

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Inmobiliaria España

Mayo 2018

Unidad de España y Portugal & Unidad de Real Estate

The BBVA logo, consisting of the letters "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, set against a teal square background.

Creando Oportunidades

Índice

1. Editorial	3
2. La venta y la iniciación de viviendas moderarán su crecimiento en 2018	4
3. Perspectivas	21
4. Estimación de la demanda potencial de vivienda principal en España: 2018-2028	23

Fecha de cierre: **7 de mayo de 2018**

1. Editorial

El sector inmobiliario creció en 2017 por cuarto año consecutivo, con un incremento de ventas residenciales que dio pie a un nuevo aumento del precio de la vivienda y a un aumento sólido del número de permisos para iniciar nuevos proyectos. El comienzo del año 2018 ha sido una prolongación del anterior, y la recuperación continúa, pero a tasas más moderadas.

Durante el pasado año, el PIB en España creció a una tasa del 3,1% respecto a 2016, un incremento que permitió crear en torno al medio millón de ocupados. Todo en un contexto de bajos tipos de interés, que han mantenido relativamente reducidos los costes de financiación, y en el que la confianza de los hogares ha logrado mantenerse en cotas históricamente elevadas. Este buen desempeño de la economía española se vio favorecido por un mayor crecimiento, al esperado hace tres meses, de la economía global y, especialmente, de la europea.

El buen tono económico favoreció el desempeño del mercado inmobiliario en 2017. Todo ello **a pesar del clima de incertidumbre**, en parte derivado de la situación política en Cataluña. De hecho, el impacto de esta incertidumbre en el sector ha sido limitado, teniendo en cuenta que la contracción observada en algunas regiones se compensó por datos más favorables en otras. En particular, el mercado catalán fue uno en los que más se notó la desaceleración en el 4T17, si bien, ya en trimestres anteriores se había notado cierta debilidad.

El año concluyó con la venta de unas 530.000 viviendas, algo más a lo inicialmente esperado en la estimación del mes de enero, y con la firma de más de 80.000 visados, ligeramente por encima de lo esperado entonces también. Por su parte, la vivienda continuó revalorizándose en España. Pero la evolución fue muy diferente por regiones, con **un mayor dinamismo en algunas de las comunidades autónomas que no habían tenido gran protagonismo en el inicio de la recuperación**. En cualquier caso, tal y como muestran los indicadores municipales, **los mercados más atractivos siguen localizándose en el eje mediterráneo, en los dos archipiélagos y en Madrid**. A su vez, se observa, por primera vez tras diez años de caídas o leves incrementos, un resurgimiento de la compra de viviendas en provincias diferentes a la de residencia, lo que se puede aproximar a un impulso de la segunda residencia. Algo que podría deberse, en parte, a decisiones de inversión de los hogares dados los bajos tipos de interés existentes.

Hacia adelante, **se espera que el sector continúe creciendo**. La demanda lo hará a tasas más moderadas, tal y como corresponde a un mercado que va dejando atrás la intensa corrección sufrida, en el que el nivel de ventas ha superado las 530.000 operaciones, el 73% más que en 2013. El apetito por vivienda nueva seguirá propiciando aumentos relevantes en la actividad constructora. Y el dinamismo de la demanda y el cada vez más reducido inventario de vivienda nueva favorecerán revalorizaciones de la vivienda. Todo ello en un contexto en el que se estima que **la coyuntura económica repercutirá positivamente en el crecimiento de la población española y, por tanto, en la futura demanda residencial**. Además, dadas expectativas positivas de crecimiento de la economía europea y de bajos tipos de interés en el medio plazo, tanto la demanda de extranjeros como la de inversión seguirán dinamizando el mercado residencial español. Con ello se espera que en 2018 la venta de viviendas alcance las 570.000 operaciones, los visados para construir nuevas viviendas se eleven hasta los 93.000 y los precios crezcan en torno al 5%.

El informe se divide en tres bloques diferenciados. En primer lugar se expone la situación de la coyuntura inmobiliaria hasta la fecha. En segundo lugar se presentan las previsiones del sector. Y, por último, se presenta un análisis de la demanda potencial de vivienda en base a diferentes escenarios demográficos teniendo en cuenta distintas estimaciones de las tasas de jefatura futuras y distinta intensidad de llegada de población inmigrante a España.

2. La venta y la iniciación de viviendas moderarán su crecimiento en 2018

En el último trimestre del año el sector se comportó mejor a lo esperado. A ello contribuyó, entre otros factores, la capacidad de la economía de seguir generando empleo, el mantenimiento de unas condiciones de financiación atractivas gracias, en gran medida, a la persistencia del tono expansivo de la política monetaria que mantuvo los tipos de interés en mínimos, y el optimismo de los consumidores en torno a la positiva evolución de la economía en los próximos trimestres. Por su parte, el impacto en el sector de la incertidumbre en torno a la política económica derivada de la situación política en Cataluña durante los últimos meses de 2017 estuvo en línea con lo esperado. En un sector altamente regulado, como es el inmobiliario, y tan dependiente de la confianza de los consumidores, se preveía una moderación de la actividad constructora y de la de las ventas en el último trimestre del año. Finalmente, el impacto negativo en algunas regiones, como Cataluña o Andalucía, se compensó con un mejor desempeño al esperado en otras.

Desde un punto de vista regional, el mercado siguió mostrando una elevada heterogeneidad y las ventas dieron señales de crecimiento en algunas otras regiones aparte de Madrid, el arco mediterráneo y las comunidades insulares.

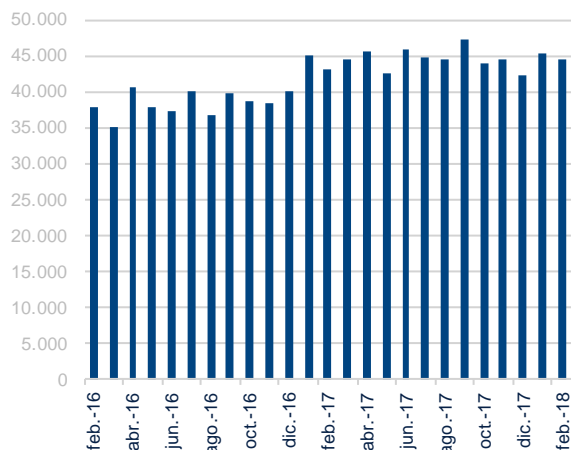
Por su parte, los primeros datos de 2018 van en la dirección esperada: **el sector crece, pero a tasas más moderadas**. Las ventas aumentan, pero a tasas algo más contenidas, tal y como cabría esperar tras ir dejando cada vez más atrás los niveles mínimos. Los visados también muestran una desaceleración del crecimiento en los últimos meses (el dato de febrero ha roto esta tendencia), pero el volumen de firmas sigue siendo superior al del año precedente. Una tendencia que, previsiblemente, se mantendrá, dado que el exceso de inventario de vivienda ha dejado de ser un problema en muchas de las zonas más dinámicas del mercado. Como respuesta a una oferta de vivienda nueva limitada y a una demanda dinámica, el precio de la vivienda crece.

Ligera moderación de las ventas de vivienda en el último trimestre de 2017

En el último trimestre del año la venta de viviendas se redujo ligeramente respecto al anterior, pero la **tendencia de crecimiento se mantuvo alcista**. Según el Centro de Información Estadística del Notariado (CIEN), entre octubre y diciembre en España se vendieron, en promedio mensual, unas 43.700 viviendas mensuales una vez corregida la estacionalidad y los efectos de calendario (CVEC). Ello supuso una corrección de las ventas del 3,6% en promedio mensual. Con todo, 2017 cerró con la venta de más de 532.000 viviendas, lo que supuso un incremento anual en torno al 16%, unos 2,0pp más que el incremento registrado en 2016.

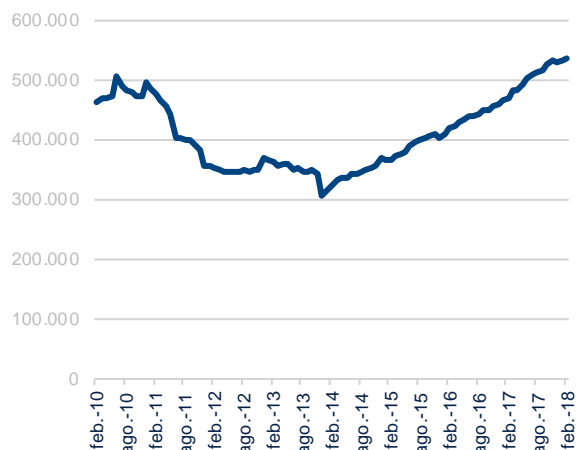
Por su parte, en los dos primeros meses de 2018 la venta de viviendas experimentó un incremento promedio del 2,6% m/m (CVEC), tal y como refleja el Gráfico 2.1. Se mantiene, por tanto, la evolución de crecimiento de las ventas, aunque se aprecia una moderación de la tendencia en los últimos registros (véase el Gráfico 2.2).

Gráfico 2.1 España: venta de viviendas (datos CVEC)



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

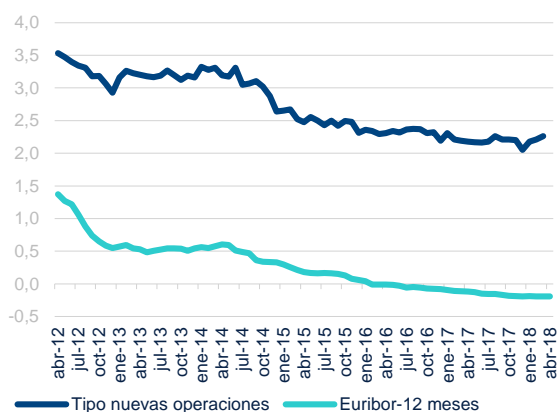
Gráfico 2.2 España: venta de viviendas (acumulado 12 meses)



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

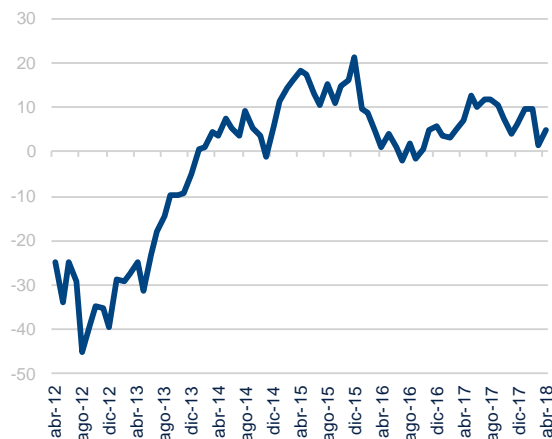
Varios han sido los factores que apoyaron el crecimiento de las ventas residenciales en 2017. El principal, la **capacidad de la economía española de seguir creando empleo a tasas relativamente elevadas**. Así, 2017 se despidió con unos 611.000 afiliados más que en 2016, lo que supuso un incremento anual del 3,4%. De este modo el paro registrado se redujo en algo más de 290.000 personas, situando el número de desempleados registrados en el entorno de los 3.400.000, un nivel similar a los inicios de 2009 y 1.627.000 menos que el máximo alcanzado a comienzos de 2013. A su vez, las condiciones financieras se mantuvieron atractivas para los compradores, y a lo largo del año tanto el tipo de interés hipotecario como el Euribor a 12 meses mostraron una clara tendencia de reducción, abaratando el coste hipotecario (Gráfico 2.3). Del mismo modo, los consumidores mantuvieron el optimismo en torno a la situación económica a un año vista (Gráfico 2.4), lo que permitió situar la confianza de los hogares en cotas relativamente elevadas, algo de especial relevancia para un mercado, como el de la vivienda, en el que la mayor parte de las decisiones se basan en el largo plazo. Esto junto a los bajos tipos de interés también ha podido propiciar la compra de viviendas como inversión en una intención de los hogares de buscar inversiones alternativas generadoras de mayor rentabilidad que otros activos alternativos.

Gráfico 2.3 España: tipos de interés (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de BdE

Gráfico 2.4 España: confianza de los consumidores: situación económica en los próximos 12 meses (%)



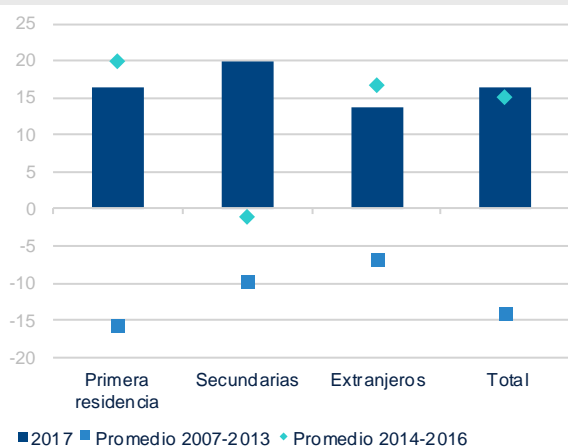
Fuente: Research BBVA RE a partir de Comisión Europea

En la última mitad del año el sector estuvo expuesto a la mayor incertidumbre en torno a la política económica generada por la situación en Cataluña. La evidencia preliminar revela un cierto efecto sustitución en el que los recortes más intensos fueron, en parte, compensados por algunos crecimientos en otras regiones del país.

La composición de la demanda puso de manifiesto un relevante crecimiento de las compras de segundas residencias¹, tal y como refleja el Gráfico 2.5. Durante 2017 este segmento de demanda creció el 19,9% respecto a 2016, el mejor registro desde el inicio de la recuperación del sector inmobiliario. El segundo segmento de demanda más dinámico fue el referido a los compradores de primeras residencias, cuyas operaciones en el conjunto del año se incrementaron el 16,5% respecto a 2016. Se trata de una evolución algo inferior al promedio anual de los tres años anteriores (19,9%), muy afectado por el dato de 2014, año de la recuperación de las transacciones en España liderada por este segmento. Así, desde 2013 este grupo de demanda ha doblado el número de compraventas. Por su parte, las compras de extranjeros crecieron el 13,8% en 2017, una tasa superior a la del año anterior (13,0%), pero inferior a la del periodo 2014-2016 (16,7%). Sin embargo, esta moderación se produce en un contexto muy diferente al de los dos grupos anteriores: las compras de extranjeros acumulan ya ocho años ininterrumpidos de crecimiento. De hecho, es el segmento que más ha crecido desde que alcanzara el mínimo en 2009, multiplicándose las operaciones por 3,3 desde entonces.

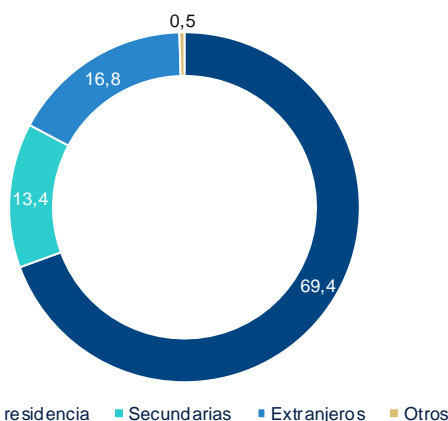
La distribución de la demanda no ha cambiado notablemente en los últimos años, tal y como puede observarse en el Gráfico 2.6. El mercado de vivienda principal es el más relevante y, aunque en el último año ganó algo más de peso respecto a los tres primeros años de esta recuperación, se sitúa por debajo del promedio 2007-2013 (cuando el peso estaba más próximo al 75%). La demanda extranjera fue equivalente al 16,8% del total, similar al de los últimos tres años. **El peso de la segunda residencia creció por primera vez en 2017 después de tres años consecutivos de caídas**, ya que hasta 2016 la recuperación de la primera residencia fue restando relevancia a este segmento.

