

# Situación Inmobiliaria España

1<sup>er</sup> SEMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE ESPAÑA & UNIDAD DE REAL ESTATE



01  
2016: impulso de la  
edificación

02  
La financiación  
apoyará la demanda

03  
Los precios dejan  
atrás el suelo

04  
El crecimiento  
económico abre las  
puertas, de nuevo, a  
la inmigración

## Índice

|   |    |
|---|----|
| 1 Editorial   | 3  |
| 2 Prosigue la recuperación ante una mayor dosis de incertidumbre                | 4  |
| 3 El aumento de la financiación clave para la evolución del sector inmobiliario | 7  |
| Recuadro 1. La productividad del sector de la construcción en España            | 19 |
| Recuadro 2. Empleo, inmigración y demanda de vivienda                           | 27 |

**Fecha de cierre: 11 de abril de 2016**

## 1 Editorial

---

En 2016 la economía española crecerá a un ritmo más suave que en 2015, pero volverá a presentar tasas de crecimiento por encima de la media europea. Tanto la evolución del empleo como la renta de las familias tendrán un comportamiento positivo y continuarán estimulando la demanda de vivienda. La mejora observada en el mercado inmobiliario se ha trasladado, por fin, a la iniciación de obras, lo que llevará a un aumento relevante de la actividad de la edificación residencial, la gran protagonista de este sector en 2016.

En este entorno de mejora del mercado, los precios residenciales han dejado atrás sus valores mínimos y a finales de 2015 ya presentaban revalorizaciones, a nivel agregado, en todas las comunidades autónomas, tanto para la vivienda nueva como la usada. En algunas comunidades donde los aumentos comenzaron antes, tales como Madrid y Baleares, las revalorizaciones ya superan en más del 10% los valores mínimos de hace un par de años. La tendencia indica que en 2016 habrá un mayor número de mercados con revalorizaciones inmobiliarias positivas.

La financiación hipotecaria está jugando un papel relevante en esta recuperación, y será clave para el desarrollo del mismo en 2016. Los flujos de crédito a las familias para adquisición de vivienda están evolucionando a buen ritmo, muy superior al de ventas, y la tendencia indica que esta evolución continuará a lo largo de 2016. La financiación a promotores ya presentó flujos positivos en 2015 y se consolidará suavemente en 2016.

Este año, se espera que las viviendas terminadas comiencen a crecer en algunos mercados, mientras que en otros podrían alcanzar el suelo. Por su parte, los visados, ligados a la iniciación de nuevas viviendas crecerán a una tasa anual del entorno del 30%. Esto, unido al mayor dinamismo que se aprecia en el mercado de suelo, garantiza el avance de la actividad constructora. Así, se espera que en 2016 la inversión en vivienda vuelva a crecer, elevando su peso en la economía.

En el Recuadro 1, se realiza un estudio de la productividad del sector de la construcción. Para ello se analizan la evolución histórica de la productividad del trabajo y de la productividad total de los factores (PTF), desde una perspectiva sectorial e internacional. El estudio llega a la conclusión de que el sector, tanto en España como en otros países, ha crecido históricamente a base de acumular factores productivos, especialmente empleo, y que en el futuro sería recomendable que el sector creciera más vía calidad que cantidad de factores.

La mejora de la economía está incentivando una menor salida de población del país y supone un nuevo atractivo para la llegada de nuevos inmigrantes. En este sentido, en el Recuadro 2, se analizan los efectos que tendrá sobre el saldo migratorio español la mejora que se está produciendo en el mercado de trabajo por el aumento de la actividad económica. Si en el largo plazo, la economía española creciera a su PIB potencial de media, la inmigración será el elemento que mitigue las limitaciones de una población que envejece. Las previsiones indican que veremos saldos migratorios positivos en el corto plazo, lo que será un nuevo incentivo para la demanda residencial.

Atentamente

## 2 Prosigue la recuperación ante una mayor dosis de incertidumbre<sup>1</sup>

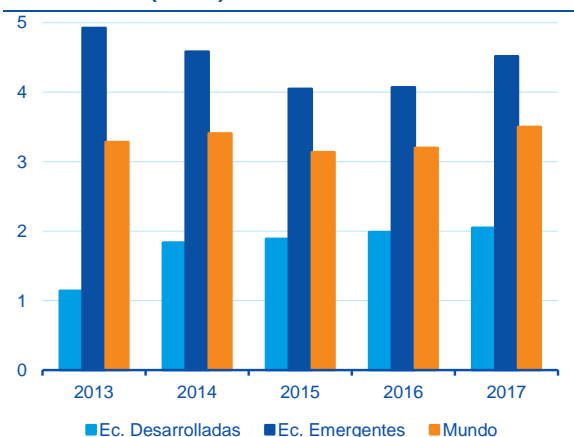
La economía española sigue recuperándose y crecerá en torno al 2,7% en 2016 y en 2017, según las últimas estimaciones de BBVA Research, lo que permitirá una creación neta de empleo próxima a un millón de puestos de trabajo, dejando la tasa de paro en el 17,5% al final del periodo. Sin embargo, persisten los riesgos inherentes a este escenario. Desde el punto de vista interno destaca el que gira en torno a la incertidumbre sobre la política económica en España: aunque por el momento los datos de la actividad real y de empleo no evidencian una ralentización significativa de la recuperación, de no resolverse rápida y favorablemente, el impacto de la incertidumbre podría ser relevante. Por otro lado, los riesgos asociados a la desaceleración de las economías emergentes se mantienen, con China y los países exportadores de petróleo como principales focos de incertidumbre.

### Crecimiento global reducido en un entorno de riesgos

El PIB mundial crecerá el 3,2% en 2016 y se acelerará moderadamente en 2017 hasta el 3,5% (Gráfico 2.1). Este crecimiento, que sigue siendo el menor desde 2009, está condicionado por el deterioro de la demanda en las economías emergentes y, en particular, en Latinoamérica, que podría encadenar dos años consecutivos de contracción. La recuperación de las economías desarrolladas continúa siendo frágil y muy condicionada al impacto que, finalmente, tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera sobre la producción, las decisiones de inversión empresarial y el gasto en consumo (véase Gráfico 2.2). El crecimiento de EE. UU., a tasas del 2,5% y de la eurozona, por debajo del 2%, no será suficiente para compensar el peor comportamiento relativo esperado para los países emergentes.

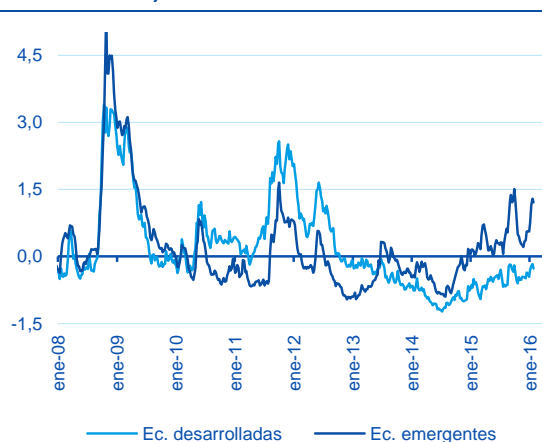
De este modo, la intensificación de algunos de los focos de riesgo ha provocado una nueva revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico mundial para 2016. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China viene acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas que repercute negativamente en las economías exportadoras de materias primas y en aquellas con una mayor vulnerabilidad financiera.

Gráfico 2.1  
PIB mundial (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y CRB

1: Para una información más detallada sobre la coyuntura económica de España véase la publicación Situación España primer trimestre 2016 disponible en: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-espana-primer-trimestre-2016/>

Además, la posición de endeudamiento empresarial de aquellos países emergentes más vulnerables al contexto descrito constituye un foco adicional de inestabilidad, en un entorno de menores beneficios y costes de financiación al alza (mayores primas de riesgo). Junto a lo anterior, las tensiones geopolíticas en algunas geografías y el riesgo de un escenario de bajo crecimiento y baja inflación en las principales economías desarrolladas completan el panorama esperado para la economía mundial en 2016.

Con todo, la orientación de política monetaria que adopten los bancos centrales de las economías desarrolladas seguirá siendo determinante. El inicio del proceso de normalización de los tipos de interés por parte de la Fed no ha provocado un aumento sustancial de la volatilidad financiera, gracias al mensaje de gradualidad reiterado por la autoridad monetaria. Por su parte, ante la inestabilidad política y la falta de estímulos fiscales, el papel del BCE continuará siendo determinante para evitar un deterioro acusado de las condiciones de financiación. La estabilidad de la cotización del euro frente al dólar y, sobre todo, la recaída de las tasas de inflación, que trae aparejada la revisión a la baja del precio del petróleo previsto para 2016, han llevado al Consejo de Gobierno del BCE de enero, a abrir la puerta a una nueva ronda de estímulos.

## España: continúa el crecimiento a tasas más elevadas que en la UE

En 2015 la economía española consolidó la recuperación emprendida a mediados de 2013. A pesar de que el entorno macroeconómico no estuvo libre de riesgos, se mantuvo el tono positivo de la actividad y del empleo, alentado por importantes vientos de cola (como la caída del precio del petróleo), el mayor soporte de las políticas fiscal y monetaria y los cambios estructurales producidos en los últimos años. La expansión de la actividad se concentró en la demanda nacional, sobre todo, en el crecimiento del consumo y de la inversión productiva. Destacó, también, la recuperación de la inversión residencial que, aunque menos intensa que la esperada, se saldó con el primer crecimiento anual en nueve años. Por el contrario, la demanda externa neta drenó crecimiento por segundo año consecutivo debido al repunte de las importaciones, ya que las ventas al exterior se expandieron en un entorno de desaceleración de las economías emergentes y de recuperación gradual de las desarrolladas.

Por su parte, el saldo vivo de crédito al sector privado se redujo en 2015. Mientras tanto, las nuevas operaciones concedidas (flujo de nuevo crédito) aumentaron el 12,0% en el año, aunque con un perfil que fue de más a menos a lo largo del ejercicio debido, en parte, a la mayor incertidumbre en los mercados internacionales. Por su parte, el precio del nuevo crédito evolucionó a la baja favorecido por la reducción del Euribor, el menor riesgo soberano y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades.

En los próximos trimestres, los fundamentos de la economía española justifican la continuidad de la recuperación en el próximo bienio. Las estimaciones de BBVA Research indican que la actividad crecerá el 2,7%, tanto en 2016 como en 2017, lo que permitirá crear alrededor de 1.000.000 de puestos de trabajo en el conjunto del periodo y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 17,5% (Gráficos 2.3 y 2.4).

La expansión de la actividad se apoyará en factores tanto internos como externos. La economía global seguirá creciendo ligeramente por encima del 3,0%, lo que unido al menor precio del petróleo apoyará el aumento de las exportaciones españolas, a pesar de la apreciación del tipo de cambio frente a las divisas emergentes. Igualmente, el carácter expansivo de la política monetaria facilitará el aumento de la demanda.

A nivel doméstico, la continuidad en la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y una política fiscal moderadamente expansiva contribuirán al incremento de la demanda interna. En este sentido, las perspectivas del consumo de los hogares son favorables a pesar de la evolución prevista de la riqueza financiera y el ocaso de algunos estímulos transitorios. La creación de empleo, la menor presión fiscal y la ausencia de presiones inflacionistas impulsarán la renta real disponible durante los próximos trimestres. El crecimiento previsto de la riqueza inmobiliaria y la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente bajos también incentivarán el consumo

privado. Además, las nuevas operaciones de financiación al consumo seguirán aumentando y sustentarán el gasto a medio plazo, sobre todo, en bienes duraderos. Por el contrario, las incertidumbres económicas seguirán siendo una fuente de volatilidad para los mercados financieros.

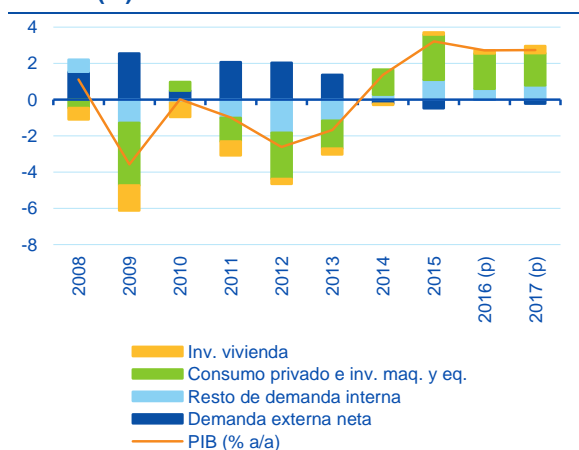
Por el lado de la demanda pública, las administraciones aprovecharon la recuperación de la actividad y la mejora de los costes de financiación para implementar una política fiscal expansiva en el corto plazo. En un escenario sin cambios en la política económica, el tono de la política fiscal continuará siendo ligeramente expansivo durante el próximo bienio. Así, para el presente año se espera que el ciclo económico vuelva a reducir el déficit público, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por una menor carga de intereses y de las prestaciones sociales. A su vez se prevé cierta contención del resto de partidas de gasto, más intensa en el gasto corriente que en el de capital. Sin embargo, la rebaja fiscal seguirá incidiendo negativamente en los ingresos estructurales de las administraciones, lo que no evitará que el déficit público vuelva a reducirse en 2016 y 2017.

Con todo, el aumento de la demanda final provocará un repunte notable de las importaciones, lo que, probablemente, se saldará con una aportación negativa de la demanda externa neta al crecimiento pese al buen comportamiento que se espera en las exportaciones.

A pesar de que la economía española continúa creciendo a un ritmo saludable, algunos riesgos externos e internos se mantienen o, incluso, se han incrementado. Entre los primeros, se advierten los asociados a la desaceleración de las economías emergentes, principalmente en China y en los países exportadores de petróleo. A nivel doméstico, la incertidumbre respecto a la política económica ha aumentado y no se puede descartar que ejerza mayor presión sobre la recuperación si se intensifica o se dilata en el tiempo.

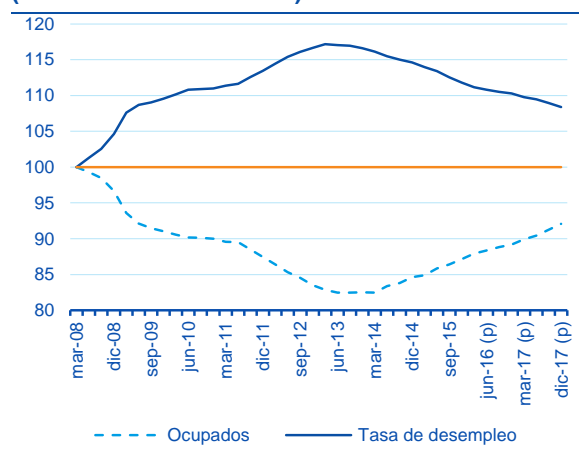
Además, el déficit público volvió a sobrepasar el objetivo de estabilidad en 2015 lo que, en ausencia de medidas concretas, eleva la probabilidad de incumplimiento para los dos próximos años. Esto puede generar pérdidas de confianza por parte de los mercados y las autoridades europeas.

