cambio de ciclo de la política monetaria del BCE. Desagregando las transacciones en adquisición de vivienda nueva y vivienda usada se observa que el ajuste está siendo más intenso en la vivienda usada que en la vivienda nueva. Así, las primeras empezaron a reducirse durante 2006 mientras que las segundas registraron las primeras tasas de crecimiento negativas durante el tercer trimestre de 2007. Los últimos datos de marzo de 2008, difundidos por el Ministerio de la Vivienda, mostraron caídas del 32% para la vivienda usada y del 13% para la vivienda nueva. El que una elevada proporción de las viviendas nuevas fueran adquiridas sobre plano ayuda a explicar este retraso en su ajuste.

Esta caída de las transacciones se ha visto reforzada por el incremento del esfuerzo que deben realizar las familias para adquirir una vivienda. Así, en 2007 este esfuerzo se cuantificaba en un 29% de la renta disponible anual de las familias, el nivel más alto de los últimos diez años. Sin embargo, esta tendencia al alza se espera que cambie a mediados del presente año, de tal forma que los niveles de esfuerzo de las familias para acceder a la vivienda a finales del año 2009 serán menores que los de finales de 2007. Este cambio en la dinámica estará determinado en gran parte por la evolución de los precios y presumiblemente también por la senda de los tipos de interés que se espera empiecen a reducirse en 2009.

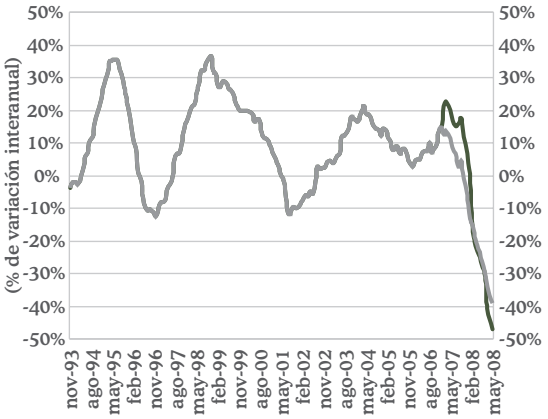
Por su parte, el ajuste de los fuertes crecimientos de precios observado durante los primeros años de la década se inició a principios de 2005, cuando las tasas de crecimiento de los precios generales de la vivienda

Gráfico 1.
España, indicador sintético de actividad en construcción (vivienda), % a/a



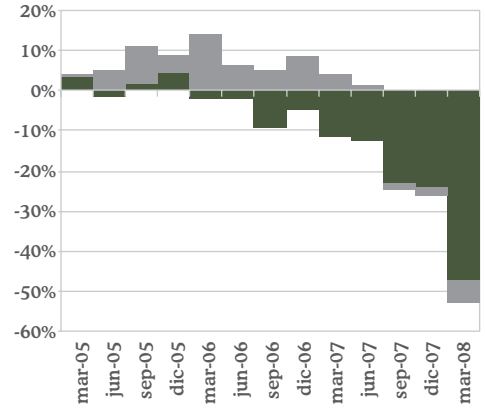
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 2.
Visados de viviendas de obra nueva (suma móvil 12 meses)



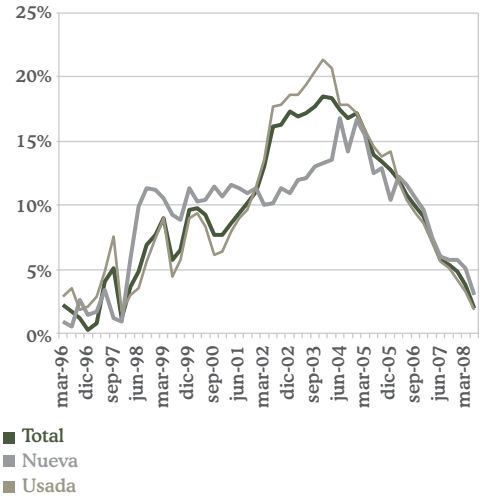
Fuente: SEE-BBVA y Ministerio de Fomento

Gráfico 3.
Tasas de variación interanual acumulado 3 meses
Transacciones de vivienda



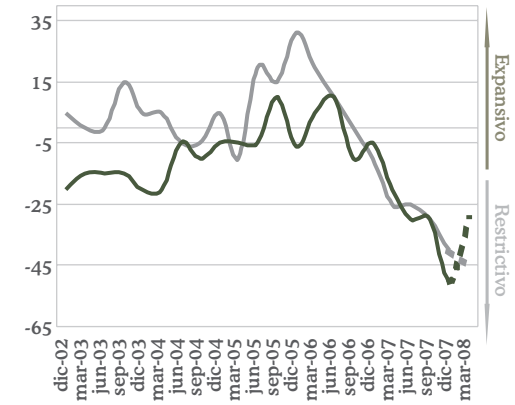
Fuente: SEE-BBVA y Ministerio de la Vivienda

Gráfico 4.
Precio de la vivienda libre en España crecimiento



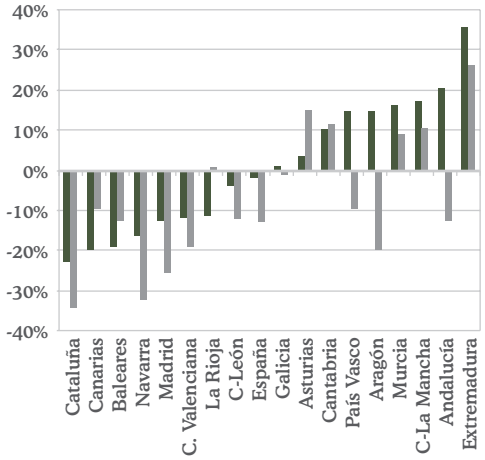
Fuente: SEE-BBVA y Ministerio de la Vivivienda

Gráfico 5.
Encuesta sobre préstamos bancarios
Crédito a la vivienda



Fuente: SEE-BBVA y Banco de España

Gráfico 6.
Crecimiento transacciones de vivienda nueva



Fuente: SEE-BBVA y Ministerio de la Vivivenda

se redujeron hasta niveles inferiores al 15%. La dinámica de crecimiento moderado ha continuado hasta la actualidad, de tal forma que el último dato disponible, de junio-08, arroja un crecimiento del 2% interanual.

Si desagregamos los precios generales en vivienda usada y vivienda nueva se observa que, en la actualidad, ambos niveles de precios son muy similares, al igual que su evolución más reciente.

Pero ésta no es una situación que se haya dado a lo largo del tiempo. Así, durante los últimos años de los noventa y los primeros de la presente década los precios de la vivienda nueva crecieron más rápidamente, ampliando su diferencia con los precios de la usada. Dinámica que se corrige en el 2001, cuando los precios de la vivienda usada inician una escalada que les llevó a una tasa promedio cercana al 18% hasta finales de 2003.

