

# Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Enero 2005



España 2005: más viviendas terminadas que nunca

Ralentización ordenada de precios

Suave desaceleración del crédito

Riqueza inmobiliaria: una garantía del consumo futuro

# Indice

Fecha de cierre: 3 de enero de 2005

<b>Editorial</b>	1
<b>1 Contexto Económico</b>	2
<b>2 La Actividad en la Construcción</b>	5
<b>3 El Mercado Inmobiliario</b>	9
Recuadro 1: "Precios de la vivienda y apalancamiento: rentabilidad y riesgo"	13
<b>4 Financiación Inmobiliaria</b>	15
Recuadro 2: "Disposición de la riqueza inmobiliaria a través de garantía hipotecaria"	19
<b>5 Tema del Trimestre: Vivienda, consumo familiar y condiciones de financiación</b>	21

## Han elaborado esta publicación:

Editor: Ignacio San Martín	34 91 537 48 90	jisanmartin@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Elena Nieto	34 91 537 37 76	enieto@grupobbva.com
Israel Pérez	34 91 537 54 62	israel.perez@grupobbva.com
Tomás Riestra	34 91 537 35 88	riestra.giner@grupobbva.com

## Consejo de Redacción:

José Luis Escrivá, Jesús García de Ponga, Carmen Hernansanz, Rosario Martín de Cabiedes, Jesús del Pino, Ignacio San Martín

## Editorial

En 2004 el sector inmobiliario mostró un intenso dinamismo, especialmente en el segmento residencial, alcanzándose un nuevo máximo en el número de viviendas iniciadas y con revalorizaciones de precios en línea con las observadas en años precedentes. Los favorables fundamentos económicos, crecimiento y empleo, se vieron acompañados de nuevos descensos en los tipos de interés y de expectativas de retornos positivos, lo que alimentó la inversión residencial a lo largo del año.

Ello no ha impedido, sin embargo, que se hayan manifestado algunos síntomas que apuntarían a una moderación de la actual tendencia del mercado en el medio y largo plazo. En este sentido, el suave descenso de la inversión extranjera en inmuebles junto a la dilatación de los tiempos de venta de las promociones inmobiliarias son dos factores a tener en cuenta en 2005.

De hecho, el acompasamiento de los ritmos de venta se reflejará en la promoción de nueva vivienda, que tenderá a moderarse hasta niveles del entorno de las 600.000 unidades en 2005, número todavía muy superior a la media de los últimos cinco años. Las condiciones financieras continuarán siendo favorables para las familias españolas, dado que, si bien es previsible que se inicie un ciclo de subidas de tipos de interés, éste no se producirá hasta la segunda mitad del año y de forma muy suave.

Las previsiones actuales otorgan muy pocas probabilidades a un escenario de riesgo con un crecimiento del empleo menor del esperado o un aumento brusco e intenso de los tipos de interés que incidan de forma negativa en la demanda y, por extensión, en la producción y en los precios. Por tanto, es de esperar que 2005 sea un buen año para el sector.

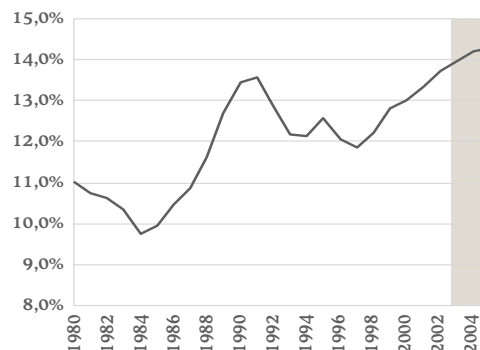
Los factores citados, es decir, la menor presión de la demanda y el aumento de las viviendas en oferta llevarán a una evolución de los precios más contenida, cerrando el año con revalorizaciones del entorno del 10% de media nacional.

En este último informe se analizan, además, los efectos que el apalancamiento tiene en la rentabilidad-riesgo de la inversión en vivienda. Se observa como el apalancamiento multiplica la volatilidad del rendimiento en los primeros años de vida del préstamo, normalizándose a lo largo del tiempo. Como complemento, se estudia la evolución de la disposición de la riqueza inmobiliaria a través de la garantía hipotecaria por parte de las familias anglosajonas, apuntando su potencial de crecimiento en el mercado español.

En este sentido, se presenta en el tema del trimestre, un modelo teórico sencillo que pretende profundizar en las implicaciones para el consumo presente y futuro de las familias cuando se producen aumentos en los tipos de interés en un entorno de elevados niveles de deuda y con revalorizaciones inmobiliarias. El trabajo concluye que un aumento de los tipos de interés no tiene necesariamente que llevar a un menor nivel de consumo para aquellas familias que tengan deudas hipotecarias.

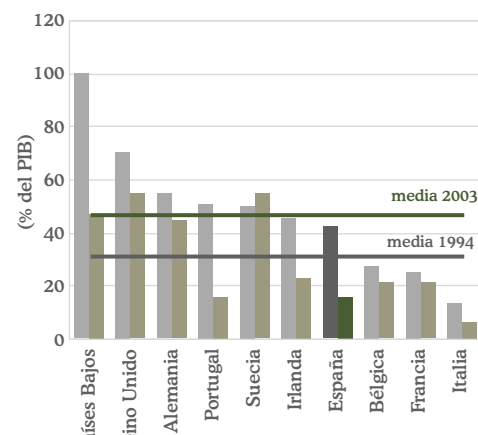
### España. Construcción

#### Peso en el PIB



Fuente: INE y BBVA

### Deuda para adquisición de vivienda



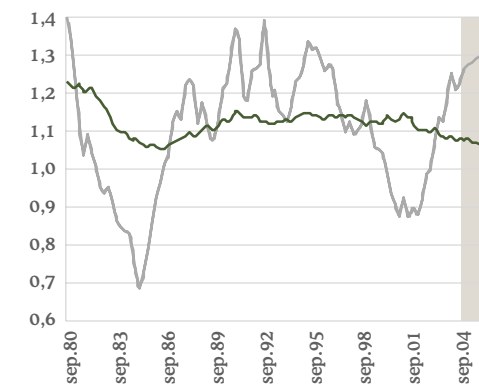
Fuente: FHE

Cuadro 1.1. Crecimiento del PIB

	2002	2003	2004	2005
<b>OCDE</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>
EEUU	1,9	3,0	4,4	3,5
UEM	0,9	0,5	1,8	1,9
RU	1,8	2,2	3,1	2,5
Japón	-0,3	2,6	2,9	1,1
<b>No OCDE</b>	<b>4,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>6,0</b>
Latinoamérica	-0,5	1,6	5,7	4,0
<b>MUNDIAL</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>

Fuente: FMI y BBVA

Gráfico 1.1. Dólar-euro y nivel de largo plazo



■ Dólar-euro  
■ PPA ajustada de productividad

Fuente: BCE y BBVA

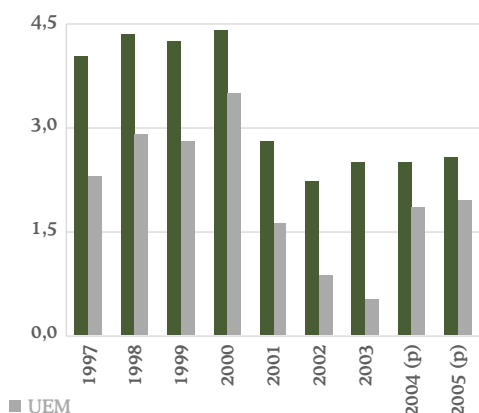
Gráfico 1.2. UEM: tipos de interés



■ 3 meses  
■ 10 años

Fuente: BCE

Gráfico 1.3. Crecimiento del PIB



■ UEM  
■ España

Fuente: BBVA, previsiones 2004 y 2005

## 1. Contexto económico

### Crecimiento mundial, elevado pero menos

Impulsado por políticas de demanda muy expansivas y el tirón de las economías asiáticas, el PIB mundial creció en 2004 a tasas no vistas desde el año 2000. Para 2005 se espera un crecimiento más moderado, aunque todavía por encima del promedio de los últimos 25 años, en un escenario de paulatina moderación del precio del petróleo y de subidas graduales de los tipos de interés. EE.UU. y China seguirán siendo los motores del crecimiento mundial este año y la inflación global se mantendrá en niveles históricamente reducidos

Este escenario está sometido a riesgos, entre los que destacan la evolución de los precios del petróleo, la acentuación de los desequilibrios en EE.UU. y sus potenciales problemas de financiación o la posibilidad de un ajuste brusco del crecimiento en China.

### El euro le quita presión a los tipos europeos

En la UEM se dan las condiciones para una recuperación sostenida de la demanda interna, aunque no a tasas históricamente elevadas. El contexto financiero en el que se desarrolla la actividad empresarial es muy favorable, especialmente en lo que a spreads corporativos o condiciones bancarias se refiere, y se han registrado mejoras significativas en los márgenes empresariales y beneficios. Además, la reestructuración financiera de los últimos años ha dejado a las empresas en una situación más saneada para acometer proyectos de inversión. Este panorama favorable para las empresas es relativamente más sombrío para los hogares, dado que la incertidumbre sigue afectando a las expectativas de sus rentas futuras, sobre todo en algunos países del área.

La principal fuente de riesgo sobre la todavía incipiente recuperación de la economía europea está, además de en la incertidumbre sobre la evolución del precio del petróleo, en la apreciación del tipo de cambio. En un contexto de crecientes necesidades de financiación de la economía norteamericana frente al exterior, el proceso de apreciación del euro frente al dólar ha continuado en 2004. La divisa europea se ha situado en niveles muy desalineados de los que serían coherentes con una senda de equilibrio a medio plazo, y es previsible que esta situación continúe durante el presente año. Respecto a la evolución del precio del petróleo, cabe destacar que tanto el carácter del choque (no es sólo un choque de oferta, sino que refleja también la demanda) como su magnitud (que hasta ahora, y en parte gracias al euro, ha sido inferior al de otros choques, sobre todo en términos reales) matizan la preocupación.