Gráfico 2.3  
**España: contribuciones al crecimiento interanual del PIB (%)**



(p): previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.4  
**España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)**



(p): previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

### 3 El aumento de la financiación clave para la evolución del sector inmobiliario

Félix Lores – Unidad de España | Ignacio San Martín, David Cortés, Leopoldo Duque – Unidad Real Estate

En 2015 las variables más relevantes del sector inmobiliario cerraron en positivo. La demanda logró impulsar el mercado, vendiéndose un 9% de viviendas más que en el año precedente gracias a la buena evolución de los fundamentales, especialmente el empleo y las condiciones de financiación. El dinamismo del mercado de trabajo dio lugar a que el año concluyera con alrededor de medio millón de ocupados más que al cierre de 2014, lo que favoreció el aumento de la renta de los hogares y la recuperación de los índices de confianza de empresas y familias. Por su parte, el coste de la financiación continuó descendiendo y el flujo de crédito destinado a la compra de vivienda tuvo un fuerte impulso a lo largo del año.

En este entorno, tras siete años de descenso, se produjo un aumento de la actividad constructora. Así, si bien partían de niveles mínimos, los permisos para iniciar nuevas viviendas mostraron un impulso del 43% respecto a 2014. Dada la duración del proceso de construcción de una vivienda, desde que se solicita el permiso hasta que se firma el certificado de finalización de obra suelen transcurrir entre año y medio y dos años, el número de viviendas nuevas que llega al mercado en la actualidad sigue siendo escaso, lo que favorece la absorción de la sobreoferta existente.

La recuperación de la demanda y el paulatino descenso de la oferta actual se están traduciendo en una recuperación de los precios residenciales. De hecho, en 2015, la revalorización del precio de la vivienda fue generalizada y puede decirse que ha dejado atrás su suelo para iniciar un nuevo periodo de estabilización. En los mercados más activos, tales como el litoral mediterráneo y los grandes núcleos de actividad económica, los precios muestran ya repuntes relevantes.

Para los próximos trimestres, las perspectivas del sector son alentadoras. Las positivas previsiones de crecimiento económico y la laxa política monetaria del Banco Central Europeo apoyan la buena evolución de la demanda de vivienda y del crédito hipotecario también en 2016. A finales de 2016, la economía acumulará tres años de creación de empleo, lo que seguramente será de nuevo un reclamo para la llegada de población inmigrante y un impulso adicional para el mercado inmobiliario.

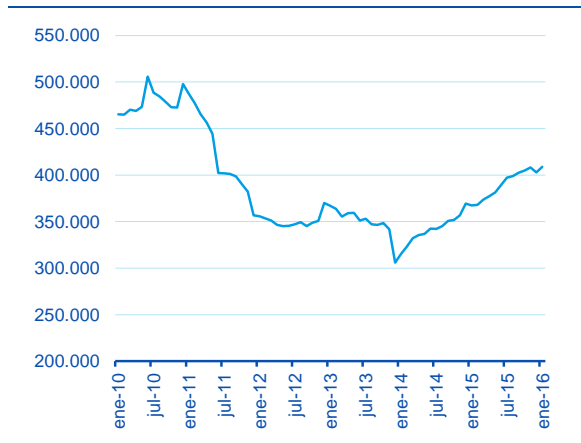
Por lo pronto, los datos de los primeros meses de 2016 han sido positivos: tanto las ventas como los visados mostraron un crecimiento superior al de los últimos meses del pasado año. Además, tras la desaceleración observada en enero, las nuevas operaciones de crédito del mes de febrero retomaron la senda de crecimiento. Sin embargo, el sector, al igual que el resto de la economía, no está exento de riesgos. Las incertidumbres que existen sobre el crecimiento global y las relacionadas con la política económica en los próximos años podrían estar condicionando las decisiones de inversión de hogares y empresas y terminar afectando tanto a la demanda como a la oferta del sector.

#### La demanda impulsa al sector, apoyándose en los fundamentales

El 2015 concluyó con la venta de 401.226 viviendas, lo que supuso un incremento del 8,6% respecto a 2014, un crecimiento sólido que responde a la favorable evolución de los elementos que conforman la demanda. Sin embargo, en la parte final del año, las ventas mostraron un menor dinamismo, moderando el tono de crecimiento que se venía apreciando en los trimestres anteriores (Gráfico 3.1). Esta ralentización de las ventas fue relevante, sobre todo, en el mes de diciembre. La evolución de los fundamentales de la demanda en 2015 fue positiva y, en su mayoría, no reflejaron una desaceleración en la parte final del año.

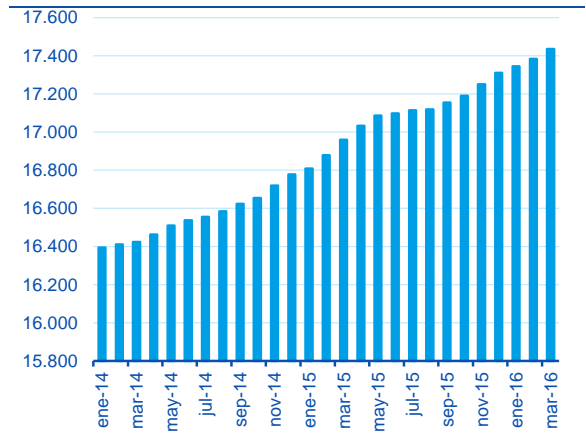
De hecho, el ritmo de creación de empleo se reactivó en los tres últimos meses del año, tal y como se desprende de los datos de afiliados a la Seguridad Social (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1  
**España: venta de viviendas (datos CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

Gráfico 3.2  
**España: trabajadores afiliados a la Seguridad Social (media mensual, datos CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de MESS

Durante 2015, la creación de empleo favoreció el aumento de la renta bruta disponible de los hogares, que terminó siendo un 2,3% superior a la de 2014. Un incremento que se debió, básicamente, al aumento de la remuneración de asalariados por nuevos puestos de trabajo y al del excedente bruto de explotación, ya que el saldo neto de las rentas de la propiedad percibidas (intereses y dividendos, principalmente) se redujo durante el año. Por otro lado, el adelanto de la rebaja impositiva, prevista inicialmente para 2016, también afectó positivamente a la renta de los hogares (Gráfico 3.3).

Como consecuencia de lo anterior, la confianza de los consumidores evolucionó satisfactoriamente en los últimos meses del pasado año. De hecho, el índice que recoge las perspectivas futuras sobre la evolución de la economía, alcanzó su nivel máximo en diciembre, superando incluso los niveles registrados antes de la crisis (Gráfico 3.4).

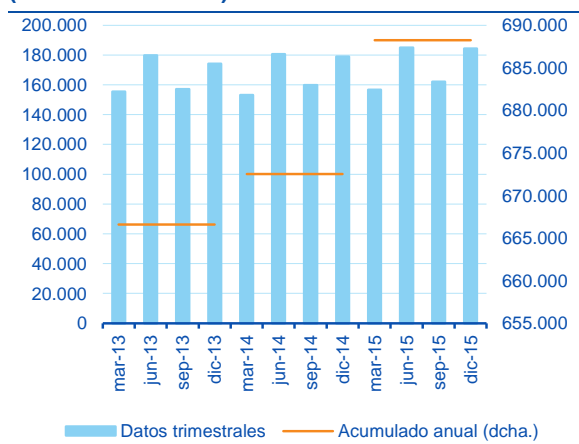
Por otro lado, las condiciones financieras siguieron siendo favorables. Los tipos de interés continuaron descendiendo en la parte final del año, lo que favoreció el aumento del flujo de crédito destinado a compra de vivienda, aunque a tasas más moderadas que las de principio de año. Así, en diciembre de 2015 el tipo de interés para nuevas operaciones hipotecarias se situó en el 2,3%, 0,1pp menos que en el mes de septiembre, una reducción muy similar a la experimentada por el Euribor a 12 meses.

En resumen, la evolución de los principales fundamentales de la demanda en los últimos meses de 2015 no parece justificar la desaceleración que experimentaron las ventas en el mismo periodo. De hecho, en los primeros compases de 2016 se aprecia el comportamiento inverso: mientras los fundamentales de la demanda moderaron su evolución positiva, la venta de viviendas creció con fuerza. En el primer mes del año, las transacciones de viviendas aumentaron el 20,4% respecto al mes de diciembre, una vez corregida la estacionalidad el periodo (CVEC). El empleo también mejoró en el primer trimestre del año en curso, como pone de manifiesto el aumento de los afiliados a la Seguridad Social, que crecieron a un promedio mensual similar al del año anterior. Por su parte, los indicadores de confianza de los consumidores recogieron una moderación de las expectativas de la evolución de la economía en los próximos meses y, a pesar de mantenerse en niveles elevados, el índice sufrió una importante contracción en enero que se prolongó durante febrero y marzo y que, finalmente, supuso una reducción de algo más de 17 puntos.



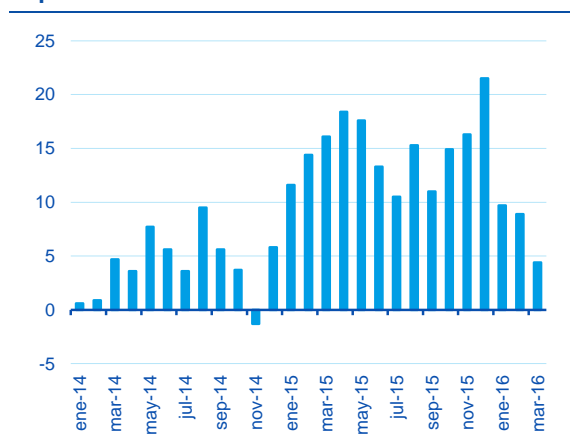
En definitiva, parece que las incertidumbres se están traduciendo en un mercado inmobiliario más errático y que en la medida que éstas se prolonguen, el mercado continuará mostrando cierta volatilidad. En cualquier caso, a medio y largo plazo, la solidez de estos fundamentales augura aumentos en la venta de viviendas.

Gráfico 3.3  
**España: renta bruta disponible de los hogares (millones de euros)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.4  
**España: confianza de los consumidores\***



\*Nota: percepción sobre la situación económica en los próximos doce meses.

Fuente: BBVA Research a partir de MESS

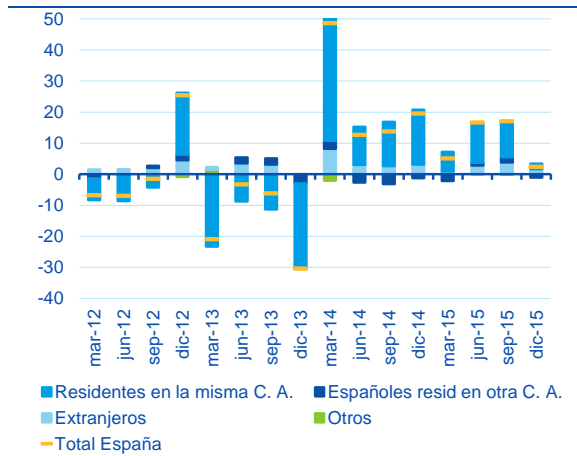
La caracterización de la demanda revela que, en 2015, la mayor parte de las viviendas fueron compradas por residentes de la misma comunidad autónoma en la que se encuentra la vivienda, en particular algo más del 71% de las viviendas las compró este colectivo. El segundo segmento más relevante fue el de extranjeros, que compraron el 17,3% del total y el tercero el de residentes en comunidades autónomas distintas a la de la situación de la vivienda (10,9%). La dinámica de estos segmentos indica que las compras por extranjeros fueron las que más crecieron en 2015, el 13,1% respecto a 2014. Las llevadas a cabo por residentes en la misma región de la vivienda aumentaron el 10,9%, al tiempo que las realizadas por residentes en una comunidad autónoma diferente cayeron el 1,0%. (Gráfico 3.5).

Así, en un entorno de crecimiento generalizado de las ventas, el peso de las compras realizadas por extranjeros al finalizar el segundo semestre de 2015 se incrementó en 0,4pp respecto al 1S15, hasta alcanzar el 17,5% del total. Por países de procedencia, destaca el peso ganado por los ciudadanos de Reino Unido, que no solo mantuvo su puesto como primer país emisor si no que en el segundo semestre lo incrementó en 1pp respecto al primero, hasta el 3,4% del total de ventas a extranjeros. Francia fue el segundo país de procedencia (1,2% de las ventas a extranjeros) e Italia el tercero (1,0%), sin que se observaran grandes variaciones en sus pesos durante el semestre.

Por comunidades autónomas, en términos interanuales, 2015 concluyó con crecimiento de las ventas de viviendas en todas las comunidades a excepción de Castilla-La Mancha, donde se contrajeron el 0,8% respecto a 2014. Este descenso fue consecuencia de la caída de las compras de residentes en otras regiones y del escaso dinamismo de la demanda de la región. En términos generales la demanda interna fue, en la mayor parte de las comunidades autónomas, la principal responsable de la buena evolución de las ventas durante el pasado año, sin embargo, en algunas regiones destacan algunas particularidades. Así, por ejemplo, en Baleares buena parte del crecimiento de las ventas se debió al buen comportamiento de la demanda extranjera, que creció el 25,9% interanual, muy por encima del incremento del 13,1% de media en España. Importantes fueron, también, las contribuciones de la demanda extranjera en Canarias y en Murcia. Por otro lado, destaca la relevancia de las compras de viviendas de residentes en otras regiones en ciertos

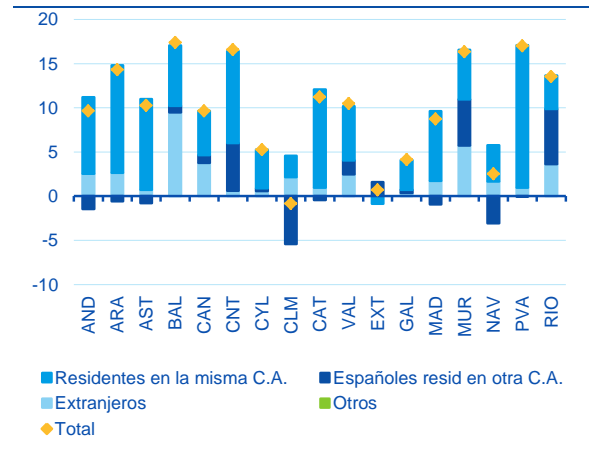
mercados como los de Cantabria, Murcia o la Rioja. En Asturias, Castilla y León; Cataluña, Galicia y País Vasco destacaron por el escaso dinamismo de los segmentos de demanda distintos a la doméstica.

Gráfico 3.5  
**España: contribución al crecimiento interanual de la venta de viviendas (en pp)**



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.6  
**España: contribución al crecimiento interanual de la venta de viviendas en 2015 (en pp)**



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

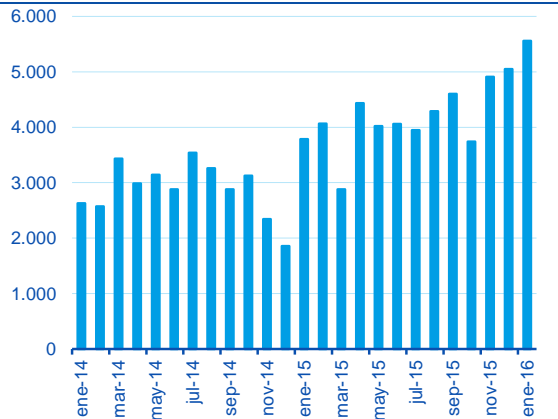
## La oferta sigue descendiendo a pesar del aumento de la actividad constructora

El pasado año fue el del cambio de tendencia para la edificación residencial. El número de visados de obra nueva aumentó el 42,5% en tasas interanuales hasta situarse en casi 50.000 viviendas. Si bien el impulso fue intenso, este se produjo en un entorno de bajos niveles de actividad (la iniciación de nuevas viviendas todavía representa, tan sólo, el 5,7% de las que se iniciaron en 2006). En el último trimestre de 2015 la evolución de los visados fue positiva, y los permisos de construcción aumentaron el 6,7% (CVEC) respecto al tercer trimestre del año (Gráfico 3.7).