Gráfico 2.5 España: crecimiento de la venta de viviendas por segmentos (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Gráfico 2.6 España: peso de las ventas por segmentos de demanda en 2017 (%)



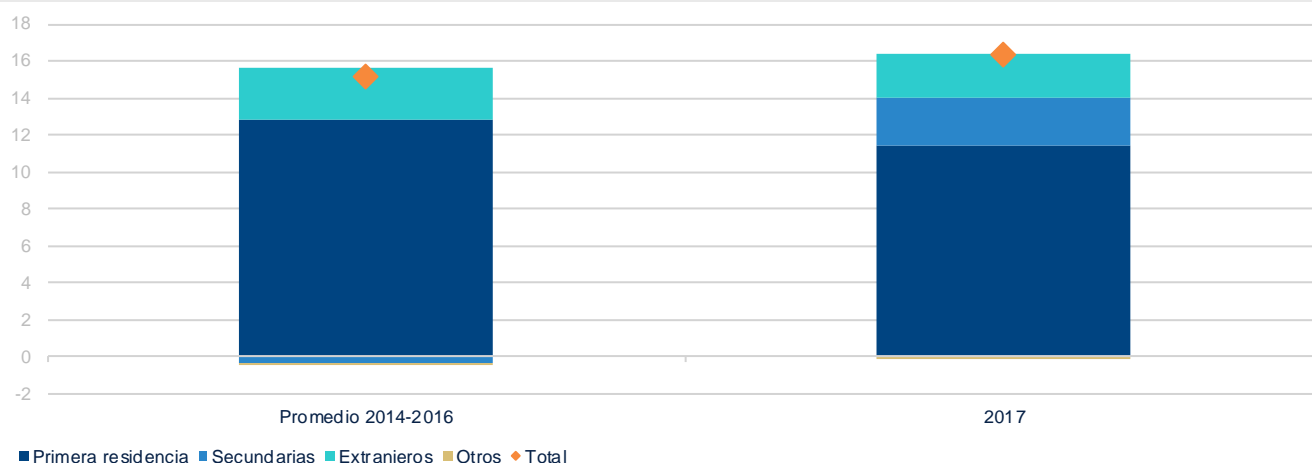
Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Sin embargo, la contribución de cada grupo de demanda al crecimiento de las ventas residenciales muestra alguna diferencia respecto al promedio anual registrado desde el inicio de la recuperación, en 2014. Indiscutiblemente, el segmento de mayor influencia en el mercado en España es el de vivienda principal, pero en

1: Si bien los datos de compraventa de viviendas publicados por el Ministerio de Fomento no permiten clasificar la vivienda transada entre primera o segunda residencia, a partir del origen de compradores y situación de la vivienda se puede hacer una aproximación. Para ello se define vivienda principal como aquella hecha por residentes de nacionalidad española que adquieren una vivienda en la misma provincia de residencia. Del mismo modo, se entiende por segunda residencia aquella adquirida en una provincia diferente a la de residencia del comprador.

2017 el mercado se volvió algo menos dependiente de este grupo. La pérdida de relevancia de la primera residencia, que pasó de aportar el 84% del crecimiento de las ventas entre 2014 y 2016 a hacerlo el 70% en 2017, se trasladó a la segunda residencia, que pasó de drenar crecimiento a ser la responsable de casi el 16% del incremento de las transacciones. Por su parte, los extranjeros también redujeron algo su contribución al crecimiento de las ventas en 2017, hasta menos del 15% (véase el Gráfico 2.7).

Gráfico 2.7 España: contribución al crecimiento de la venta de viviendas por segmento de demanda (pp)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

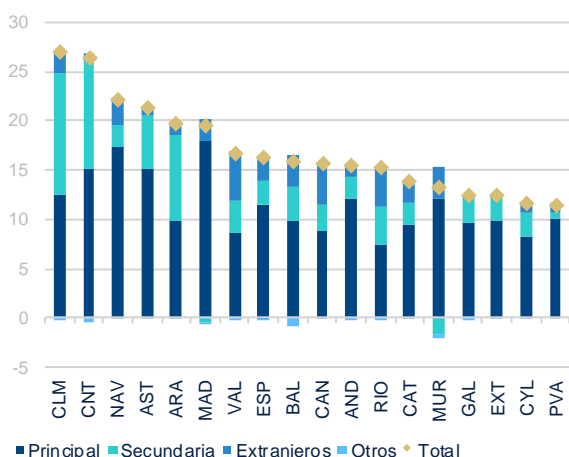
La evolución de las ventas fue positiva en todas las comunidades autónomas durante 2017, si bien se notaron diferencias relevantes. Los mayores crecimientos correspondieron a regiones que no lideraron la recuperación del mercado inmobiliario en sus comienzos, tal y como se advertía en el número anterior de esta publicación. Así, Castilla-La Mancha y Cantabria fueron las comunidades donde más crecieron las transacciones residenciales, con incrementos superiores al 25% en ambos casos. Se trata de las dos autonomías donde mayor ha sido el peso de la segunda residencia: en Cantabria el 32,9% de las compras las llevaron a cabo residentes en otras regiones españolas y en Castilla-La Mancha este porcentaje fue el 28,5%, superior a la media nacional (13,5%). Por encima del crecimiento nacional también se situaron otras regiones que en los últimos años han registrado avances más modestos: Navarra, Asturias y Aragón, seguidas de Madrid y la C. Valenciana. Precisamente, Aragón fue otra de las comunidades autónomas donde la relevancia de la segunda vivienda se incrementó notablemente, pasando de representar poco más del 15% en 2016 a prácticamente el 20% en 2017. Asturias también experimentó un incremento de la compra de segundas residencias, que elevó su peso hasta el 15,2% de las ventas, aumentando su contribución al crecimiento de las transacciones en la región. Algo similar sucedió en Navarra. Por su parte, en Madrid el aumento de las ventas vino explicado por el buen tono de la demanda de vivienda principal que pasó de ser el responsable del 75% del crecimiento 2016 a explicar más del 90% del mismo en 2017, compensando así el deterioro de las operaciones de viviendas secundarias. Por último, en la Comunitat Valenciana siguió destacando una contribución de la demanda externa relativamente elevada, siendo responsable prácticamente del 30% del incremento de las ventas en la región en 2017, algo similar a 2016. El elemento diferenciador este año en la región fue el importante crecimiento de las compras realizadas por residentes fuera de la comunidad, que incrementaron las operaciones el 19,8% respecto a 2016.

Por el contrario, el menor dinamismo de ventas residenciales se vislumbró en Galicia, Extremadura, Castilla y León y País Vasco (véase el Gráfico 2.8). Pese a todo, Galicia experimentó una aceleración de las transacciones respecto al año anterior (12,5% vs 6,6% en 2016). Este incremento vino de una ligera mejoría de las operaciones de viviendas principales y, sobre todo, de una recuperación protagonizada por las viviendas secundarias, que pasaron de caer casi el 18% en 2016 a crecer en torno al 21% en 2017. Sin embargo, en Extremadura, Castilla y León y País Vasco las ventas se desaceleraron en 2017. Tras ello, una pérdida de dinamismo en las operaciones de vivienda principal que no fue compensada totalmente por el avance de las compras de segundas residencias.

Asimismo, también es destacable que Murcia, junto con Madrid, fueron las dos únicas regiones donde la venta de viviendas secundarias se contrajo respecto a 2016, en el resto el crecimiento en 2017 superó al del año anterior.

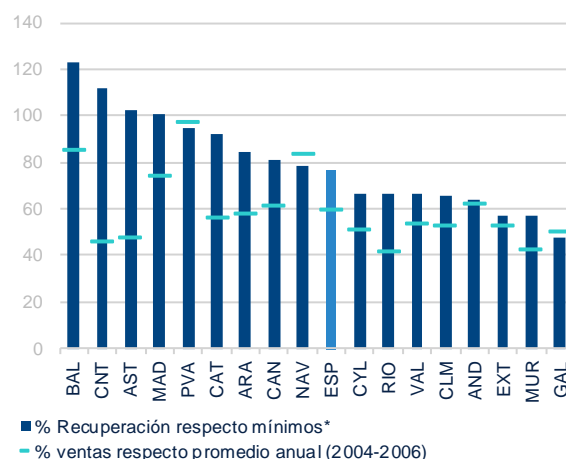
Con la evolución de 2017, **todas las comunidades autónomas se alejaron algo más del nivel mínimo de ventas**, aunque el volumen de las mismas dista del promedio alcanzado entre 2004 y 2006, años previos a la crisis. Las regiones donde más se han recuperado las ventas desde mínimos han sido Baleares, Cantabria, Asturias y Madrid, habiendo doblado las transacciones desde entonces. En media, en España, las transacciones han crecido casi el 80% desde 2013, pasando de poco más de 300.000 operaciones a algo más de 530.000 en 2017. Extremadura, Murcia y Galicia son las tres comunidades donde menos han subido. Pero, ¿en qué nivel de ventas se encuentra cada región? En España las transacciones en 2017 fueron equivalentes al 59% de las realizadas, en promedio, entre 2004 y 2006. Por encima de esta cota se encuentran regiones donde la crisis se dejó sentir algo menos en las ventas, al caer menos que la media. En País Vasco las transacciones en 2017 se situaron muy cerca del promedio de 2004-2006; en Navarra y Baleares se situaron algo por encima del 80% y, en Madrid, en torno al 75% del nivel previo a la crisis. Próximas a la media se encuentran regiones que también han liderado la recuperación del sector: Canarias, Cataluña y C. Valenciana. Sensiblemente por debajo están Cantabria y Asturias, muy castigadas durante la crisis, aunque parece que comienzan a mostrar una evolución positiva. Por el contrario, en Murcia, La Rioja y Castilla y León, donde la crisis fue algo severa y las ventas muestran un menor dinamismo, las transacciones se hallan más lejos de los niveles pre crisis (Gráfico 2.9).

Gráfico 2.8 España: contribución de los segmentos de demanda al crecimiento interanual de la venta residencial en 2017 (pp)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

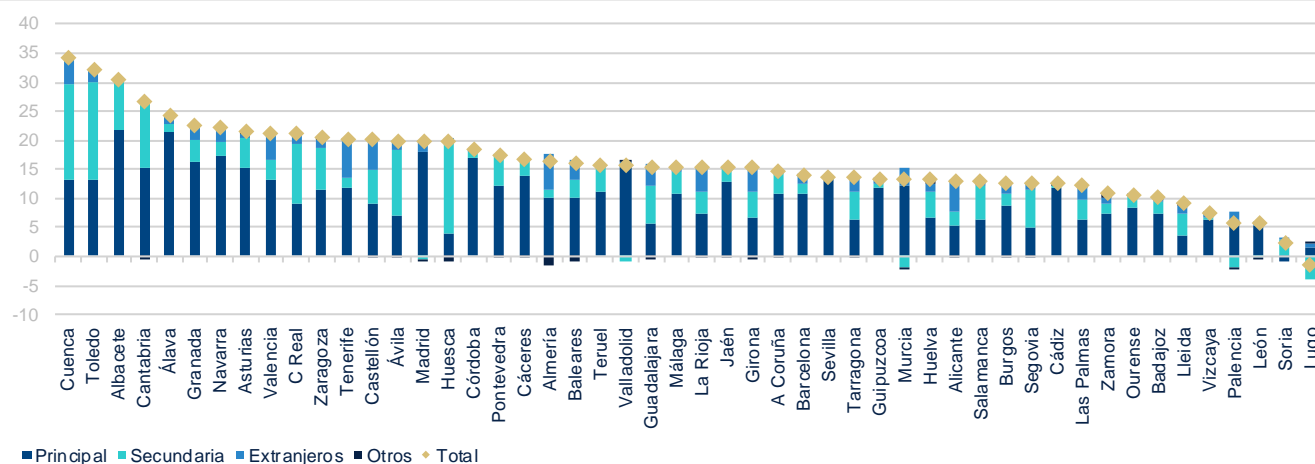
Gráfico 2.9 España: evolución de la venta de viviendas por CC. AA. (%)



* Nota: mínimo registrado en 2013 para todas las comunidades, excepto para Canarias y la C. Valenciana que se alcanzó en 2011.
Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Diferenciando por provincias, durante el pasado año la venta de viviendas creció en todas ellas excepto en Lugo. Cuenca, Toledo y Albacete fueron las provincias que mostraron mayores tasas de crecimiento, alcanzando cotas superiores al 30% respecto a 2016. Mientras, en Palencia, León y Soria los ascensos fueron los más modestos, tal y como se observa en el Gráfico 2.10. Respecto al año anterior, se observó una mayor contribución de la vivienda secundaria al crecimiento de las transacciones, de hecho, en algunas provincias como Cuenca, Toledo, Ciudad Real, Ávila, Guadalajara, Segovia, Lleida y Soria fue el segmento que más aportó al crecimiento. Alicante fue la única provincia donde la aportación al crecimiento provincial de la demanda extranjera predominó respecto al resto de segmentos (véase el gráfico 2.10).

Gráfico 2.10 España: contribución de los segmentos de demanda al crecimiento interanual de la venta residencial en 2017 (pp)



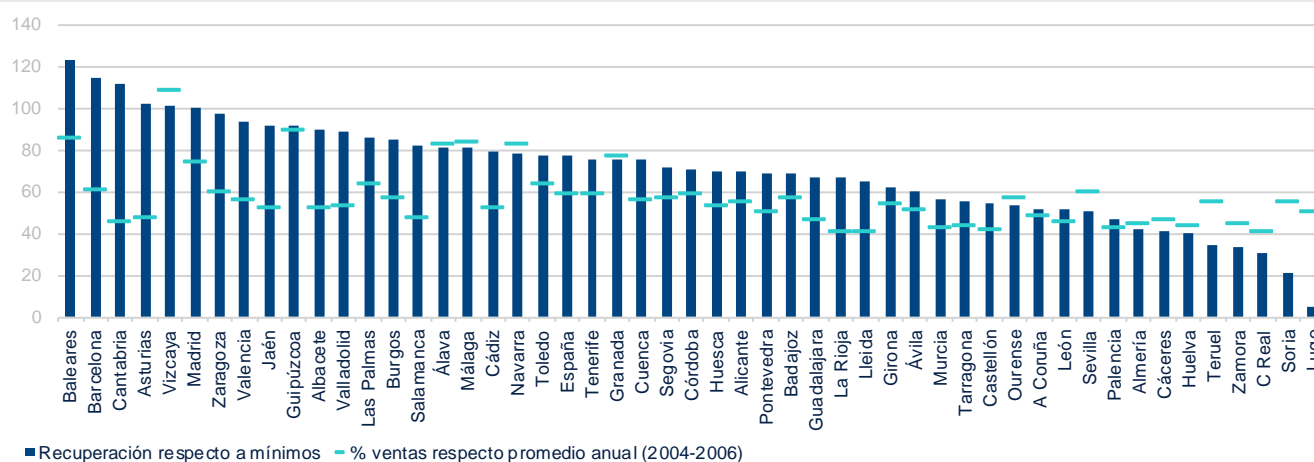
Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Comparando las tasas de crecimiento de 2016 y 2017 se aprecia una aceleración del crecimiento de las ventas en la mayoría de las provincias y tan sólo en 16 de las 50 provincias el crecimiento de 2017 fue inferior al del año anterior. En este sentido, destacaron Baleares y Barcelona, las dos provincias que acumulan un mayor crecimiento desde el comienzo de la recuperación. Estas, después de tres años avanzando a un promedio anual próximo al 25% (muy superior al promedio nacional 15,1%), han moderado su crecimiento debido, sobre todo, al menor dinamismo de las operaciones llevadas a cabo por la demanda interna. Todo ello a pesar del incremento de la venta de viviendas secundarias, sobre todo en Baleares (donde tras caer 4,6% en 2016, aumentaron el 44% en 2017, suponiendo el 10,6% de todas las transacciones de la región). En Jaén, Ourense, Lugo, Girona, Badajoz, Vizcaya, Soria, Salamanca y Lleida el mayor dinamismo de la demanda de vivienda secundaria no fue suficiente para compensar la moderación del crecimiento de la vivienda principal. En Álava y Tarragona el segmento que más moderó su avance fue el de la vivienda principal, pero el de la secundaria también se contuvo. En Valladolid, León y Palencia, la mayor desaceleración se observó en vivienda secundaria, en un escenario en el que la primaria también creció menos que en el año precedente.