En este contexto, se espera que el BCE mantenga los tipos de interés en niveles bajos durante bastante tiempo. En la situación actual, se percibe que el riesgo más importante para la UEM es de un menor crecimiento, y no de una mayor inflación. No hay indicios de presiones inflacionistas, especialmente en el mercado laboral. Y a pesar de la abundante liquidez, la apreciación del tipo de cambio supone una restricción que permite al BCE esperar a la consolidación de la recuperación de la actividad antes de empezar a subir tipos, algo que previsiblemente no ocurrirá hasta la segunda mitad de año. Las subidas, en cualquier caso, serán de magnitud moderada.

### España: Crecimiento con necesidad de financiación exterior

En este contexto de bajos tipos de interés, la economía española registró crecimientos próximos al 2,5% a finales de 2004 y mantuvo un diferencial positivo con el conjunto de la UEM cercano a 0,8 puntos porcentuales, su promedio histórico. Desde mediados de 2003 el PIB español ha oscilado entre el 2,5% y el 2,8%, mientras que el conjunto del área del euro se ha acelerado significativamente tras la recesión registrada ese año en Alemania.

Así, la desaceleración española en el periodo 2001-03 fue mucho menos intensa que la del conjunto de la UEM. Ello resulta, fundamental-

mente, de la coincidencia en el tiempo de un choque positivo de demanda (la bajada "permanente" de tipos de interés por la entrada en la UEM) y otro de oferta, como es el flujo de entrada de inmigrantes que ha incrementado la población activa<sup>1</sup>.

En esta situación, se han producido crecimientos de la demanda y de los precios mayores que los del conjunto de la UEM. Ello, ha impulsado el deterioro del saldo exterior de la economía española, y en conjunto de su capacidad de financiación frente al exterior, deficitaria desde 1999. El ahorro generado en la economía española no basta para cubrir las inversiones realizadas tanto por los hogares en vivienda como por las empresas en equipo o en compra de activos en el resto del mundo. Los fondos que han financiado las inversiones realizadas proceden mayoritariamente del resto de la UEM, cuyo ahorro financia el gasto en España.

En este sentido, el balance financiero de la economía española está cada vez más expuesto a las oscilaciones de los tipos de interés, dado el mayor peso de los préstamos y de otros recursos con coste financiero y el descenso del Ahorro Neto. Este comportamiento se da tanto entre las Sociedades No Financieras como entre los Hogares.

En síntesis, el crecimiento español de los últimos años ha sido financiado en condiciones excepcionalmente positivas, con menores restricciones de liquidez y con unos tipos de interés en mínimos históricos como consecuencia de la estabilidad macro económica en la UEM.

### 2005, crecimiento del 2,6% y diferencial con la UEM de 0,7 puntos porcentuales

Como ha venido sucediendo desde 1995, en 2005 la economía española continuará creciendo más que el conjunto de la UEM (2,6% vs 1,9%), resultando un diferencial de 0,7 pp.

La mejora del entorno exterior en 2004-05 respecto al periodo precedente, reflejada en la recuperación de la demanda interna de los países centrales de la UEM y en la expansión vigente del comercio mundial favorecerán la aceleración de las exportaciones españolas. Sin embargo, la expansión de las importaciones como consecuencia del dinamismo de la demanda interna española y de su diferencial positivo de inflación mantendrá el drenaje del sector exterior al crecimiento cerca de los máximos registrados desde finales de los años 90.

<sup>1</sup> La entrada en la UEM ha tenido también efectos sobre la oferta dado el cambio permanente producido en las expectativas de los agentes en el nuevo entorno de estabilidad macroeconómica. De la misma manera, el aumento de población producido por la inmigración también es un impulso de demanda al incrementar, por ejemplo, el gasto en consumo.

### Cuadro 1.2. Contabilidad Nacional Trimestral

tasas a/a	2003				2004				2005				2002	2003	2004	2005
	1 tr	2tr	3tr	4tr	1 tr	2tr	3tr	4tr	1tr	2tr	3tr	4tr				
Consumo hogares (1)	2,9	2,7	3,0	2,9	3,3	3,4	3,4	3,3	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	3,4	3,0
Consumo AA.PP.	4,0	3,5	3,8	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,1	3,9	4,4	4,5
FBCF	3,4	3,6	3,1	2,6	2,7	4,1	5,9	5,7	5,4	5,2	5,1	4,8	1,7	3,2	4,6	5,1
Equipo y otros	2,3	2,3	1,7	0,7	0,8	3,9	7,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,2	-2,6	1,7	5,0	6,8
Construcción	4,2	4,6	4,1	4,2	4,3	4,2	4,5	4,3	4,0	3,8	3,8	3,6	5,2	4,3	4,3	3,8
Var. existencias (*)	-0,8	-0,2	0,9	0,4	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0
Demanda nacional (*)	2,4	2,9	4,2	3,6	3,6	4,2	4,6	4,2	4,1	4,0	4,0	3,9	2,9	3,3	4,1	4,0
Exportaciones	1,9	3,9	3,1	1,6	5,5	3,5	4,2	3,9	4,8	5,3	5,0	4,5	1,2	2,6	4,3	4,9
Importaciones	2,8	4,7	7,9	3,7	7,8	8,1	9,6	8,7	8,6	8,3	7,9	7,5	3,1	4,8	8,6	8,1
Saldo exterior (*)	-0,4	-0,4	-1,6	-0,8	-1,0	-1,6	-2,0	-1,8	-1,5	-1,3	-1,3	-1,3	-0,6	-0,8	-1,6	-1,4
PIB pm	2,1	2,5	2,6	2,8	2,7	2,6	2,6	2,4	2,6	2,7	2,6	2,5	2,2	2,5	2,5	2,6
Agricultura	-2,9	-1,7	-1,2	0,5	1,0	-0,7	-0,1	-0,6	1,2	3,3	1,2	5,2	1,7	-1,4	-0,1	2,7
Industria (2)	1,6	1,2	1,0	1,2	1,4	2,3	2,8	2,1	3,4	3,2	2,7	3,3	0,7	1,3	2,2	3,2
Construcción	4,4	5,1	4,1	3,5	3,6	3,4	3,8	5,0	4,8	4,2	2,3	1,6	5,2	4,3	3,9	3,2
Servicios	1,9	2,2	2,6	2,7	3,2	2,9	2,7	2,3	1,8	1,8	1,9	1,8	2,3	2,4	2,8	1,8
de mercado	1,5	2,1	2,4	2,4	3,1	2,8	2,4	2,1	1,7	1,5	1,8	1,6	2,2	2,1	2,6	1,6
de no mercado	3,1	2,8	3,3	3,9	3,4	3,2	3,4	3,0	2,4	2,9	2,4	2,4	2,7	3,3	3,3	2,5
Impuestos netos s/product.	4,4	7,5	6,2	7,8	2,2	1,5	1,3	2,3	3,3	5,5	7,3	5,5	3,0	6,5	1,8	5,4

(\*) Aportación al crecimiento del PIB (1) Incluye a las ISFLSH (2) Energía y ramas industriales  
Fuente: INE y previsiones BBVA

Gráfico 1.4. España, desequilibrio exterior

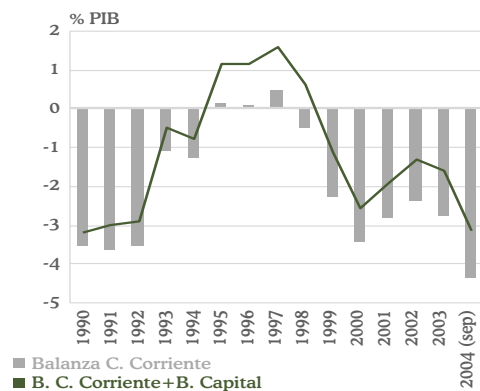


Gráfico 1.5. Recursos de la economía nacional

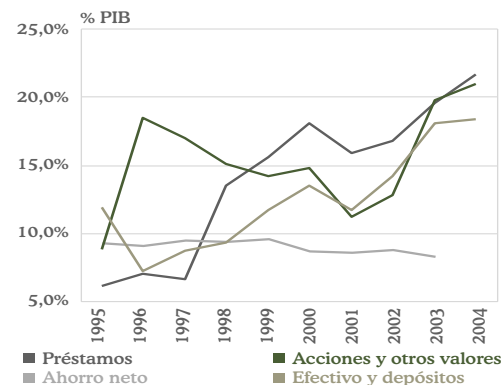


Gráfico 1.6. España, indicadores de demanda externa

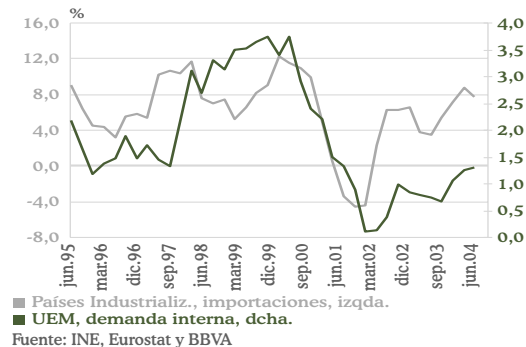
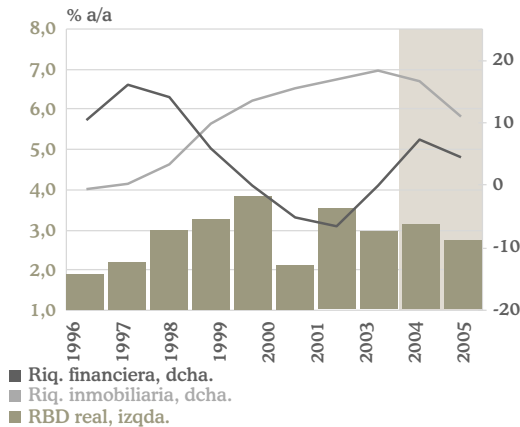


Gráfico 1.7.  
España, tipo de interés real de corto plazo



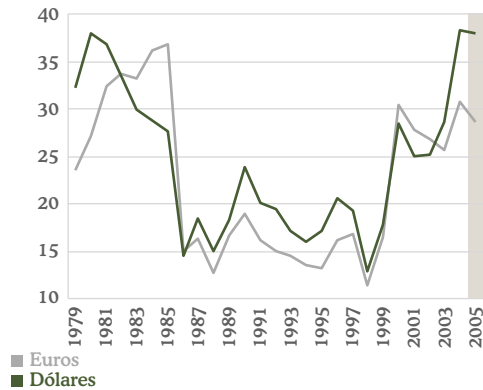
Fuente: Datastream y BBVA

Gráfico 1.8.  
Consumo de los hogares, variables relevantes



Fuente: INE, Banco de España y BBVA

Gráfico 1.9.  
Precio del Brent



Fuente: Datastream y BBVA

Gráfico 1.10.  
Inflación



Fuente: BBVA

## Modesta desaceleración del consumo en 2005

Entre 1998 y 2004, el crecimiento del gasto en consumo de los hogares igualó o superó al del conjunto del PIB como consecuencia de los aumentos de la renta disponible real y de su riqueza inmobiliaria y financiera. Además, en un entorno de continuadas caídas de los tipos de interés reales<sup>2</sup> y con expectativas de estabilidad macroeconómica en el entorno de la UEM ha seguido aumentando el endeudamiento de los hogares hasta alcanzar a mediados de 2004 el 66% del PIB, 23 puntos más que en 1996.