El buen ritmo de la actividad también se aprecia en la evolución del empleo del sector: el pasado año, el número de afiliados a la Seguridad Social en la construcción aumentó en 37.000 personas, un 3,7% más que en 2014 y cinco décimas por encima del crecimiento medio del empleo (Gráfico 3.8). Del mismo modo, el número de parados en el sector se redujo en 89.800 personas, lo que supuso un descenso del 16,5% en tasas interanuales, una caída mayor a la registrada por la media nacional (-8,0%). La buena marcha de la edificación en 2015 también estuvo avalada por el consumo de cemento, que a lo largo del ejercicio mostró un aumento del 5,4% en tasas interanuales.

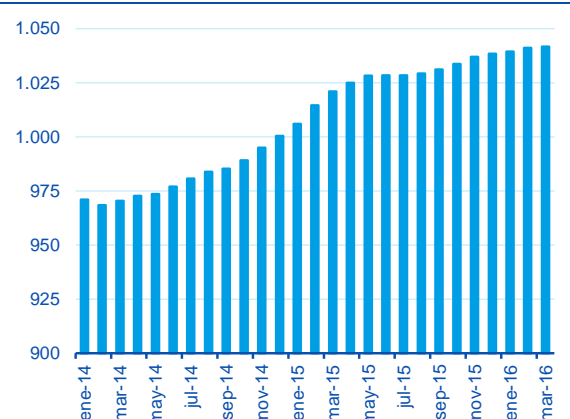
Con la llegada del nuevo año, los datos de empleo, consumo de cemento y visados han tenido un comportamiento más errático. En el caso del cemento, enero mostró un pequeño descenso, que posteriormente se recuperó en febrero. La creación de empleo se moderó en enero y febrero y en marzo ha dado signos de estancamiento. Tendencia que habrá que ver si se confirma en los próximos meses. Y, por último, los visados volvieron a repuntar con fuerza en enero (10,1% m/m CVEC). Así, puede decirse que, hasta el momento, el impacto de la incertidumbre en torno a la política económica sobre la actividad constructora no parece estar traduciéndose en una caída de la actividad, aunque sí podría estar añadiendo volatilidad al mercado.

Gráfico 3.7  
España: visados de viviendas (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

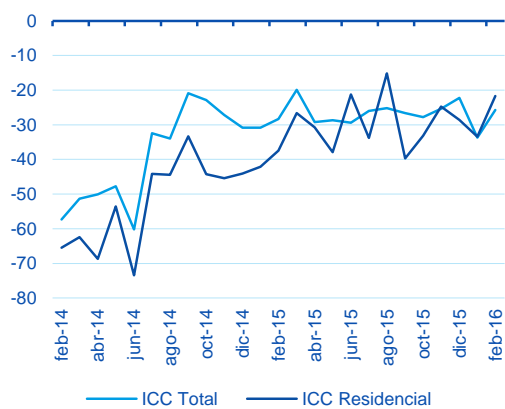
Gráfico 3.8  
España: trabajadores de la construcción afiliados a la Seguridad Social (media mensual, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MESS

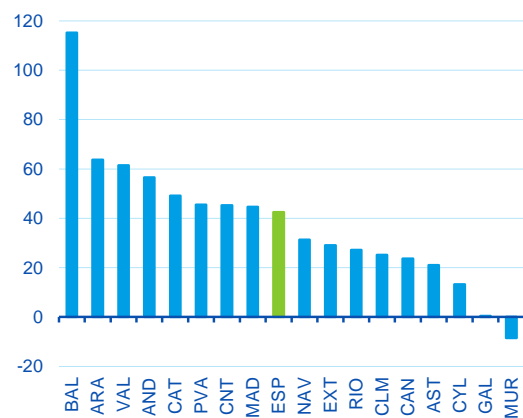
Por su parte, el Indicador de Clima de la Construcción (ICC), que elabora el Ministerio de Industria, Energía y Turismo, mostró un comportamiento similar al de las variables de la oferta: la confianza de los empresarios del sector, y especialmente los dedicados a la edificación, mostró un deterioro en la recta final de 2015 que se prolongó hasta el primer mes del año en curso. Sin embargo, en febrero la confianza se recuperó con fuerza para alcanzar niveles similares a los de mediados de 2015 (Gráfico 3.9).

Gráfico 3.9  
España: indicador del clima de la construcción



Fuente: BBVA Research a partir de MINETUR

Gráfico 3.10  
España: visados de vivienda de obra nueva por comunidad autónoma 2015 (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

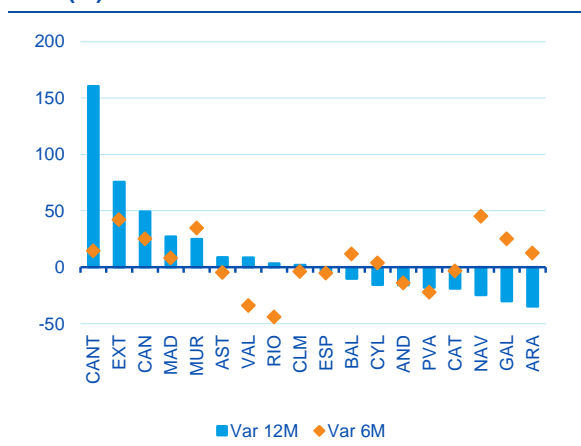
A escala regional, en 2015 la iniciación de viviendas siguió mostrando una elevada heterogeneidad, tal y como refleja el Gráfico 3.10. Si bien hay que tener en cuenta que en las diecisiete comunidades autónomas los niveles de visados se encuentran en mínimos, en todas ellas, salvo en Murcia, los permisos para iniciar nuevas viviendas crecieron durante 2015. Destaca el incremento de Baleares, del 115,2%. En Aragón, Valencia, Andalucía, Cataluña, País Vasco, Cantabria y Madrid el aumento de los visados superó al de la media nacional (42,5%); en Navarra, Extremadura, La Rioja, Castilla-La Mancha, Canarias y Asturias el

aumento fue algo inferior a la media y en Castilla y León y Galicia el avance de los visados fue sensiblemente inferior.

Por su parte, el número de viviendas terminadas continúan estabilizándose y formando un suelo. A escala nacional, se observa cómo las viviendas terminadas acumulan 8 años consecutivos de descensos, que fue del 3,6% en 2015, el menor descenso desde que comenzó la crisis. Con ello, y teniendo en cuenta que la iniciación de viviendas acumula dos años de crecimiento, se infiere que la vivienda terminada alcanzará el mínimo histórico a lo largo de 2016.

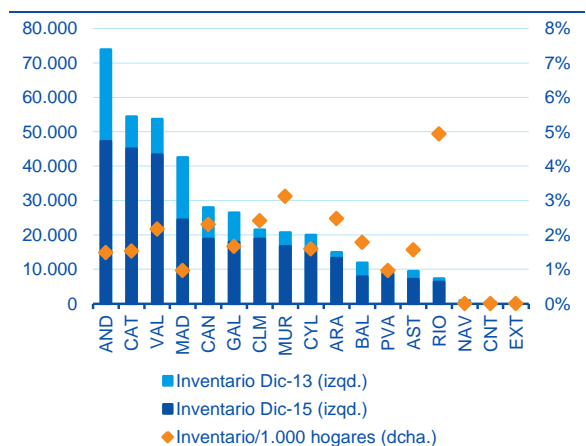
A escala regional se observa una elevada heterogeneidad. Si bien es cierto que en 2014 las viviendas terminadas cayeron en todas las comunidades autónomas, en 2015 comenzó a observarse síntomas de recuperación en algunas de ellas, como es el caso de Murcia, Madrid, Canarias o Extremadura donde el número de viviendas terminadas en el último año ha mostrado un crecimiento relevante que se ha mantenido en los últimos seis meses. En Baleares y Castilla y León, el crecimiento observado en los últimos seis meses revela que las viviendas terminadas estarían próximas a alcanzar el suelo. (Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11  
España: variación de los certificados de fin de obra (%)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.12  
España: evolución del stock de vivienda de obra nueva



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM e INE

Este descenso de la oferta de vivienda nueva, junto al aumento de la demanda residencial, están permitiendo el descenso del inventario de vivienda nueva en oferta. De hecho en algunas regiones como Madrid, Cantabria o Extremadura la sobreoferta ha dejado de ser un problema para el mercado ya que su nivel se encuentra por debajo del stock friccional (estimado entre el 1% 1,5% del parque residencial), que es el volumen de viviendas necesario para que el mercado funcione correctamente (Gráfico 3.12).

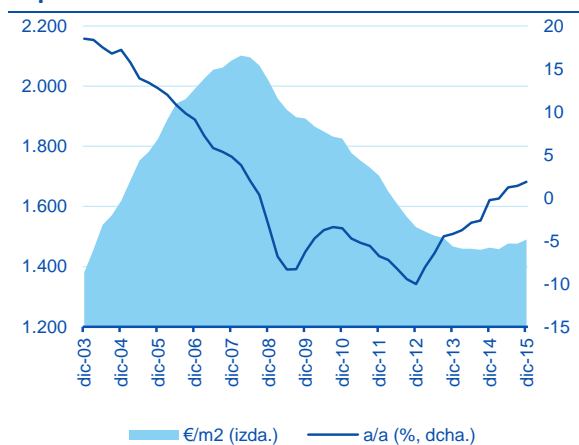
Otro de los indicadores que justifican el avance de la actividad constructora, y que lo garantizan para el futuro, es la evolución del mercado del suelo. En particular, aunque en 2015 el número de transacciones de suelo urbano se mantuvo prácticamente estable (-1,1% anual), la superficie transada superó en un 3,8% la de 2014, lo que supone que las operaciones se realizaron con suelos de mayor tamaño.

## Los precios de la vivienda se revalorizan y dejan atrás el suelo

El crecimiento de la demanda y el descenso de la oferta han permitido la revalorización de los precios de la vivienda, que fue del 1,1% de media anual en 2015, según se desprende de los datos elaborados por el Ministerio de Fomento a partir de tasaciones inmobiliarias. En el caso de las viviendas vendidas, los datos de los notarios, recogidos estadísticamente por el INE, muestran un avance del precio del 3,6% de media en 2015. Otros indicadores de precios apuntan en la misma dirección y, en conjunto, sugieren que el precio de la vivienda se revalorizó ligeramente en 2015, dejando atrás su suelo.

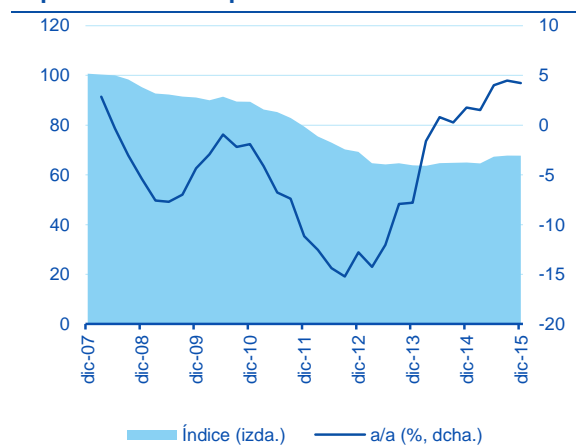
Según el Ministerio de Fomento, la vivienda concluyó el pasado año a un precio medio de 1.490,1 €/m<sup>2</sup>, un nivel similar al de la segunda mitad de 2004. Con ello, el valor de tasación acumuló tres trimestres consecutivos de crecimientos interanuales positivos precedidos de dos de estabilidad (Gráfico 3.13). Según el INE, a finales de 2015, el precio de la vivienda enlazó siete trimestres consecutivos de aumento, por lo que puede decirse que el precio de la vivienda está dejando atrás su suelo y está consolidando su tendencia de crecimiento (Gráfico 3.14).

Gráfico 3.13  
España: valor de tasación de la vivienda



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.14  
España: índice del precio de la vivienda

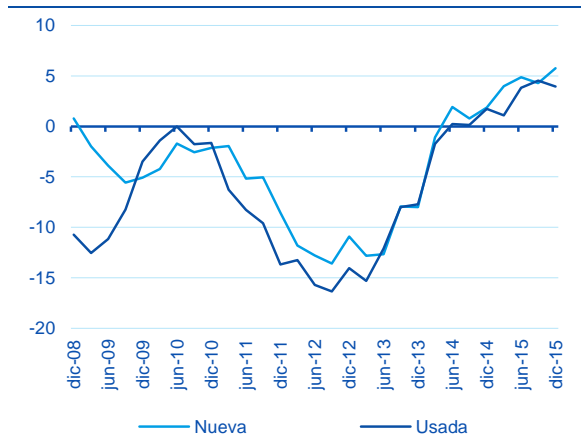


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por tipología, los aumentos de precios se produjeron tanto en la vivienda nueva como en la usada. La primera experimentó un avance del 4,7% de media anual, mientras que la vivienda de segunda mano se revalorizó el 3,4% anual. Si bien en ambos segmentos la tendencia es de claro crecimiento, en la parte final de 2015 se apreció una diferencia: mientras el aumento de la vivienda nueva continuó ganando tracción, el de la vivienda usada se moderó ligeramente (Gráfico 3.15). Este hecho puede deberse a dos factores, o a una combinación de ambos. Por un lado, la cada vez menor oferta de vivienda nueva estaría tensionando los precios al alza con mayor intensidad. Y, por otro, la moderación de la demanda observada en el último trimestre del año se habría dejado notar en el precio de la vivienda usada ralentizando su evolución.

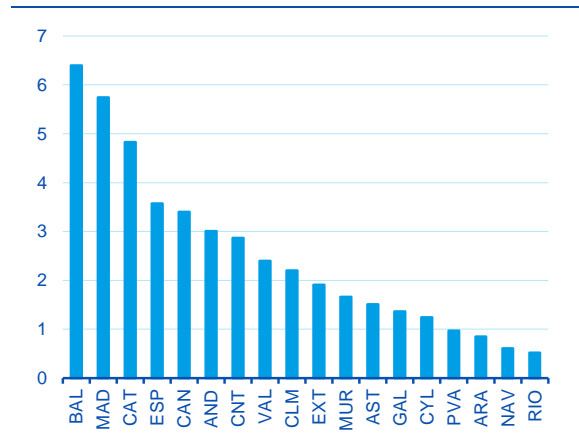
A escala autonómica, la vivienda se revalorizó en todos los mercados durante 2015, según los datos del índice de precios de vivienda del INE. Resultaron especialmente relevantes los ascensos registrados en Baleares y en la Comunidad de Madrid, en torno al 6% anual en ambos casos. En Cataluña el ascenso de casi el 5% también fue destacado. Por el contrario, los ascensos más modestos, por debajo del 1%, se localizaron en La Rioja; Navarra y Aragón. Así, por primera vez desde el inicio de la crisis el precio de la vivienda creció en todas las comunidades autónomas (Gráfico 3.16).