A partir de ese momento la dinámica de los precios de vivienda usada y vivienda nueva ha sido cada vez más similar, lo que hace que los niveles de precios de ambas prácticamente se hayan igualado en la actualidad, como así, también, lo han hecho las tasas crecimiento. En este sentido, el equilibrio podría estar en la igualdad entre ambos precios: la preferencia por mejores localizaciones, más común entre la vivienda usada, parecería compensar en equilibrio el relativo peor acondicionamiento de las mismas. La evolución futura esperada de los precios es de un crecimiento del 0,8% en 2008 y un descenso de un 2,1% durante 2009.

El ajuste que se está produciendo en las variables más significativas del mercado inmobiliario también está repercutiendo en el mercado hipotecario, tanto en el número como en el importe medio de las operaciones. Así, desde mediados de 2007 hasta la actualidad el número de concesiones de hipotecas sobre vivienda presenta tasas de crecimiento negativas, registrando una caída acumulada del 25% desde primeros del presente año hasta mayo. Por otro lado, el importe medio de las hipotecas concedidas mostró las primeras tasas de crecimiento negativas a principios del presente año, caída que se mantiene con el último dato conocido.

Además, la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) muestra cómo la demanda de crédito para la compra de vivienda se ha venido moderando desde finales de 2005, año en el que estaba en niveles muy elevados. Desde mediados de 2006, a esta tendencia se unió el que las condiciones para acceder a un crédito se volvieron más restrictivas, lo que hizo que el crédito registrara tasas de crecimiento más sostenibles.

Por todo ello, desde una perspectiva nacional se observa que todas las variables indican un ajuste más intenso de lo esperado que en anteriores análisis. Este mayor ajuste, como se ha apuntado al inicio del artículo está siendo más intenso en cantidades que en precios,. Sin embargo, el inesperado aumento de la intensidad del ajuste en las transacciones vaticina la necesidad de un ajuste más pronunciado en la oferta.

Análisis regional: distinta intensidad del ajuste

Una característica adicional del ajuste inmobiliario es que, aunque generalizado en todo el territorio nacional, su intensidad está siendo dispar entre comunidades autónomas. Esta variabilidad se aprecia especialmente en el ajuste de las transacciones de vivienda nueva, ya que mientras que el promedio de caída de los últimos doce meses en zonas como Cataluña, Canarias, Baleares o Navarra se sitúa en un 20%, en Extremadura, Castilla La Mancha o Murcia las del último trimestre seguían por encima del 10%.

La evolución de transacciones de vivienda usada, precios y visados de obra nueva también reflejan la dispersión en el ajuste autonómico, aunque, salvo en el caso de los precios, ésta tiende a disminuir a medida que el ajuste se prolonga en el tiempo.

Ante esta heterogeneidad en los mercados autonómicos, la pregunta que se plantea es ¿qué determina la distinta intensidad del ajuste? Dos son las posibles explicaciones, que no se plantean como excluyentes. Por un lado, el distinto ritmo de crecimiento pasado ha podido conducir a una distinta dinámica previa que, ante el cambio de ciclo, necesitará de un ajuste más o menos pronunciado para su corrección. Por otro lado, estaría la distinta evolución coyuntural de los fundamentos que determinan la demanda y la oferta de vivienda a nivel regional. Así, si el giro observado en el Indicador de accesibilidad, el ratio de ocupados por hogar, el ritmo de creación de hogares o el crecimiento de los salarios reales está mostrando una intensidad diferente entre comunidades autónomas, sería de esperar también que se reflejase en el ajuste de oferta y demanda del sector inmobiliario.

En el Situación Inmobiliaria de Junio 2007 ya se analizaron los determinantes de la dispersión geográfica en la expansión de los precios de la vivienda. Así, se vio como la asimetría en la evolución de los fundamentos (renta per capita, ocupación media por vivienda y tipos de interés) contribuyó a la generación de diversos ciclos de precios entre las distintas provincias. Se trata ahora de identificar los determinantes de la intensidad del ajuste iniciado.

Cuadro 1. Tasas de crecimiento promedio

	Precios		Visados de obra nueva		Transacciones totales		Transacciones nueva		Transacciones usada	
	mar 04-mar 06	jun 06-mar 08	mar 04-mar 06	jun 06-mar 08	mar 04-mar 06	jun 06-mar 08	mar 04-mar 06	jun 06-mar 08	mar 04-mar 06	jun 06-mar 08
España	15,3%	7,1%	8,5%	-12,6%	8,7%	-9,2%	19,1%	5,3%	6,0%	-12,8%
Andalucía	17,5%	7,8%	11,1%	-19,2%	6,0%	0,6%	15,2%	19,6%	1,4%	-12,2%
Aragón	15,3%	8,2%	17,0%	0,3%	14,1%	-9,8%	45,1%	7,0%	1,2%	-21,5%
Asturias	11,0%	8,3%	3,6%	-1,7%	8,7%	-2,6%	27,4%	9,4%	-1,1%	-10,4%
Baleares	12,8%	8,6%	-0,5%	-5,0%	18,0%	-3,4%	42,4%	8,8%	10,4%	-8,3%
Canarias	10,6%	6,6%	-10,2%	-2,8%	4,3%	-7,0%	17,3%	-5,8%	-3,9%	-6,9%
Cantabria	11,9%	8,7%	30,6%	3,3%	12,5%	-8,4%	17,4%	13,4%	9,6%	-26,3%
C-La Mancha	18,3%	6,4%	25,9%	-10,6%	19,4%	3,2%	41,0%	22,6%	4,8%	-19,1%
C-León	11,7%	7,0%	8,8%	-10,0%	12,7%	-0,9%	29,9%	13,7%	2,2%	-12,4%
Cataluña	11,9%	8,1%	13,0%	-19,2%	19,0%	-23,7%	22,1%	-10,1%	17,9%	-29,7%
C. Valenciana	17,0%	6,0%	3,4%	-10,2%	1,1%	-13,3%	15,1%	-4,1%	-7,1%	-20,4%
Extremadura	13,2%	7,7%	21,6%	7,1%	2,1%	4,6%	16,9%	28,1%	-2,8%	-6,8%
Galicia	14,2%	10,9%	17,5%	-3,1%	19,7%	-1,5%	33,4%	1,0%	4,9%	-4,4%
Madrid	11,9%	4,1%	-1,6%	-19,5%	0,6%	-18,9%	6,5%	-4,0%	-2,3%	-28,8%
Murcia	14,7%	8,4%	26,0%	-4,7%	12,7%	-6,9%	18,4%	20,2%	9,9%	-29,0%
Navarra	9,6%	4,1%	5,7%	-12,9%	26,6%	9,9%	36,6%	38,7%	22,0%	-10,3%
País Vasco	11,2%	7,4%	4,8%	-8,1%	24,0%	4,9%	28,6%	22,4%	22,5%	-4,9%
La Rioja	12,7%	5,4%	14,8%	-1,9%	-0,1%	-5,6%	9,2%	14,6%	-4,8%	-25,9%