En buena parte de las provincias españolas que incrementaron el crecimiento de las transacciones respecto a 2016, el mercado de vivienda secundaria fue determinante. Destacan los casos de Segovia, Huesca, La Rioja, Valencia, Alicante y Las Palmas, donde el incremento de la venta de viviendas secundarias fue muy superior a la moderación de los ascensos de operaciones de vivienda principal. Justo lo contrario se observó en Sevilla, Madrid, Guadalajara, Guipúzcoa y Zamora donde el menor crecimiento de las operaciones con segunda vivienda se compensó con un mayor dinamismo de las compras de viviendas principales.

Con todo, **las provincias donde más han crecido las ventas desde que éstas alcanzaran el mínimo han sido Baleares, Barcelona, Cantabria, Asturias, Vizcaya y Madrid**, con incrementos superiores al 100%. Pese a ello el volumen de ventas se situó en niveles inferiores al promedio previo a la crisis (2004-2006). Tan sólo en Vizcaya, una de las provincias donde menos cayeron las ventas durante la crisis, las ventas en 2017 superaron el nivel pre crisis. Otras provincias donde el volumen de ventas en 2017 se situó más próximo al promedio anual 2004-2006 fueron Guipúzcoa, Álava, Navarra y Málaga. Por su parte, Teruel, Ciudad Real, Soria y Lugo fueron las provincias donde menos se recuperaron las transacciones residenciales, con un avance inferior al 40% respecto al mínimo de la crisis (Gráfico 2.11).

Gráfico 2.11 España: evolución de la venta de viviendas por provincias (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

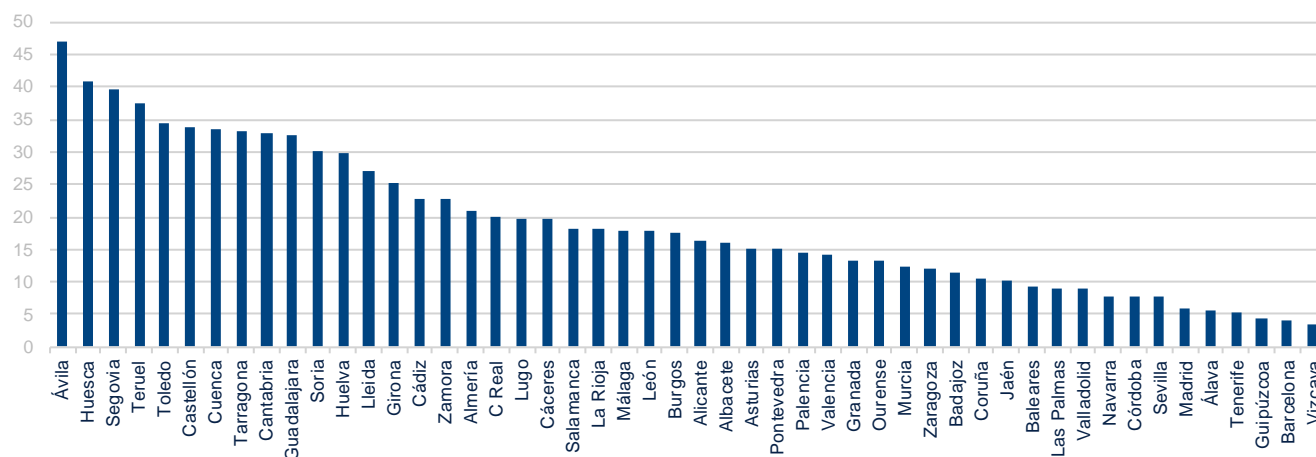
Dada la relevancia adquirida por la segunda residencia en el pasado año, merece la pena analizar los principales mercados emisores, es decir, dónde compran vivienda los residentes en las provincias que más segundas residencias adquieren. Considerando los datos del Ministerio de Fomento, se observa que el 65% de los compradores de estas viviendas en 2017 residían en seis provincias: Madrid (34,4%), Barcelona (19,0%), Sevilla (3,7%), Vizcaya (3,3%), Valencia (2,8%) y Zaragoza (1,9%).

Los destinos preferidos de los adquirentes residentes en Madrid en 2017 fueron Alicante, donde se concentró el 10,6% de estas operaciones, Toledo (10,6%), Valencia (9,1%), Málaga (8,7%), Barcelona (4,4%) y Castellón (4,0%). Los ciudadanos barceloneses centraron sus compras en Tarragona (18,8%), Girona (17,8%), Madrid (7,6%), Valencia (5,5%), Lleida (5,1%) y Alicante (4,6%). Los dos destinos más demandados por los residentes en la provincia de Sevilla fueron Cádiz (41,9%) y Huelva (28,4%). Cantabria fue el destino más elegido por los ciudadanos de Vizcaya, concentrando el 31,4% de las operaciones. Los valencianos se decantaron por Alicante (29,8%) y Castellón (24,0%), al tiempo que los de Zaragoza se repartieron entre Huesca (26,2%), Castellón (17,8%) y Tarragona (13,1%).

Las provincias próximas a grandes núcleos urbanos fueron las más expuestas al mercado de segunda residencia. Así, en Ávila el 46,9% de las viviendas vendidas fueron adquiridas por residentes en otras provincias, sobre todo en Madrid (el 83,4% de las mismas). En Segovia y Toledo, también dentro del área de influencia de Madrid, la proporción de viviendas secundarias fue del 39,7% y el 34,3%, respectivamente, siendo los residentes en Madrid los responsables de casi el 90% de estas adquisiciones en cada uno de los casos. En Huesca la segunda residencia representó el 40,8% de las ventas en 2017, siendo sus principales compradores los residentes en Zaragoza, Lleida y Barcelona. En Teruel, los adquirentes más numerosos fueron los de Valencia y Zaragoza. Otras provincias con un peso relevante del mercado de segunda residencia fueron Castellón, importante destino

vacacional de madrileños, valencianos y barceloneses; y Tarragona, donde más del 68% de las operaciones de segunda residencia fue realizado por residentes en Barcelona. Cantabria, muy influenciada por los mercados de Vizcaya y Madrid; Guadalajara y Soria, en la zona de influencia de Madrid; y Huelva, muy expuesta al mercado sevillano, fueron provincias donde el peso de la segunda residencia fue algo superior al 30%. Por el contrario, provincias que albergan a las grandes capitales como Madrid, Barcelona o Vizcaya el peso el mercado de la segunda residencia es relativamente reducido (véase el Gráfico 2.12).

Gráfico 2.12 España: peso de la vivienda secundaria (% , ventas a residentes en otras provincias respecto total)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Las condiciones hipotecarias se mantienen propicias para la demanda residencial

El pasado año volvió a caracterizarse por la aplicación de una política monetaria expansiva, que mantuvo los tipos de interés en mínimos históricos. El Euribor 12 meses, principal índice de referencia hipotecaria en España, concluyó 2016 en el -0,080%, cota que fue reduciéndose a lo largo del año hasta el -0,190% con el que cerró 2017. Esta cota se ha mantenido en los cuatro primeros meses de 2018, y en abril de 2018 se situó en el -0,190%. Por su parte, el tipo de referencia hipotecaria permaneció prácticamente invariable a lo largo de 2017 en el entorno del 2,2%.

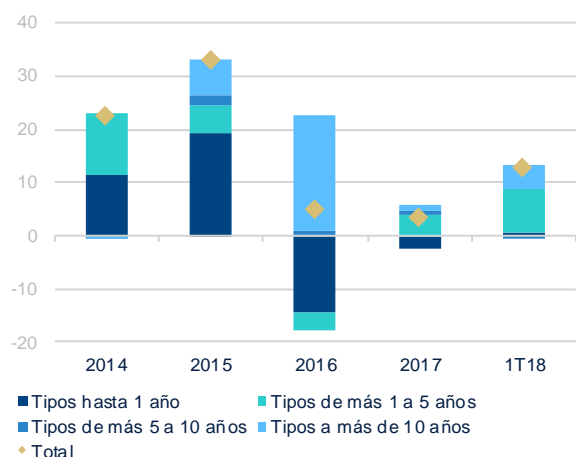
Según los datos del Banco de España, en los últimos tres años, una parte del crecimiento hipotecario ha estado asociado a la **proliferación de las hipotecas a tipo fijo**, aquellas donde los tipos de referencia son a más de 5 años (véase el Gráfico 2.13). Así, mientras en 2014 el 97,4% de las nuevas hipotecas se constituían a tipo variable, en 2017 casi el 31% de los préstamos hipotecarios se constituyeron a tipos de más de 5 años.

Unos tipos de interés relativamente reducidos, unidos a una mayor competencia entre entidades financieras y a las buenas perspectivas económicas, junto con una elevada liquidez, continúan propiciando el **incremento del nuevo crédito hipotecario destinado a compra de vivienda**, según la Encuesta sobre préstamos bancarios en España de abril-2018 publicada por el Banco de España. Además, los criterios de aprobación siguieron relajándose debido, también, a la mayor solvencia percibida de los prestatarios. Todo ello en un contexto en el que las condiciones generales aplicadas se suavizaron de nuevo debido, sobre todo, a los menores costes de financiación y a la mayor disponibilidad de fondos e incremento de la competencia.

Así, los datos del Banco de España muestran cómo el crédito a los hogares para compra de vivienda sostuvo una tendencia creciente a lo largo de 2017 que se mantuvo en la primera parte de 2018. En el pasado año las nuevas operaciones de este segmento del crédito crecieron el 17,4% respecto a 2016, elevándose hasta algo más de los

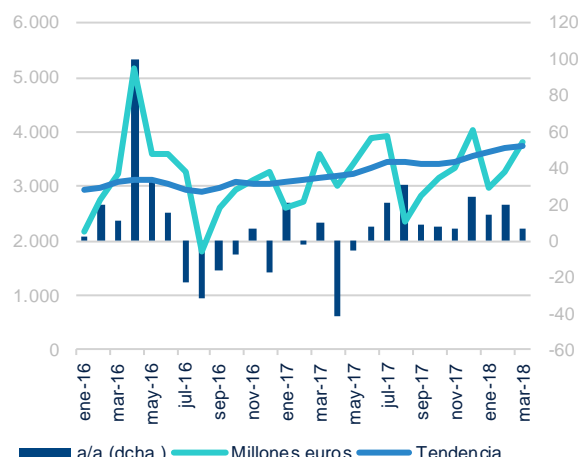
36.500 millones de euros. Si se tienen en cuenta las refinanciaciones, el crecimiento fue del 3,6% (casi 39.000 millones de euros). En el primer trimestre del año en curso el nuevo crédito para compra de vivienda continuó creciendo, elevándose a una tasa interanual del 11,1% (13,0% teniendo en cuenta las refinanciaciones), tal y como refleja el Gráfico 2.14.

Gráfico 2.13 España: contribución al crecimiento interanual de la concesión de crédito para adquisición de vivienda por tipo de préstamo (pp)



Fuente: Research BBVA RE a partir del BdE

Gráfico 2.14 España: contribución al crecimiento de la concesión de crédito para adquisición de vivienda



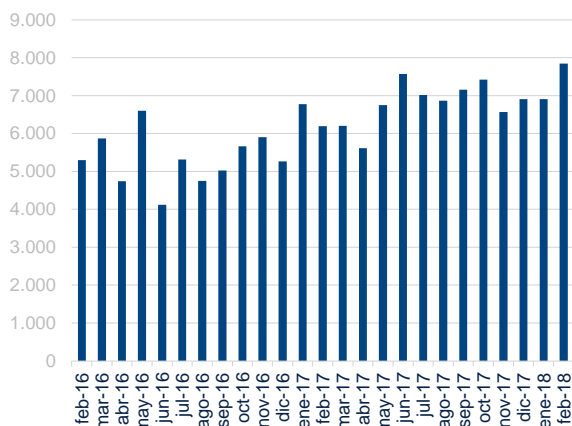
Fuente: Research BBVA RE a partir del BdE

Con esto el número de préstamos hipotecarios destinados a la compra de vivienda, según los datos de CIEN, experimentó un incremento anual del 14,2% en 2017, firmándose 277.156 hipotecas. En el comienzo del año, la senda de crecimiento se mantiene y, en los dos primeros meses del año, el número de préstamos firmados ascendió a algo más de 36.100, el 13,0% más que en el mismo periodo de 2017.

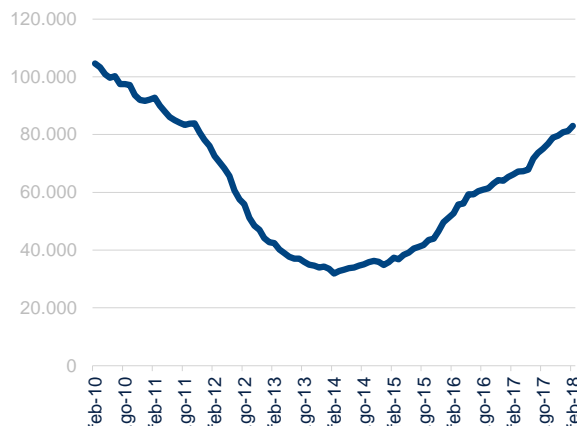
Los visados para construir nuevas viviendas se moderan en los últimos meses

Durante la última parte de 2017 y el inicio del año en curso la actividad constructora se ha mantenido relativamente estable. Una vez corregida la estacionalidad y el efecto calendario, los visados de obra nueva oscilaron en torno a las 7.000 firmas mensuales en los últimos meses (véase el Gráfico 2.15). Así, en el último trimestre de 2017 los visados variaron el -1,0% (CVEC) respecto al trimestre precedente. Con todo, en el pasado ejercicio se aprobaron 80.786 permisos para iniciar nuevas viviendas, el 26,2% más que en 2016. Por su parte, **la estabilidad que venía observándose en los últimos meses parece haberse roto en febrero**, cuando los visados mostraron un incremento significativo, rozando la cota de los 8.000 (CVEC). Así, en los dos primeros meses de 2018 se firmaron 15.000 visados, lo que supone un crecimiento intermensual promedio del 6,8% (CVEC). En términos interanuales la evolución fue positiva y los visados firmados en los dos primeros meses del ejercicio superaron en un 17,4% a los del mismo periodo de 2017.

Respecto al acumulado anual, el Gráfico 2.16 muestra una moderación de la tendencia de crecimiento de la firma de visados en los últimos meses, en línea con el escenario de previsión de un menor crecimiento de los visados en el presente ejercicio.

Gráfico 2.15 España: visados de vivienda de obra nueva (datos CVEC)


Fuente: Research BBVA RE a partir del MFOM

Gráfico 2.16 España: visados de vivienda de obra nueva (acumulado 12 meses)


Fuente: Research BBVA RE a partir del MFOM

Otras variables asociadas a la actividad constructora también reflejan cierta moderación en los últimos meses. A lo largo del último trimestre de 2017 la superficie total transada de suelo urbano se redujo el 9,8% t/t (CVEC) y el número de operaciones de compraventa lo hizo en un 3,0%. Finalmente, en el pasado año el número de transacciones creció el 15,2% respecto a 2016. Un mayor dinamismo de operaciones que no se trasladó a la superficie total vendida, que se redujo el 14,3%, el primer descenso después de tres años consecutivos de incrementos anuales (a un promedio anual del 20,0%). En lo referente a los dos primeros meses del año, el buen dato del mes de enero quedó algo enturbiado por el comportamiento de febrero. Así, tras el incremento del 9,9% a/a de la superficie vendida en enero, la tasa interanual se redujo el 22,5% en febrero. De este modo, en los dos primeros meses de 2018 la superficie de suelo urbano vendida se redujo el 8,0% interanual y el número de operaciones cayó el 7,6%. En cualquier caso, estos descensos preceden un intenso incremento de la actividad del mercado de suelo desde el mínimo, alcanzado en el año 2013: del 83,5% de la superficie comercializada y del 57,1% de las operaciones de compraventa (véase el Gráfico 2.17).