Gráfico 3.15  
España: variación interanual índice del precio de la vivienda (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

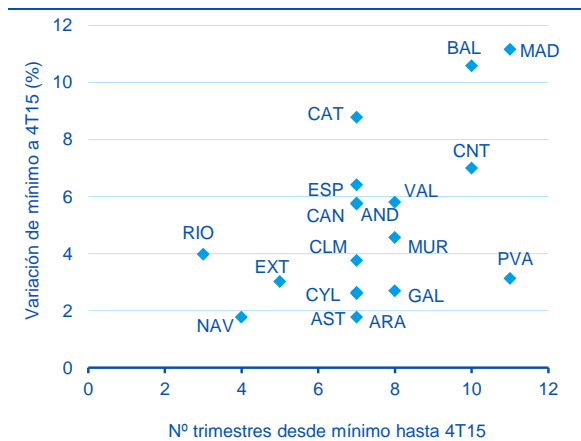
Gráfico 3.16  
España: variación interanual del precio de la vivienda 2015 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

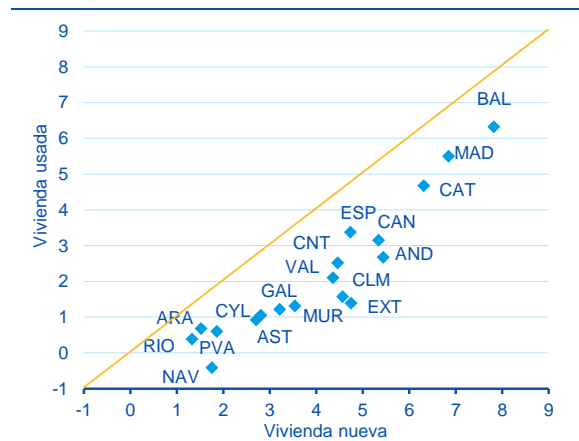
En el Gráfico 3.17 se refleja el grado de consolidación de la revalorización de precios en las diferentes regiones del país. Madrid y Baleares podrían clasificarse como los mercados donde el cambio de tendencia del precio de la vivienda se inició antes y el aumento está siendo mayor: han transcurrido 11 trimestres desde que el precio tocó suelo en Madrid y 10 en Baleares, acumulando en ambos casos un incremento del precio superior al 10%. Ambas regiones muestran particularidades que respaldan este comportamiento: Madrid es una de las regiones que mejor ha salido de la crisis con un crecimiento del PIB superior a la media nacional, lo que ha fortalecido a la demanda interna; Baleares, comunidad turística por excelencia, es uno de los principales polos de atracción para que los extranjeros establezcan su retiro o su segunda residencia. De este modo, regiones como Cataluña y Canarias, donde la demanda extranjera es también relevante, el grado de consolidación del cambio de tendencia de los precios de la vivienda es elevado.

Gráfico 3.17  
Precio de la vivienda. Tasas de variación y nº de trimestres en positivo



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.18  
Variación interanual del precio de la vivienda nueva y usada (%)



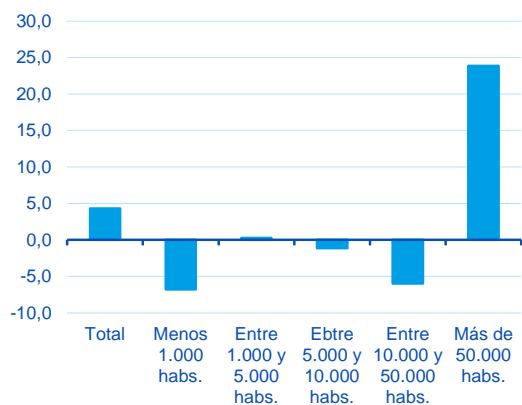
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Distinguiendo por tipología, en 2015, en media, la revalorización de la vivienda nueva fue superior al de la usada en todas las comunidades autónomas. Además, tanto el precio de la vivienda nueva como el de la usada aumentó en todas las regiones salvo en Navarra, donde el precio de la vivienda usada cayó el 0,4%

respecto a 2014 (Gráfico 3.18). En particular, Baleares, Madrid y Cataluña fueron las tres regiones en las que, tanto el precio de la vivienda nueva y usada, superaron el crecimiento medio nacional. Por el contrario, Navarra, La Rioja, Aragón y País Vasco fueron las comunidades más alejadas de la media, por el extremo inferior, en ambas tipologías.

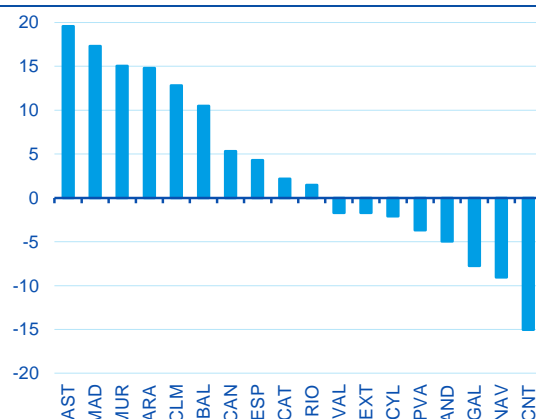
En 2015, el crecimiento del precio residencial se vio acompañado de un aumento del precio del suelo urbano del 4,3% respecto a 2014, según los datos del Ministerio de Fomento. Tal y como puede observarse en el Gráfico 3.19, los grandes municipios, de más de 50.000 habitantes, fueron los que lideraron la subida del precio. El resto de mercados, a excepción del de entre 1.000 y 5.000 habitantes que se mantuvo prácticamente estable, registraron retrocesos en el precio. En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que la estadística de suelo es especialmente volátil. Una volatilidad que se deja notar más en el análisis regional. En el Gráfico 3.20 se observa cómo el precio del suelo urbano creció con fuerza en Aragón y Asturias, regiones donde no destacan especialmente los incrementos del precio de la vivienda; en Madrid, donde la subida del precio de la vivienda parece estar consolidada; y Murcia, donde el precio de la vivienda nueva subió a tasas similares a la media. Por su parte, regiones donde la dinámica del precio es claramente ascendente, como Baleares y Cataluña, también mostraron revalorizaciones en el precio del suelo urbano.

Gráfico 3.19  
**España: precio medio del suelo urbano por tamaño municipal en 2015 (% variación anual)**



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.20  
**Precio medio del suelo urbano en 2015 (% variación interanual)**



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

## La financiación: un elemento clave para el buen desarrollo de la demanda

La financiación hipotecaria está siendo uno de los principales factores de apoyo al crecimiento de la demanda residencial. La combinación de una política monetaria expansiva del BCE, junto con la mejora de las perspectivas económicas generales y del mercado de la vivienda en particular, han permitido una reducción progresiva de los costes de financiación, y han favorecido la expansión del mercado, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta.

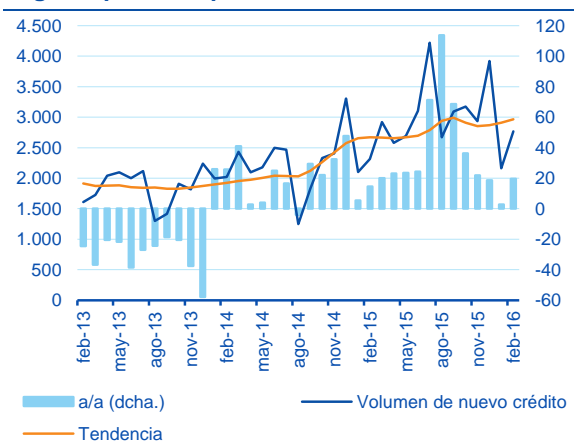
En los últimos meses de 2015 el flujo de nuevo crédito destinado a la compra de vivienda moderó el crecimiento respecto al observado en los trimestres centrales del año. En cualquier caso, 2015 concluyó con un aumento de esta magnitud del 33,2%, el segundo año de aumento tras siete años consecutivos de descensos. Los primeros compases de 2016 apuntan hacia un crecimiento relevante del crédito para la adquisición de vivienda, en línea con lo observado en los últimos meses de 2015. (Gráfico 3.21).

Este aumento del crédito ha tenido un claro reflejo en la evolución de las hipotecas concedidas para la compra de vivienda, que cerró 2015 con la firma de un 25,8% de préstamos más que en 2014. Además,



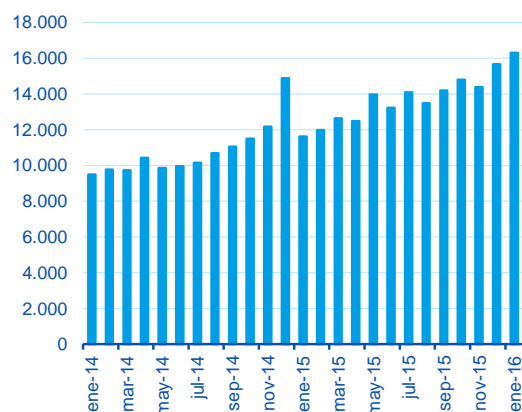
2016 comenzó con un nuevo avance, en enero la firma de hipotecas creció el 4,1% (CVEC) respecto a diciembre (Gráfico 3.22).

Gráfico 3.21  
España: flujo de nuevo crédito destinado por los hogares para compra de vivienda



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.22  
España: hipotecas para la adquisición de vivienda (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

Las últimas decisiones del BCE están dirigidas a impulsar el crédito con el fin de dinamizar la actividad económica y elevar la tasa de inflación, que en los últimos trimestres se ha situado en terreno negativo. Fruto de estas decisiones, los tipos de interés interbancarios han mantenido una tendencia descendente a lo largo de 2015 y 2016. Así, el Euribor a 12 meses, el principal referente hipotecario en España, cerró en marzo de 2016 a un tipo negativo del -0,012%, lo que supone una reducción de 22 puntos básicos respecto de marzo de 2015.

De igual modo, la mejora de las perspectivas económicas ha permitido que los diferenciales de crédito se redujeran, llevando a que el tipo de interés de las nuevas operaciones<sup>2</sup> de febrero se situara en el 2,34%, 33 puntos básicos menos que en febrero de 2015. Con esto, los tipos de interés asociados al mercado hipotecario se mantienen en mínimos históricos, lo que, sin duda, está siendo un aliciente para la demanda (Gráfico 3.23).

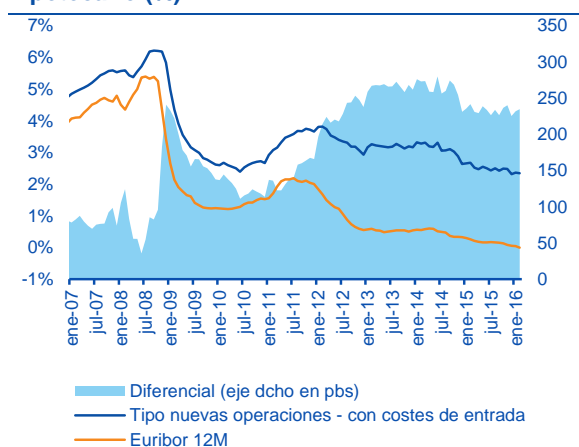
La reducción de los costes hipotecarios también ha repercutido positivamente en la capacidad de acceso a la vivienda de las familias españolas en el último año. Pese a que los precios de la vivienda subieron un 1,8% en 2015, la reducción de los costes financieros y la mejora de la renta disponible bruta de las familias españolas, han permitido que la ratio de accesibilidad riesgo BBVA<sup>3</sup> continuara mejorando y se situase en el 129% a cierre del año 2015 (Gráfico 3.24).

2: Este tipo de interés es el T.A.E. que resulta de la suma del tipo de interés de referencia, que en España es, en la mayor parte de los casos, el Euribor a 12 meses; el diferencial aplicado por las entidades financieras y las comisiones anexas a la firma del contrato hipotecario.  
3: Una explicación detallada de este indicador puede encontrarse en el Recuadro 2 de la revista Situación Inmobiliaria (diciembre 2015): [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/12/Situacion\\_Inmobiliaria\\_dic15.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/12/Situacion_Inmobiliaria_dic15.pdf)



Gráfico 3.23

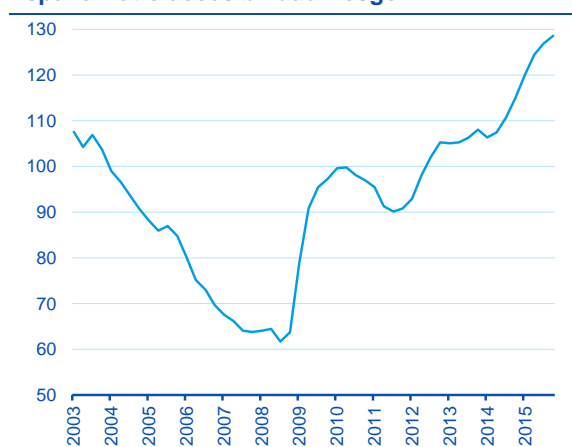
**España: tipos de interés asociados al mercado hipotecario (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.24

**España: ratio accesibilidad-riesgo BBVA**

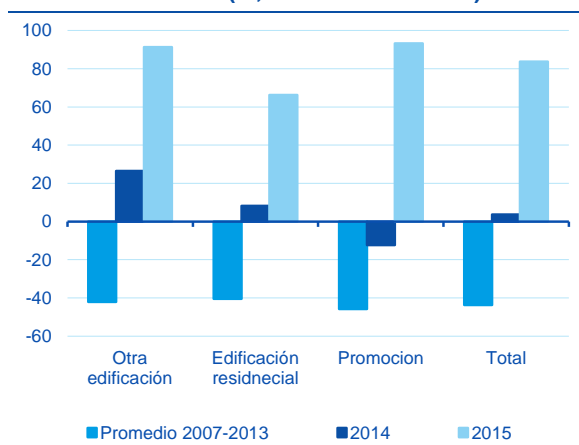


Fuente: BBVA Real Estate a partir de INE y BdE

No sólo la financiación a los hogares ha mostrado una evolución creciente a lo largo del último año, el aumento de la financiación a las empresas del sector fue también importante. En términos agregados, la financiación al sector empresarial español aumentó, según los datos de flujo de nuevo crédito del Banco de España, el 9,9% respecto a 2014. En el caso de las empresas del sector de la construcción este incremento fue mayor, si bien, el nivel de partida era muy reducido. La financiación al conjunto de empresas promotoras y dedicadas a la construcción de edificios creció el 83,7% en 2015, según los datos del Centro de Información Estadística del Notariado (CIEN), el segundo año de crecimiento tras el tímido avance del 3,7% en 2014. La desagregación por tipo de actividad indica que aunque las empresas constructoras ya vieron aumentar el flujo de crédito en 2014, las promotoras lo han hecho por primera vez, tras el estallido de la crisis, en 2015. Así, las empresas dedicadas a la promoción aumentaron el flujo de nuevo crédito el 93,3%; en el caso de las dedicadas a la edificación residencial el incremento fue del 66,2% y las constructoras de edificios no residenciales lo aumentaron el 91,3% (Gráfico 3.25). Incrementos muy importantes que se producen en un entorno de niveles mínimos ya en el 2015 el flujo de nuevo crédito tan sólo representó el 5,1% del de 2007 (Gráfico 3.26).