El incremento de la renta disponible real de los hogares se ha apoyado en gran medida en la evolución del empleo, que ha crecido a un promedio anual del 2,6% entre 1995 y 2003, 1,5 puntos más que en el conjunto de la UEM. Las distintas variables que aproximan la creación de empleo en España (afiliados a la Seguridad Social, ocupados de la EPA y de la Contabilidad Nacional) mantenían en la segunda parte de 2004 un perfil ligeramente acelerado que previsiblemente se mantendrán en los próximos trimestres. Así, la creación de empleo en términos de la Contabilidad Nacional será muy próxima al 2%<sup>3</sup> en 2005.

Sin embargo, en cuanto a la evolución de la riqueza de los hogares, las perspectivas de su componente inmobiliario, el de mayor peso sobre el total, son de ligera desaceleración, en línea con las expectativas para los precios de la vivienda. Por lo demás, se prevé también que los tipos de interés reales aunque permanecerán en niveles negativos en el promedio anual, se irán acercando paulatinamente hasta niveles positivos.

Con todo ello, se estima que el consumo de los hogares se desacelerará cuatro décimas en 2005 desde el 3,4% que registró en 2004, la cifra más alta desde 2000. La información más reciente de los indicadores de gasto real como las ventas del comercio minorista o las matriculaciones de turismo muestra su desaceleración desde mediados de 2004.

## Inflación a la baja en 2005, diferencial con la UEM al alza

La inflación medida por la tasa de variación del IPC registró en 2004 un crecimiento promedio del 3,1%, una décima más que en 2003. En 2005, la inflación caerá hasta el 2,9%, mientras que el diferencial de inflación con el conjunto de la UEM se situará en 1,2 puntos, 0,2 pp más que en 2004. Esta evolución de los precios será resultado de un escenario en el que el repunte de precios del petróleo revierte en 2005, hasta alcanzar a finales de ese año una cotización próxima a 35 dólares/barril de Brent, frente a 46 dólares/barril de promedio que se registraron en el 4tr04. Es decir, que en media anual, y medido en dólares, el petróleo mantendrá un precio muy similar en 2004 y 2005. Por tanto, la prevista apreciación del euro frente al dólar supondrá que el coste en euros del barril de Brent sea inferior en 2005 respecto al registrado en 2004.

En lo que se refiere al crecimiento de los costes internos, se prevé que no se produzcan incrementos salariales negociados superiores a los actuales (3,0% en los Convenios negociados hasta noviembre, seis décimas menos que en 2003), aunque sí que se registrará la activación de las cláusulas de salvaguarda del poder adquisitivo, generalizadas en la negociación colectiva en los últimos años. Estas cláusulas dificultan el ajuste del crecimiento salarial al de la productividad, contribuyendo a convertir choques energéticos transitorios en permanentes, lo que dificulta la convergencia de las tasas de inflación españolas a las del conjunto de la UEM. Esta rigidez de la economía para absorber choques de costes reconociendo el empobrecimiento relativo que suponen, conduce a su corrección a medio plazo mediante un menor aumento de la actividad y el empleo.

<sup>2</sup> El tipo de interés a tres meses real ex post en diciembre de 2004 era negativo y casi 400 puntos básicos inferior al de finales de 1997.

<sup>3</sup> Está pendiente la adaptación de la EPA a la población surgida del Censo de 2001, lo que llevará a revisar al alza el nivel del empleo de la Contabilidad Nacional y también del propio Producto Interior Bruto.

## 2. La actividad en la construcción

**En Europa, se moderó la promoción residencial y descendió la ejecución de obra civil en el primer semestre de 2004. La construcción no se beneficiará de la incipiente recuperación económica hasta bien entrado 2005**

La suave recuperación que se produjo en la economía europea en el primer semestre de 2004 no tuvo un reflejo claro en el segmento de la construcción. La necesidad de contener el gasto público en las economías de mayor tamaño de la UEM está llevando a un recorte de la inversión en infraestructuras en unos trimestres en los que la promoción inmobiliaria no termina de despejar con nitidez.

En el primer semestre de 2004, la economía europea avanzó a una tasa media superior al 1,5% y las previsiones indican que este ritmo de crecimiento aumentará hasta acercarse al 2,0% en la segunda parte del año. Para 2005, las estimaciones apuntan un avance del 1,8% para el conjunto de la UEM.

En la Europa de los quince, la actividad en el segmento de la construcción mostró un ligero avance en el primer semestre de 2004, gracias al impulso de la promoción residencial. Estos buenos datos no adelantan, sin embargo, un claro cambio de tendencia del sector, que pudiera crecer en el segundo semestre del año un 0,5% de media en tasas interanuales.

Para el conjunto de la Unión Europea, el buen momento del sector en el Reino Unido y España y el renovado impulso que ha mostrado en Francia y Dinamarca, no han sido suficientes para compensar el descenso de la actividad constructora en Alemania, país donde el sector arrastra una profunda crisis que aún no ha tocado fondo. Por el contrario, en los nuevos países miembros de la UE se está produciendo un intenso crecimiento de la actividad constructora, mostrando tasas de crecimiento de dos dígitos en casi todos ellos durante el primer semestre del año. El ingreso en la Unión Europea está siendo un aliciente para la inversión inmobiliaria y, también, en infraestructuras. En el medio y largo plazo, parte de los fondos de cohesión europeos se dirigirán hacia los nuevos socios, generando oportunidades para las empresas europeas, especialmente en los proyectos de ingeniería civil.

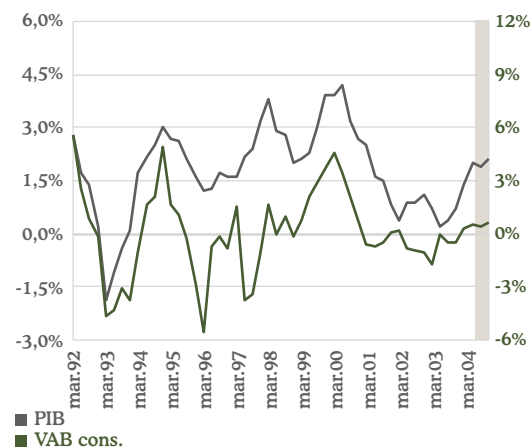
Por segmentos, es de destacar el descenso de la inversión en obras de infraestructura a medida que avanzaba el año en la mayoría de los países de la Unión Europea, con especial incidencia en Alemania y el Reino Unido. Además, no es de esperar un impulso público intenso en este tipo de inversión en el corto plazo debido a las tensiones presupuestarias existentes en parte de los países de la UE, que no invitan a esfuerzos añadidos. El segmento de la edificación, sin embargo, ha mostrado un comportamiento más positivo en el conjunto europeo, especialmente en lo que se refiere a nuevos proyectos residenciales. En 2005, el aumento del gasto de las familias llevará a un ligero impulso en el mercado residencial que se reflejará en una mayor actividad edificadora.

**En España, en 2004, el sector de la construcción creció a tasas similares a las del año anterior, manteniendo por séptimo año consecutivo mayor dinamismo que el conjunto de la economía. A finales de 2005, la construcción tendrá un peso superior al 14% del PIB**

A lo largo de 2004, la construcción mantuvo el dinamismo mostrado en 2003, con tasas de crecimiento superiores al 4% en los tres primeros trimestres del año, en línea con el crecimiento del año anterior. El buen momento de la edificación residencial está contribuyendo decididamente a impulsar la actividad del sector en unos meses en los que la inversión pública en obra civil se está conteniendo.

Gráfico 2.1.

### Actividad en la Construcción en la UE Tasa de variación interanual



Fuente: Eurostat y BBVA

### Cuadro 2.1. Producción en Construcción Variación interanual

	III 03	IV 03	I 04	II 04
<b>Euro- zona</b>	0,1%	0,3%	1,0%	-1,2%
<b>EU 15</b>	1,0%	1,7%	3,5%	0,1%
<b>Alemania</b>	-2,5%	-0,8%	-4,2%	-8,6%
<b>Bélgica</b>	1,7%	-3,7%	1,1%	-3,3%
<b>Dinamarca</b>	-3,3%	8,6%	7,6%	2,0%
<b>Francia</b>	1,0%	1,4%	4,1%	2,6%
<b>Holanda</b>	-8,2%	-3,6%	2,9%	-0,1%
<b>Reino Unido</b>	5,6%	7,0%	12,1%	4,5%
<b>España</b>	4,2%	4,4%	3,5%	0,4%

Fuente: Eurostat

Gráfico 2.2.