Otra de las variables que ha moderado su crecimiento en los últimos meses ha sido la creación de empleo en el sector de la construcción, en un contexto de recuperación de la obra pública y la construcción no residencial. En 2017 los afiliados a la Seguridad Social en la construcción crecieron en casi 80.000 personas respecto a 2016, el 7,4% (por encima del crecimiento del total de afiliados en España, que en 2017 fue del 3,4%), registrando avances intermensuales mes tras mes. Sin embargo, en el primer trimestre de 2018 el crecimiento de los afiliados en el sector se ha ido desacelerando hasta estancarse en el mes de marzo. Además, todo ello se produce con crecimientos de la obra pública y no residencial. En particular, según los datos de SEOPAN, la licitación de obra pública creció el 37,8% interanual en 2017, tras dos años de descensos consecutivos, y en los dos primeros de 2018 el incremento interanual de esta partida fue del 79,5%. Por otro lado, la superficie visada destinada a construcción no residencial aumentó en 2017 el 13,0%, aunque en el primer mes del año se redujo el 27,4% interanual, según los datos del Ministerio de Fomento.

Por el contrario, **otras variables muestran un tono positivo.** Tal es el caso del indicador de clima de la construcción elaborado por el Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital. A finales de 2017 el índice asociado al segmento residencial experimentó una mejora de algo más de 20 puntos y, en enero y febrero del año en curso, ha continuado recuperándose. Esta mejoría llegó de la mano de incrementos en la cartera de pedidos y,

también, de una percepción positiva de la tendencia del empleo en el segmento. De este modo, se ha incrementado el nivel de producción y el número de días de trabajo asegurado en este segmento de la construcción.

Desde el sector se destaca la ausencia de mano de obra cualificada, algo que podría estar condicionando los plazos de ejecución de algunos proyectos e, incluso, la puesta en marcha de otros nuevos. En cualquier caso, la moderación observada en algunas de las variables de la actividad constructora en la segunda parte de 2017 y en el inicio de 2018 obliga a seguirlas con atención en los próximos meses.

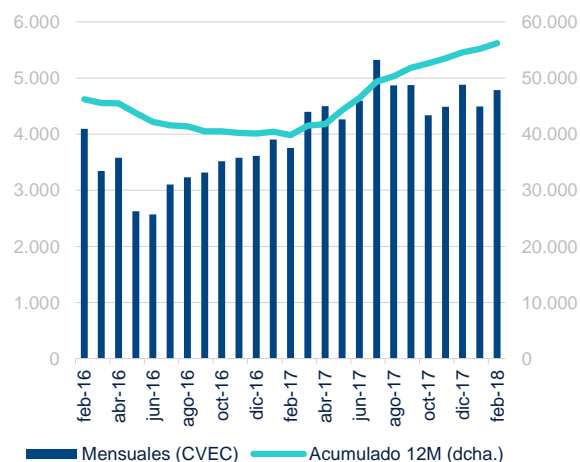
Por su parte, a pesar de la moderación de los certificados de final de obra en el último trimestre de 2017, **las viviendas terminadas en el pasado año aumentaron el 36,1% respecto a las concluidas en 2016**, el primer ascenso tras nueve años de contracción. Así, en 2017 se firmaron 54.610 certificados de final de obra en España, frente a los poco más de 40.100 en 2016. Pese al incremento, el nivel fue muy inferior al de años anteriores y sólo representa el 9,4% de las viviendas terminadas entre 2005 y 2007, en promedio anual. Por su parte, en los dos primeros meses de 2018 los certificados de final de obra retrocedieron a un promedio intermensual del 0,7% (CVEC). En términos interanuales se incrementaron el 22,4%, lo que supone la firma de 8.723 certificados entre enero y febrero del año en curso (véase el Gráfico 2.18).

Gráfico 2.17 España: superficie de suelo urbano vendido (millones metros cuadrados)



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

Gráfico 2.18 España: certificados de final de obra



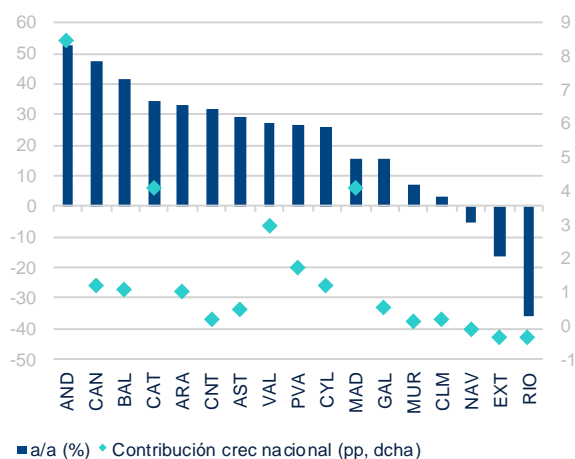
Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

La firma de nuevos visados se ha comportado de manera desigual entre las comunidades autónomas, tal y como puede observarse en el Gráfico 2.19. En 2017, el mayor crecimiento de los permisos para iniciar nuevas viviendas tuvo lugar en Andalucía, con un ascenso anual del 52,8%. Además, dado el nivel de permisos aprobados (15.630, el 19,3% de los aprobados en España el pasado año), la región contribuyó con 8,4pp al crecimiento del 26,2% de los visados en España. En Canarias y Baleares el aumento de visados fue superior al 40% anual, pero su aportación al crecimiento nacional fue del 1,2pp y 1,0pp, respectivamente, por el menor tamaño de sus mercados. Los incrementos de visados registrados en Cataluña, Aragón, Cantabria, Asturias, C. Valenciana y País Vasco también se situaron por encima de la media y, entre todas, destaca la contribución de Cataluña y C. Valenciana al avance de la actividad en el país (4,1pp y 2,9pp, respectivamente). Por su parte en Madrid el crecimiento de visados en 2017 fue del 15,7%, un avance inferior a la media pero que precede a tres años de un crecimiento notablemente superior. Además, dado el volumen de visados firmados en Madrid (23,7%

del total nacional), la contribución de esta región al crecimiento nacional fue de 4,1pp en 2017. Durante el pasado año, tres comunidades autónomas registraron una reducción del número de visados: Navarra, Extremadura y La Rioja, drenando, respectivamente, 0,1pp, 0,4pp y 0,4pp al crecimiento nacional.

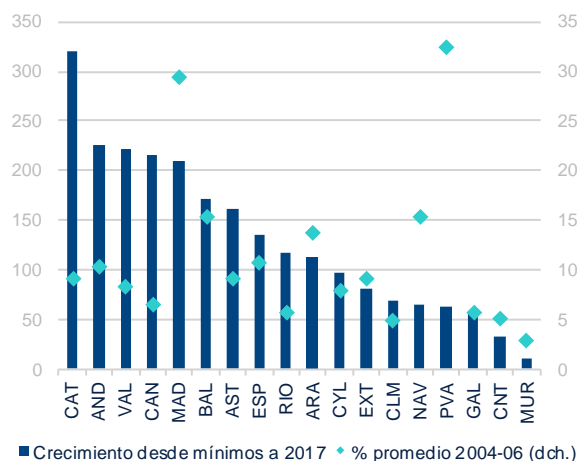
La evolución positiva de la firma de visados en 2017 aleja, todavía más, a la mayoría de las comunidades autónomas de los niveles mínimos de nueva actividad. En el conjunto del país, **pese a la recuperación acumulada de los visados (del 135,6% desde 2013), el nivel es relativamente reducido y los permisos firmados en 2017 fueron equivalentes al 10,6% del promedio anual entre 2004 y 2006**. Cataluña fue la región más dinámica: los visados en 2017 (10.091) fueron 4,2 veces superiores a los firmados en 2013 (2.401). Aun así, el nivel es todavía relativamente reducido y tan sólo supone el 9,2% de los aprobados, en media anual, entre 2004 y 2006. En Andalucía, C. Valenciana, Canarias y Madrid las firmas en 2017 fueron tres veces superiores a las registradas en mínimos. Entre ellas, Madrid es la región que más próxima se encuentra a la actividad en los años previos a la crisis: los visados de 2017 fueron equivalentes al 29,3% de los aprobados entre 2004 y 2006, en promedio anual. Cantabria y Murcia fueron las comunidades autónomas donde menos intensa es la recuperación acumulada desde mínimos, el 32,6% y el 11,4%, respectivamente. Por otro lado, País Vasco fue la región que más próxima se situó al nivel de visados firmados entre 2004 y 2006 (32,5%), precisamente la autonomía donde menos se deterioró la actividad constructora durante la crisis (la reducción de visados fue del 81,1% frente al -96,0% de media en España). En Navarra, otra de las menos castigadas durante la crisis, el nivel de visados en 2017 representó el 15,4% de los aprobados en los años del *boom* inmobiliario. Baleares fue la otra comunidad autónoma donde el nivel de actividad respecto a la media del *boom* superó la media nacional (véase el Gráfico 2.20).

Gráfico 2.19 España: visados de vivienda de obra nueva en 2017 por comunidades autónomas



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Gráfico 2.20 España: evolución de los visados de vivienda de obra nueva por comunidades autónomas

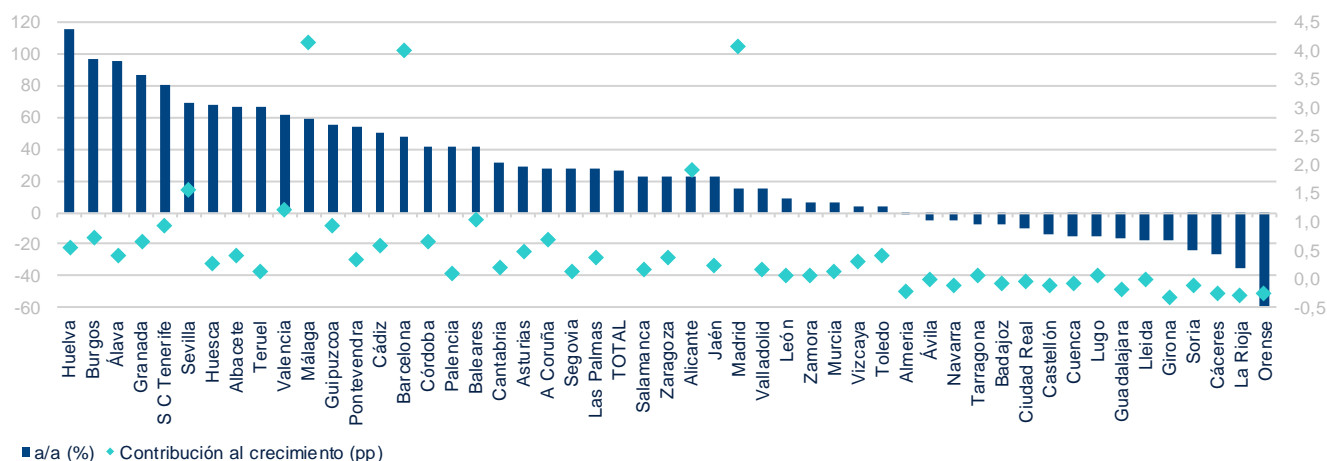


Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

En términos provinciales, el mayor dinamismo de la firma de visados en 2017 se alcanzó en Huelva con un incremento respecto a 2016 del 115,6%. Pese a ello, su aportación al incremento nacional (26,1%) fue tan sólo de 0,5pp, tal y como se observa en el Gráfico 2.21, se trata de una contribución equivalente al 2,0% del crecimiento nacional, por encima de la contribución del 0,7% en la anterior etapa de expansión (1994-2006). En Burgos, Álava, Granada y S. C. de Tenerife el incremento en 2017 fue superior al 80%, siendo la contribución de Granada la más relevante (1,1pp, aportando al crecimiento el doble que en la anterior etapa de auge). Entre las provincias que crecieron más que la media, destaca la contribución al crecimiento nacional de Málaga (3,8pp) y Barcelona (4,4pp), aportaciones superiores a las realizadas, en promedio, entre 1994 y 2006. Entre las que crecieron, pero menos que la media, Madrid y Alicante fueron las que mayor aportación hicieron al crecimiento nacional, 4,1pp y

1,8pp, respectivamente. **En el pasado año los permisos para iniciar nuevas viviendas se redujeron en 16 provincias españolas**, siendo Ourense la que mostró un peor registro respecto a 2016 (-59,8%). El deterioro en estas provincias drenó en 2,1pp el crecimiento de los visados de vivienda de obra nueva en España en 2017, siendo los más destacados los de La Rioja (-0,4pp) y Cáceres (-0,3pp).

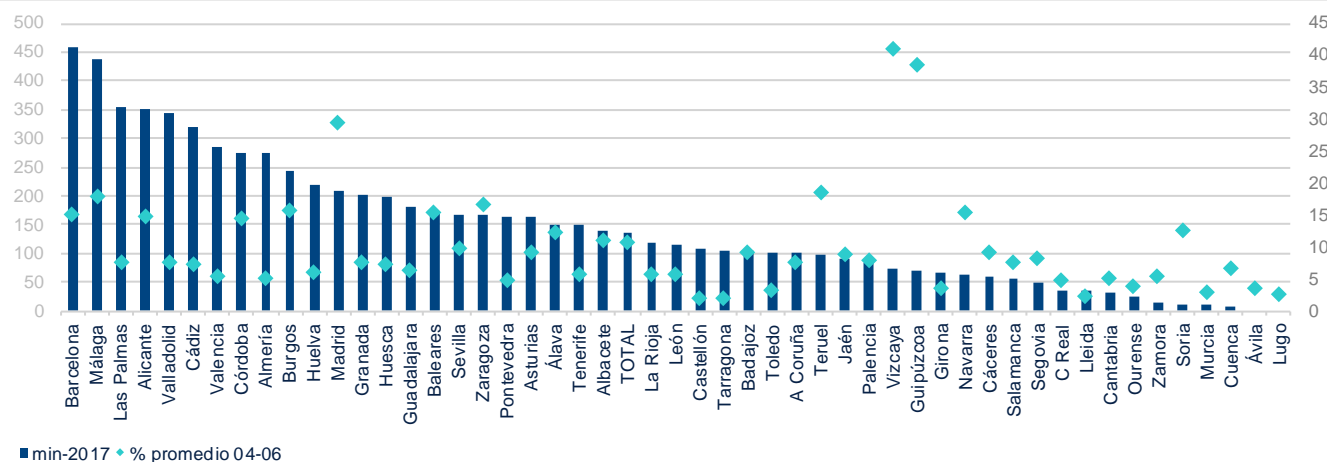
Gráfico 2.21 España: visados de vivienda de obra nueva en 2017 por provincias



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Al cierre de 2017 en todas las provincias, salvo en Ávila y Lugo, los visados superaron el nivel mínimo alcanzado a finales de la crisis, en la mayoría de los casos, en 2013. Barcelona y Málaga registran los crecimientos más destacados, donde los visados se multiplicaron casi por 5,5 respecto al nivel mínimo. Por su parte, en estas provincias la actividad en 2017 fue el 15,2% y el 17,8% de la registrada, en promedio anual, entre 2004 y 2006. Vizcaya y Guipúzcoa fueron las provincias donde la firma de visados en 2017 más se aproximó al promedio anual de 2004-2006 (41,1% y 38,5%, respectivamente). En Madrid los permisos en 2017 equivalieron al 29,3% de los firmados en la etapa de auge (véase Gráfico 2.22).