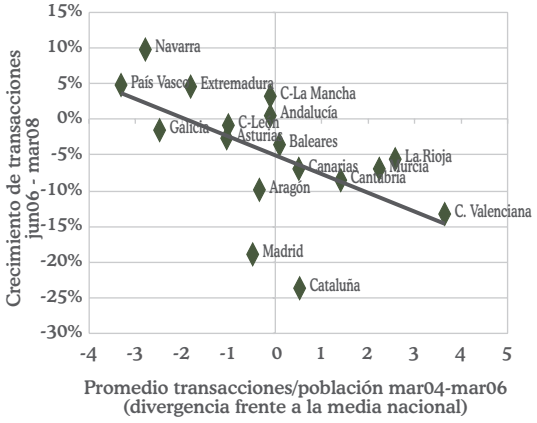
Fuente: SEE-BBVA, Ministerio de Fomento y Ministerio de la vivienda

Análisis regional: distinta intensidad del ajuste. El desajuste acumulado

Identificar la sobreoferta acumulada en el sector inmobiliario no es una tarea sencilla con la información estadística disponible. Por ello, sólo es posible construir indicadores parciales de desajuste. En este caso, se ha optado por utilizar la diferencia entre el crecimiento promedio del número de transacciones (o visados) per capita en cada comunidad autónoma y la media nacional como indicador del desajuste relativo. De esta forma, se estarían identificando las regiones en las que la expansión inmobiliaria está por encima de lo que corresponde a su población como regiones con más desequilibrios potenciales y viceversa.

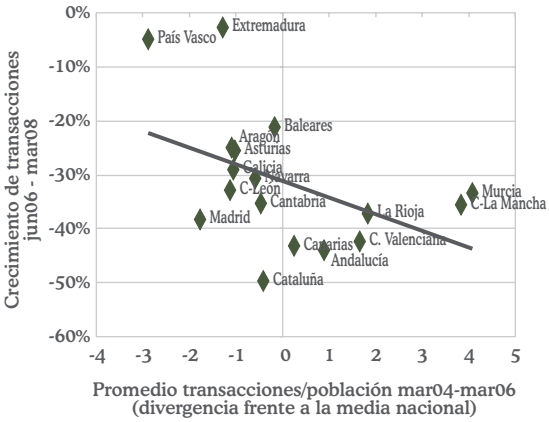
Así, en el caso de las transacciones se observa claramente cómo en aquellas regiones donde más transacciones per capita se registraron,

Gráfico 7.
Transacciones: desajuste en crecimiento vs intensidad del ajuste



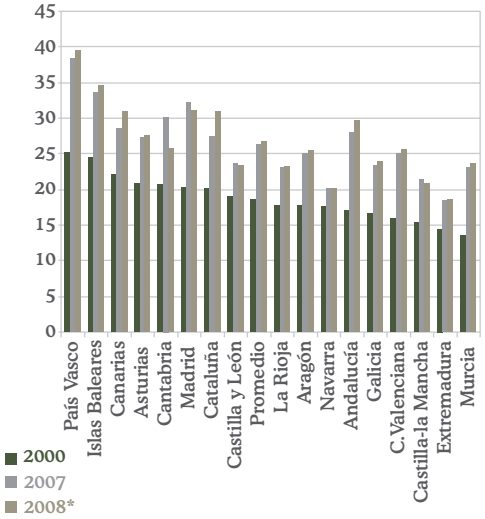
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 8.
Visados: desajuste en crecimiento vs intensidad del ajuste



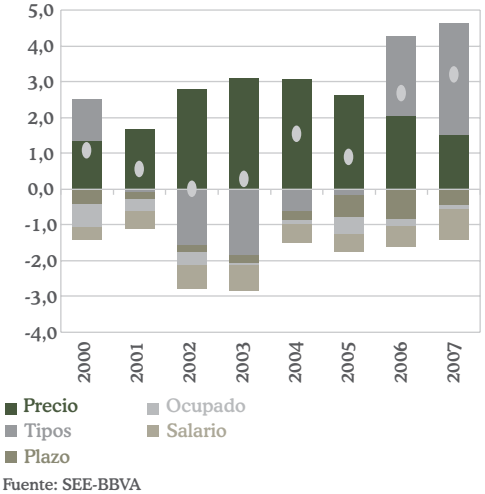
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 9.
Evolución prevista de la accesibilidad de las familias a una vivienda por CCAA



*Previsión
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 10.
Contribución a la variación del esfuerzo de acceso a la vivienda



Fuente: SEE-BBVA

el ajuste reciente está siendo más intenso. De hecho, País Vasco, Navarra y Extremadura, que junto con Galicia, fueron las autonomías que menos crecimiento promedio de las transacciones per capita mostraron frente a la media nacional, han sostenido también un crecimiento interanual promedio positivo en el actual bienio de desaceleración.

Lo mismo sucede en el caso de los visados: son precisamente las autonomías que registraron mayor crecimiento diferencial frente a la media nacional en los visados per capita, las que están soportando en los últimos doce meses un mayor ajuste del crecimiento de los visados.

Sin embargo, distinto es el caso del ajuste en precios. En esta caso, el Indicador de divergencia entre precio observado y fundamental estimado para el año 2006 por el SEE-BBVA[1] no guarda ninguna relación con la mayor o menor intensidad de la desaceleración registrada en precios a nivel provincial.

Análisis regional: distinta intensidad del ajuste. El ajuste coyuntural de los fundamentos

De igual forma que la desaceleración del sector inmobiliario está teniendo distinta intensidad a nivel regional, los soportes tradicionales del mercado de la vivienda están ajustándose de forma diferencial por comunidades autónomas. En este sentido, cabría esperar que en aquellas regiones en las que los *fundamentales* se están deteriorando más rápido o con mayor profundidad, el ajuste de la vivienda fuera más intenso.

Si atendemos al Indicador de Accesibilidad BBVA, compendio de los distintos soportes del mercado de vivienda residencial y del precio, se observa cómo a pesar de que la variabilidad regional es importante, el hecho de que haya mostrado tasas de crecimiento crecientes a lo largo de todo el periodo reciente de expansión hace que no se pueda utilizar como variable explicativa del ajuste coyuntural.

Sin embargo, si se descompone la evolución del indicador en las variables que compila, se observa cómo los ocupados por hogar y los salarios, junto con los tipos de interés, son las variables que con mayor o menor intensidad han venido facilitando el acceso a la vivienda.