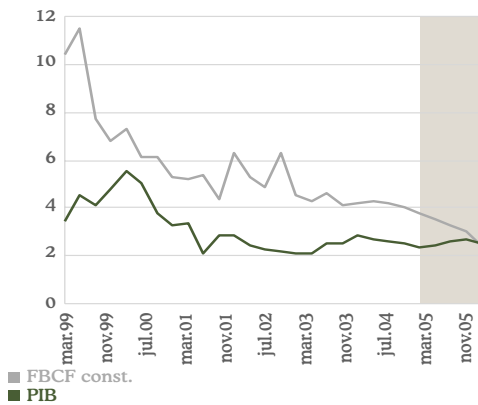
### Actividad en la Construcción. Europa-15 Tasa de variación interanual



Fuente: Eurostat

Gráfico 2.3.  
España. PIB y construcción

Tasas interanuales



Fuente: INE y BBVA

Cuadro 2.2. Indicadores de la construcción

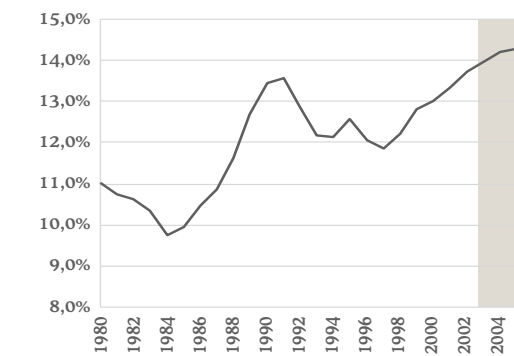
(% variación)

	FBCF Construcción	Empleo	Consumo de cemento	Ind. con- fianza de la construcción*
2000	6,2	6,8	11,0	20
2001	5,3	7,2	9,7	15
2002	5,2	1,0	4,7	5
2003	4,3	4,3	4,8	11
mar-03	4,2	2,2	3,9	14
jun-03	4,6	4,1	5,0	10
sep-03	4,1	4,4	4,5	10
dic-03	4,2	4,3	5,7	8
mar-04	4,3	3,2	5,6	6
jun-04	4,2	2,5	2,8	8
sep-04	4,5	4,2	3,9	16

\*Porcentaje neto  
Fuente: Banco de España e INE

Gráfico 2.4.  
España. Construcción

Peso en el PIB



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 2.5.  
Índice de costes del sector de la construcción



Fuente: Mº de la Vivienda

La positiva evolución de los indicadores más representativos del mercado inmobiliario en España está incentivando el desarrollo de proyectos inmobiliarios, sobre todo los destinados al segmento residencial, y favoreciendo la actividad constructora. La percepción de que el sector continúa en buena forma, y que en los trimestres próximos continuará con el dinamismo actual, está firmemente asentada entre los diferentes agentes del sector.

La evolución del consumo de cemento adelanta una suave moderación de la actividad constructora en el segmento de la obra civil a lo largo de 2004, más intensiva en el consumo de este material. Los datos acumulados hasta noviembre muestran un ritmo de crecimiento del 3,6%, casi un punto por debajo de la tasa correspondiente a 2003. Esta evolución revela un perfil trimestral descendente. En su conjunto, el consumo de cemento crecerá ligeramente por encima del 3,8% en 2004 para llegar a una media del 3,5% en 2005.

El empleo en el sector ha superado los 2 millones de puestos de trabajo desde finales de 2003, con una tasa media de crecimiento del 3,3% en los tres primeros trimestres de 2004, dos puntos por debajo de la correspondiente a 2003. El crecimiento del empleo está más ligado al crecimiento de la edificación, más intensiva en mano de obra, y su evolución trimestral muestra un impulso positivo en el tercer trimestre de 2004, lo que llevará a que esta variable crezca el 3,5% de media anual.

El diferencial de crecimiento de la construcción respecto del resto de los sectores está llevando a un claro aumento del peso de la construcción en la economía española. En la actualidad, la construcción aporta más del 14% de la producción total española, casi el doble de la media europea. El mayor grado de dotación de infraestructuras existente en las economías centrales de la Unión Europea implica un menor esfuerzo inversor, que es más elevado en el caso español por el desarrollo del plan de infraestructuras actual, que se extenderá hasta finales de la presente década. Además, la edificación residencial se está mostrando mucho más dinámica que la media europea, lo que amplifica la importancia del sector en España. En el corto plazo, la construcción en España mantendrá su peso relativo, pero esta evolución no es sostenible en el largo plazo y tenderá a perder importancia relativa a medida que la dotación de infraestructuras española sea similar a la europea.

En los trimestres transcurridos de 2004, los costes de la construcción han aumentado muy por encima de los experimentados por el conjunto de la industria y los servicios, generando ciertas tensiones, especialmente en el segmento de la obra civil. Si bien los costes de la mano de obra del sector han evolucionado de forma similar a la de trimestres anteriores, con crecimientos superiores al 4%, los de los materiales de la construcción han aumentado a tasas del 7% tras la primavera. Este incremento de costes ha sido especialmente significativo en la ingeniería civil, con tasas del 10% en el tercer trimestre del año, se ha producido como consecuencia de la importante demanda mundial que existe para este tipo de productos.

Estas variaciones de costes no están perturbando las opiniones del sector, que continúan mostrando un claro tono optimista, especialmente acentuado desde comienzos del verano. La buena situación de la cartera de pedidos de las empresas constructoras está contribuyendo a esta positiva evolución de las expectativas empresariales.

**El descenso de la oferta de obra pública en 2003 implicó una moderación de la actividad del segmento en 2004. Sin embargo, el importante incremento de la licitación en el primer semestre de 2004 llevará a un mayor dinamismo de este segmento en 2005**

En el primer semestre de 2004, la inversión en obra civil creció a un ritmo medio del 2,3%, mostrando un perfil descendente en el segundo trimestre del año, según se desprende de los datos de la Encuesta



Coyuntural de la Construcción. Tras un impulso en la ejecución de obra a lo largo de 2003 y en el primer trimestre de 2004, la inversión en ingeniería civil descendió intensamente en el segundo trimestre del año, pasadas las elecciones generales. En la segunda parte del año, los indicadores avanzan una moderación de la inversión.

En los siete primeros meses de 2004, los contratos de obra civil ofertados por las administraciones públicas y los organismos autónomos alcanzaron un volumen de 15.316 millones de euros, lo que supuso un aumento del 34,1% respecto del volumen licitado en el mismo periodo de 2003. El importante aumento de la inversión en infraestructuras de comunicación, tanto por el Estado como por los Entes Territoriales, explica el mayor esfuerzo inversor de las administraciones en este año.

Dentro de la oferta pública de 2004, las inversiones destinadas a infraestructuras de transporte (carreteras, ferrocarriles, puertos y aeropuertos) acapararon más de tres de cada cuatro euros licitados, mientras que la inversión destinada a regadíos, abastecimiento de agua y saneamientos descendió en importe y en importancia relativa; así, en el primer semestre, el importe licitado para obras hidráulicas descendió el 7,7%, lo que contrasta con el incremento del 25% observado en 2003. El cambio de prioridades en los objetivos del Gobierno, en lo referente a la inversión en infraestructuras, comenzará a plasmarse en la actividad del sector en los próximos trimestres. En 2005 prevemos que el segmento de la obra civil vuelva a contribuir positivamente al crecimiento del sector.

### La iniciación de viviendas en 2004 alcanzó un máximo histórico. El alargamiento de los periodos de venta de las promociones pudiera ralentizar la iniciación de nuevos proyectos en 2005

Por sexto año consecutivo, la iniciación de viviendas en España ha superado el medio millón de unidades, lo que ha elevado la producción media de los últimos cinco años por encima de las 600.000 unidades. La nueva situación generada con la plena integración de España en la unión económica y monetaria ha implicado un cambio estructural en la industria de la construcción que ha permitido que se aumentara el volumen de producción de viviendas hasta duplicar la media de los últimos veinte años. En este entorno, en 2004 la iniciación de viviendas en España volvió a alcanzar un máximo histórico.

Este elevado volumen de producción de viviendas supera, aparentemente, las necesidades derivadas únicamente de factores demográficos, lo que pone de manifiesto el importante papel que España está desempeñando como destino de la segunda residencia de una demanda que supera con creces el ámbito nacional. En este sentido, la producción de nuevas viviendas se ha concentrado, cada año con mayor intensidad, en las provincias del mediterráneo.

### Cuadro 2.3. Licitación oficial

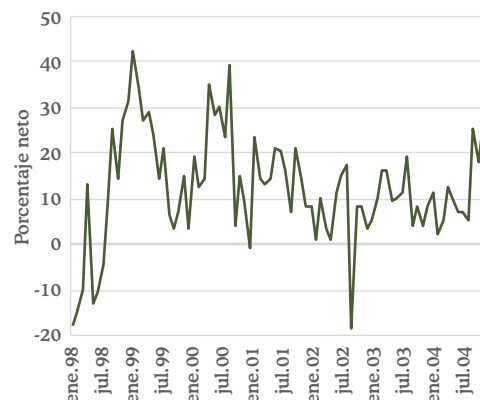
Millones de Euros

	TOTAL	Ferrocarriles Carreteras y Vías Urbanas	Puertos y Aeropuertos	Regadíos Abastecimientos y Saneamientos	Resto
2000	11.740	7.578	508	1.488	2.166
2001	16.340	9.612	835	1.895	3.998
2002	19.610	13.472	459	2.014	3.665
2003	16.706	9.666	1.086	2.515	3.438
Ene-jul					
2003	11.424	7.081	406	1.518	2.418
2004	15.316	10.600	1.256	1.401	2.059
Variación	34,1%	49,7%	209,1%	-7,7%	-14,9%

Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 2.6.

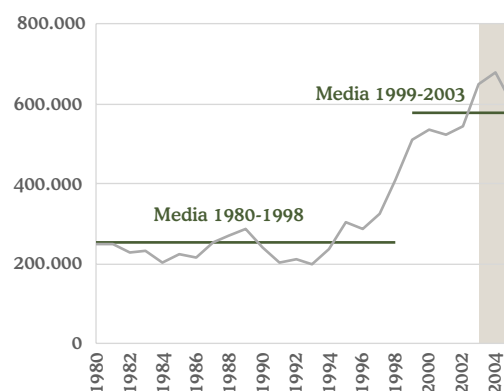
### Indicador de confianza en la construcción



Fuente: Mº de Economía

Gráfico 2.7.