Gráfico 2.22 España: evolución de los visados de vivienda de obra nueva por provincias (%)



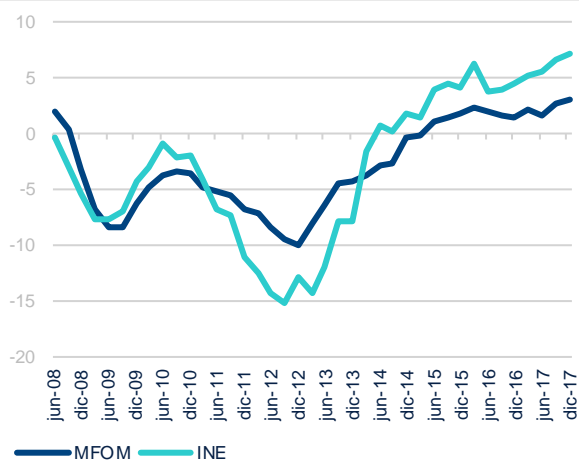
Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

El precio de la vivienda mantuvo su tendencia de crecimiento a finales de 2017

Las dos fuentes oficiales de precios, el Ministerio de Fomento y el Instituto Nacional de Estadística (INE), mostraron un **nuevo avance del precio de la vivienda en la última parte del año**, tal y como muestra el Gráfico 2.23. Según los valores de tasación, recopilados por el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda concluyó 2017 en los 1.558,7 €/m², lo que supuso un incremento interanual del 3,1%. Según el Índice del Precio de la Vivienda (IPV) del INE, elaborado a partir de las viviendas vendidas registradas ante notario, el precio de la vivienda se elevó el 7,2% interanual en el 4T17. Con ello la vivienda mantiene la tendencia de revalorización. De este modo, en **el pasado año la vivienda se encareció a un promedio anual del 2,4%, según el Ministerio de Fomento, y al 6,2% según el IPV del INE.**

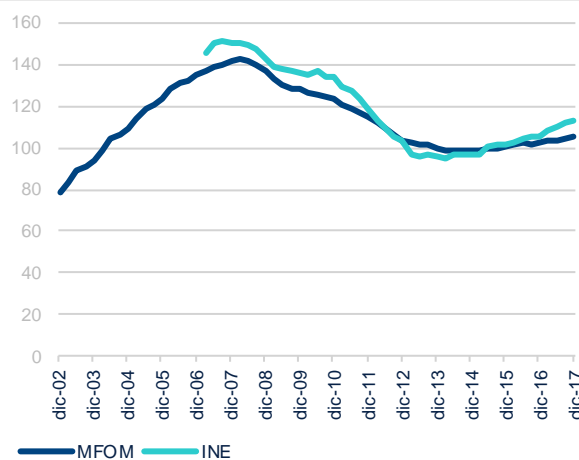
Tras el ascenso del pasado año, el precio de la vivienda acumula un incremento del 7,1% desde que alcanzara el mínimo en el 3T14 (5,0%, en términos reales), según los datos del Ministerio de Fomento. Atendiendo al IPV, la revalorización desde el mínimo del 1T14 es del 19,2% (16,9% en términos reales). En ambos casos los ascensos **mantienen el nivel del precio muy por debajo de los máximos alcanzados en el anterior ciclo inmobiliario.** Así, según el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda al cierre de 2017 estaría en niveles similares a los de mitad de 2004, lejos de los niveles máximos de 2007-2008 (véase el Gráfico 2.24).

Gráfico 2.23 España: precio de la vivienda (% a/a)



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE y MFOM

Gráfico 2.24 España: índice de precio de la vivienda (2015=100)



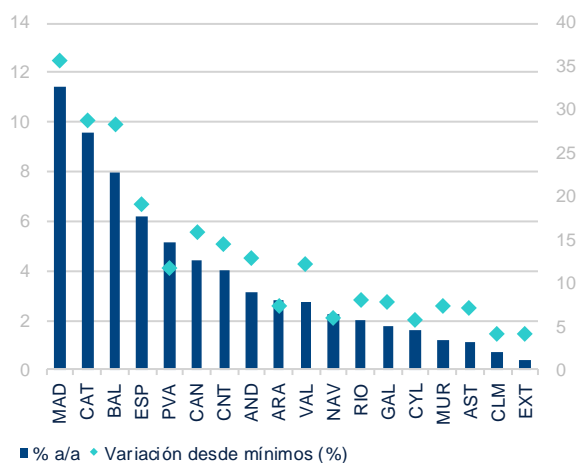
Fuente: Research BBVA RE a partir de INE y MFOM

El precio del suelo continúa mostrando una tendencia de crecimiento. Según los datos de CIEN, las transacciones de terreno o solar urbano transadas en 2017 lo hicieron a un precio medio de 105,0 €/m². Se trata de un valor un 14,9% superior al promedio de 2016 y el tercer ascenso consecutivo. De este modo, desde que el precio alcanzara el mínimo, a mediados de 2013, registra un ascenso de alrededor del 40%, situándose en un nivel similar al de finales de 2010, cuando el suelo ya acumulaba dos años de devaluación. Durante los meses de enero y febrero del año en curso el precio del suelo mantiene la tendencia creciente.

En términos regionales, **según el IPV, del INE, el precio creció en todas las comunidades autónomas, siendo Madrid la que experimentó un mayor incremento** (11,5% en promedio anual). Tras ella se situaron Cataluña y Baleares con ascensos del 9,6% y el 8,0%, respectivamente. Por el contrario, Murcia, Asturias, Castilla-La Mancha y Extremadura exhibieron las subidas más modestas, inferiores al 1,5%. La recuperación desde mínimos, alcanzados entre 2013 y 2014, sigue siendo muy desigual. Mientras en Madrid la vivienda se ha revaluado el

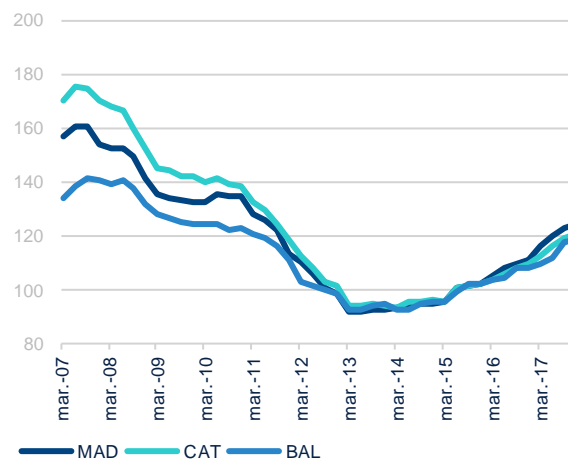
35,6% desde entonces y en torno al 28% en Cataluña y Baleares, en Castilla-La Mancha y Extremadura la subida acumulada de precios no supera el 5% (véase el Gráfico 2.25). Pese a los ascensos relevantes registrados en Madrid, Cataluña y Baleares, **el nivel de precios se sitúa todavía muy por debajo de los máximos alcanzados en 2007-2008**. Así, el nivel de precios en Madrid en 2017 fue un 25% inferior al máximo registrado en 2007. En Cataluña la diferencia es del 32% y en Baleares de alrededor del 20% (véase el Gráfico 2.26).

Gráfico 2.25 España: precio de la vivienda en 2017



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

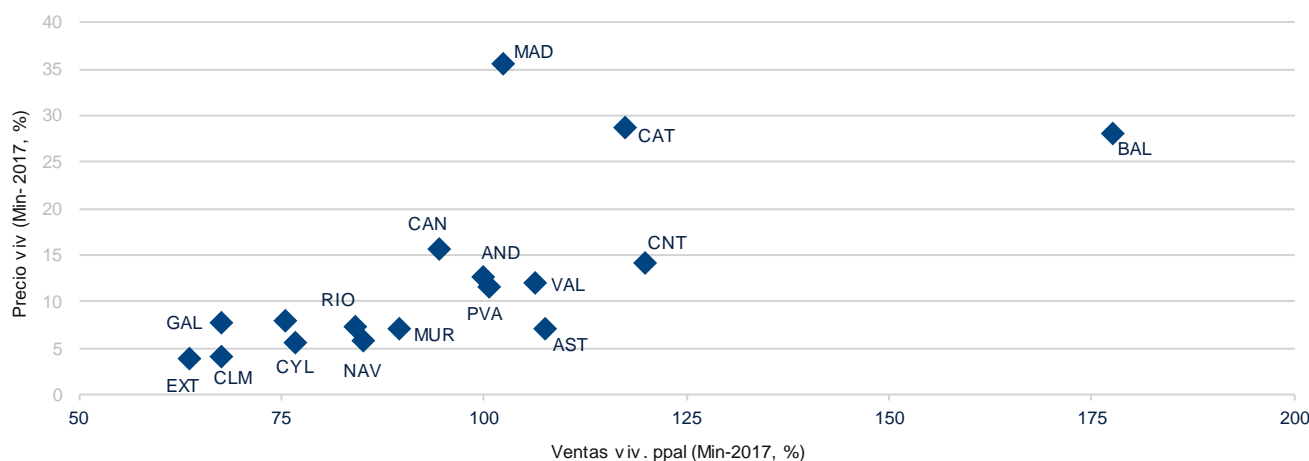
Gráfico 2.26 Índice de precio de la vivienda (2015=100)



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

Como puede verse en el Gráfico 2.27 existe **una correlación positiva entre la evolución del precio de la vivienda y la de las ventas de viviendas principales**. Así, en aquellas regiones donde más crecieron las ventas de viviendas desde que alcanzaron el mínimo más se ha elevado el precio de la vivienda.

Gráfico 2.27 España: precio de la vivienda en 2017



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

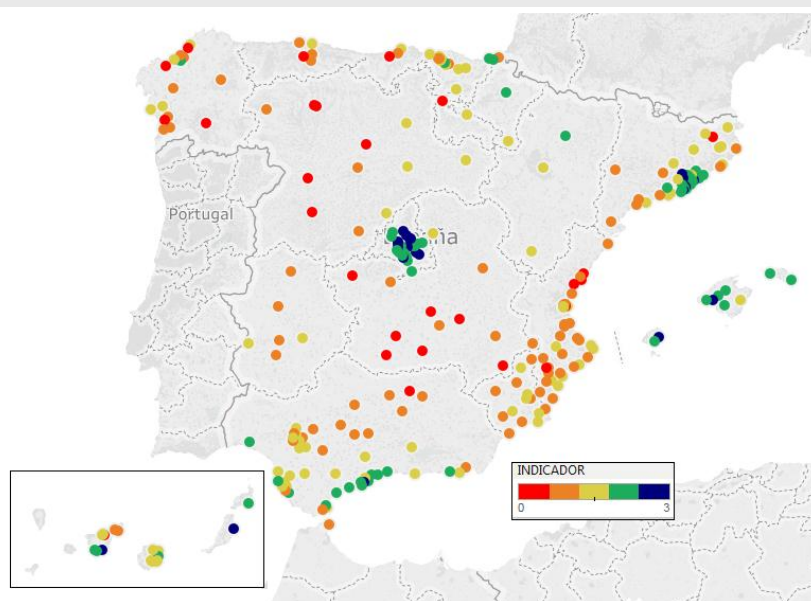
Los municipios de la costa mediterránea, las islas y Madrid cuentan con el mercado inmobiliario más atractivo

Tal y como se hizo en el número del pasado mes de marzo de 2017, a continuación se lleva a cabo un análisis de la situación del mercado inmobiliario en los 284 municipios españoles de más de 25.000 habitantes. Para ello se ha actualizado el modelo que se utilizó entonces y que permite llevar a cabo un ordenamiento ponderando de variables de demanda, oferta y precios para cada ciudad.

La comparación del ranking con el llevado a cabo hace un año no muestra grandes diferencias en la clasificación municipal. De hecho, los mercados inmobiliarios calificados como atractivos en marzo de 2017 lo siguen siendo, en general, en esta ocasión. Lo mismo sucede con los catalogados como menos atractivos. De este modo, en términos generales, se perfilan dos divisiones. La primera formada por **el arco mediterráneo, los dos archipiélagos y Madrid, en la que se albergan los municipios con una situación inmobiliaria más saludable**, donde, en general, las variables de oferta, demanda o precios muestran tendencias de crecimiento. De nuevo destacan las ciudades situadas en torno a Barcelona, Madrid y Málaga y algunos puntos en la costa gaditana. Por el contrario, algunos municipios en la costa de Murcia, Castellón y Tarragona muestran un atractivo limitado, bien porque los precios no terminan de coger una clara tendencia positiva, bien porque la oferta está todavía afectada por el nivel de inventario. La segunda división la integra el interior peninsular y el cuadrante norte, tal y como sucedía hace un año. En este caso los mercados tienen puntos de debilidad, relacionados, en buena medida, con una demanda relativamente débil, con unos precios que no terminan de tomar tendencia o con una escasa actividad constructora. Aquí son escasos los municipios situados en la parte superior de la clasificación y, entre ellos, los mejor posicionados son algunos municipios vascos.

Por tanto, el análisis municipal no revela cambios relevantes respecto al año precedente. Los municipios próximos a Madrid, Barcelona y Málaga siguen viéndose favorecidos por el mayor dinamismo económico. Los mercados insulares continúan favoreciéndose el buen tono que sigue exhibiendo el turismo internacional. El litoral mediterráneo continúa siendo atractivo para el turismo, aunque algunos municipios siguen mostrando mercados inmobiliarios débiles. Por su parte, en los municipios del interior peninsular el atractivo inmobiliario es más limitado.

Mapa 2.1 Clasificación municipal. Atractivo del mercado inmobiliario en municipios de más de 25.000 habitantes



Fuente: Research BBVA RE a partir de diversas fuentes de datos

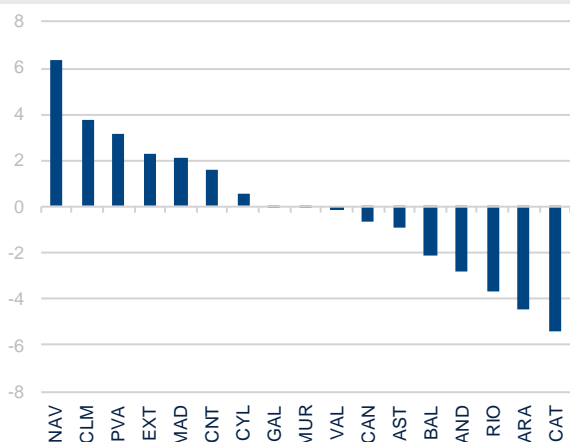
La incertidumbre relacionada con el entorno político en Cataluña habría tenido un impacto limitado en 2017 en el sector

El inmobiliario es un sector muy sensible a la incertidumbre sobre la política económica, dada la extensa regulación a la que está sometida, y al papel relevante que juegan las expectativas de los agentes, tanto a la hora de comprar un inmueble como de llevar a cabo un nuevo proyecto. En el último trimestre de 2017, la economía en general, y el sector inmobiliario, en particular, han estado especialmente expuestos a esta incertidumbre. Para tratar de cuantificar el impacto que ha tenido en el mercado, se ha llevado a cabo un sencillo ejercicio en el que se compara el valor observado de la venta de viviendas y la firma de visados por regiones y la estimación de BBVA Research para el 4T17 con información al cierre del 3T17².

La evidencia preliminar refleja que **las mayores discrepancias negativas entre el valor estimado y el observado de la venta de viviendas se registraron en Cataluña, Aragón, La Rioja y Andalucía, donde el valor observado fue inferior al estimado**. En Cataluña esta diferencia fue del -5,4%. En el lado opuesto se situaron Navarra y Castilla-La Mancha donde el valor observado superó el 6,4% y el 3,8% el valor estimado al cierre del 3T17, respectivamente (véase el Gráfico 2.28). En el Gráfico 2.29 se representa el mismo ejercicio, pero con los visados. En este caso Galicia, Andalucía y Cataluña mostraron las mayores diferencias negativas entre el valor estimado y el observado (-10,5%, -9,5% y -8,6%, respectivamente). Sin embargo, en Cantabria, Aragón y Murcia los visados finalmente observados superaron ampliamente a los estimados.