Atendiendo primero a la variable ocupados por hogar, se observa que, a pesar de que su ajuste por regiones está siendo muy desigual –creciendo, en un extremo, en Cantabria al 3%, según los datos de marzo de la *Encuesta de Población Activa*, y cayendo, en el otro extremo, en Canarias a una tasa superior al 6%-, no parece determinar la intensidad del ajuste en las tres variables analizadas del mercado inmobiliario: transacciones, visados y precios. Esta ausencia de correlación a nivel regional tiene posiblemente su origen en que, a pesar de que en la mayor parte de las autonomías la evolución reciente de los ocupados por hogar se ha revelado como soporte, en algunas –Asturias, Cantabria, Murcia, La Rioja y Castilla-León- la evolución temporal de las transacciones, visados y precios no parece guardar relación con el crecimiento de los ocupados por hogar[2].

Distinto es el caso del papel de los salarios reales. Durante este último quinquenio los salarios reales se han caracterizado por su estabilidad, creciendo en el período marzo02-marzo08, según la *Encuesta Trimestral de coste Laboral*, a una tasa promedio del 0,2%, aunque repuntando

[1] Para el detalle del Indicador de divergencia 2006, véase *Situación Inmobiliaria* de *Junio 2007*
[2] La ausencia de relación entre ambas variables puede ser debida, en el caso de las cuatro primeras regiones, a los potenciales errores muestrales de la Encuesta de Población Activa (EPA) para las comunidades uniprovinciales, que introducen mayor volatilidad en la variable ocupados por hogar.

de forma continuada a partir de septiembre de 2006. Sin embargo, al igual que en el resto de *variables fundamentales*, su evolución regional ha sido dispar.

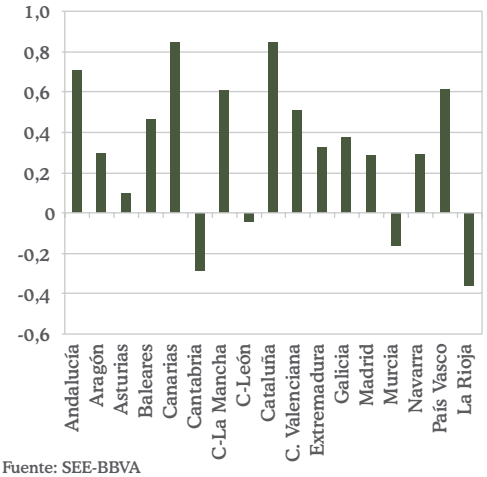
Así, en el último trimestre, marzo 2008, el crecimiento de los salarios reales a nivel regional osciló entre los crecimientos superiores al 1,5% en Castilla La Mancha, Extremadura, País Vasco y La Rioja y la caída cercana al 1% en Galicia. Con ello, y pese a que la evolución temporal de los salarios reales no parece determinar la dinámica de transacciones, visados y precios, los resultados apuntan a que las regiones en que los salarios reales están creciendo a un mayor ritmo correlacionan, aunque débilmente con aquellas en que la caída de las transacciones se está conteniendo más.

En resumen, la divergencia en el ritmo de ajuste reciente del mercado inmobiliario entre comunidades autónomas sí que parece responder a la magnitud de los desequilibrios acumulados en cantidades, pero no en precios. Además, el ciclo inmobiliario, tanto autonómico como nacional no parece responder al indicador de accesibilidad, pero sí a sus componentes: ocupados por hogar y salarios reales, aunque no de forma homogénea entre regiones.

Gráfico 11.

Correlación entre transacciones totales y ocupados por hogar

(marzo 2005 - marzo 2008)

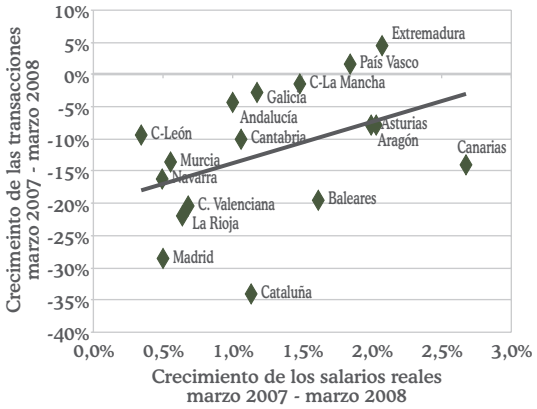


Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 12.

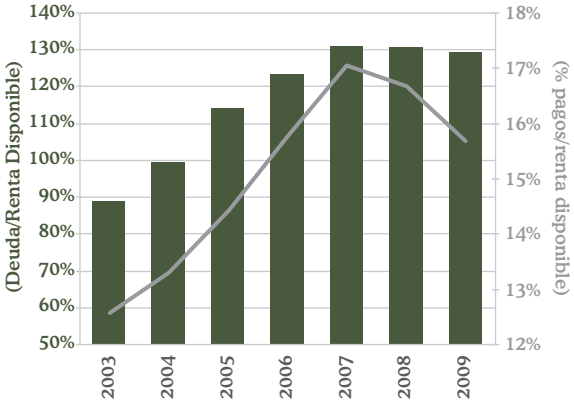
Intensidad del ajuste autonómico.

Transacciones vs fundamentos: salarios reales



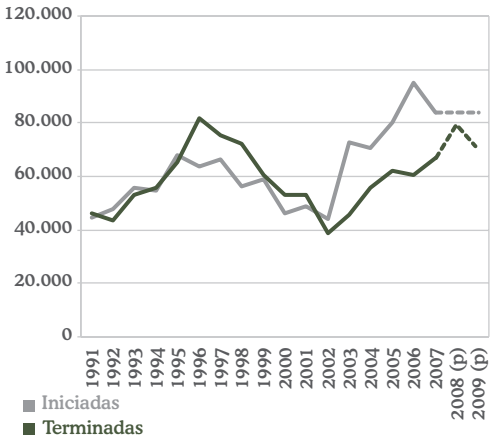
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 1.
Carga financiera y endeudamiento de los hogares



Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 2.
Nº Viviendas Protegidas: Nacional y Autonómico



Fuente: SEE-BBVA en base a Mº Vivienda

3. Los soportes de la economía siguen jugando un papel estabilizador

Los avances obtenidos en la época de bonanza no desaparecerán en la siguiente fase

Aun siendo conscientes de la delicada situación que atraviesa el sector constructor español, hay que tener en cuenta que durante el auge experimentado durante los últimos años, se realizaron avances significativos en la economía, que no necesariamente desaparecerán en la siguiente fase. Estos factores constituirán un soporte para la actividad del sector, tanto residencial como no residencial. En concreto, la inversión en el sector no residencial supone aproximadamente un 8% del PIB, y este porcentaje ha venido creciendo ininterrumpidamente durante la última década.