### España. Viviendas iniciadas



Fuente: Mº de la Vivienda y BBVA

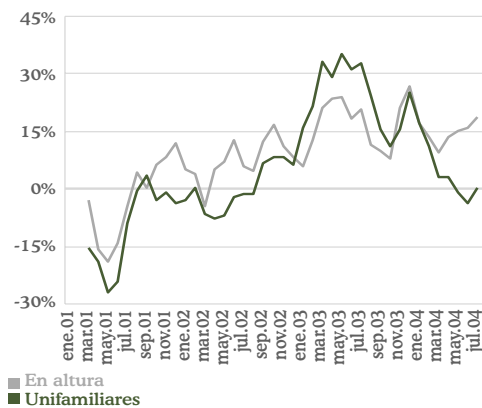
Cuadro 2.4. Viviendas iniciadas España

	Total España	Grandes ciudades	Costa turística	Costa grandes ciudades (*)
2000	594.820	58.060	333.231	26.554
2001	561.186	59.958	312.857	24.391
2002	575.546	62.748	310.517	17.674
2003	690.207	64.814	380.216	18.305
2004	756.598	51.770	355.280	18.156
2005	600.000	44.004	284.224	17.249
2003**	508.397	47.188	280.454	11.212
2004**	557.300	37.691	262.061	11.121

(\*) Barcelona, Valencia, Málaga  
 Costa: Mediterráneo, Canarias, Cádiz, Huelva  
 Grandes ciudades: Madrid, Barcelona, Valencia, Sevilla, Zaragoza y Málaga  
 (\*\*) Los datos son a septiembre. Las estimaciones de 2004 se han realizado con estos datos  
 Fuente: Colegio de aparejadores y BBVA

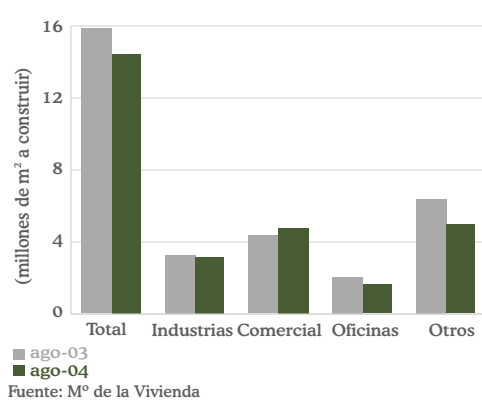
Gráfico 2.8. Iniciación de vivienda. Tipología

Tasa de variación anual



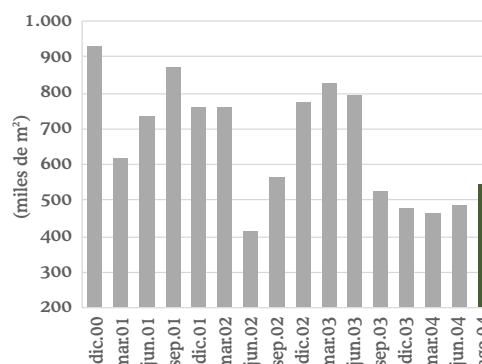
Fuente: Mº de la Vivienda

Gráfico 2.9. Superficie no Residencial



Fuente: Mº de la Vivienda

Gráfico 2.10. Hoteles - superficie a construir



Fuente: Mº de la Vivienda

En los primeros nueve meses del año, los visados de los colegios de aparejadores cuantificaron en más de 500.000 el número de viviendas a iniciar, lo que supuso un aumento del 9,6% en tasas interanuales. Al contrario que en años anteriores, el empuje del segmento se ha producido principalmente en las zonas de interior, mientras que en las zonas costeras los nuevos proyectos inmobiliarios registraban una caída del 6,6% en el número de viviendas a construir. En las principales ciudades, donde tensiones en el mercado del suelo inciden con mayor intensidad y la generación de oferta de nueva vivienda es más compleja, el número de viviendas a iniciar en 2004 está descendiendo de forma significativa, con una caída del 20% en el conjunto de las ciudades de más de 750.000 habitantes.

Además de esta diferencia de crecimiento respecto de años anteriores, también se observa un comportamiento diferenciado según tipologías de vivienda. Mientras que en los tres primeros trimestres de 2004 el número de unidades unifamiliares a construir fue similar al de 2003, el de viviendas en bloque aumentó el 13%. Este cambio de estructura pudiera sugerir cierta reorientación de la demanda de viviendas de precios más elevados y con mayor consumo de suelo hacia las de precios más asequibles y con menor impacto del suelo.

En 2004, los ritmos de venta continuaron moderándose en algunos mercados, especialmente en el de segunda residencia, lo que pudiera llevar a una ralentización del ritmo de producción de viviendas en aquellas zonas más saturadas de oferta. Nuestras previsiones indican una reducción del entorno del 20% en el número total de viviendas a iniciar, que pudiera situarse en el entorno de las 600.000 unidades en el conjunto de 2005.

**La promoción no residencial descendió en 2004 por la caída del segmento de oficinas e industrial. A pesar de la desaceleración del consumo a lo largo del año, se está produciendo un aumento de la construcción de superficies destinadas al comercio**

En relación con la promoción no residencial, en los ocho primeros meses de 2004 se inició la construcción de un total de 14,4 millones de metros cuadrados de superficie no residencial, lo que supuso un descenso del 9,3%. A pesar de la revitalización de la inversión industrial, el menor número de proyectos visados en la segunda parte del año contempló una superficie industrial a construir por encima de los 3,1 millones de metros, mostrando un descenso del 3,2% en tasas interanuales.

El desarrollo de la promoción de superficies comerciales mantuvo una dinámica creciente también a lo largo de los ocho primeros meses de 2004. La alta rentabilidad observada en este segmento está atrayendo nuevos proyectos que implican un aumento del 10% de la superficie a construir en 2004 destinadas a fines comerciales o de almacenaje. En los ocho primeros meses del año, se visaron un total de 4,7 millones de metros cuadrados a construir. La desaceleración esperada del consumo de las familias a lo largo de 2005, junto con una política de aperturas más restringida pudieran afectar ligeramente al ritmo de promoción de las superficies comerciales, lo que llevaría a un crecimiento más moderado de la actividad en este segmento el próximo año.

El aumento de la superficie disponible en la oferta de oficinas ha llevado a una caída en la promoción de oficinas en las principales ciudades del país. El exceso de oferta actual ha supuesto cierta ralentización en la construcción de edificios para oficinas, como pone de manifiesto el descenso del 20% en la superficie de oficinas a construir en 2004. Además, la sobre-oferta de espacios está llevando a que la transformación de edificios de oficinas en edificios de viviendas sea cada vez más común.

La construcción de edificios destinados a hoteles también experimentó una clara desaceleración en el primer semestre de 2004, llegando a observarse un descenso del 40% en la superficie a construir. El descenso de la ocupación hotelera que se está produciendo en los meses transcurridos de 2004, junto con la existencia de cierta sobre-oferta en algunas zonas, está frenando la actividad en este segmento.

### 3. El mercado inmobiliario

**En 2004, continuaron las revalorizaciones inmobiliarias por encima de la inflación. Los bajos tipos de interés han alimentado una demanda que, en 2005, pudiera moderarse en los países que han comenzado a endurecer su política monetaria**

Los bajos tipos de interés existentes a nivel global están alimentando de forma sostenida la demanda inmobiliaria en la mayoría de los países desarrollados, impulsando con ello las revalorizaciones de precios por encima de la inflación tanto en EE.UU. como en gran parte de Europa. Así, tras dos años de tipos de interés reales negativos en EEUU, la demanda de vivienda continua siendo intensa, como lo confirma los buenos ritmos de ventas de inmuebles, y está impulsando los precios al alza, mostrando un repunte especialmente intenso tras el verano de 2004.

Sin embargo, tanto en el Reino Unido como en Australia, donde los bancos centrales han elevado significativamente sus tipos de intervención, el incremento de precios de las viviendas se han moderado intensamente y han llegado a registrarse algunos descensos en los últimos meses de 2004. Estos ajustes no muestran aún un claro cambio de tendencia pero anticipan una desaceleración de la demanda e indican que se pudieran haber alcanzado el nivel de precios máximos del actual ciclo inmobiliario.

En la Europa continental, donde los aumentos de tipos de interés se han postergado a la segunda mitad de 2005, la demanda residencial continuó siendo intensa a lo largo de 2004, a pesar de que no se haya observado una clara recuperación de la actividad económica de la región ni se haya intensificado la creación neta de empleo. En general, los precios de las viviendas continuaron la tendencia de años anteriores y avanzaron a tasas superiores a la inflación en el conjunto europeo, aunque con significativas diferencias regionales.

Mientras que en Alemania y en los países de su entorno económico se observa una débil demanda residencial, retraída por el escaso dinamismo de sus mercados laborales y por la incertidumbre que genera la recuperación económica que tarda en llegar; en Francia y en los países del sur Mediterráneo la demanda inmobiliaria tanto nacional como de extranjeros continuó siendo fuerte, impulsando los precios al alza, con crecimientos de dos dígitos en algunos casos.

En 2005, año en el que se producirá una aceleración de la actividad económica y comenzará a generarse empleo neto en el conjunto de la Unión Monetaria, es de esperar un repunte de la demanda residencial en Alemania y los países de su órbita. Ahora bien, este impulso de la demanda no tendrá efectos significativos sobre los precios, por el elevado parque de vivienda en oferta existente en la actualidad.

En Europa, los riesgos para la recuperación del sector radican en que se produzca una menor creación de empleo que la esperada, lo que afectaría directamente a la demanda de vivienda, y a mayores tipos de interés, que limitarían la capacidad de financiación de las familias y, también, afectaría negativamente a la demanda.