Gráfico 3.25

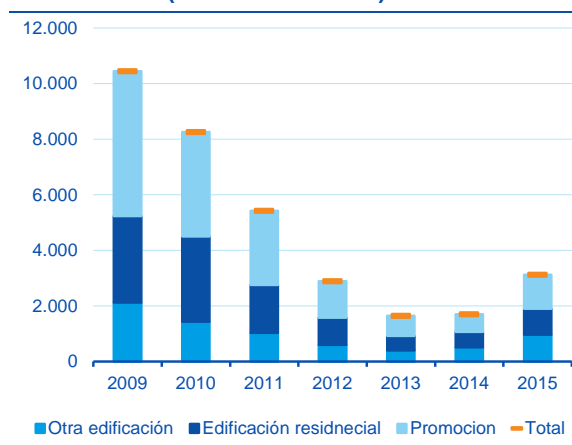
**España: nuevo flujo de crédito en las empresas de la construcción (% crecimiento anual)**



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

Gráfico 3.26

**Nuevo flujo de crédito en las empresas de la construcción (millones de euros)**



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

## Perspectivas

Las perspectivas de la demanda para el presente año son positivas ya que se espera que los fundamentales de la misma sigan evolucionando al alza. Las expectativas de crecimiento de la economía a tasas del 2,7% en los próximos dos años apoyan que la creación de empleo y la mejora de la renta disponible bruta de las familias continúen. De hecho, las últimas previsiones de BBVA Research apuntan a la creación de un millón de nuevos puestos de trabajo en el bienio 2016-2017. Además, el compromiso del Banco Central Europeo de mantener los tipos de interés en tasas reducidas y de trabajar para que las entidades financieras incrementen el crédito será un aliciente para un mercado en el que la mayor parte de las transacciones acuden a la financiación ajena. Así, en el escenario central, se espera que las ventas de viviendas en 2016 muestren un comportamiento similar al de 2015, registrando un incremento en torno al 10%, lo que implicaría la venta de unas 440.000 viviendas. Todo ello suponiendo que las incertidumbres económicas y políticas no terminen trasladándose definitivamente a la demanda.

La consolidación del crecimiento de la demanda en 2015, y las perspectivas de avance en el próximo bienio son una garantía para que la edificación de nuevas viviendas siga aumentando en los próximos ejercicios. Sobre todo, teniendo en cuenta que la sobreoferta de vivienda en las zonas de mayor actividad económica, como son las grandes ciudades y algunas áreas de la costa mediterránea, ha dejado de ser un problema. De hecho, hay mercados donde la vivienda nueva ya comienza a escasear. El crecimiento seguirá siendo, desde el punto de vista territorial, muy heterogéneo.

En 2016 se espera que las viviendas terminadas comiencen a crecer en algunos mercados, mientras que en otros podrían alcanzar el suelo. Por su parte los visados, ligados a la iniciación de nuevas viviendas, crecerán a una tasa anual del entorno del 30%. Esto, unido al mayor dinamismo que se aprecia en el mercado de suelo, garantiza el avance de la actividad constructora. Así, se espera que la que en 2016 la inversión en vivienda crezca a una tasa del 3,8%, elevando el peso de esta inversión hasta el 4,6% del PIB.

En cuanto a los precios de la vivienda, se espera que el avance continúe, apoyándose en el aumento de la demanda y en la paulatina reducción de la oferta de la vivienda. De nuevo, la evolución de los precios será relativamente heterogénea: mientras que en los mercados más activos (grandes ciudades y costa mediterránea) el avance del precio será algo más intenso; en los mercados menos activos, el precio todavía no ha tomado la tendencia creciente y permanecerá estable en términos reales. Así, la previsión apunta hacia un crecimiento del precio en torno al 3% en 2016 en el conjunto nacional.

Finalmente, las expectativas sobre la evolución de los costes de financiación para los próximos meses también son positivas. Por un lado, en la medida en que el crecimiento económico continúe por la senda esperada y los precios de la vivienda evolucionen al alza, los márgenes aplicados a los créditos podrían seguir reduciéndose. Por otro, la política monetaria expansiva garantiza unos costes de financiación bajos para las entidades de crédito que, paulatinamente, han de ir transmitiéndose a la economía real en forma de más crédito. En este sentido, las últimas encuestas publicadas por el BCE sobre préstamos bancarios revelaban que, según las entidades financieras españolas, las condiciones generales de los préstamos ordinarios e hipotecarios habían mejorado y esperaban que continuaran creciendo durante el primer trimestre de 2016.

## Recuadro 1. La productividad del sector de la construcción en España

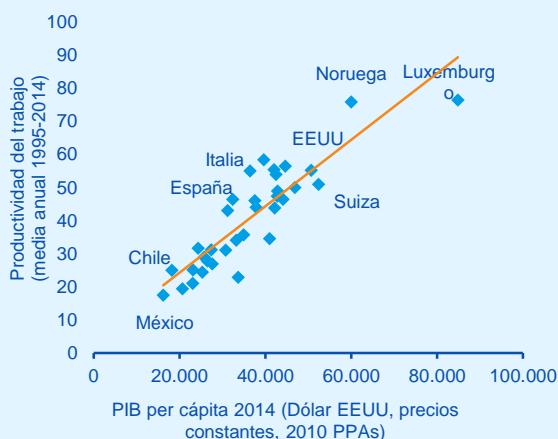
David Cortés, CFA – Unidad de Real Estate | Félix Lores – Unidad de España

### Introducción

El análisis del crecimiento de la productividad de una economía es relevante teniendo en cuenta que es el factor más importante para explicar la mejora en el bienestar de los ciudadanos. El Gráfico R.1.1 muestra la relación positiva que existe entre el crecimiento de la productividad del factor trabajo, medida como el valor añadido bruto (VAB) por hora trabajada, y el del PIB per cápita.

Gráfico R.1.1

#### Relación entre el crecimiento de la productividad y el PIB per cápita de las economías de la OCDE



Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

La contribución de la construcción a la evolución de la economía española ha sido relativamente elevada durante las últimas dos décadas<sup>4</sup>. Así, el crecimiento económico en España ha descansado, en gran medida, en un sector que, históricamente, ha tenido una menor tasa de crecimiento de la productividad que otros sectores. Este estudio, al igual que otros<sup>5</sup>, encuentra que el crecimiento del VAB del sector recayó, sobre todo, en la acumulación de factores productivos, principalmente factor trabajo, y no en

la acumulación de conocimiento o tecnología.

Sin embargo, la comparación internacional muestra que el sector de la construcción español no es el que tiene una peor evolución de la productividad. En general, en todos los países analizados, la construcción es intensiva en empleo y muestra crecimientos de productividad inferiores a la media de sus economías.

Tras el avance de la productividad experimentado por el sector en los años de la última crisis, la reciente recuperación del sector ha vuelto a venir acompañada de un incremento del empleo, pero también de una nueva reducción de la productividad. Si bien es cierto que, la recuperación del sector vendrá acompañada de un aumento del empleo, dada su intensa corrección durante la crisis, el sector debería intentar avanzar por una vía de crecimiento en la que el capital tecnológico y la economía del conocimiento tuvieran un mayor protagonismo, y favorecieran el crecimiento de la productividad a medio y largo plazo.

El objetivo de este recuadro es analizar la productividad de la construcción en España en las dos últimas décadas. Para ello se estudian dos medidas de productividad.

En primer lugar se lleva a cabo un análisis de la productividad del trabajo, medida como VAB por hora trabajada, desde una óptica nacional –comparando los diferentes sectores económicos– e internacional –relativizando los datos españoles con los de los principales países del entorno–. Este análisis se realiza utilizando la base de datos STAN de la OCDE.

En segundo lugar, se hace un análisis de la Productividad Total de los Factores (PTF)

4: Según los datos de Contabilidad Nacional Trimestral del INE, entre 1998 y 2007 el sector de la construcción fue el responsable de casi el 30% del crecimiento del PIB en España. Por el contrario, el 75% de la caída de la economía entre 2008 y 2013 fue como consecuencia de la contracción de la construcción.

5: Mas y Robledo (2010) encuentran que para el periodo de expansión 1995-2007, el crecimiento de la economía española se explicó, sobre todo, por un fuerte proceso de acumulación de factores.

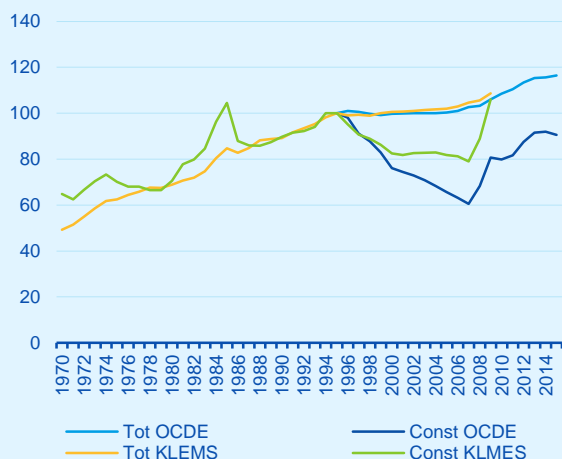
haciendo uso de los datos proporcionados por la base EU-KLEMS.<sup>6</sup> Si lo que se pretende es identificar la productividad con los cambios en la forma de combinar los factores productivos y no con la cantidad de los factores, entonces la productividad total de los factores (PTF) resulta una medida más adecuada.

### La productividad del trabajo

El análisis de las series de productividad del sector de la construcción y de la economía en su conjunto, permiten diferenciar tres periodos. El primero va desde 1970 hasta mediados de los 90, en el que la productividad del sector mostró una evolución similar a la del conjunto de la economía. El segundo periodo va desde 1995 hasta 2007, y en éste, la productividad del sector se contrajo significativamente. Y, por último, el que transcurre de 2007 hasta 2014, los años de la última crisis económica, que golpeó con especial virulencia al sector, y volvió a repuntar la productividad (Gráfico R.1.2).

Gráfico R.1.2

**España: productividad del trabajo (valor añadido bruto por hora trabajada, 100=1995)\***



\*Nota: Series a OCDE a precios constantes 2010, series KLEMS a precios constantes 2005)  
Fuente: BBVA Research a partir de OCDE y EU KLMES

La Tabla R.1.1 refleja que durante los últimos 45 años, el crecimiento de la productividad en la construcción ha sido significativamente inferior a la media, sesgando a la baja el aumento de la productividad total. Diferenciando por los periodos anteriormente mencionados se observa cómo, salvo en los últimos siete años, la productividad en el sector avanzó a un menor ritmo que la media nacional.

Durante el periodo expansivo de 1995-2007, el crecimiento de la productividad del sector fue significativamente negativo. Esta reducción tan acusada se dejó notar en la economía. De hecho, de no haber sido por la construcción, la productividad de la economía habría crecido a una tasa media anual del 0,8%, 0,6 pp más que lo observado. Por último, entre 2008 y 2015, se observó el proceso inverso, una fuerte reducción del VAB de la construcción (-45,1%), acompañada de una mayor destrucción de empleo, superior al 60%. Ello dio como resultado un fuerte incremento de la productividad, del 5,4% en promedio anual, que favoreció el crecimiento de la productividad de la economía.

Tabla R.1.1

**España: productividad del trabajo (% variación promedio anual)\***

|                  | Total economía | Construcción | Total sin construcción |
|------------------|----------------|--------------|------------------------|
| <b>1970-1995</b> | 2,9            | 1,9          | 3,0                    |
| <b>1996-2007</b> | 0,2            | -4,1         | 0,8                    |
| <b>2008-2015</b> | 1,6            | 5,4          | 1,1                    |

\*Nota: 1970-1995 con KLEMS; resto con OCDE  
Fuente: BBVA Research a partir de OCDE y EU KLMES

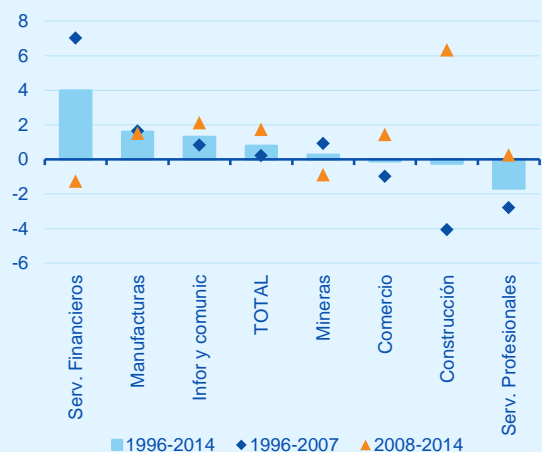
Cabe destacar cómo en 2015, año en el que el sector comenzó a recuperarse, la evolución de la productividad ha cambiado de tendencia. De hecho, en este ejercicio cayó a una tasa anual del 1,4%, lo que es resultado de un incremento del VAB del 5,2% y de un aumento de los ocupados del 8,1%.

6: Los datos de productividad para este artículo se tomaron de las bases de datos EU KLEMS (ISIC Rev.4) y STAN (ISIC Rev.4) de la OCDE. Para los análisis de la productividad del trabajo, que no necesitan de estimaciones del capital, se han utilizado las bases de datos de la OCDE que llegan hasta el año 2014, mientras que la base de datos EU-KLEMS tan solo llega a 2009. Sin embargo, para los análisis de la PTF y de las contribuciones al crecimiento de los factores, se utiliza exclusivamente la base de datos EU-KLEMS, puesto que permite un análisis con un mayor nivel de desagregación sectorial y tiene series históricas más largas, que en algunos casos llegan hasta los años 70.

En comparación con los principales sectores productivos de la economía, el gráfico R.1.3 muestra cómo entre 1995 y 2014 la construcción fue, junto con los servicios profesionales, el sector con menor crecimiento de la productividad, mientras que los servicios financieros y la producción de manufacturas fueron los sectores más productivos en estos 20 años.

Una mayor desagregación temporal refleja cómo en el periodo de expansión de la economía española, la construcción fue el sector donde más se redujo la productividad, al tiempo que los servicios financieros fue el segmento donde más mejoró.

Gráfico R.1.3  
**España: productividad del trabajo (% variación promedio anual)**



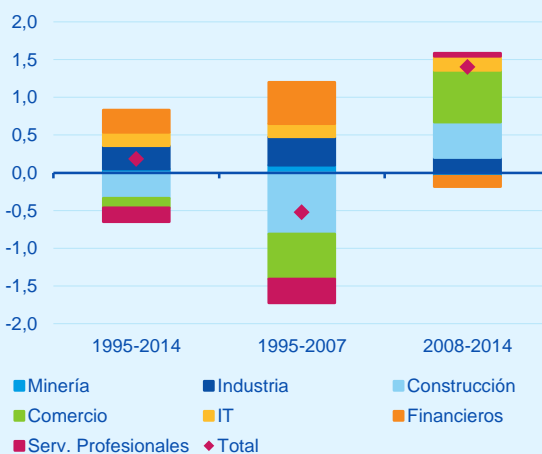
Fuente: BBVA Research a partir de OCDE y EU KLEMS

Por el contrario, en la etapa de crisis la construcción fue el sector que registró un mayor crecimiento de la productividad, mientras que en los servicios financieros se contrajo.

Al analizar las contribuciones sectoriales, Gráfico R.1.4, se observa que los servicios financieros, información y telecomunicaciones, y la industria han sido los sectores que han logrado sostener el crecimiento de la productividad en los últimos 20 años. Diferenciando los distintos periodos, se aprecia como durante el auge la construcción fue el principal responsable de la contracción de la

productividad en España, junto con las actividades comerciales y los servicios profesionales. Por el contrario, en la crisis estos sectores pasan a contribuir positivamente al crecimiento de la productividad. Tan solo los sectores de IT e industria contribuyeron positivamente en los dos periodos analizados. Estos datos apuntan a que la productividad española se ha visto muy influenciada por la productividad de los sectores menos productivos<sup>7</sup>.