En primer lugar, y desde la perspectiva de la oferta, se aprecia una importante separación entre la construcción y el resto de los sectores productivos, que muestran una mejor evolución del empleo y un dinamismo significativo en su cuota exportadora. Por otra parte, la economía española continúa generando empleo de forma más flexible, por el incremento de la población activa femenina e inmigrante. A pesar del deterioro de la coyuntura, las familias españolas siguen mostrando una situación patrimonial sólida, como demuestra el que su endeudamiento suponga menos de un 14% de su riqueza neta (siendo el ratio equivalente superior al 30% en países como Suecia o Países Bajos). Además, los hogares españoles han experimentado un notable aumento de su nivel de renta per cápita en los últimos años, que no es previsible que se revierta en el corto plazo. Adicionalmente, la existencia de un sistema financiero sólido, que ha mejorado la oferta hipotecaria durante los últimos años seguirá constituyendo un soporte para el futuro. Por último, el que el sector público tenga una posición fiscal saneada en la actualidad permitirá llevar a cabo políticas contra-cíclicas.

Más concretamente, entre las medidas anunciadas por el Gobierno para apoyar al sector inmobiliario español destacan el impulso a la vivienda de protección oficial (VPO) y la inversión no residencial pública. A continuación se analizan con mayor detalle estas dos alternativas.

¿A quién protege la Vivienda de Protección Oficial?

En el contexto actual de ajuste de la inversión residencial, el Gobierno está apostando por la promoción de VPO como medida reactivadota del sector. Sin embargo, conviene analizar si este tipo de medidas son realmente estabilizadoras, y si son las más convenientes en el momento actual.

Como se subraya en el Informe Económico del Presidente de 2007, el Gobierno ha propuesto diversas medidas para impulsar la VPO. Durante la actual legislatura, se promocionarán alrededor de unas 150.000 VPO al año (frente a las 90.000 que se venían construyendo en media durante los últimos años), de las que por primera vez un 40% irían destinadas al mercado de alquiler. Además, se instaura una reserva mínima del 30% del nuevo suelo residencial para la construcción de este tipo de viviendas. El Instituto de Crédito Oficial otorgará avales por un importe de 5.000 millones de euros a titulizaciones que incorporen préstamos VPO. Por último, se ha mencionado la posibilidad de recalificar viviendas libres ya construidas como protegidas, para facilitar su colocación en el mercado. En cualquier caso, cabe destacar que a pesar del nuevo impulso que se le está dando a

estas políticas, la VPO ya no supone una herramienta tan importante como en el pasado, ya que las viviendas protegidas que se terminan ahora son sólo un 10% del total, frente al 24% que suponían en la crisis de 1993.

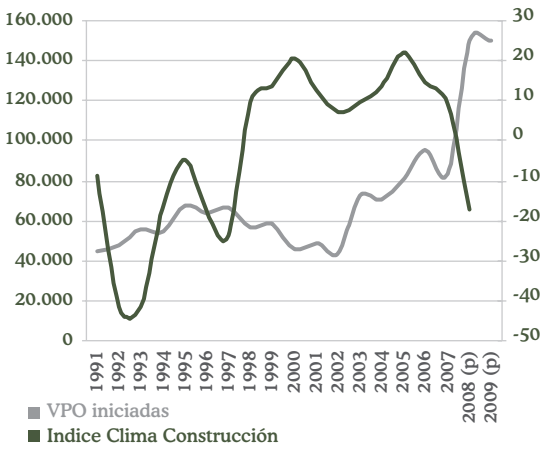
Ahora bien, ¿pueden las políticas de VPO convertirse en un soporte importante para la demanda residencial? En el pasado sí lo fueron, ya que tradicionalmente las VPO se terminaban en momentos en que la accesibilidad a la vivienda era más difícil. Así, entre 1995 y 2007 el indicador de esfuerzo de acceso a la vivienda y el número de VPOs terminadas mostraban una correlación positiva. Sin embargo, en los próximos años la tendencia se romperá, puesto que las nuevas VPOs iniciadas ahora se terminarán en media dentro de dos años, cuando la reducción prevista de los tipos de interés haga mejorar la accesibilidad.

Donde la vivienda de protección oficial puede tener un cierto efecto positivo a corto plazo es por el lado de la oferta residencial. De hecho, el Índice de Clima en la Construcción que proporciona el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio indica que la confianza de los constructores se está deteriorando rápidamente, habiendo entrado el índice en terreno negativo durante los primeros meses de este año. Al mismo tiempo, las viviendas libres iniciadas han pasado de ser casi 700.000 en 2006 a apenas medio millón durante el año pasado, por lo que el incrementar en 60.000 unidades el número habitual de viviendas de protección iniciadas podría ayudar a evitar el desplome del sector.

En cualquier caso, las estimaciones no parecen indicar que estas medidas puedan tener una influencia determinante en la evolución de la oferta de vivienda. De hecho, aún suponiendo que las 150.000 nuevas VPO iniciadas se añadan al total de viviendas de en fase de construcción, de forma que haya alrededor de 177.000 VPO en construcción en 2007 (un 12% del total), 206.000 en 2008 (un 16%) y 270.000 en 2009 (un 26%), el efecto en el empleo del sector será moderado. Las estimaciones apuntan a que el empleo generado por el cambio de política sería como máximo de unos 60.000 trabajadores durante este año y alrededor de 100.000 durante 2009.

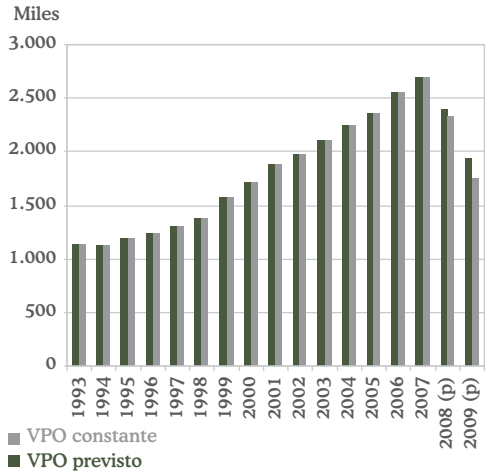
En definitiva, el impulso que se está dando a las viviendas protegidas tendrá un cierto efecto dinamizador sobre el sector, aunque beneficiará más a los constructores que participen en las nuevas VPO que a los demandantes de vivienda, dado el momento en que se proponen las medidas. Sin embargo, su impacto en términos de empleo en construcción será relativamente moderado. Además, para aquellos constructores que no participen en este tipo de viviendas, su efecto puede ser negativo, pues la llegada de un mayor número de viviendas VPO de bajo coste podría obligarles a reducir sus precios, y la nueva oferta subvencionada supondría una competencia importante para su stock de vivienda libre por vender.