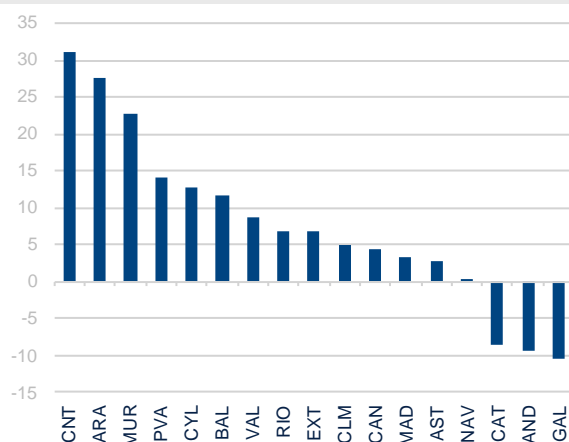
Así, aunque en términos nacionales las variaciones positivas prácticamente compensan las negativas, en algunas regiones el valor observado fue sensiblemente inferior al estimado. Este es el caso de **Cataluña donde tanto las ventas como los visados estimados para el 4T17 fueron inferiores a los realmente observados**. Con la excepción de Andalucía, las comunidades autónomas más afectadas por el aumento de la incertidumbre parecen haber sido aquellas más cercanas a Cataluña, como Aragón, La Rioja o Baleares. Sin embargo, estos comportamientos negativos fueron compensados por comunidades autónomas como Madrid, País Vasco Castilla-La Mancha, Castilla y León, Extremadura, Cantabria y Navarra, donde tanto la venta residencial como la firma de visados superaron las expectativas en el 3T17.

Gráfico 2.28 España: venta de viviendas en 2017 (% de diferencia entre valor observado y estimado en 4T17)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Gráfico 2.29 España: visados en 2017 (% de diferencia entre valor observado y estimado en 4T17)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

2: La estimación del 4T17 para cada una de las comunidades autónomas se ha llevado a cabo con un modelo ARIMA con información hasta el 3T17.

3. Perspectivas

Las perspectivas de la evolución del mercado inmobiliario en España para los próximos trimestres siguen siendo positivas. La revisión al alza de la economía llevada a cabo recientemente será favorable para un sector que va dejando atrás los niveles mínimos alcanzados durante la crisis.

BBVA Research ha revisado recientemente sus expectativas de crecimiento para la economía española desde el 2,5% al 2,9% en 2018, y desde el 2,3% al 2,5% en 2019. Así, se espera que en estos dos años la economía española genere alrededor de un millón de nuevos puestos de trabajo, lo que permitiría reducir la tasa de paro por debajo del 14% en promedio durante 2019. Tras esta revisión trasciende un entorno global algo más favorable que parece haber más que compensado el impacto económico de la incertidumbre relacionada con el entorno político en Cataluña. Además, se vislumbra una política fiscal algo más expansiva que en el bienio precedente que podría llevar a la economía a un escenario incluso algo más positivo. En definitiva, las estimaciones de crecimiento mejoran las del escenario anterior gracias al buen comportamiento exhibido por las exportaciones de bienes y a la solidez de la inversión en maquinaria y equipo derivada del buen tono de la economía internacional y, especialmente, de la europea. Además, las perspectivas externas de la economía española siguen mejorando, lo que ha permitido reducir el coste de financiación a largo plazo del bono soberano. En todo caso, la vulnerabilidad a cambios en el entorno externo se mantiene, en parte, por los elevados desequilibrios que todavía existen, pero también como consecuencia de la persistencia de la incertidumbre relacionada con el entorno político y con la falta de consensos.

Este contexto es positivo para un sector inmobiliario que poco a poco avanza hacia la normalización. En 2017 se produjeron finalmente algo más de 530.000 operaciones de compraventa. En los últimos meses viene apreciándose una ligera moderación de la venta de viviendas que bien podría estar asociado a esta progresiva normalización. Después de varios trimestres consecutivos de crecimiento relativamente elevados, y dejando atrás los efectos base derivados de los reducidos niveles alcanzados durante la crisis, se espera que en 2018 la venta de viviendas muestre un crecimiento algo más moderado, que se situaría en torno al 7%. Esto supondría la compra de unas 570.000 viviendas. Con ello, el efecto base derivado de los bajos niveles que alcanzó la venta de viviendas durante la crisis va desapareciendo, lo que supone una evolución más normalizada del mercado.

El sector continuará poniendo en marcha nuevos proyectos residenciales para dar respuesta a la demanda de vivienda nueva. El apetito de la demanda por la vivienda nueva existe y las nuevas promociones despiertan el interés de las familias, sobre todo en las grandes ciudades. En general, los compradores que se decantan por esta vía son aquellos que cuentan con una vivienda, en propiedad o en régimen de arrendamiento, y tienen deseo de pasar a otra que se ajuste mejor a sus necesidades o a sus gustos. Buena parte de ellos son demandantes que adquirieron en la época del boom y que, por cuestiones presupuestarias, tuvieron que acceder a una tipología o ubicación determinada y que, tras salvar la crisis económica, han decidido cambiar de vivienda: es la conocida como demanda de reposición. De este modo, se espera que 2018 vuelva a ser un buen año para el segmento residencial del sector de la construcción y se prevé que el año concluirá con la firma de unos 93.000 visados, alrededor del 15% más que en el pasado año.

En este contexto, se estima que el precio de la vivienda seguirá mostrando la tendencia de crecimiento de los últimos trimestres. Así, se espera que en el conjunto del año la vivienda se revalorice en torno al 5,0% respecto al año anterior, según los datos del Ministerio de Fomento. Tras ello se encuentran tanto el crecimiento de la demanda como la reducción del inventario. Aunque cada vez se finalizan más viviendas, las nuevas son todavía relativamente escasas y tan sólo suponen poco más del 10% del total de viviendas vendidas.

Además, el crecimiento de las ventas hace que el *stock* de viviendas sin vender siga reduciéndose y concentrándose cada vez más en viviendas con menor atractivo comercial dadas sus características o su ubicación.

A escala regional, el comportamiento seguirá siendo muy heterogéneo. La extensión de la recuperación económica hacia áreas geográficas que habían quedado algo rezagadas favorecerá al mercado inmobiliario. Se trata de un fenómeno que comenzó a apreciarse en 2017, cuando Castilla-La Mancha y Cantabria lideraron los crecimientos de las ventas residenciales, y que, seguramente, volverá a observarse en 2018: regiones donde no ha destacado el sector podrían liderar su crecimiento, en gran medida, como consecuencia de un efecto base, ya que se trata de regiones donde el mercado muestra niveles especialmente bajos.

Durante 2018 habrá que seguir con atención la evolución de la compra de segundas residencias que, como se ha visto a lo largo del informe, ha experimentado un avance significativo en 2017 tras varios años de retroceso. La consolidación de la recuperación económica podría seguir siendo favorable para este segmento de demanda. Además, la mejora de la economía global es una buena noticia para la demanda extranjera, lo que facilita que en 2018 mantenga el buen tono exhibido en los últimos años. Ambos aspectos favorecerán a las regiones más expuestas a la compra viviendas secundarias y a la demanda foránea.

Por otro lado, **en torno a la política monetaria no se prevén grandes variaciones respecto a lo contemplado hace tres meses.** Se espera que, poco a poco, el Banco Central Europeo cambie gradualmente el tono de la política monetaria, lo que derivará en futuras subidas de tipos de interés, que no se vislumbran hasta el próximo año y que, en principio, se producirán de manera paulatina, lo que mantendrá los tipos en niveles relativamente bajos en el escenario de previsión. De este modo se espera que el mercado siga beneficiándose de los bajos tipos de interés, no sólo porque den lugar a unas condiciones de financiación más atractivas, sino porque algunos hogares seguirán buscando en la vivienda la rentabilidad que no les brindan otros activos de inversión.

Pero **el escenario no está exento de riesgos.** Entre ellos destaca, por un lado, un incremento de la incertidumbre de la política económica nacional. Por otro, la posibilidad de que aumentos repentinos y significativos de los precios den lugar a cambios en el patrón de salida de las políticas monetarias del BCE, algo negativo para la economía española que todavía cuenta con elevados niveles de endeudamiento y donde la sensibilidad al aumento de tipos es elevada.

4. Estimación de la demanda potencial de vivienda principal en España: 2018-2028

Introducción

Conocer la futura demanda de vivienda, aunque sea de una manera aproximada, puede ser relevante tanto para el propio sector de la construcción como para la administración pública, a la hora de planificar cuáles pueden ser las nuevas necesidades de vivienda de una población. No obstante, estimar la demanda futura de vivienda es una tarea compleja. Los factores que la determinan son múltiples, y la evolución de alguno de ellos es realmente incierta a medio y largo plazo.

La literatura económica³ existente suele diferenciar entre la **demanda potencial**, aquella que depende de las tendencias de largo plazo de factores estructurales como son la demografía o la renta permanente de las personas, y la **demanda efectiva**, más vinculada a factores coyunturales tales como la evolución del empleo, los costes de financiación o las expectativas del sector. Que la demanda potencial de vivienda se transforme finalmente en efectiva, dependerá de cómo evolucionen los factores más coyunturales.

De los factores condicionantes de la demanda potencial, los socioeconómicos son los que presentan una mayor incertidumbre a la hora de realizar proyecciones. Por ejemplo, determinar a largo plazo el estado futuro de variables como la renta disponible de las familias, las condiciones financieras a las que se van a enfrentar en un futuro, o incluso si el ratio de divorcios va a variar, es difícil de predecir. Sin embargo, otros factores como los demográficos son más fácilmente previsibles a medio y largo plazo, ya que se calculan a partir de las proyecciones demográficas que ya realizan regularmente las diferentes agencias estadísticas.

La demanda total de vivienda no sólo hace referencia a la vivienda principal, sino que también tiene en cuenta la vivienda secundaria y la vacía⁴. Además, **la demanda de cada tipología de vivienda se ve afectada por los factores socio-económicos y demográficos de manera diferente**. Así, por ejemplo, mientras que en la determinación de la vivienda principal los factores demográficos tienen un elevado peso, en la demanda de vivienda no principal otros factores cuya evolución a largo plazo puede ser más incierta, como por ejemplo los costes de financiación o la rentabilidad de las inversiones alternativas, toman mayor protagonismo.

Este estudio se ha centrado exclusivamente en el cálculo de la demanda potencial de vivienda principal para el periodo 2018-2028. Aunque no representa la totalidad de la demanda residencial es la que tiene un mayor peso en la demanda de vivienda: según el Censo de Población y Vivienda de 2011, representaba el 72% del parque total de vivienda. Además, aunque no está determinada exclusivamente por factores demográficos, éstos son, sin duda, un factor relevante al que cabe atribuir una buena parte de la demanda potencial de vivienda principal. Esto es así porque se requeriría de shocks económicos y sociales muy profundos para alterar significativamente las tendencias demográficas.

3: Véase por ejemplo Llanos Matea (2015).

4: Véanse por ejemplo Vinuesa(2007), Belsky (2007) o McCue y Herbert (2016).

Estimación de la demanda potencial de vivienda principal

Método de las tasas de jefatura

Uno de los factores más importantes a la hora de determinar cómo variará a largo plazo la demanda de vivienda principal es la evolución en la formación de nuevos hogares. Partiendo de la hipótesis de que las viviendas principales de una población han de ser aproximadamente igual al número de hogares de dicha población, la demanda potencial de vivienda principal se puede calcular a partir de proyecciones de la formación neta de hogares.

Un procedimiento habitual para realizar proyecciones de hogares consiste en utilizar las denominadas **tasas del jefe del hogar o de referencia, definidas como la ratio entre el número de cabezas de familia y la población**. Las tasas de jefatura representan, de una manera sintética, el proceso de formación de hogares que surge de decisiones individuales como pueden ser el vivir solo o en pareja, compartiendo casa o viviendo con la familia. Además, a nivel agregado, las tasas de jefatura también se pueden interpretar como la inversa del tamaño medio de los hogares. A mayores tasas de jefatura, menor será el tamaño medio de los hogares.

Este estudio ha calculado las tasas de jefatura anualmente para el periodo 2002-2017, haciendo uso de los microdatos anonimizados de la Encuesta de Población Activa (EPA), desagregando por grupos de edad y diferenciando entre españoles y extranjeros. En concreto, las cohortes de edad se han agrupado quinquenalmente desde los 16 a los 54 años y, a partir de los 55 años, se ha creado una cohorte de edad que agrupa las edades comprendidas entre los 55 y 64 años, y otra que agrupa a todas las edades superiores a los 64 años. Cálculos muy similares a los propuestos por Llanos Matea (2015)⁵.

De este modo, la tasa de jefatura para un grupo de edad y nacionalidad dado, se calcularía como:

$$TJ_{k,t}^{nac} = \frac{Hog_{k,t}^{nac}}{Pob_{k,t}^{nac}} \quad \forall t = 2002 \dots 2017 \quad (1)$$

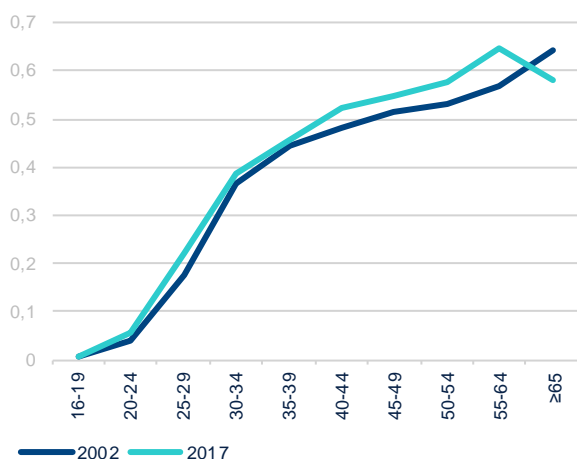
Donde $TJ_{k,t}^{nac}$ es la tasa de jefatura de la población con nacionalidad española o extranjera, del grupo de edad k , en el periodo de tiempo t . $Hog_{k,t}^{nac}$ es el número de hogares y $Pob_{k,t}^{nac}$ es la población de ese grupo concreto en ese mismo momento de tiempo. Como definición de “jefe del hogar” se toma a la persona o personas que designan como tal el resto de los componentes del hogar, según se puede identificar en las estadísticas de la EPA.

El Gráfico 4.1 presenta las tasas de jefatura para cada cohorte de edad en los años 2002 y 2017. El patrón que presentan ambos años es muy similar, aunque los niveles de las tasas en 2017 son superiores para todas las cohortes, con la excepción del grupo de mayor edad. En ambos años se observa como **las tasas de jefatura aumentan a medida que la población envejece**, creciendo con mucha intensidad en los tramos más jóvenes, y moderándose a partir de los 35-40 años, cuando muchos de los jóvenes se han emancipado y formado hogares independientes.

Los ciudadanos españoles y los extranjeros también presentan diferencias en sus procesos de formación de hogares. El Gráfico 4.2 muestra como los extranjeros tienen unas tasas de jefatura superiores en las edades más tempranas y que esta situación revierte en las edades más avanzadas. Esto supone que **los extranjeros forman antes sus hogares**, tal vez por incorporarse más jóvenes al mercado laboral y disponer de mayor renta en edades más tempranas, situación que revierte con el paso de los años, ya que **en los tramos de mayor edad son los españoles los que muestran mayores tasas de jefatura**.

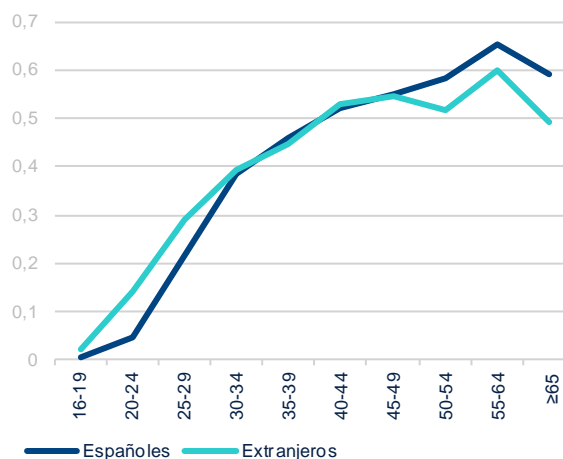
5: Llanos Matea (2015). “La demanda potencial de vivienda principal”. Banco de España. Documento ocasional N°.1504.