Gráfico R.1.4  
**España: contribución sectorial al crecimiento de la productividad\* (en pp)**



\*Nota: productividad de los sectores no agrarios excluidos los servicios inmobiliarios  
Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

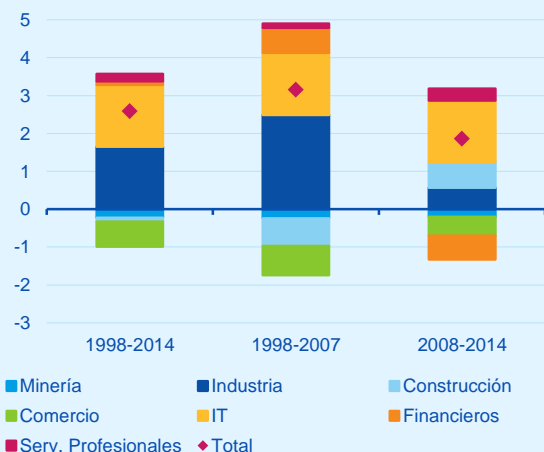
Cabe preguntarse si este patrón fue exclusivo de España o si se contempló también en otros países del entorno. Para ello se compara la evolución de la productividad en Irlanda, una economía que experimentó una expansión y una crisis inmobiliaria similar a la española. En el Gráfico R.1.5 se observa cómo el sector de la construcción en Irlanda mostró una evolución similar a la española: caída elevada de la productividad en la etapa de expansión y recuperación de la misma en la crisis. Sin embargo, la menor dependencia del país anglosajón de la construcción y la mayor contribución de la productividad de otros sectores como la industria y el sector de información y telecomunicaciones consiguieron neutralizar el

7: En la actualidad existe un debate en España sobre si se debe cambiar su modelo productivo para mejorar la productividad. Gráficos como el R.1.4 y el R.1.5 pueden llevar a la interpretación de que efectivamente una excesiva asignación de recursos a los sectores menos productivos está detrás de baja productividad española. Sin embargo, estudios recientes (García-Santana et al (2016) y Picazo et al (2016)) encuentran evidencias de que la baja productividad de la economía española podría estar más influenciada por una pobre redistribución de los recursos entre las empresas de un mismo sector que por una mala redistribución sectorial.

drenaje de productividad de la construcción entre 1995 y 2007.

Gráfico R.1.5

**Irlanda: contribución sectorial al crecimiento de la productividad\* (en pp)**



\*Nota: productividad de los sectores no agrarios excluidos los servicios inmobiliarios

Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

España es el país del entorno donde la productividad tiene un comportamiento más errático (Tabla R.1.2). En el periodo 95-07 es el país en el que más cae la productividad (-4.08%). Mientras que es la que más sube para el periodo 2008-2014, con un 6,34%. Esto, unido a un mayor peso relativo del sector, da lugar a que el impacto de estas variaciones sea más intenso en el conjunto de la economía<sup>8</sup>. Otro aspecto interesante que se ilustra la tabla R.1.2 es que, observando el conjunto del periodo 1995-2014, se comprueba cómo la productividad de la construcción no ha mostrado una evolución relativamente peor al resto de países. De hecho, la productividad en Italia y Francia registró una caída superior a la media española. En este sentido, Holanda y Reino Unido contaron con los sectores de construcción más productivos de la muestra entre 1995 y 2014. Lo que sí se puede observar en todos los países analizados, es que la productividad del trabajo del sector construcción es inferior a la del resto de la

economía en los últimos 25 años, comparando todo el periodo 95-14.

Tabla R.1.2

**Productividad del sector de la construcción: VAB por hora trabajada (% crecimiento promedio anual)**

|           | España        |               | Italia        |               | Francia       |               | Alemania      |               |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|           | Total Constr. | Total Constr. | Total Constr. | Total Constr. | Total Constr. | Total Constr. | Total Constr. | Total Constr. |
| 1996-2007 | 0,21          | -4,08         | 0,44          | -0,98         | 1,76          | 0,20          | 1,90          | -0,07         |
| 2008-2014 | 1,73          | 6,34          | 0,17          | -0,67         | 0,57          | -2,33         | 0,49          | 0,83          |
| 1996-2014 | 0,77          | -0,24         | 0,34          | -0,86         | 1,32          | -0,73         | 1,38          | 0,26          |

Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

Tabla R.1.2 (cont.)

**Productividad del sector de la construcción: VAB por hora trabajada (% crecimiento promedio anual)**

|           | Irlanda* |         | Holanda |         | Reino Unido |         |
|-----------|----------|---------|---------|---------|-------------|---------|
|           | Total    | Constr. | Total   | Constr. | Total       | Constr. |
| 1996-2007 | 2,60     | -2,29   | 1,67    | 1,53    | 2,10        | 0,73    |
| 2008-2014 | 2,21     | 3,43    | 0,57    | 0,31    | -0,01       | 0,19    |
| 1996-2014 | 2,43     | 0,21    | 1,26    | 1,08    | 1,32        | 0,53    |

\*Nota: datos desde 1999

Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

### La productividad total de los factores

La productividad del trabajo es una medida parcial que no permite distinguir qué parte de su crecimiento se debe a una mayor acumulación de factores, o a mejoras de eficiencia en la utilización de dichos factores. Para diferenciar estos efectos, se suele recurrir a la contabilidad del crecimiento y al análisis de la Productividad Total de los Factores (PTF). Este análisis ha utilizado la base de datos EU-KLEMS,<sup>9</sup> que descompone el crecimiento del valor añadido de un sector entre el incremento de la cantidad de trabajo, medida en número de horas, y el incremento de la calidad<sup>10</sup> del mismo. A su vez, el incremento de la calidad del trabajo lo determinan otros tres factores: i) las mejoras en la cualificación de la fuerza del trabajo; ii) el aumento en las

8: Entre 1995 y 2007 el VAB de la construcción equivalía en España al 11,7% del PIB, en promedio anual, mientras que en la UE-19 representaba el 5,9%. Entre 2008 y 2015 el peso en España bajó a un promedio anual del 7,9% del PIB mientras que en la UE-19 se mantuvo en el 5,5% del PIB.

9: La metodología aplicada por EU-KLEMS se motiva en el trabajo seminal de Jorgenson y Griliches (1967).

10: A lo que denominamos calidad del trabajo, en la literatura económica se le conoce como productividad del factor trabajo. Para evitar confusiones con la productividad del trabajo analizada en apartados anteriores hemos preferido utilizar el concepto calidad del factor trabajo.



dotaciones de capital por hora trabajada y iii). la PTF. La Tabla R.1.3 recoge el crecimiento del valor añadido de los principales sectores

productivos de la economía española y las contribuciones a dicho crecimiento.

Tabla R.1.3

**España: Crecimiento\* del VAB y contribuciones al crecimiento por sector**

|  | Crecimiento VAB | Horas Trabajadas | Calidad Trabajo | Mejoras Cualificación | ICT K por hora | NO-ICT K por hora | PTF   | Economía del Conocimiento |
|--|-----------------|------------------|-----------------|-----------------------|----------------|-------------------|-------|---------------------------|
|  | $a = b+c$       | $b$              | $c = d+e+f+g$   | $d$                   | $e$            | $f$               | $g$   | $h = d+e+g$               |
| <b>1995-2007</b>                           |                 |                  |                 |                       |                |                   |       |                           |
| TOTAL (TOT)                                | 3,47            | 1,92             | 1,53            | 0,33                  | 0,44           | 1,40              | -0,65 | 0,13                      |
| Agricultura (A)                            | 0,71            | -0,77            | 1,48            | 0,18                  | 0,01           | 0,53              | 0,76  | 0,95                      |
| Manufacturas (C)                           | 2,25            | 0,39             | 1,86            | 0,38                  | 0,32           | 0,86              | 0,30  | 0,99                      |
| Suministros Energéticos (D-E)              | 3,63            | 0,85             | 2,78            | 0,12                  | 0,18           | 1,81              | 0,67  | 0,97                      |
| Construcción (F)                           | 4,82            | 4,50             | 0,32            | 0,24                  | 0,15           | 2,05              | -2,12 | -1,74                     |
| Comercio y reparación vehículos (G)        | 4,22            | 2,08             | 2,14            | 0,45                  | 0,34           | 1,42              | -0,07 | 0,72                      |
| Información y comunicaciones (J)           | 5,50            | 1,40             | 4,10            | 0,58                  | 1,53           | 2,38              | -0,39 | 1,72                      |
| Act. financieras y de seguros (K)          | 5,94            | 0,48             | 5,46            | 0,13                  | 1,27           | -0,12             | 4,19  | 5,58                      |
| Act. inmobiliarias (L)                     | 3,91            | 0,87             | 3,04            | 0,06                  | 0,08           | 3,41              | -0,52 | -0,37                     |
| Act. profesionales y administrativas (M-N) | 4,84            | 5,57             | -0,73           | 0,65                  | 0,77           | 1,37              | -3,51 | -2,10                     |
| Admon. Pública y otros servicios (O-U)     | 2,89            | 1,88             | 0,88            | 0,38                  | 0,40           | 0,71              | -0,61 | 0,17                      |
| Admon. Pública (O)                         | 2,55            | 0,83             | 1,72            | 0,65                  | 0,43           | 0,50              | 0,14  | 1,22                      |
| <b>2008-2009</b>                           |                 |                  |                 |                       |                |                   |       |                           |
| TOTAL (TOT)                                | -1,31           | -1,73            | 0,43            | 0,52                  | 0,20           | 1,15              | -1,44 | -0,72                     |
| Agricultura (A)                            | -2,07           | -1,67            | -0,40           | 0,18                  | 0,00           | -0,29             | -0,29 | -0,11                     |
| Manufacturas (C)                           | -7,99           | -5,42            | -2,57           | 0,93                  | 0,10           | 0,43              | -4,03 | -3,00                     |
| Suministros Energéticos (D-E)              | 0,77            | 0,54             | 0,23            | 0,22                  | 0,05           | 1,99              | -2,03 | -1,77                     |
| Construcción (F)                           | -4,27           | -10,23           | 5,96            | 0,85                  | 0,05           | 1,51              | 3,55  | 4,45                      |
| Comercio y reparación vehículos (G)        | -0,55           | -2,08            | 1,53            | 0,52                  | 0,06           | 0,46              | 0,50  | 1,07                      |
| Información y comunicaciones (J)           | 0,13            | 0,94             | -0,81           | 0,50                  | 0,23           | 0,65              | -2,19 | -1,46                     |
| Act. financieras y de seguros (K)          | -0,55           | -0,19            | -0,35           | 0,47                  | 1,47           | 4,38              | -6,67 | -4,73                     |
| Act. inmobiliarias (L)                     | 0,42            | -0,10            | 0,52            | 0,09                  | -0,01          | 2,67              | -2,23 | -2,15                     |
| Act. profesionales y administrativas (M-N) | -0,78           | 1,97             | -2,76           | 0,78                  | 0,29           | 0,56              | -4,40 | -3,32                     |
| Admon. Pública y otros servicios (O-U)     | 3,37            | 2,53             | 0,90            | 0,28                  | 0,20           | 0,72              | -0,30 | 0,18                      |
| Admon. Pública (O)                         | 3,99            | 3,53             | 0,46            | 0,07                  | 0,28           | 0,66              | -0,55 | -0,20                     |

\*Las tasas de crecimiento son las medias aritméticas de las tasas anuales de crecimiento. Las contribuciones están en puntos porcentuales  
Fuente: BBVA Research a partir de EU-KLEMS

Los datos disponibles solo permiten analizar hasta el año 2009, así que para ser consistentes con el análisis anterior, y teniendo en cuenta las fuertes diferencias que hay entre periodos, se ha diferenciado el análisis entre los periodos 1995-2007 y 2008-2009.

Durante la fase expansiva, 1995-2007, los sectores donde más creció el VAB fueron la

construcción, servicios profesionales, servicios financieros, y el sector de la información y comunicación. Si analizamos el patrón de crecimiento de estos sectores se observa un comportamiento bien diferenciado entre los sectores de la construcción y servicios profesionales, y el de servicios financieros y comunicación e información. En los dos primeros, el crecimiento de las horas trabajadas explica casi

la totalidad del crecimiento de ambos sectores, mientras que la contribución de la calidad del trabajo es apenas significativa. Por su parte, en el sector financiero y de comunicación e información ocurre lo contrario. Es la calidad del trabajo y no la cantidad, lo que realmente contribuye al crecimiento de estos sectores.

Esto se traduce en que los sectores de la construcción y de servicios profesionales presenten las mayores contracciones de la PTF. Es un resultado muy similar al que se obtuvo al analizar la productividad del trabajo. Además, la contabilidad del crecimiento revela que la contribución del capital no tecnológico fue muy

superior a la del capital tecnológico. Lo que evidencia que el elevado crecimiento del sector durante el periodo 1995-2007 se debió fundamentalmente a una intensa acumulación de factores, principalmente empleo y capital no productivo, y no a un mayor desarrollo tecnológico, como sí ocurrió en otros sectores productivos<sup>11</sup>.

Si comparamos el sector de la construcción español con el de otros países de su entorno, (Tabla R.1.4), se observa también como la PTF española fue la que más se redujo durante el periodo expansivo.

Tabla R.1.4

**España: Crecimiento\* del VAB y contribuciones al crecimiento por sector**

|                  | Crecimiento VAB | Horas Trabajadas | Calidad Trabajo | Mejoras Cualificación | K tecnológico por hora | K no tecnológico por hora | PTF   | Economía del Conocimiento |
|------------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------------|------------------------|---------------------------|-------|---------------------------|
|                  | $a = b+c$       | $b$              | $c = d+e+f+g$   | $d$                   | $e$                    | $f$                       | $g$   | $h = d+e+g$               |
| <b>1995-2007</b> |                 |                  |                 |                       |                        |                           |       |                           |
| Holanda          | 1,05            | 1,27             | -0,22           | 0,49                  | 0,22                   | 0,34                      | -1,27 | -0,56                     |
| Reino Unido      | 2,13            | 0,87             | 1,25            | 0,25                  | 0,17                   | 0,60                      | 0,23  | 0,65                      |
| Alemania         | -2,87           | -2,66            | -0,21           | 0,18                  | 0,02                   | -0,05                     | -0,36 | -0,16                     |
| Italia           | 1,84            | 1,66             | 0,19            | 0,03                  | 0,14                   | 1,14                      | -1,12 | -0,95                     |
| Francia          | 1,10            | 0,77             | 0,33            | 0,19                  | 0,14                   | 0,41                      | -0,41 | -0,08                     |
| España           | 4,82            | <b>4,50</b>      | 0,32            | 0,24                  | 0,15                   | 2,05                      | -2,12 | -1,74                     |
| <b>2008-2009</b> |                 |                  |                 |                       |                        |                           |       |                           |
| Holanda          | -1,25           | 0,04             | -1,29           | -0,16                 | 0,07                   | 0,43                      | -1,63 | -1,72                     |
| Reino Unido      | -8,68           | -2,70            | -5,98           | 1,13                  | 0,02                   | -0,12                     | -7,02 | -5,86                     |
| Alemania         | -3,45           | -0,17            | -3,28           | 0,22                  | 0,07                   | -0,10                     | -3,48 | -3,19                     |
| Italia           | -5,60           | -1,73            | -3,88           | 0,44                  | 0,05                   | 0,14                      | -4,50 | -4,02                     |
| Francia          | -3,91           | 0,54             | -4,46           | 0,17                  | 0,07                   | 0,80                      | -5,50 | -5,25                     |
| España           | -4,27           | -10,23           | 5,96            | 0,85                  | 0,05                   | 1,51                      | 3,55  | 4,45                      |

\*Las tasas de crecimiento son las medias aritméticas de las tasas anuales de crecimiento. Las contribuciones están en puntos porcentuales  
Fuente: BBVA Research a partir de EU-KLEMS

Sin embargo, aunque España presenta la menor contribución de la productividad del periodo, en todos los países, salvo Reino Unido, la productividad en la construcción se contrae. Si bien, la peor productividad española se explicaría por un mayor crecimiento del factor.