Gráfico 3.
Relación entre la VPO iniciada y la confianza de los constructores



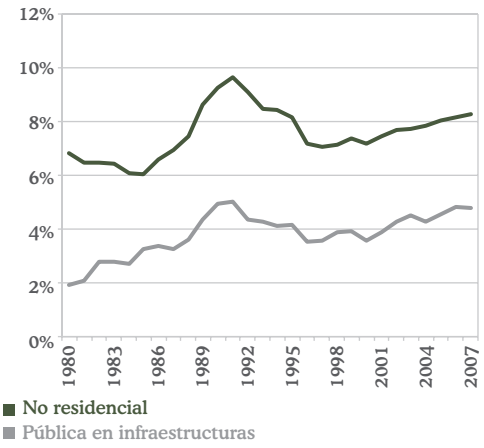
Fuente: SEE-BBVA en base a Mº Vivienda y Mº Industria, Turismo y Comercio

Gráfico 4.
Empleados en construcción



Fuente: SEE-BBVA en base a Mº Vivienda e INE

Gráfico 5.
Tasa de inversión real en construcción no residencial en España
(% PIB)



Fuente: INE, BD.MORES y SEE BBVA

La inversión en infraestructuras en España como política contracíclica[1]

La inversión pública en infraestructuras es una de las opciones de las políticas de estabilización.

La inversión pública es una de las partidas de gasto público más relevantes, no tanto por su magnitud, sino, sobre todo, por sus efectos sobre la actividad económica. Así, el crecimiento potencial de la economía y la redistribución de la renta entre regiones depende, entre otros factores, de la dotación de capital público, esto es, del *stock* de carreteras, aeropuertos, ferrocarriles, puertos, infraestructuras hidráulicas, estructuras urbanas, e infraestructuras educativas y sanitarias, al reducir los costes de transacción para el sector privado.

Utilizando la base de datos BD.MORES[2] , se puede estimar que la tasa de inversión pública en infraestructuras (incluyendo la inversión directamente realizada por las AA.PP., por empresas públicas y, también, de activos de uso público como autopistas de peaje) se elevó en 2007 al 4,8% del PIB, una tasa similar a la alcanzada a principios de la década de los noventa. De hecho, como se puede observar en el Gráfico 5, la tasa de inversión real en infraestructuras ha aumentado de manera casi ininterrumpida desde el año 2000.

Dentro del conjunto de inversión en construcción no residencial (que incluye además la inversión en oficinas y centros comerciales, entre otras), la inversión en infraestructuras (tanto de nuevas infraestructuras como por mantenimiento de las existentes) representa aproximadamente el 60%. Por tipos de capital, la parte principal del stock de infraestructuras corresponde a infraestructuras de transporte (carreteras, autopistas y ferrocarriles, esencialmente). Por administraciones, la Administración General del Estado, las comunidades autónomas (CC.AA.) y las corporaciones locales (CC.LL.) invierten en la actualidad unos niveles similares de recursos.

La evidencia empírica en España muestra que en dos de las tres últimas desaceleraciones, la tasa de inversión en infraestructuras aumentó, contribuyendo a suavizar el ajuste.

El enfoque más habitual de la literatura para analizar el impacto económico de las infraestructuras públicas, desde los trabajos seminales de Aschauer (1989a y 1989b)[3] , es emplear una función de producción ampliada. En este marco, el *output* depende de los factores tradicionales (capital privado y trabajo) y, adicionalmente, del capital público en infraestructuras. De acuerdo con los avances más recientes en la literatura empírica, se estima que un aumento de un 10% del stock de capital público permite un incremento a largo plazo de entre un 0,5% y un 1% en el nivel de PIB[4] .

Además, la literatura económica también ha apuntado el posible papel estabilizador de la política de inversión pública: en las fases de

[1] Agradecemos a Javier Escribá la provisión de la base de datos actualizada y a Rafael Doménech sus comentarios.
[2] Las series de inversión pública provienen de la última actualización disponible de la base de datos BD.MORES, desarrollada en el Ministerio de Economía y Hacienda (véase Dabán, T, A. Díaz, F.J. Escribá y M.J. Murgui (2002): "La Base de Datos BD.MORES", *Revista de Economía Aplicada*, (30), pp. 165-184). Esta base de datos contiene series de inversión y de stock por agentes (AA.PP. y no AA.PP.), por CC.AA. y por tipos de infraestructuras, compatibles con la Contabilidad Nacional y Regional del INE entre 1964 y 2004. Desde 2005 se estiman a partir de las proyecciones de formación bruta de capital fijo de las AA.PP. según la Comisión Europea.
[3] Aschauer, D.A. (1989a): "Is public expenditure productive?", *Journal of Monetary Economis*, 23(2), pp. 177-200 y Aschauer, D.A. (1989b): "Public investment and productivity growth in the group of seven", *Economic Perspectives*, 13(5), pp. 17-25, Federal Reserve Bank of Chicago.
[4] Véanse Boscá, J.E., J. Escribá y M.J. Murgui (2004), *Efectos macroeconómicos de las inversiones en infraestructuras públicas*, mimeo, y Bonn, P. y J.E. Ligyhart (2008): "How productive is public capital? A meta-analysis", *CESifo Working Paper* n. 2206, para un análisis cuantitativo de la literatura empírica.

desaceleración económica, la construcción de infraestructuras puede ser útil para sostener la demanda agregada. La evidencia empírica para el caso español corrobora (si bien parcialmente) el carácter contracíclico de la inversión pública. En dos de las tres desaceleraciones experimentadas por la economía española desde 1980 (en concreto, entre 1980 y 1985, y entre 2000 y 2004), la tasa de inversión pública (calculada sobre el nivel de PIB tendencial) aumentó, permitiendo sostener parcialmente la demanda agregada (Gráfico 6) y, por lo tanto, tendiendo a compensar la desaceleración económica. Por el contrario, en la desaceleración de mediados de los noventa la inversión pública también se redujo como porcentaje del PIB[5].

Entre las medidas anunciadas por el Gobierno en el *Plan de medidas de estímulo económico* se incluye la aceleración de obra pública.

Dentro del *Plan de medidas de estímulo económic*o aprobado por el Gobierno en mayo de 2008 se contempla el refuerzo de la actividad en construcción, con medidas para mejorar la ejecución de obra pública y el impulso a la construcción de vivienda protegida.