Gráfico 4.1 España: tasas de jefatura de residentes



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

Gráfico 4.2 España: tasas de jefatura en 2017 por nacionalidad



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

Si se comparan las tasas de jefatura de todos los residentes en España con las del resto de países de la UE, se observa como **el tamaño medio de los hogares españoles continúa siendo superior a la de la mayoría de países de su entorno**. El Gráfico 4.3 recoge la evolución de las tasas de jefatura de algunos países de la UE en los últimos diez años. En éste se ve como la tasa de jefatura de la Unión Europea en 2016 se situó en el 0,52, mientras que la española fue del 0,48. Tan solo Portugal, con una tasa del 0,46, está por debajo. Por su parte, países con mayor grado de desarrollo económico como Alemania, Francia o Reino Unido presentan mayores tasas de jefatura, del 0,57, 0,55 y 0,54 respectivamente.

En el Gráfico 4.3 también se aprecia que la pendiente de curva española fue superior a la del resto de países europeos en el periodo 2005-2016, lo que indica que las tasas de jefatura españolas crecieron a un mayor ritmo que las de los países de su entorno. En este periodo, España pasó de tener un tamaño medio del hogar similar al de Portugal en 2005, a converger con Irlanda en 2016 y recortar distancias con el resto de países europeos. Sin embargo, este mayor crecimiento de las tasas españolas se ha moderado en los últimos cuatro años.

El dinamismo de las tasas de jefatura españolas se explica, en gran medida, por un efecto envejecimiento de la población. Un envejecimiento que ha hecho que una mayor parte de los hogares fuera situándose en cohortes de edad más avanzadas, con tasas de jefatura superiores. Para determinar que parte del crecimiento de los últimos años se explica por el efecto envejecimiento, y que parte se explica por variaciones en el proceso de formación de los hogares, al que se ha denominado efecto comportamiento, se han calculado⁶ las tasas de jefatura teniendo en cuenta exclusivamente uno de los efectos e ignorando el otro.

El Gráfico 4.4 muestra la evolución de las tasas de jefatura en España durante el periodo 2002-2017, incluyendo la parte explicada exclusivamente por un efecto envejecimiento, y la que responde a un cambio en el

6: Las tasas de jefatura de la población residente en España se calcula como la suma ponderada de las tasas de jefatura para cada cohorte de edad.

$$T_{J_t}^{residentes} = \sum_k \left[T_{J_{k,t}}^{residentes} \times \frac{Pop_{k,t}^{residentes}}{Pop_t^{residentes}} \right] \quad \forall t = 2002 \dots 2017$$

Si se mantienen constantes las tasas de jefatura del año 2002 y se permite variar la población relativa de cada cohorte de edad, se obtendrían las tasas de jefatura explicadas exclusivamente por la variación de la población relativa de cada grupo. Esto es, por el efecto envejecimiento.

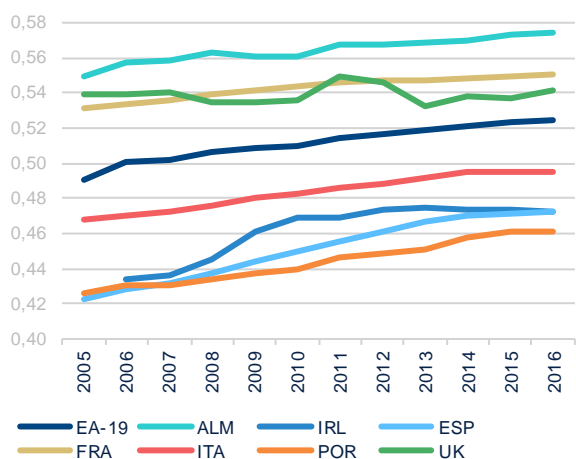
$$T_{J_t}^{envejecimiento} = \sum_k \left[T_{J_{k,2002}}^{residentes} \times \frac{Pop_{k,t}^{residentes}}{Pop_t^{residentes}} \right] \quad \forall t = 2002 \dots 2017$$

Por el contrario, si se mantiene constante la población relativa de 2002, y se permite variar en el tiempo las tasas de jefatura de cada grupo de población, se obtendría la evolución de las tasas de jefatura debidas exclusivamente a las preferencias y restricciones presupuestarias de cada persona a la hora de formar un hogar. Esto es, por el efecto comportamiento.

$$T_{J_t}^{comportamiento} = \sum_k \left[T_{J_{k,t}}^{residentes} \times \frac{Pop_{k,2002}^{residentes}}{Pop_{k,2002}^{residentes}} \right] \quad \forall t = 2002 \dots 2017$$

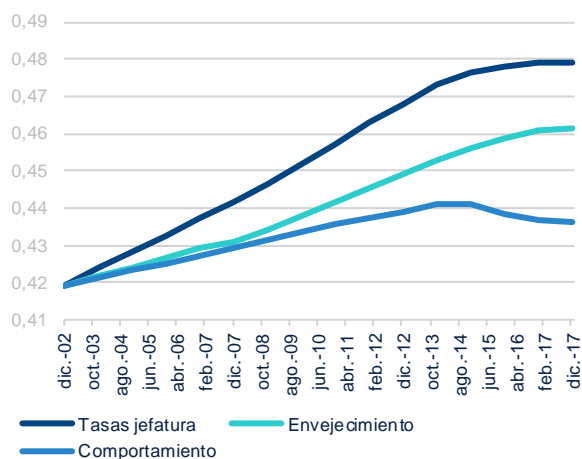
comportamiento de los hogares. La pendiente positiva a lo largo de toda la curva de la parte explicada por la edad demuestra que el envejecimiento de los hogares ha sido uno de los principales factores explicativos del crecimiento de las tasas de jefatura españolas. Por su parte, el factor comportamiento de los hogares también contribuyó positivamente hasta el año 2013, pero de ahí en adelante, la pendiente de la curva se ha vuelto negativa, y el comportamiento de los hogares ha impactado negativamente a las tasas de jefatura. Por tanto, se podría concluir que, **hasta el 2013, tanto el envejecimiento de la población como las decisiones de los hogares favorecieron el crecimiento de las tasas de jefatura**, pero que desde el 2013 en adelante, tan solo el factor envejecimiento ha contribuido a incrementarlas.

Gráfico 4.3 Evolución de las tasas de jefatura de diversos países europeos en 2005-2016



Fuente: Research BBVA RE a partir de Eurostat

Gráfico 4.4 España: evolución de las componentes de las tasas de jefatura



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

Proyección de la formación neta de hogares en el periodo 2018-2028

Para el cálculo de la formación neta de hogares en el periodo 2018-2028 es necesario realizar previamente proyecciones de las tasas de jefatura y de la población para ese mismo periodo. Con dichas proyecciones se podría calcular el número de hogares en España en los próximos años para cada subgrupo de la población tal y como especifica la ecuación 2.

$$Hog_{t+i}^{residentes} = \sum T J_{k,t+i}^{nac} \times P ob_{k,t+i}^{nac} \quad \forall i = 1 \dots 10, t = 2016 \quad (2)$$

Y una vez proyectados el número de hogares de los próximos años, la formación neta de hogares en cada uno de los años es simplemente la diferencia del número de hogares de ese año respecto del anterior.

$$\Delta Hog_{t+i}^{residentes} = Hog_{t+i}^{residentes} - Hog_{t+i-1}^{residentes} \quad \forall i = 1 \dots 10, t = 2016 \quad (3)$$

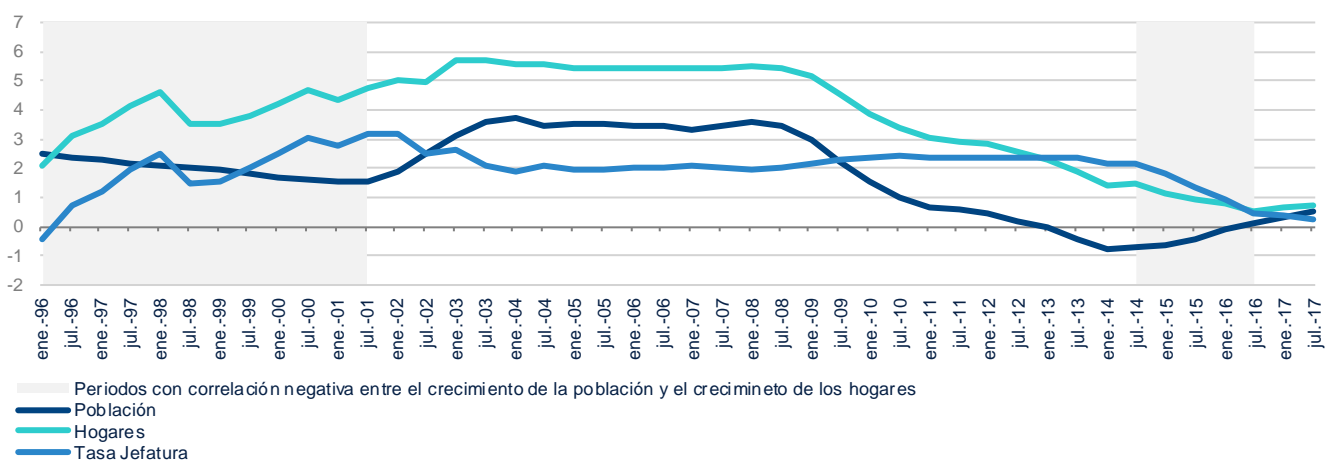
Por tanto, la creación neta de hogares en los próximos años dependerá del crecimiento de la población y de la variación de las tasas de jefatura. **A mayor crecimiento de la población y a mayores tasas de jefatura, más hogares netos se crearán en los próximos años, y viceversa.** Esta relación se ve con claridad si la ecuación 3 se expresa en logaritmos y se toman diferencias.

$$\Delta \ln(Hog_{k,t}^{nac}) = \Delta \ln(P ob_{k,t}^{nac}) + \Delta \ln(T J_{k,t}^{nac}) \quad (4)$$

El Gráfico 4.5 muestra la evolución durante los últimos 20 años de las tasas de variación de la población, los hogares y las tasas de jefatura en España. Se observa como **desde mediados de los años 90 hasta el año 2001, el crecimiento de la población se moderó mientras que las tasas de variación de los hogares y de las tasas de jefatura fueron crecientes y mostraron una fuerte correlación positiva**. Este efecto positivo de las tasas de jefatura en el crecimiento de los hogares se podría explicar porque durante esos años la sociedad española continuaba experimentando cambios sociales relevantes que se iniciaron en la década de los ochenta y continuaron durante los noventa, como son por ejemplo la incorporación de la mujer al trabajo o el incremento de las tasas de divorcio, que contribuyeron a reducir el tamaño medio de los hogares españoles. Posteriormente, **del 2000 y hasta finales del año 2013 los cambios en la formación de los hogares se explicaron casi exclusivamente por los cambios experimentados en el crecimiento de la población**. En este periodo, las tasas de variación se mantuvieron relativamente estables, salvo en los primeros años en los que el crecimiento de las tasas de jefatura se moderó. Esta moderación coincidió con un fuerte repunte del crecimiento de la población y de la inmigración en España. Este intenso crecimiento de los flujos de inmigración podría explicar la moderación observada en las tasas de variación de las tasas de jefatura de los años 2001 al 2003.

Recientemente, desde el año 2014, las tasas de jefatura han vuelto a retomar una mayor relevancia, presionando a la baja la formación neta de hogares, si bien en el último año parece que esa relación se está rompiendo de nuevo. **El crecimiento de la población vuelve a ser positivo, apoyado por un crecimiento de los flujos migratorios, y parece estar empezando a ejercer una influencia positiva sobre la formación neta de nuevos hogares**. En cuanto a las razones que explicarían esta moderación de las tasas de jefatura desde 2014, anteriormente se ha visto que el efecto comportamiento, aquel más relacionado con el proceso de formación de los hogares, venía lastrando el crecimiento de las tasas de jefatura desde ese mismo año. Los factores que pueden explicar que las familias residentes en España estén optando por vivir en hogares de mayor tamaño desde 2014 son múltiples y difíciles de determinar. Pero sí parece probable que el crecimiento de los flujos inmigratorios, desde que la economía española comenzó a recuperarse, esté teniendo un efecto negativo sobre las tasas de crecimiento de las tasas de jefatura.

Gráfico 4.5 España: tasas de variación bianuales de la población, formación de hogares y tasas de jefatura



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

Proyecciones de la población en el periodo 2018-2028

Las proyecciones de población para los próximos diez años se han obtenido a partir de las Proyecciones de Población 2016-2066⁷ elaboradas por el INE. Estas proyecciones proporcionan información del total de la población residente así como de los nacimientos, defunciones, emigración e inmigración, desagregando por sexo y edad, pero no por nacionalidad. Por lo que para continuar el análisis diferenciando por cohortes de edad y nacionalidad, se ha calculado⁸ qué parte de la población residente proyectada es española y qué parte extranjera.

El Cuadro 4.1 recoge la evolución de los flujos de inmigración en España por grupos de edad en el periodo 2002-2016. En ésta se ve como los últimos flujos de 2016 se han alejado de los mínimos históricos, e incluso en algunos tramos de edad, como en los mayores de 55 años, ya están por encima de su promedio histórico. Esta recuperación de los flujos inmigratorios coincide con un periodo de recuperación económica y generación de empleo en España y, en tanto que el crecimiento económico vaya consolidándose, es de suponer que el flujo de inmigración continuará con su senda ascendente. Por esta razón, se ha asumido que los flujos de inmigración tenderán al promedio más una desviación estándar⁹ de la serie histórica en los próximos diez años, y se pasará de los 415 mil nuevos inmigrantes en 2016 a 715 mil en 2028.

Cuadro 4.1 España: flujos de inmigración por cohortes de edad (2002-2016)

Cohorte	2016	Mínimo (2002-2016)	Máximo (2002-2016)	Media (2002-2016)	Media - 1 desv.est (2002-2016)	Media + 1 desv.est (2002-2016)
0-15	72.877	49.547	166.670	85.850	49.718	122.797
16-19	26.921	19.213	71.156	35.323	19.218	52.180
20-24	50.650	37.084	148.753	72.428	38.029	108.790
25-29	59.660	39.196	167.038	81.013	41.657	122.105
30-34	47.641	31.222	124.359	61.438	32.809	91.086
35-39	36.963	23.670	88.107	44.349	24.418	64.666
40-44	28.278	18.283	61.869	32.234	18.953	45.645
45-49	22.306	14.773	42.937	23.361	14.638	31.918
50-54	17.730	11.542	30.124	17.284	11.561	22.686
55-65	27.789	19.349	43.363	26.305	18.889	33.162
≥65	23.933	12.873	27.588	19.171	14.626	22.774
Total	414.748	280.771	971.964	501.010	286.780	715.240

Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

7: A partir de la Proyecciones de Población 2016-2066 se calculan las tasas de crecimiento interanuales de los años 2018 a 2028, y éstas se aplican a la población obtenida a partir de los microdatos de la EPA de diciembre 2017, diferenciando por cohortes de edad y nacionalidad, de la misma forma que se han calculado las tasas de jefatura.

8: Véase Anexo 1.

9: Se tiende al promedio más 1 desviación estándar para cada cohorte de edad, porque los máximos del ciclo anterior responden a una situación anómala de boom inmobiliario, que supuso unos flujos de inmigración excepcionalmente elevados. Para cada cohorte se ha calculado la variación que supondría pasar del flujo de inmigrantes actual al de la media histórica 2002-2016 más una desviación estándar de esa media, y se ha asumido que cada cohorte crecerá cada año la variación promedio anualizada. El flujo de inmigración de edad de los mayores de 64 años se ha mantenido constante dado que en 2016 ya había superado la media histórica 2002-2016 más una desviación estándar.

Proyecciones de las tasas de jefatura en el periodo 2018-2028

Para el cálculo de las proyecciones de las tasas de jefatura, se plantean tres posibles situaciones. Una primera es que las tasas disminuyan en los próximos diez años, otra que se mantengan constantes y, una última, que vuelvan a repuntar. **Que las tasas de jefatura descieran o se mantengan constantes durante la próxima década implica que la moderación observada en las tasas de jefatura de los últimos años es fruto de un shock permanente.** Shock que ha producido, o sigue produciendo cambios estructurales en las decisiones de los hogares españoles, según se considere que las tasas se mantienen constantes o disminuyen.