**En España, en 2004, los precios de las viviendas aumentaron a tasas del entorno del 17%, a pesar del menor ritmo de ventas. Continúa creciendo el parque de viviendas en oferta, si bien el tiempo medio de venta es todavía reducido**

El aumento de oferta tanto de vivienda nueva como de segunda mano y una relativa moderación de la demanda están llevando a que se reduzca el ritmo de ventas de la promociones inmobiliarias por debajo de las cuatro viviendas mes por promoción. Sin embargo, ello no ha impe-

Gráfico 3.1.  
EE.UU. Precios de la vivienda y tipos reales

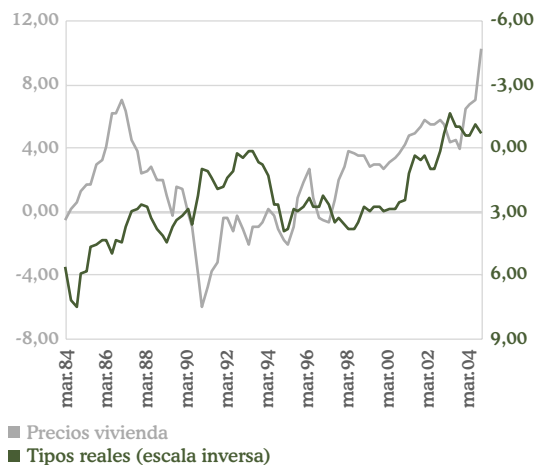


Gráfico 3.2.  
Precios vivienda  
Tasas de variación anual. (Descontada inflación)

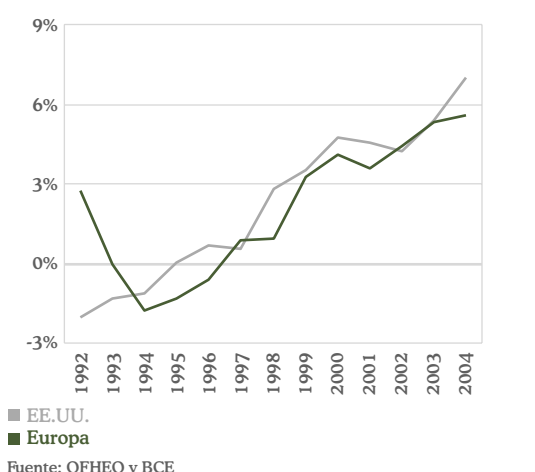


Gráfico 3.3.  
Variación precios de las viviendas y tipos de interés  
Descontando inflación

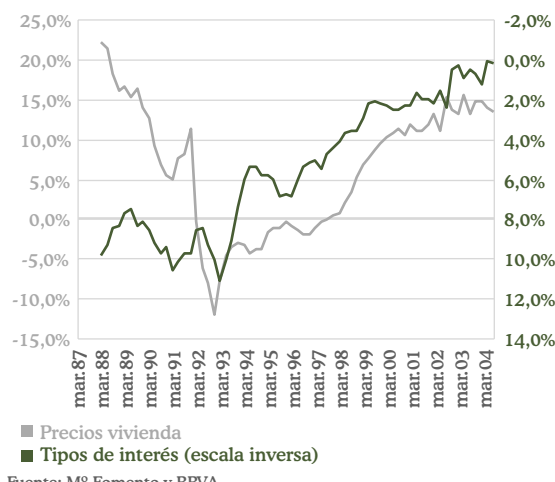
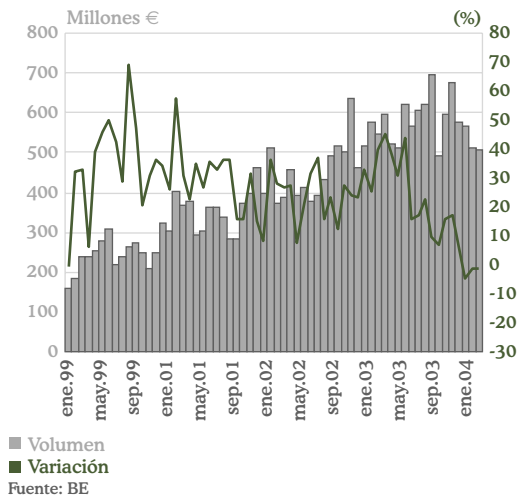


Gráfico 3.4.  
Precios de las viviendas e IPC  
Tasas de variación anual



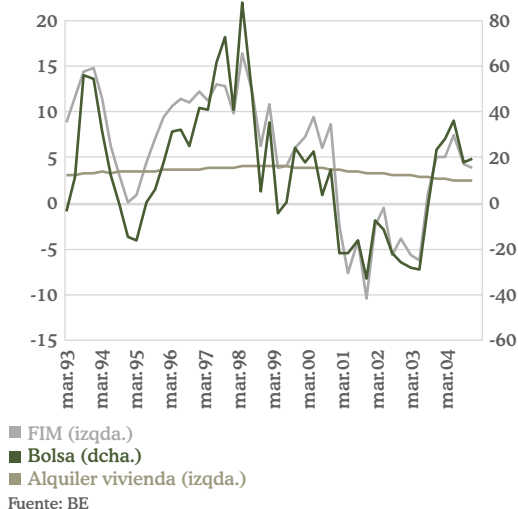
Fuente: INE, M° Fomento y BBVA

Gráfico 3.5.  
Inversión extranjera en inmuebles  
Volumen total y variación anual



Fuente: BE

Gráfico 3.6.  
Rentabilidades anuales  
Viviendas en alquiler, FIM y Bolsa (%)



Fuente: BE

dido que en 2004 los precios de las viviendas continuaran creciendo a ritmos del entorno de 17% en tasas interanuales.

Los suaves descensos de los tipos de interés que se han producido a lo largo de 2004 han potenciado la demanda residencial. En términos reales, los tipos hipotecarios se han situado en la frontera de los valores negativos a finales de 2004, lo que estimula el consumo de bienes de larga duración por parte de los hogares. Con revalorizaciones reales del entorno del 14% anual y tipos de interés similares a la inflación, las familias tienen fuertes incentivos a invertir en viviendas.

Para 2005, las previsiones indican una moderación ordenada de los precios de las viviendas, que pudieran cerrar el año con un avance del entorno del 10%, y que será más intensa en las zonas más orientadas al turismo europeo, donde el tiempo medio de venta de las promociones se está alargando. Para 2006, la tendencia muestra una moderación más intensa de los precios que mantendrían, también, crecimientos por encima de la inflación del entorno del 5% a finales de año.

Una desaceleración ordenada de los precios de la vivienda no tendrá un impacto dañino para el sector, que reaccionará con una menor iniciación de obra para, con ello, limitar la oferta. De no ser así, y los precios continúan mostrando revalorizaciones similares a las actuales, los promotores continuarán encontrando incentivos para aumentar la iniciación de viviendas; una recuperación clara de las ventas apoyaría esta segunda opción.

Alzas de los tipos de interés reales o cambios en las expectativas de los agentes sobre los precios esperados son dos de los factores que pudieran limitar la inversión residencial en el medio plazo y largo plazo. En este sentido, es de esperar que en 2005 no se produzca un cambio brusco de tendencia en la política monetaria del BCE y que los tipos de interés se mantengan en niveles bajos a lo largo del año, con un ligero repunte en la segunda parte del año.

Respecto a las expectativas de los agentes, éstas se mantienen en zonas optimistas en relación con la evolución del mercado inmobiliario en el corto plazo, si bien comienzan a aparecer algunos síntomas que pudieran alterar la visión en el medio y largo plazo. Así, la inversión extranjera en bienes inmuebles continuó descendiendo en los meses posteriores al verano de 2004, mostrando por primera vez en casi una década, tasas de variación interanuales negativas. Un cambio de tendencia de esta variable afectaría con mayor intensidad al mercado de segunda residencia, especialmente en aquellas comunidades más orientadas al turismo europeo. De cualquier forma, los niveles de inversión actual son aún muy elevados, llegando a duplicar a los que entraron hace tres años, lo que asegura una intensa presencia de inversión extranjera en el mercado inmobiliario español.

Por otra parte, se ha producido un aumento de las rentabilidades de las inversiones en mercados alternativos en los últimos trimestres, mientras que la rentabilidad de la vivienda por alquiler ha descendido hasta ratios del entorno del 2,5%, los más bajos desde que se disponen de datos al respecto. En general, las bajas rentabilidades que se obtienen por alquiler indican cierto grado de sobre-inversión en vivienda, lo que pudiera llevar a un descenso de la inversión en dicho activo, especialmente cuando se reduzcan la plusvalías o ganancias por diferencias de precios.

Conjuntamente con lo anterior, existe una creciente preocupación por parte de los agentes institucionales de los negativos efectos que un descenso brusco de los precios residenciales pudiera tener en el conjunto de la economía. Esta inquietud se está traduciendo en una serie de mensajes de cautela orientados hacia los consumidores, para que evalúen los efectos en el largo plazo de las decisiones de compra actuales.

Todo lo anterior pudiera terminar por afectar a las expectativas de los consumidores que, en caso de tornarse negativas, frenarían la de-

manda y limitarían el consumo de viviendas, con el consiguiente impacto en precios. De cualquier forma, es necesario que estas tendencias se consoliden y que pase un cierto tiempo para que se dichos cambios permeabilicen en el mercado, con un resultado incierto en el corto plazo.

En 2004, el cambio en la estrategia por parte de los promotores de segunda residencia, que intensificaron la oferta de este tipo de viviendas en los mercados de origen del comprador, llevó a un aumento del margen y la maximización de la cadena de valor de aquellos productos más turísticos, permitiendo a la oferta residencial española acercarse directamente a otros mercados inmobiliarios.

Ello no ha impedido, sin embargo, que los avances de precios de las viviendas en las comunidades más turísticas hayan sido inferiores a la media nacional, como en el caso de Baleares o Canarias, donde el suave año turístico ha moderado las expectativas y ha hecho aumentar el diferencial de revalorizaciones que se está produciendo entre la segunda residencia y la residencia principal. En la costa peninsular, menos dependiente del transporte aéreo, los precios han aumentado a un ritmo similar a la media nacional, salvo en el caso de Murcia, donde los precios se aceleraron hasta tasas del 25%. En el norte cantábrico, los precios también aumentaron por debajo de la media nacional, llegando incluso a estabilizarse en el caso del Principado de Asturias.