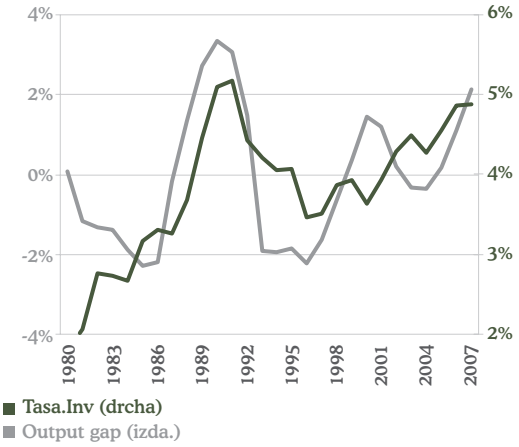
Por lo que respecta a la aceleración de la obra pública, los principales proyectos de infraestructuras en España se desarrollarán dentro del marco del Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte, PEIT[6], que recoge las principales iniciativas de inversión pública entre 2005 y 2020. El PEIT tiene un presupuesto acumulado cercano a 250.000 millones de euros constantes de 2005, equivalente a más de un tercio del nivel de PIB de 2005. En torno a la mitad de los fondos se dedicarán a inversiones relacionadas con el transporte por ferrocarril (con una inversión acumulada equivalente al 81% del stock de 2004), una cuarta parte al transporte por carretera (que representa un 42% del stock), y el resto al transporte marítimo y puertos, y al transporte aéreo, fundamentalmente (Cuadro 1). La financiación presupuestaria seguirá siendo la mayor fuente de financiación, si bien se prevé incrementar la participación del sector privado mediante la utilización de fórmulas de asociación público-privada, hasta cerca del 20% de las inversiones totales.

Según los estudios disponibles (OEP, 2007[7]), en 2020 el PEIT y las inversiones incluidas en el Programa A.G.U.A. (centrado en infraestructuras hidráulicas) permitirán que España converja con la UE en dotación de infraestructuras per cápita, y la supere en términos de PIB. En términos de stock de capital público, la mayor tasa de inversión derivada del PEIT (estimado en cuatro décimas del PIB cada año) elevaría el nivel de infraestructuras en torno a un 5,5% en 2020 (frente a un escenario de inversión tendencial).

Las simulaciones de un escenario de aceleración de obra pública en infraestructuras muestran que tendría un impacto positivo aunque moderado, debido a las restricciones de implementación.

Un escenario de aceleración de la obra pública en línea con las medidas de impulso económico, denominado en adelante escenario de "PEIT acelerado", parece factible desde el punto de vista financiero. La situación de las cuentas públicas en España es favorable dado que el nivel de deuda sobre PIB se sitúa en mínimos de los últimos 20 años. En los

Gráfico 6.
Inversión pública y output gap* en España
(% PIB tendencial)



* El output gap se calcula como diferencia entre el PIB y el PIB tendencial estimado con el filtro de Kalman, con datos trimestrales.
Fuente: INE, BD.MORES y SEE-BBVA

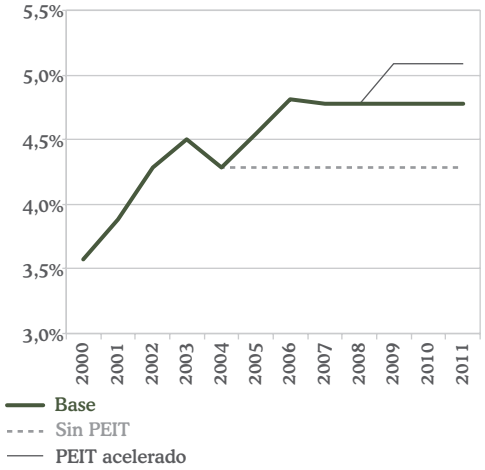
Cuadro 1. Estimación económica de las actuaciones del PEIT, 2005-2020

	Millones de euros (constantes 2005)	% Stock de capital*	% PIB 2005
Transporte…			
por ferrocarril (no urbanas)	108.760	81%	14,7%
por carretera	62.785	42%	8,5%
aéreo	15.700	93%	2,1%
marítimo y puertos	23.460	120%	3,2%
intermodal de mercancias y viajeros	3.620	n.d.	0,5%
urbano y metropolitano	32.527	65%	4,4%
I+D+i	2.040	n.d.	0,3%
Total	248.892	66%	33,6%

* Dotación acumulada sobre el stock de 2004.
Fuente: Ministerio de Fomento, BD.MORES y SEE BBVA

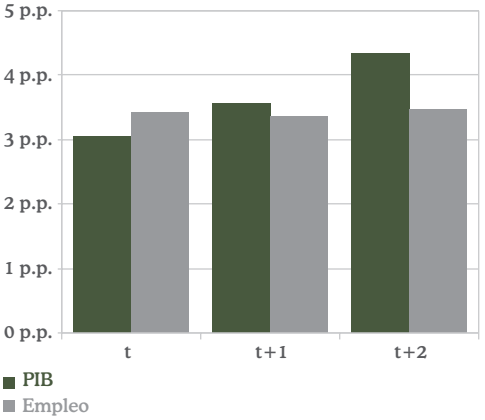
[5] Como resultado de este comportamiento de la tasa de inversión en infraestructuras, su correlación con el output gap ha sido igual a -0,29 en las desaceleraciones y 0,78 en las expansiones. En cambio, en todas las fases de expansión (de valle a pico) la inversión pública fue pro-cíclica. En el caso de la inversión en construcción no residencial, la tasa de inversión ha aumentado en todas las expansiones (de valle a pico) desde 1980 y se ha reducido en todas las desaceleraciones (de pico a valle), excepto en la iniciada en 2000.
[6] Para más detalles, véase http://peit.cedex.es.
[7] Oficina Económica del Presidente del Gobierno (2007): "Infraestructuras, capital humano y capital tecnológico", *Informe Económico del Presidente 2007*, pp.77-102, Madrid.

Gráfico 7.
Escenarios de inversión pública en España
(%PIB)



Fuente: INE, BD.MORES, Ministerio de Fomento y SEE BBVA

Gráfico 8.
Impacto económico del PEIT acelerado
(Diferencia respecto a escenario base, puntos porcentuales p.p.)



Fuente: SEE BBVA, a partir del REMS

próximos ejercicios (aunque en una menor cuantía) se seguirá recibiendo co-financiación europea. Por último, la Ley General de Estabilidad Presupuestaria incorpora un versión ligera de la regla de oro, que permite a las AA.PP. registrar un déficit del 0,5% del PIB para financiar inversión productiva. De hecho, la información disponible sobre la ejecución del PEIT entre 2005 y 2008 apunta a una ejecución por encima de las proyecciones iniciales (en torno a un 15% superior, equivalente a una décima del PIB, según SEOPAN, 2008[8]).

Ahora bien, los límites a una aceleración generalizada de esta política, más allá de la que ya se está produciendo, parecen ser de tipo práctico. Así, la ejecución de infraestructuras conlleva, antes de iniciar la ejecución de la obra e incluso para proyectos ya planificados como los del PEIT, un proceso administrativo complejo, con la convocatoria del concurso, la evaluación medioambiental del proyecto, las expropiaciones de terrenos o la redacción del proyecto de construcción. Aunque los plazos dependen del tipo de obra pública, en general es habitual que todo ello se prolongue al menos dos años. Todo ello disminuye la probabilidad de que el estímulo llegue cuando la economía esté en la fase más baja del ciclo.