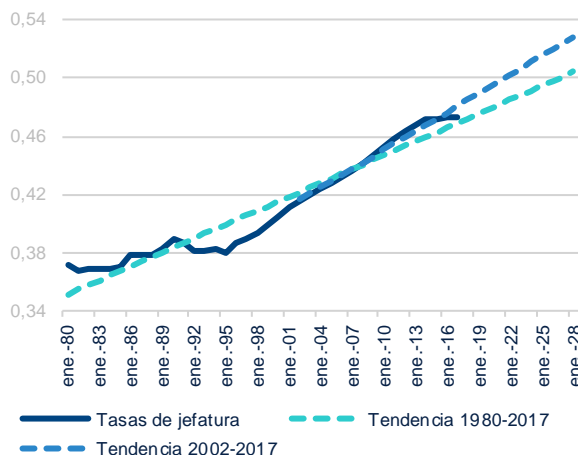
Otra posibilidad es que las tasas de jefatura vuelvan a repuntar los próximos años, **asumiendo así que la moderación en éstas desde 2013 se debe más bien a un shock temporal**, y que tan pronto el efecto de este shock se vaya diluyendo en el tiempo, las tasas de jefatura volverán a crecer a mayor ritmo. Además, en el caso en que las tasas de jefatura volvieran a repuntar, también hay que determinar al ritmo que éstas volverían a crecer. En este sentido se plantean, de nuevo, dos posibilidades. Una posibilidad más optimista consiste en considerar que las tasas de jefatura volverán a crecer y lo harán a un ritmo superior al que lo hacían antes de 2013, cuando el crecimiento de las tasas de jefatura comenzó a moderarse. Para ello se supone que todas las cohortes de edad convergerán a su máximo del periodo 2002-2017 en 2028, y aquellas cohortes cuya tasa de jefatura se encuentre en máximos, seguirá creciendo a su ritmo anual promedio hasta el año 2028.

Una posibilidad, más conservadora, asume que las tasas de jefatura crecerán en la próxima década, pero a un ritmo que le permita converger a su tendencia de largo plazo. Una tendencia que recoge la evolución de los factores estructurales, y que se ve impactada en mayor o menor medida según la dureza y persistencia de los shocks más coyunturales.

Para esta opción más conservadora de las proyecciones de las tasas de jefatura se ha optado por utilizar la tendencia lineal de periodo 2002-2017 y no otra que incluya el efecto de años anteriores, por dos razones. La primera es que si se incluyeran los años 80 y 90 en el cálculo de la tendencia, se incluirían cambios sociales relevantes que se produjeron en esos años. La segunda es que para este ejercicio se han utilizado los datos de la EPA de 2002 a 2017, dado que las EPA de años anteriores presentan importantes cambios metodológicos (véase el Gráfico 4.6).

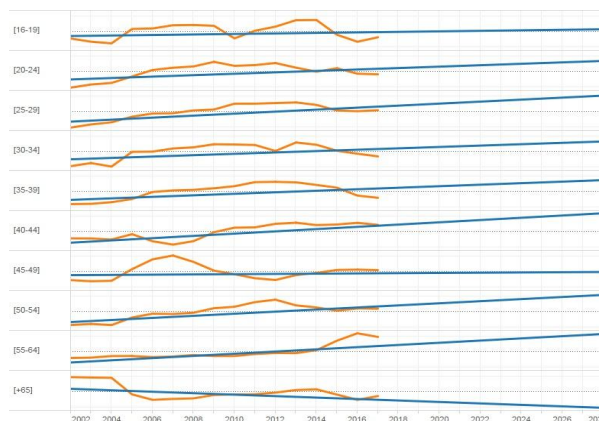
Al igual que en caso optimista, la convergencia a la tendencia lineal histórica se calcula para todas las cohortes de edad, tanto para ciudadanos españoles como extranjeros. El Gráfico 4.7 recoge la evolución de las tasas de jefatura para los ciudadanos españoles por grupos de edad y su tendencia lineal de 2002-2017 proyectadas hasta 2028. En éste se observa como **la recesión económica tuvo un mayor impacto en las tasas de jefatura de los más jóvenes, llegando a descender en algunos grupos hasta sus mínimos históricos. Mientras que en otros tramos de edad más avanzados, las tasas de jefatura se mantuvieron e incluso ascendieron con la crisis.**

Gráfico 4.6 España: evolución histórica de las tasas de jefatura



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

Gráfico 4.7 España: tasas de jefatura y su tendencia lineal por cohortes de edad de ciudadanos españoles



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

Escenarios para la demanda de vivienda potencial de vivienda principal

Si se combinan las posibles proyecciones de la población y de las tasas de jefatura, excluyendo la posibilidad de que las tasas de jefatura sigan decreciendo en los próximos diez años, que se considera muy improbable, permite plantear seis posibles escenarios sobre cuál podría ser la demanda potencial de vivienda principal en la próxima década. Además de esos seis escenarios, también se ha considerado un escenario base, que recoge las previsiones de hogares que realiza el INE, obteniendo de esta manera siete escenarios.

Escenario Base

Este escenario incluye las últimas proyecciones de hogares realizadas por el INE en su publicación Proyección de hogares 2016-2031. Estas proyecciones están basadas en el denominado método de las propensiones, que consiste en el cálculo de la probabilidad que tienen las personas en función de sus características básicas de pertenecer a un determinado tipo de hogar. El método de las propensiones es similar al de las tasas de jefatura, salvo que en vez de considerar exclusivamente al denominado jefe del hogar se consideran a todas las personas que componen ese hogar. Según estas previsiones, el número de hogares pasaría de 18,4 millones en diciembre de 2017 a 19,1 millones en 2028, lo que supondría la creación de 659 mil nuevos hogares, tal y como muestra el Cuadro 4.2.

Escenario 1

En este escenario las tasas de jefatura permanecen constantes en el periodo 2017-2028, por lo que el único factor relevante en la nueva formación de hogares sería el crecimiento de la población durante el periodo de referencia. Las tasas de jefatura obtenidas en 2017 se mantendrían constantes para el periodo 2018-2028 y se aplicarían sobre las proyecciones de población para obtener la formación neta de hogares. Bajo este escenario, en 2028 existirían algo menos de 19 millones de hogares, y en el periodo 2018-2029 se crearían unos 410 mil nuevos hogares.

Escenario 2

Este escenario supone que las tasas de jefatura crecen en los próximos años y convergen linealmente a su tendencia¹⁰ de largo plazo, que es la tendencia calculada para el periodo 2002-2017. Como resultado se crearían en el periodo 2018-2028 más de un millón de nuevos hogares, lo que supondría una media anual de unos 95 mil hogares por año.

Escenario 3

Este escenario supone que las tasas de jefatura convergen al máximo alcanzado durante el periodo 2002-2017 en el año 2028. En este escenario, en el periodo de previsión se crearían más de 1,8 millones de nuevos hogares, lo que supone una media anual de unos 166 mil hogares por año.

Los **escenarios 4, 5 y 6** serían exactamente igual que el 1, 2 y 3, salvo que en estos casos las proyecciones de población se revisarían al alza asumiendo que los flujos de inmigración continúan creciendo hasta el año 2028. En concreto, se asume que en 2028 los flujos de inmigración alcanzarían las 715.331 personas, frente a los 417.034 de 2016. Ante este nuevo supuesto de crecimiento de la población, el escenario 4 generaría unos 820 mil nuevos hogares en 2028, mientras que el escenario 5 y el escenario 6 generarían unos 1,5 millones y 2,3 millones respectivamente.

Cuadro 4.2 España: creación de hogares

	Escenario INE	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3	Escenario 4	Escenario 5	Escenario 6
Población 2017	38.588.497	38.588.497	38.588.497	38.588.497	38.588.497	38.588.497	38.588.497
Población 2028	39.040.479	39.040.479	39.040.479	39.040.479	40.210.062	40.210.062	40.210.062
Variación (2016-2027)	451.982	451.982	451.982	451.982	1.621.565	1.621.565	1.621.565
Hogares 2017	18.475.798	18.475.798	18.475.798	18.475.798	18.475.798	18.475.798	18.475.798
Hogares 2028	19.135.054	18.886.346	19.524.420	20.304.212	19.294.337	19.960.350	20.783.978
Creación neta de Hogares (2018-2028)	659.256	410.548	1.048.622	1.828.414	818.539	1.484.552	2.308.180
Promedio Anual Creación de hogares (2018-2028)	59.932	37.323	95.329	166.219	74.413	134.959	209.835

Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

De los siete escenarios contemplados, el escenario 2 y el escenario 5 son los que se consideran que pueden tener una mayor probabilidad de ocurrencia por dos razones. La primera es que se considera más probable que la moderación experimentada por las tasas de jefatura entre 2013 y 2016 sea fruto de una corrección coyuntural derivada de la crisis económica y del efecto de ésta sobre los flujos migratorios, que de un shock estructural que haya cambiado de manera permanente el proceso de formación de los hogares españoles. La segunda razón, es que entre un escenario optimista de repunte de las tasas de jefatura y uno conservador se opta por el segundo. El escenario optimista asume que las tasas de jefatura revertirán de nuevo a su nivel máximo de los últimos 15 años en 2028. Esto supone ignorar que, tal vez, parte de esa reducción se deba también a cambios estructurales que hayan podido experimentar esos grupos de edad. El hacer converger las tasas de jefatura a su

10: Para las cohortes de edad que van de los 16 a los 29 de los extranjeros se han hecho converger linealmente las tasas de jefatura a su media histórica del periodo 2002-2016. La razón es porque estas series tienen un volumen muy bajo de población y muestran un comportamiento muy errático.

tendencia de largo plazo evita este problema, puesto que las tendencias si incorporan la evolución de los factores más estructurales.

Por estas razones, se consideran los escenarios 2 y 5 como los más probables y se estima que **en los próximos 10 años se podrían crear entre 1 y 1,5 millones de nuevos hogares, lo que supondría la creación de entre 95 mil y 135 mil nuevos hogares de media cada año.**

Conclusión

Calcular la demanda potencial de vivienda es una tarea compleja. La evolución de los factores determinantes de la demanda está sujeta a una elevada incertidumbre, y además, no todos los factores afectan de igual manera dependiendo de si se está calculando la demanda de vivienda principal o la de vivienda no principal. De los factores condicionantes de la demanda potencial, los factores socioeconómicos son los que presentan una mayor incertidumbre a la hora de realizar proyecciones a largo plazo, mientras que los factores demográficos son más fácilmente previsibles a partir de las proyecciones regulares que realizan las diferentes agencias estadísticas.

Por estas razones, este estudio se ha centrado exclusivamente en el cálculo de la demanda potencial de vivienda principal para el periodo 2018-2028. Una demanda principal que representa la mayor parte de la demanda total de vivienda, y sobre la que los factores demográficos ejercen una fuerte influencia dado que éstos condicionan de manera directa la formación de hogares.

A partir del método de las tasas de jefatura, diferenciando por cohortes de edad y nacionalidad, y bajo los supuestos de que los flujos inmigratorios sigan creciendo en los próximos años y las tasas de jefatura converjan a su tendencia de largo plazo, se ha calculado que **se podrían crear entre 1 y 1,4 millones de nuevos hogares en el periodo 2018-2028. Esto supone un promedio anual de entre 95 mil y 135 mil nuevos hogares.**

No obstante, cabe recordar que para que esta demanda potencial de vivienda principal se materialice en demanda efectiva, han de darse otros factores de carácter económico o social. Además, no toda esta demanda de vivienda principal habría de satisfacerse con vivienda de nueva construcción, puesto que parte de esta nueva demanda podría satisfacerse del inventario de vivienda existente.

Bibliografía

Belsky, E. 2007. “*Demographics, Markets and the Future of Housing Demand*”. Journal of housing Research. Vol 18. Issue 2.

Bermúdez Parrado, S., Hernández Rodríguez, JA. y Planelles Romero, J. 2014. “*Una metodología para la proyección de los hogares utilizando datos de la Encuesta de Población Activa. Aplicación al caso de España*”. Estadística Española. Volumen 56, número 184/214, pp. 197-226

García Montalvo, J. 2007. “*Algunas consideraciones sobre el problema de la vivienda en España*”. Papeles de Economía Española, N°. 113

Llanos Matea, M. 2015. “*La demanda potencial de vivienda principal*”. Banco de España. Documento ocasional N°.1504

McCue, D., Herbert, C. 2016. “Updated household Projections, 2015-2035” . Joint Center for Housing Studies of Harvard University. Working paper, December 2016

Paciorek, AD. 2013. “The long and the short of household formation” . Board of Governors of the Federal Reserve System. Working Paper 2013-26.

Vinuesa Angulo, J. 2007. “Estimación y caracterización de la demanda de vivienda en la Comunidad de Madrid por ámbitos geográficos (2006-2016)” . Fundación Asprima.

Anexo 1: Metodología para la desagregación de las Proyecciones de Población por nacionalidad

Las Proyecciones de la Población de España elaboradas por el INE proporcionan información del total de la población residente desagregando por sexo y edad, así como sobre los nacimientos, defunciones, emigración e inmigración. Pero no proporciona información sobre si los residentes, nacimientos, defunciones, emigración e inmigración son de personas con nacionalidad española o nacionalidad extranjera.

Con el objetivo de poder calcular la formación neta de hogares por grupos de edad y nacionalidad, se han reconstruido los datos de las Proyecciones de Población diferenciando entre residentes con nacionalidad española y residentes con nacionalidad extranjera. Para ello se han seguido los siguientes pasos.

1. Se calculan el porcentaje de españoles y de extranjeros sobre el total de los residentes para todas las edades y para cada sexo en el año 2015 a partir de las Estadísticas del Padrón Continuo. Esto permite tener la población masculina y femenina española y extranjera por edad para el año 2015.
2. A partir de la población española y extranjera obtenida en 2015, y utilizando los datos proporcionados por Las Proyecciones de la Población de España 2016-2066, se van reconstruyendo los residentes extranjeros a partir de la siguiente fórmula:

Para edades a 1 de enero $x=0,1,2,\dots,98$

$$P_{s,x+1}^{t+1} = \frac{[1 - 0,5 \cdot (m_{s,x}^t + e_{s,x}^t)] \cdot P_{s,x}^t + IM_{s,x}^t}{[1 + 0,5 \cdot (m_{s,x}^t + e_{s,x}^t)]}$$

donde $m_{s,x}^t$ es la tasa de mortalidad en el año t de la generación de individuos residentes en España de sexo s y edad x a 1 de enero del año t; $e_{s,x}^t$ es la tasa de emigración exterior en el año t de la generación de individuos residentes en España de sexo s y edad x a 1 de enero del año t; e $IM_{s,x}^t$ es el flujo de inmigración procedente del extranjero en el año t de individuos de sexo s y edad x a 1 de enero del año t.

3. Finalmente, los residentes españoles se calculan como la diferencia entre los residentes totales de las Proyecciones de la Población de España 2016-2066 y los residentes extranjeros calculados con la fórmula anterior.

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 Research del Área Real Estate de BBVA

David Cortés
david.cortes@bbva.com

Leopoldo Duque
Leopoldo.duque@bbva.com

Félix Lores
Felix.lores@bbva.com

Unidad de España y Portugal

Economista Jefe

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 374 39 61

Joseba Barandiaran
joseba.barandia@bbva.com
+34 94 487 67 39

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

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

Angie Suárez
angie.suarez@bbva.com
+34 91 374 86 03

Giancarlo Carta
giancarlo.cart@bbva.com
+34 673 69 41 73

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

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

Análisis Macroeconómico
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Economía Digital
Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@bbva.com

Escenarios Económicos
Globales
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de largo
plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos
Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y
Regulación
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Regulación Digital y Tendencias
Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación
Ana Rubio
arubio@bbva.com

Sistemas Financieros
Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

España y Portugal
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.Karp@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Turquía, China y Big Data
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur
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

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio 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