En las ciudades de menos de medio millón de habitantes los precios de las viviendas están creciendo a tasas del entorno del 16% de forma estable desde mediados de 2003. Es, por el contrario, en los principales núcleos urbanos, y sus áreas metropolitanas, donde los precios de las viviendas continúan aumentando por encima de la media nacional, si bien a un ritmo más moderado que en trimestres anteriores. De todas formas, existen diferencias regionales que impiden establecer una tendencia común a todas las grandes ciudades; así, mientras que los precios se han acelerado en Valencia o Sevilla a lo largo de 2004, en Madrid y Barcelona han mostrado una evolución más contenida que en 2003.

**Los plazos medios de los nuevos créditos hipotecarios han aumentado hasta los 25 años que, junto con los intereses en niveles mínimos, están dotando de una amplia capacidad de financiación a las familias. En 2004 empeoraron los ratios de accesibilidad a la vivienda**

La elevada capacidad de financiación de las familias españolas es consecuencia no solo de los bajos tipos de interés actuales, también del importante alargamiento de los plazos de amortización que se ha producido en la financiación a la vivienda, lo que ha permitido reducir de intensamente las cuotas hipotecarias mensuales. De acuerdo con los últimos datos de los Registradores de la Propiedad, la duración de los nuevos créditos hipotecarios era, a mediados de 2004, algo superior a los 24 años de media. En los últimos quince años, la maduración de los créditos a la vivienda ha pasado de ser de 10 años de media a 25 años, lo que unido al importante descenso de los tipos de interés, ha incrementado la capacidad de financiación de las familias.

Sin embargo, para las hogares con un único salario, la capacidad de compra continuó siendo ligeramente inferior a los precios medios existentes en el mercado, lo que está llevando a esta demanda hacia viviendas de un tamaño inferior a la media, con menores precios absolutos. Sin embargo, en las familias con más de un salario, en la que trabajan casi 1,5 miembros de media, la capacidad de compra es todavía superior a los precios que se observan en el mercado. En 2005 y 2006, los previsible aumentos de tipos de interés mermarán suavemente la capacidad de financiación de las familias, reduciendo el ac-

Gráfico 3.7.  
España. Precios de la vivienda  
Tasa de variación anual

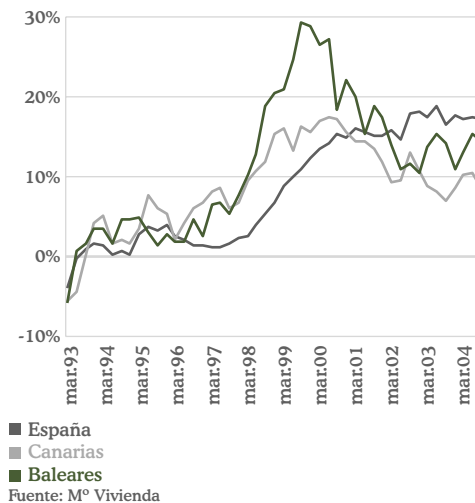


Gráfico 3.8.  
Precios de las viviendas. Por tamaño de los municipios  
Tasas de variación anual

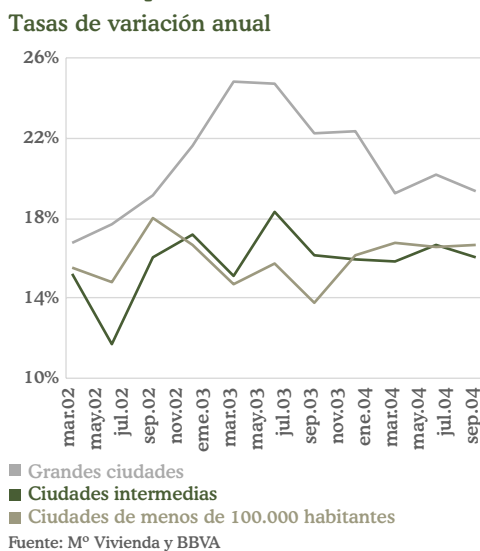


Gráfico 3.9.  
Financiación a la vivienda  
Tipos de interés y plazos de amortización

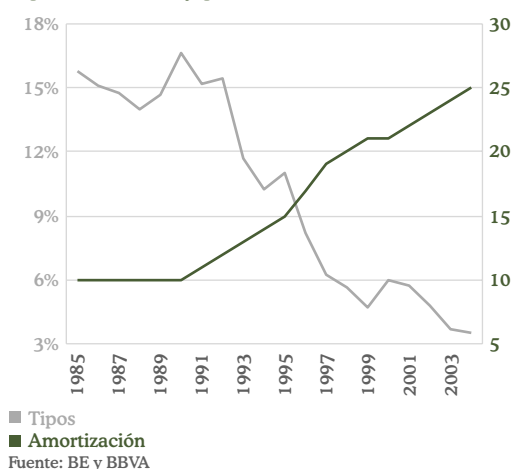
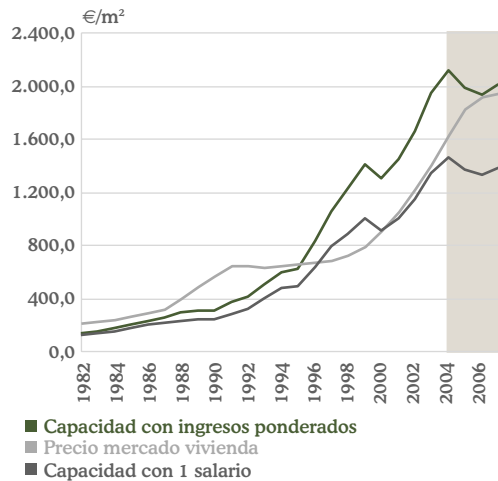


Gráfico 3.10.

**Accesibilidad a la vivienda**

**Capacidad de compra**

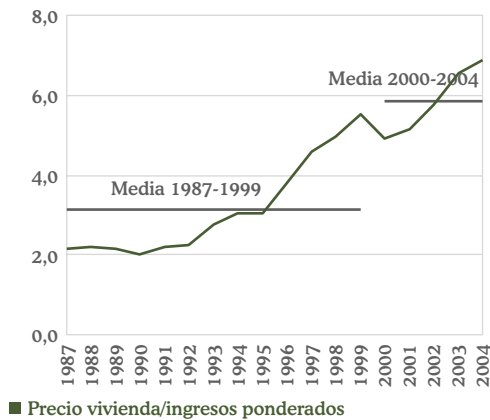


Fuente: BBVA

Gráfico 3.11.

**Accesibilidad a la vivienda en España**

**Precio vivienda sobre ingresos ponderados**



Fuente: BBVA

tualidad diferencial existente entre la capacidad de las familias y los precios de mercado.

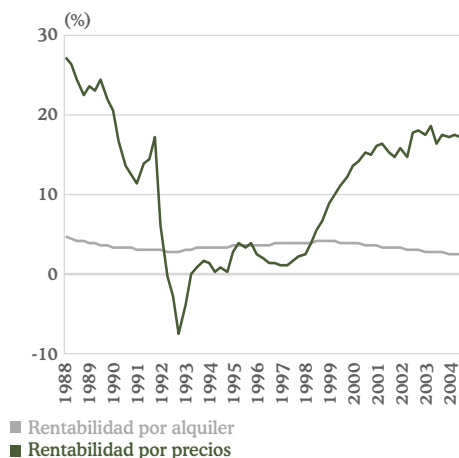
Ello no significa, sin embargo, que tras los aumentos de precios de los últimos trimestres, las condiciones de acceso a la vivienda no hayan empeorado. Al contrario, el deterioro que han experimentado los ratios de accesibilidad se refleja en el aumento que se está produciendo en la relación existente entre los precios de los inmuebles y los ingresos familiares, ya que en la actualidad son necesarios los ingresos ponderados de casi siete años para pagar el precio de una vivienda media en España. Si bien se puede afirmar que menores tipos de interés permiten que la relación entre precios de la vivienda e ingresos sea más elevada, los ratios existentes en la actualidad presentan valores muy por encima de la media de los últimos cinco años.

En términos de esfuerzo financiero, los pagos mensuales derivados del préstamo para adquisición de una vivienda media, con los datos del tercer trimestre de 2004, eran equivalentes al 31% de los ingresos brutos totales de una familia media, que se reducían hasta el 25% cuando se consideran las desgravaciones fiscales. Estos ratios muestran que, a pesar de los fuertes aumentos de los precios de las viviendas, el coste mensual de la adquisición de una vivienda no se ha elevado en la misma proporción; puesto que se han ampliado los periodos de pago en unos años de intensa reducción de intereses.

De cualquier forma, y como se pone de manifiesto en el siguiente recuadro, el uso del crédito hipotecario para la adquisición de viviendas en los últimos siete años ha supuesto una importante ganancia de capital para las familias españolas, sin que con ello hayan estado expuestas a un riesgo elevado, a pesar de los elevados esfuerzos de entrada que ello ha requerido. La adquisición de viviendas con créditos hipotecarios tiene beneficios claros para las familias en el medio y largo plazo, especialmente cuando el ciclo inmobiliario a trabajado a favor, como ha sido el caso de los últimos diez años en España.

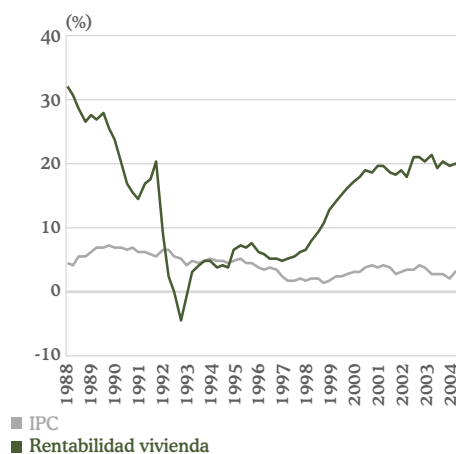
## Recuadro 1. Precios de la vivienda y apalancamiento: rentabilidad y riesgo

Gráfico 1.  
Rentabilidad de la vivienda



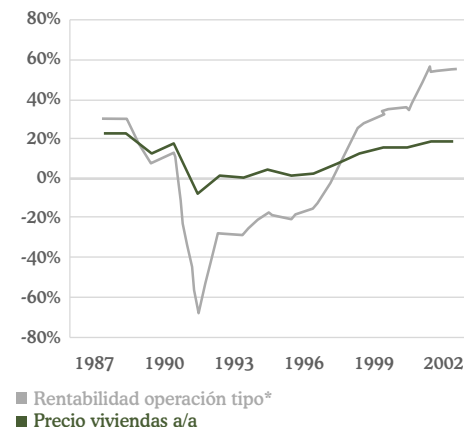
Fuente: BE

Gráfico 2.  
Rentabilidad de la vivienda



Fuente: BE

Gráfico 3.  
Rentabilidad de la vivienda compra y apalancamiento



\* Estimaciones del SEE de BBVA de LTV de entrada, plazo de la operación y tipo de interés.