En ausencia de información cuantitativa precisa para diseñar este escenario de PEIT acelerado[9], se ha simulado el impacto de una aceleración adicional significativa pero limitada de la inversión pública en infraestructuras, del 4,8% al 5,1% del PIB. Este impulso se mantendría durante tres años, para posteriormente, con el objeto de no variar la dotación presupuestaria del PEIT, reducirse gradualmente (Gráfico 7). El fundamento de esta simulación es la existencia del mencionado margen fiscal para financiar infraestructuras (0,20% del PIB en el caso de las CC.AA. y 0,05% del PIB en el de las CC.LL.) y cierta evidencia de que su margen operativo es superior al de la Administración Central (por lo que la aceleración de obra pública del Estado sería reducida).

Para evaluar el impacto agregado de esta aceleración de la construcción de infraestructuras se ha empleado el modelo de simulación REMS (Boscá et al., 2007[10]). Este modelo permite evaluar no sólo los efectos de demanda a corto plazo, sino también los efectos de oferta a largo plazo, puesto que en la función de producción se supone que un incremento del 10% del stock de capital público eleva el PIB un 0,6%. De este modo, la rentabilidad de la inversión pública es aproximadamente del 12%, en línea con las elasticidades propuestas en la literatura.

Los resultados de un aumento transitorio de la tasa inversión pública potencial de tres décimas del PIB durante tres años muestran que el crecimiento del PIB sería significativamente superior al del escenario base (PEIT previsto) desde el inicio de la ejecución de la obra pública. En concreto, como se refleja en el Gráfico 8, desde el primer año de obra pública (denominado año t, una vez cumplidos los mencionados trámites administrativos previos), la medida aportaría entre tres y cuatro décimas cada año de PIB respecto al escenario alternativo en el que no se produjese ese aumento de la tasa de inversión. Además, el impulso de obra pública permitiría elevar el empleo algo más de tres décimas (equivalente a unos setenta mil empleos en estos tres años). Si en lugar de tratarse de una medida transitoria se mantuviese este

[8] Núñez, J. (2008): *La construcción y la colaboración público privada*. XI Jornadas Nacionales de la Construcción. Los datos de licitación de obra pública (SEOPAN (2008), *Licitación de obra pública. Mayo*) hasta mayo de 2008 muestran una leve caída (-0,3% entre enero y mayo de 2008, frente a enero y mayo de 2007), concentrada en el sector de Administración Local (-25%).

[9] Posteriormente a la presentación del Plan, sólo se ha concretado que se seguirá acelerando el PEIT, comprometiéndose el Gobierno a que la dotación en infraestructuras crezca por encima del promedio del gasto público en 2009.

[10] Boscá J. E., A. Díaz, R. Doménech, J. Ferri, E. Pérez y L. Puch (2007): "A rational expectations model for simulation and policy evaluation of the Spanish economy». *Documento de Trabajo* WP-2007-03, Ministerio de Economía y Hacienda. Se trata de un modelo de equilibro general dinámico, diseñado para la simulación y evaluación de los efectos de medio plazo de alternativas de política económica. La economía española se modeliza como una economía pequeña y abierta, con tres agentes representativos, hogares, empresas y sector público, así como una autoridad monetaria (BCE) y el resto del mundo.

esfuerzo inversor de forma permanente, el impacto a largo plazo sobre el PIB sería aún mayor, ligeramente por encima de las seis décimas del PIB (si bien ello implicaría un mayor coste presupuestario).

En conclusión, las infraestructuras tendrían un impacto positivo y significativo, sobre todo a largo plazo. No obstante, como instrumento de estabilización económica en España, su recorrido es limitado.

A principios de 2008, la Oficina Presupuestaria del Congreso de EE.UU.[11] analizó las principales opciones de política fiscal discrecional para responder a corto plazo al entorno de desaceleración económica, clasificándolas según tres criterios: su coste-beneficio, los retardos en su implementación y la incertidumbre sobre sus efectos.

La inversión pública en infraestructuras obtenía una muy buena puntuación en el tercer criterio (existe poca incertidumbre sobre su impacto positivo), pero no tan favorable en los dos restantes: el impacto sobre la demanda agregada a corto plazo no es muy elevado y el tiempo entre la inversión y su impacto económico es significativo (Cuadro 2).

El análisis que se acaba de mostrar para España se sitúa en una línea parecida, aunque los efectos a corto plazo son significativamente mayores que en las estimaciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso de EE.UU.. Por consiguiente, el aumento de la inversión en infraestructuras constituye una de las políticas que han de implementarse por sus positivos efectos estabilizadores a corto plazo en un momento en el que el PIB crece muy significativamente por debajo de su potencial y, especialmente, por sus efectos beneficiosos sobre el crecimiento de largo plazo.

[11] Congressional Budget Office (2008): "Options for responding to short-term economic weakness". *CBO Paper*, January. Washington.

Cuadro 2. Opciones de impulso económico a corto plazo

Política	Efectividad (a)	Retardo (b)	Incertidumbre
Rebaja fiscal			
Rebaja de tipos	Reducida	Corto	Reducida
Devolución fiscal	Elevada	Medio	Elevada
Reducción cotizaciones	Elevada	Medio	Elevada
Aumento de prestaciones por desempleo	Elevada	Corto	Reducida
Incentivos a nueva inversión	Media	Medio	Elevada
Obra pública	Reducida	Elevado	Reducida

(a) Impacto sobre la demanda agregada
(b) Retardo elevado: impacto superior a un año / medio: dos trimestres a un año / Corto: inferior a dos trimestres
Fuente: CBO (2008)

Interesados dirigirse a:

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

Depósito Legal: M-3479-1994

Servicio de Estudios Económicos:

Director:
José Luis Escrivá

Economistas Jefe:
Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo
España: Julián Cubero
Análisis Sectorial: Ana Rubio
Europa: Miguel Jiménez
Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido
Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

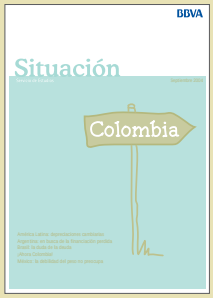
Economías Emergentes: Alicia García-Herrero
Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo
Argentina: Ernesto Gaba
Chile: Miguel Cardoso
Colombia: Juana Patricia Téllez
Perú: Hugo Perea
Venezuela: Oscar Carvallo
Análisis Transversal Asia: Ya-Lan Liu
China: Li-Gang Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia
Estados Unidos: Nathaniel Karp
México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

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.