El periodo expansivo cuenta con 12 años de información y permite un análisis más completo, sin embargo, para el periodo de ajuste tan solo se disponen de dos años de datos, 2008-2009. Esto impide sacar conclusiones sobre qué ha pasado exactamente durante los años de la corrección

11: García-Santana et al (2016) encuentran evidencia de que los recursos en España no siempre han ido a las empresas que más inversión en capital tecnológico, formación y tecnología realizaron. Y estos resultados son todavía más severos en el sector de la construcción.



(2008-2014), pero si permite observar cómo reaccionaron los sectores y el resto de países durante los primeros años de la crisis.

A nivel sectorial, durante el periodo 2008-2009 llaman la atención dos hechos: El primero, que los sectores que durante la fase expansiva crecieron más apoyándose en el conocimiento y desarrollo tecnológico (por ejemplo el sector financiero y el sector de comunicación e información) se contrajeron menos en estos dos años de ajuste. El segundo, que la PTF del sector construcción crece a una tasa muy elevada y es la mayor de todos los sectores. Así, parece que la volatilidad de los sectores más intensivos en horas trabajadas y menos en la calidad del empleo, es mucho mayor que en los sectores en los que la calidad del trabajo es más relevante.

Teniendo en cuenta las características del sector, el fuerte crecimiento de la productividad en estos dos años no se debe a ningún salto tecnológico, sino que responde más bien a la fuerte contracción del empleo. Si se analiza la calidad del trabajo, se observa que la inversión en capital por hora de empleo se reduce tanto para el capital tecnológico como no tecnológico.

Con estos resultados se infiere que la construcción es un sector muy intensivo en trabajo, y recurre en mayor medida que el resto al factor empleo para ajustar su actividad a las diferentes fases del ciclo económico.

Este comportamiento es similar al patrón que se observa a nivel internacional (Tabla R.1.4). Llama la atención que en el resto de países comparados se reducen simultáneamente el VAB y la productividad. Mientras que en España la fuerte caída del VAB va acompañada de un significativo repunte de la productividad. Esto es así, porque en el resto de países el ajuste de la contribución de las horas trabajadas es más moderado que en España, y la mayor parte del ajuste viene explicado del lado de la calidad del trabajo.

Otro dato interesante que se observa es la sensible mejora de la cualificación de la fuerza laboral del sector de la construcción durante el periodo 2008-2009. Pasó de contribuir al

crecimiento del VAB 0,24 pp en los años de expansión, a contribuir 0,85 pp en 2008-2009. La explicación a este hecho podría radicar en que la contracción del empleo se centrara, sobre todo, en los empleados con menor formación que son los que especialmente habían crecido durante el último periodo del “boom” inmobiliario.

Tabla R.1.5  
**España: Nivel de formación de la economía y la construcción (2002)**

|            | 2002             |       |              |       |
|------------|------------------|-------|--------------|-------|
|            | % Baja formación |       | % 15-29 años |       |
|            | Construcción     | Total | Construcción | Total |
| <b>ESP</b> | 73,0             | 51,0  | 31,5         | 26,2  |
| <b>HOL</b> | 43,9             | 29,3  | 26,5         | 26,3  |
| <b>RU</b>  | 27,6             | 25,5  | 23,9         | 26,0  |
| <b>FRA</b> | 37,7             | 28,3  | 22,9         | 21,7  |
| <b>ITA</b> | 71,5             | 45,8  | 22,9         | 19,4  |
| <b>ALE</b> | 17,5             | 15,9  | 23,3         | 20,7  |

Fuente: BBVA Research a partir de EU-KLEMS

Tabla R.1.5 (cont.)  
**España: Nivel de formación de la economía y la construcción (2009)**

|            | 2009             |       |              |       |
|------------|------------------|-------|--------------|-------|
|            | % Baja formación |       | % 15-29 años |       |
|            | Construcción     | Total | Construcción | Total |
| <b>ESP</b> | 60,4             | 40,5  | 28,8         | 19,5  |
| <b>HOL</b> | 37,4             | 25,1  | 24,0         | 25,6  |
| <b>RU</b>  | 22,9             | 19,5  | 26,5         | 24,3  |
| <b>FRA</b> | 31,6             | 22,9  | 28,0         | 20,9  |
| <b>ITA</b> | 61,1             | 36,5  | 21,4         | 15,0  |
| <b>ALE</b> | 15,1             | 14,1  | 21,5         | 21,0  |

Fuente: BBVA Research a partir de EU-KLEMS

De hecho, en el sector de la construcción español el porcentaje de jóvenes con baja formación en los años del “boom” era muy superior al del resto de la economía española y el resto de países de nuestro entorno, con la excepción de Italia (Tabla R.1.5). En el año 2002, el porcentaje de empleados con baja formación era de un 73% en el sector de la construcción español, mientras que en el alemán era de un 18%. Con la llegada de la recesión se observa como en todos los países el porcentaje de empleados con menor formación se reduce, pasando en España del 73% en 2002 al 60% en 2009. Lo que confirma que fueron los

colectivos de jóvenes con escasa formación los más afectados por la crisis.

Otro aspecto interesante que se observa al comparar el nivel de formación del sector de la construcción en España con otros sectores y países, es que en todos los países de la muestra, el sector de la construcción tiene una cualificación de su fuerza laboral inferior a la de la media de la economía, siendo Alemania el país que menos diferencias se aprecian. Además, pese a que la crisis ha mejorado la cualificación laboral del sector de la construcción, en 2009 todavía se estaba muy lejos de los niveles que tenían países como Alemania, Reino Unido, Holanda y Francia.

### Observaciones Finales

Lo primero a destacar es que la tasa de crecimiento de la productividad del sector de la construcción ha sido históricamente inferior a la del resto de la economía española.

También se ha observado que el crecimiento de la productividad del sector construcción es de las más volátiles de toda la economía. Durante el ciclo expansivo de 1995-2007 fue el sector en el que más se deterioró, mientras que en el periodo 2008-2014 fue la que más repuntó. Y esto es así tanto a nivel nacional como a nivel internacional. El análisis de la PTF, evidencia que el sector creció y se contrajo a gran velocidad a través del ajuste de la intensidad de sus factores productivos, especialmente la cantidad de trabajo, y no variando su eficiencia productiva.

Cuando se compara al sector internacionalmente, se puede ver como el crecimiento de la productividad española para el periodo 1995-2014 no fue el peor de la muestra. Países como Italia o Francia presentan menores crecimientos, mientras que Reino Unido, Alemania y Holanda son los que mejor evolución presentan. Sin embargo, lo que sí es común en todos los países, es que el crecimiento de la productividad del sector construcción es históricamente inferior al del resto de la economía. En este punto, la contabilidad del crecimiento revela cómo en casi todos los países la construcción ha crecido acumulando factores productivos, especialmente

empleo y capital no productivo, y no desarrollando nuevos procesos tecnológicos.

En la medida en que la construcción vaya recuperándose progresivamente, sería positivo tanto para el sector, como para la economía en general, que el crecimiento del sector fuera apoyándose cada vez más en las empresas que más apuestan por el capital tecnológico, la formación y el conocimiento.

### Bibliografía

García-Santana, M., Moral-Benito, E., Pijoan-Mas, J., y Ramos, R., (2016). Growing like Spain: 1995-2007. Barcelona GSE Working Paper 888. March 2016.

Gil-Pareja, S., Llorca-Vivero, R., y Picazo-Tadeo, A., (2016). Crecimiento y productividad en la economía valenciana. Papeles de Economía Española, Nº 148, abril (2016)

Mas, M., y Robledo, J.C., (2010). Productividad. Una perspectiva internacional y sectorial. Fundación BBVA.

Measuring Productivity. Measurement of Aggregate and Industry-Level Productivity Growth. (2001). OECD Manual.

O'Mahony, M., y Timmer, M.P., (2009). Output, input and productivity measure at the industry level: The EU KLEMS database. The Economic Journal, 119 (June).

Pekuri, A., Haapasalo, H., y Herrala, M., (2011). Productivity and Performance Management – Managerial Practices in the Construction Industry. Journal of Performance Management, 2011, Vol.1, 39-58

Sanaú-Villarroya, J., Barcenilla-Visús, S., y López-Pueyo, C., (2006). Productividad Total de los Factores y Capital Tecnológico: Un Análisis Comparado. Productividad y Competitividad de la Economía Española. Marzo-abril 2006. Nº829.

Timmer, M., Moergastel, T., Stuijvenwold, E., Ypma, G., O'Mahony, M., y Kangasniemi, M. (2007). EU KLEMS Growth and Productivity Accounts. Version 1.0. Part I Methodology.

## Recuadro 2. Empleo, inmigración y demanda de vivienda

Ignacio San Martín Unidad de Real Estate

### Introducción

Una de las principales preocupaciones del sector inmobiliario en España en la actualidad es la evolución que tendrá la demanda de viviendas en el medio y largo plazo. En general, la demanda de vivienda está muy relacionada con las variables demográficas, más concretamente con el proceso de creación de hogares.

Las proyecciones demográficas de largo plazo más recientes del Instituto Nacional de Estadística (INE)<sup>12</sup> indican que España continuará perdiendo población en los próximos años y que el proceso de formación de hogares se reducirá de forma significativa hasta finales de la próxima década, situándose en una media del entorno de 60.000 nuevos hogares al año cuando en los últimos diez años el aumento ha sido de 240.000 hogares/año.

En el caso de confirmarse estas proyecciones, la edificación de viviendas destinadas a satisfacer la demanda de los nuevos hogares descendería de forma relevante en relación con la media histórica, lo que tendría repercusión en el sector inmobiliario en lo que a la actividad edificadora se refiere: el segmento de la promoción residencial podría reducir todavía más su tamaño.

Cambiar la estructura de la pirámide de población requiere elevar la tasa de fecundidad o aumentar el flujo de inmigrantes, dado que la otra variable demográfica, la esperanza de vida al nacer, continuará aumentando. Aunque se tomen medidas para aproximar la tasa de natalidad española a la tasa de reposición, su impacto no sería inmediato y se necesitarían más de dos décadas hasta que consiguiera afectar considerablemente a la estructura de la población. Por tanto, la inmigración se presenta como la única medida posible para subsanar la posible escasez de mano de obra que se producirá en el medio y largo plazo. De otra

manera, estaríamos limitando artificialmente la creación de empleo, lo que mermaría las posibilidades de crecimiento de la economía española.

Este trabajo pretende examinar la posible evolución del saldo migratorio en España en el medio y largo plazo en un escenario de crecimiento económico medio similar al del Producto Interior Bruto (PIB) potencial. Con ello se pretende profundizar en la dinámica de la población futura, y de la formación de hogares, y aproximar las necesidades de vivienda en un escenario de medio y largo plazo.

En la actualidad, el empleo que genera el crecimiento económico se va cubriendo, en su gran mayoría, con la elevada bolsa de desempleo existente en el mercado laboral español actual. De cualquier modo, al igual que ocurrió en la década pasada, a medida que la economía crezca y la tasa de paro descienda, el saldo migratorio se volverá positivo y creciente, lo que favorecerá la demanda de viviendas.

### Empleo y saldos migratorios

Existe una amplia literatura académica sobre los efectos del mercado de trabajo en los flujos migratorios y viceversa<sup>13</sup>. En general, desde el punto de vista de la economía, las migraciones juegan un papel relevante a la hora de atenuar los negativos efectos de las sociedades envejecidas, como es el caso de la sociedad española.

La población y la formación de hogares son variables que, a medio y largo plazo, se ven afectadas, entre otras cosas, por las condiciones económicas de un país y, en concreto, por el empleo que una economía sea capaz de generar. Así, en las economías abiertas, el crecimiento de la población y, por consiguiente, del número de hogares, se produce tanto por el crecimiento vegetativo de la misma como por la incorporación de nuevos inmigrantes (o el regreso de

12: Instituto Nacional de Estadística, 2014: Proyecciones de población 2014-2064 y Proyecciones de hogares 2014-2029.

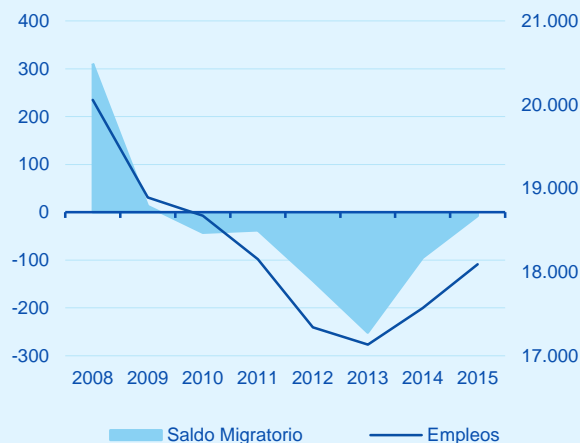
13: Para una revisión a fondo de esta literatura consultar: Okkerse, L. (2008). How to measure labour market effects of immigration: a review. *Journal of Economic Surveys*. 22(1): 1-30.

emigrantes), atraídos por las oportunidades del mercado laboral. El origen de los inmigrantes dependerá de varios factores, entre los que cabe destacar los determinantes propios del país de origen, el tipo de empleo ofertado o las relaciones o acuerdos bilaterales entre España y dichos países en relación al empleo.

En este sentido, la experiencia vivida en España en la década pasada sugiere que los saldos migratorios positivos permiten, además de mitigar los desajustes demográficos propios de una sociedad que envejece, atender las necesidades de un mercado laboral en expansión. Así, en el periodo 2000/2011 el número de residentes extranjeros en España aumentó en 4,7 millones hasta situarse en un máximo de casi 5,75 millones de personas, según los datos del INE. Desde entonces, la población extranjera ha descendido en casi un millón de personas hasta llegar a 4,75 millones de residentes en 2015. En términos relativos, el aumento del número de inmigrantes en España fue relevante, pasando de suponer el 2,3% de la población residente en España en el año 2000 a alcanzar el 10,1% de la población en 2015.

La evolución del empleo y de los saldos migratorios en España en los últimos años ponen de relieve la estrecha relación existente entre ambas magnitudes<sup>14</sup>. Así, con datos desde 2008, se observa que cuando el empleo desciende, el saldo migratorio es decreciente y viceversa. A mediados de 2015, el saldo migratorio era negativo y cercano a 7.300 personas, según los últimos datos del INE. (Gráfico R.2.1).

Gráfico R.2.1

**España: Empleo y saldo migratorio (miles de personas)**

Fuente: BBVA RE a partir de INE

El crecimiento de la economía española en los próximos años tendrá como consecuencia la reducción del desempleo y la mejora de la calidad de vida, lo que llevaría al país a ganar atractivo como destino de los flujos migratorios por motivos económicos, permitiendo un mayor dinamismo de la población y de la formación de hogares, generando una fuente adicional de demanda de viviendas. Así, las perspectivas económicas para 2016 y 2017 son positivas, con un crecimiento del PIB esperado en torno al 2,7% de media anual, lo que permitirá añadir casi un millón de empleos netos al mercado de trabajo en estos dos años. Este ritmo de creación de empleos estimulará la llegada de nuevos inmigrantes que, si continúa con la tendencia actual, posibilitará un saldo migratorio positivo ya en 2016.

**Escenarios de crecimiento de largo plazo**

Las proyecciones demográficas del INE parten de la estructura de la población española existente en 2014 que proyectan en el largo plazo, asumiendo un saldo migratorio positivo en el periodo 2015/2030 de casi 13.000 personas/año de media. Estas proyecciones indican que, en 2030, España habrá perdido un millón de habitantes en relación a la población actual, si

14: Para un análisis más detallado de la relación entre empleo y migraciones en España ver: M. Izquierdo, J. F. Jimeno y A. Lacuesta: Spain: from immigration to emigration?. Documento de trabajo 1503. Banco de España. 2015



bien habrá ganado más de 850.000 hogares por el efecto del menor tamaño esperado de los hogares.

Analizando la evolución de la población a partir de un enfoque basado más en el crecimiento económico (y en el aumento del empleo) que en la pirámide de población, los resultados que se obtienen en el medio y largo plazo son radicalmente distintos a las proyecciones que sugiere el INE: si la economía española crece al ritmo del PIB potencial en los próximos años, no solo la población no disminuirá, sino que volveremos a ver saldos migratorios positivos de una magnitud lo suficientemente relevantes como para incidir en el mercado inmobiliario, de nuevo.

Para examinar los efectos que tiene el aumento del empleo sobre las migraciones, construimos tres escenarios de largo plazo<sup>15</sup>:

- El primero se caracteriza por un crecimiento potencial del PIB del 1,9%, en términos reales, de media anual, con un aumento del empleo del 1,4% de media anual.
- El segundo escenario se caracteriza por un aumento de la actividad ligeramente mayor (2,3% anual) y una generación de empleo del 1,9% de media anual.
- El tercer escenario se plantea con un aumento del PIB del 0,5% y un aumento del empleo del 0,3% al año de media.

Partimos de la situación existente en el mercado de trabajo en España a finales de 2015, cuando la población activa era de 22,8 millones de personas, de las que 18,1 millones estaban empleadas y 4,7 millones estaban paradas.

Un ritmo de creación de empleo positivo permite mejorar la tasa de actividad de todos los estratos de edad y, en el medio plazo, situará el nivel de desempleo en valores muy bajos en los dos escenarios de mayor crecimiento económico contemplados, con unos supuestos de baja inmigración. Estos datos ponen de manifiesto la escasez de mano de obra a la que se enfrentará la economía española en el medio y largo plazo

dada la pirámide de la población actual, así como la necesidad de aumentar el número de inmigrantes si no se quieren limitar las posibilidades de crecimiento de la economía.

Partiendo de los escenarios de crecimiento del PIB y de empleo propuestos, y asumiendo los saldos migratorios del INE, las estimaciones muestran que si el saldo migratorio neto es de 13.000 personas al año, incluso en el escenario de crecimiento más moderado, la tasa de paro en 2025 se reduciría por debajo del 7% y sería negativa en 2030. En el caso de que el crecimiento económico fuera del 2,3%, la tasa de paro sería del 12% en 2020 y del 2% en 2025. En las economías actuales es difícil ver tasas de paro por debajo del 4%-5%; de hecho cuanto mayor es la tensión en el mercado laboral mayor es la facilidad para la incorporación de inmigrantes a la economía. (Cuadro R.2.1).

Cuadro R.2.1  
**Supuestos BBVA e INE sobre la evolución de la tasa de paro y el saldo migratorio**

|      | Tasa de paro (%)          |     |     | Saldos migratorios (miles) |                           |     |     |     |
|------|---------------------------|-----|-----|----------------------------|---------------------------|-----|-----|-----|
|      | Supuestos BBVA RE         |     |     | Supuestos INE              | Supuestos BBVA RE         |     |     |     |
|      | Crecimiento medio PIB (%) |     |     |                            | Crecimiento medio PIB (%) |     |     |     |
|      | 0,5                       | 1,9 | 2,3 |                            |                           | 0,5 | 1,9 | 2,3 |
| 2015 | 21                        | 21  | 21  | 21                         | -66                       | -66 | -66 | -66 |
| 2020 | 19                        | 15  | 12  | 16                         | -3                        | -63 | 123 | 244 |
| 2025 | 17                        | 8   | 3   | 12                         | 32                        | -26 | 176 | 306 |
| 2030 | 16                        | *   | *   | 8                          | 50                        | 9   | 91  | 368 |

(\*) correspondería a una tasa de paro negativa  
 Nota: supuestos generales  
 Crecimiento PIB: 0,5%; 1,9% y 2,3% anual  
 Crecimiento empleo: 0,3%; 1,4% y 1,9% anual  
 Supuestos INE:  
 Saldo migratorio medio 2016/2030 = 13.000 personas año  
 Supuestos BBVA  
 Niveles de paro condicionan entrada de inmigrantes  
 PIB 0,5%: saldo migratorio medio 2016/2030 = -50.000 personas  
 PIB 1,9%: saldo migratorio medio 2016/2030 = 140.000 personas  
 PIB 2,3%: saldo migratorio medio 2016/2030 = 260.000 personas  
 Fuente: BBVA RE e INE

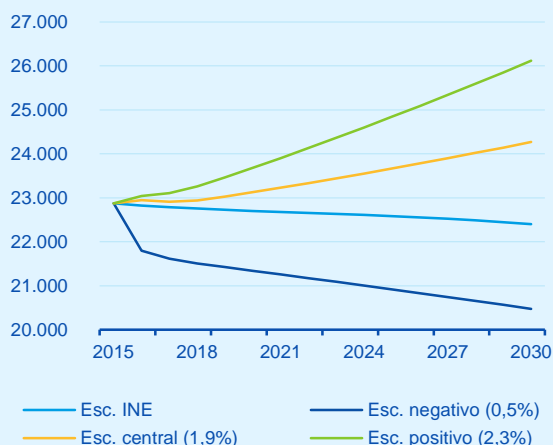
El supuesto sobre el flujo de inmigrantes es, una vez más, clave en la evolución de estas magnitudes. Así, si se considera el flujo de partida del INE, que entre 2015 y 2020 muestra un saldo migratorio negativo que se torna positivo en el inicio de la próxima década, la población activa continuaría descendiendo en los próximos años hasta situarse en torno a los 22,4 millones en

15: Ver nota sobre los supuestos al final del capítulo.

2030. En el caso de un crecimiento medio igual a 0,5% de media, la población activa descendería hasta los 20,5 millones de personas en 2030.

Variando los supuestos de inmigración, y acercándolos más a los datos observados en los últimos 15 años, la población potencialmente activa aumentaría hasta superar los 24,2 o 26,0 millones de personas en el año 2030, en el caso de un crecimiento medio del PIB del 1,9% o del 2,3% respectivamente. (Gráfico R.2.2)

Gráfico R.2.2  
**España: proyecciones población activa 2016/2030**



Fuente: BBVA RE a partir de INE

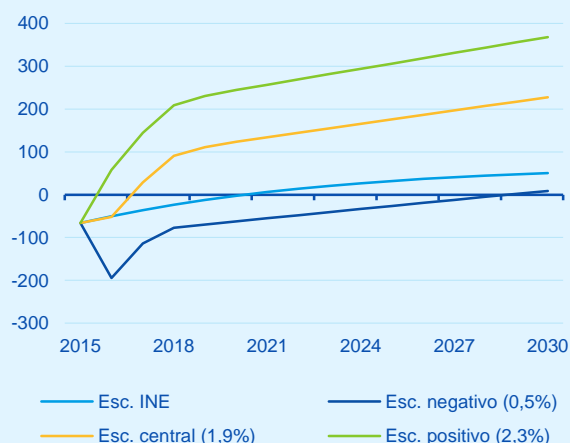
Con los mismos escenarios de crecimiento, se ha estimado cual sería el saldo migratorio que permitiría situar las tasas de paro en unos niveles más similares a los observados en la década pasada. Así, consideramos que cuando la tasa de paro baje del 18%, la llegada de inmigrantes comenzará a intensificarse. A medida que la economía crezca y más se reduzca el paro, mayor será el flujo de inmigrantes. En nuestros supuestos, consideramos que el paro no bajará de un nivel mínimo que fijamos en el 8% (nivel similar al mínimo observado en la década pasada). Consideramos que la entrada de inmigrantes será lo suficientemente intensa como para mantener la tasa de paro en el nivel pre-establecido.

Los resultados del ejercicio indican que en 2016 el saldo migratorio será positivo, con un aumento neto del entorno de las 60.000 personas a finales

de 2016 en el escenario de un crecimiento del PIB del 2,3%. Este saldo sería ligeramente negativo en el caso de un crecimiento del 1,9%, del entorno de las -50.000 personas; y sería del entorno de las -200.000 personas en el caso de un PIB del 0,5%.

Esta evolución sugiere que si la economía española creciera a un ritmo potencial del 1,9%, el saldo migratorio medio entre 2016 y 2030 se situará en el entorno de las 140.000 personas/año. En el caso de un crecimiento del 2,3%, el saldo migratorio medio se situaría en unas 260.000 personas al año hasta 2030. (Gráfico R.2.3).

Gráfico R.2.3  
**España: proyecciones saldos migratorios 2016/2030**



Fuente: BBVA RE a partir de INE

El mercado inmobiliario se verá favorecido, sin duda, por la expansión del empleo: de una parte, aumentará el número de viviendas demandadas, tanto viviendas habituales como segundas residencias por parte de los habitantes nacionales como consecuencia del aumento de renta y; de otra, por la llegada de nueva población inmigrante que se incorporará a la demanda residencial.

### Nuevas necesidades de vivienda

La intensidad de los flujos migratorios que se incorporen a la economía española es una decisión de carácter político y de ella dependerá, en gran medida, el número de viviendas demandadas por este colectivo. Un mayor flujo de inmigrantes significa un mayor impacto en el

mercado inmobiliario. Si el flujo migratorio se acercara al estimado por el INE; es decir 13.000 personas por año, las necesidades de nuevas viviendas estarían muy por debajo de las necesidades históricas. Si el flujo neto fuera del entorno de los 140.000 inmigrantes al año, el peso los nuevos hogares supondrá un añadido anual total que duplicaría el flujo actual de nuevos hogares. Dado que el proceso de formación de hogares de las familias españolas es ya descendente, la importancia relativa del flujo de inmigrantes aumentará a lo largo del tiempo.

La tipología, localización y régimen de tenencia de las viviendas demandadas por los nuevos inmigrantes dependerá de un conjunto de factores tales como el nivel de renta de los demandantes, de las oportunidades laborales existentes, del atractivo turístico de la zona y, por supuesto, del horizonte temporal de permanencia que tengan los inmigrantes.

El colectivo de los jubilados, mayoritariamente europeos, que inmigran a España buscando una residencia en la que pasar la mayor parte del año suele decantarse por viviendas independientes, de precios medios y altos, generalmente localizadas en la costa Mediterránea y en las Comunidades Insulares y suelen optar por la propiedad como régimen de tenencia. La riqueza de estas familias suele ser el factor más importante para determinar el tipo y localización de la vivienda deseada.

El colectivo de los trabajadores altamente cualificados suele asentarse en las principales ciudades, donde se establecen las empresas demandantes, generalmente extranjeras. Si el horizonte temporal de estancia en España no es muy largo, el alquiler se presenta como el régimen de tenencia más apropiado. Las condiciones salariales suelen determinar el tipo de vivienda demandada; en general, de elevadas calidades y suelen estar situadas en las zonas de renta alta.

El colectivo formado por inmigrantes que buscan mejores condiciones de vida y oportunidades laborales, que no disponen de una preparación técnica elevada, presenta una situación más compleja. La mayor parte de este colectivo corresponde a "inmigrantes económicos", que no

suelen disponer de riqueza previa para invertir en el mercado inmobiliario y cuyos salarios, que sin ser altos, se ven mermados por la necesidad, en muchos casos, de aportar parte del mismo a sus familias que aún residen en sus países de origen. Este colectivo suele optar por viviendas en alquiler, localizadas en las áreas de precios más contenidos en aquellas ciudades o municipios en los que encuentran trabajo. En el caso de que la presencia en España sea a largo plazo, parte de este colectivo también se decanta por la vivienda en propiedad, especialmente si las rentas familiares lo permiten.

### Conclusiones y recomendaciones

El mercado de la vivienda en España se encuentra en una nueva etapa en la que no existe la escasez de viviendas de décadas pasadas, el control de la calidad del parque se realiza mediante normativa sobre edificación, existen recursos financieros tanto para la promoción como para la adquisición de viviendas y los tipos de interés se mantendrán en niveles más bajos que en décadas anteriores y, previsiblemente, muestren una mayor estabilidad. Además, en estos últimos años, la industria de la construcción y la promoción inmobiliaria se ha profesionalizado intensamente, al mismo tiempo que la entrada en el entorno económico europeo supuso incorporarse a un mercado más abierto y competitivo, con un menor proteccionismo.

Si la economía española continua evolucionando a tasas de crecimiento que permitan la creación neta de empleo, el fenómeno de la inmigración va a continuar afectando a España, lo que llevará a un aumento de la población y de la demanda de viviendas.

El proceso de formación de hogares en España se verá impulsado por la llegada de nuevos inmigrantes desde el exterior, lo que paliará, en parte, el curso de la pirámide de la población española que, en la situación actual, apunta a reducciones significativas del flujo de hogares en las próximas décadas. La incorporación de hogares inmigrantes podría trastocar el previsible, y anunciado, descenso de la demanda de nuevas viviendas en el medio y largo plazo.

### Nota metodológica: escenarios

La realización de este trabajo se ha llevado a cabo teniendo en cuenta cuatro escenarios de crecimiento de inmigración. El primero de ellos en base a las proyecciones demográficas del INE y los otros tres en función de la evolución del empleo teniendo en cuenta diferentes supuestos en torno al crecimiento potencial de la economía. En estos casos se ha considerado que la elasticidad del empleo en relación al PIB es del 0,7, que es la media de los últimos 20 años:

- **Escenario INE:** teniendo en cuenta las proyecciones demográficas del INE
- **Escenario Central: crecimiento del PIB: 1,9%** (partimos de las estimaciones presentadas en: P. Hernandez de Cos, M. Izquierdo y A. Urtasun “Una Estimación del Crecimiento Potencial de la Economía Española”. *Documentos de ocasionales 1104*. BDE. 2015).
- **Escenario Positivo: crecimiento del PIB 2,3%** (aumento PIB potencial con aumento inmigración).
- **Escenario Negativo: crecimiento del PIB 0,5%**. (PIB potencial estimado en 2015 para el PIB de España por el FMI).



**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

## Este informe ha sido elaborado por la unidad de España

**Economista Jefe de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com  
+34 91 537 36 72

**España**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com  
+34 91 374 39 61  
Ignacio Archondo  
ignacio.archondo@bbva.com  
+34 91 757 52 78  
Joseba Barandiaran  
joseba.barandia@bbva.com  
+34 94 487 67 39  
Ignacio Belenguer  
ignacio.belenguer@bbva.com  
+34 91 757 52 78

Juan Ramón García  
juanramon.gl@bbva.com  
+34 91 374 33 39

Félix Lores  
felix.lores@bbva.com  
+34 91 374 01 82

Antonio Marín  
antonio.marin.campos@bbva.com  
+34 648 600 596

Myriam Montañez  
miriam.montanez@bbva.com  
+34 638 80 85 04

Matías José Pacce  
matias.pacce@bbva.com  
+34 647 392 673

Virginia Pou  
virginia.pou@bbva.com  
+34 91 537 77 23

Juan Ruiz  
juan.ruiz2@bbva.com  
+34 646 825 405

Pep Ruiz  
ruiz.aguirre@bbva.com  
+34 91 537 55 67

Camilo Andrés Ulloa  
camiloandres.ulloa@bbva.com  
+34 91 537 84 73

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**España**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes****Análisis Transversal de Economías**

**Emergentes**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Áreas Globales****Escenarios Económicos**

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

## Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Calle Azul, 4  
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas  
28050 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)