Fuente: Mº de la Vivienda y BBVA

### En los últimos cinco años la rentabilidad integral de la vivienda ha sido cercana al 20% anual

En los últimos 15 años, la rentabilidad de la inversión en vivienda ha sido del 13,9% de media en España, con una inflación del 4,2%. Esta rentabilidad se ha generado gracias a la apreciación media de los precios residenciales, que ha sido del 10,5% en el periodo, a la que hay que añadir la rentabilidad obtenida por alquiler, directo o imputado, que ha sido del 3,5% de media, según se desprende de los indicadores de vivienda del Banco de España.

Como se puede observar en los gráficos 1 y 2, el perfil anual de estos datos muestra una rentabilidad positiva vía alquileres muy estable, mientras que las revalorizaciones de los precios ha seguido una senda más oscilante, con valores negativos en 1993 y con una evolución por debajo de la inflación entre 1992 y 1997. Desde el año 1995, la rentabilidad total de la vivienda ha superado de forma creciente a la inflación hasta llegar, en la actualidad, a situarse en tasas cercanas al 20% anual con una inflación estabilizada en el entorno del 3,5%.

En estos años se ha producido una intensa mejora de las condiciones de financiación, por lo que los hogares españoles han visto como su capacidad de endeudamiento aumentaba considerablemente. Así, el efecto conjunto de la reducción de los tipos de interés y del alargamiento de los plazos de los préstamos hipotecarios ha permitido multiplicar por tres la capacidad financiera de los hogares en este periodo. La mejora de las condiciones de las hipotecas se ha traducido en un aumento del grado de apalancamiento de los españoles.

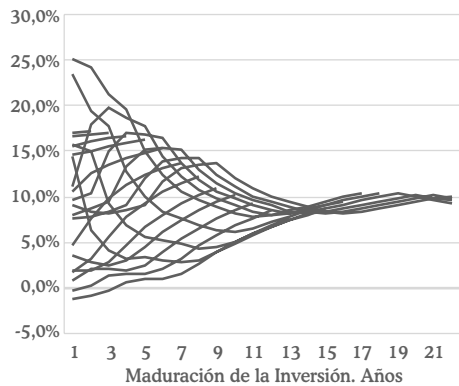
Del análisis de la serie de precios de la vivienda se puede desprender que este tipo de inversiones carece de riesgo o bien que el mismo es muy bajo. Sin embargo, considerando el creciente grado de apalancamiento de las familias en la vivienda, la variación de los precios de la misma no recoge en toda su dimensión las rentabilidades y los riesgos que existen cuando hay deuda hipotecaria de por medio. Así, cuando se trata de una inversión residencial que se ha realizado con un grado de apalancamiento del 80%, una variación de los precios de la vivienda del 10% supone una rentabilidad próxima al 50%, aunque este retorno está sujeto a la volatilidad de los costes financieros de la operación.

Teniendo en cuenta esta nueva dimensión, se han construido dos series de rentabilidad de la vivienda: con y sin apalancamiento. Así, en momentos en los que la tendencia de los precios es al alza, la rentabilidad de la inversión en vivienda se multiplica en relación con el capital inicial aportado aunque también es verdad lo contrario, que en tiempos de descensos de precios, la pérdidas son muy superiores en el caso de existir apalancamiento. La línea más clara del gráfico 3, que representa la rentabilidad del primer año de una inversión en vivienda con un grado de apalancamiento del 70%, muestra el potencial riesgo patrimonial al que queda expuesto un hogar al suscribir una hipoteca para la compra de una vivienda: un retroceso de los precios inmobiliarios o un incremento de los tipos de interés, pudieran llevar, como se aprecia en el gráfico, a una posible destrucción de riqueza.

### La inversión residencial es atractiva en el largo plazo con muy bajos niveles de riesgo

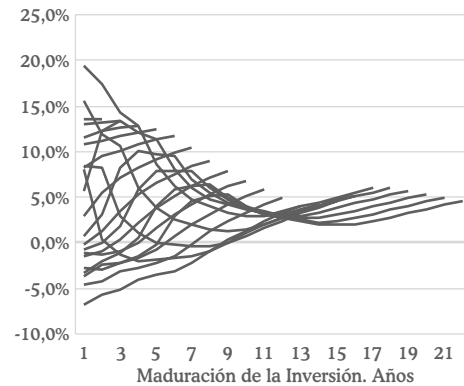
Si bien es cierto que con el apalancamiento se han logrado rentabilidades anuales muy superiores a las meras revalorizaciones inmobiliarias durante los últimos siete años, también lo es que están más expuestas a un deterioro de la riqueza cuando se producen descensos de precios. Sin embargo, y como es de esperar, a medida que la amortización del préstamo avanza, el grado de apalancamiento disminuye y las rentabilidades medias obtenidas tienden a estabilizarse. Por lo tanto, a medida que pasa el tiempo se reduce el riesgo de la inversión de forma considerable.

**Gráfico 4.**  
**Inversión en vivienda.**  
**Precios nominales**  
**Rentabilidad media anual**



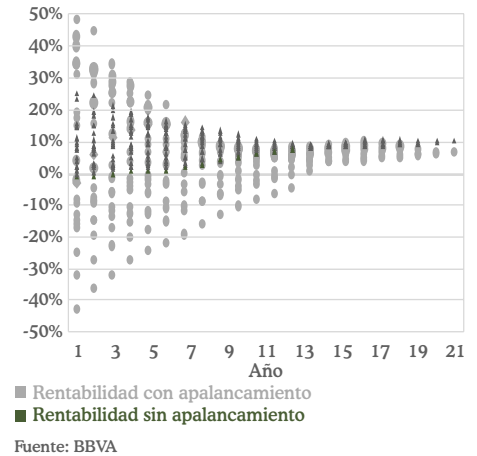
Fuente: BBVA

**Gráfico 5.**  
**Inversión en vivienda.**  
**Precios reales**  
**Rentabilidad media anual**



Fuente: BBVA

**Gráfico 6.**  
**Rentabilidad media por horizonte de la inversión**



Fuente: BBVA

Históricamente, la vivienda ha mostrado unas tasas de capitalización anual muy competitivas en España, por lo que la inversión residencial es atractiva en el largo plazo con un nivel de riesgo muy bajo. Estimando la rentabilidad media anual de una inversión en vivienda (gráfico 4: cada línea representa un año de compra, el primer punto de la serie es la capitalización de la inversión el primer año, el segundo punto es la capitalización del segundo año y así sucesivamente) se puede observar que, en prácticamente casi todos los años desde 1982, se han conseguido revalorizaciones positivas con las inversiones inmobiliarias; además, a medida que se alarga el horizonte temporal de la inversión, las rentabilidades tienden a ser más elevadas. En el caso español, las inversiones realizadas en inmuebles desde 1980 con horizontes temporales superiores a tres años han mostrado en todo momento revalorizaciones positivas.

Incluso cuando se descuenta la inflación, las rentabilidades obtenidas en el mercado inmobiliario español en los últimos veinte años se han mostrado atractivas con un grado de riesgo a largo plazo relativamente limitado. En España, en términos reales se pueden observar rentabilidades siempre positivas para todas aquellas inversiones cuyo horizonte temporal haya superado los nueve años. En el largo plazo, las rentabilidades reales obtenidas por la inversión en vivienda se sitúan en el entorno del 3% de media, como se observa en el gráfico 5.

### El apalancamiento financiero intensifica las rentabilidades de las inversiones inmobiliarias

Ahora bien, cuando se estima la evolución de la rentabilidad de las inversiones inmobiliarias realizadas con un determinado grado de apalancamiento, las conclusiones difieren ligeramente.

En primer lugar, el apalancamiento financiero enfatiza los movimientos de precios, tanto al alza como a la baja, por lo que a corto plazo, la volatilidad con apalancamiento es mucho mayor; es decir, aumenta el riesgo de este tipo de operaciones. Como se observa en el gráfico 6, construido con los datos de precios históricos desde 1987, las rentabilidades del primer año de las inversiones inmobiliarias con un apalancamiento del 70% se sitúan en un rango del +/- 60%, rango mucho mayor que el correspondiente para una inversión sin apalancamiento.

En segundo lugar, los costes financieros inciden negativamente en las rentabilidades de las inversiones inmobiliarias, de tal forma que es necesario un avance de precios similar o superior a los tipos de interés del préstamo para que la rentabilidad de la operación sea positiva.

Por último, a medida que se amortiza el préstamo y disminuye el apalancamiento, también disminuye la sensibilidad de la operación a los tipos de interés y la rentabilidad tiende a estabilizarse en las medias históricas.

En suma, en el corto plazo, el apalancamiento tiende a exagerar los movimientos de precios mientras que en el largo plazo, tienden a rentabilidades similares a las históricas, reduciéndose el riesgo de la operación para préstamos de amortización constante.

Israel Pérez  
Área de Riesgos BBVA  
Ignacio San Martín  
Servicio de Estudios Económicos BBVA



## 4. Financiación inmobiliaria

### El bajo nivel de los tipos de interés y mejoras en la actividad y en las condiciones de crédito reactivan el crédito a la adquisición de vivienda en Europa

El mantenimiento de los tipos de interés en niveles bajos, unidos a una mejora en la actividad económica han llevado al crédito al sector privado de la zona euro a registrar una aceleración hasta tasas cercanas al 6% en septiembre de 2004. Así, el saldo vivo en los balances de las entidades de crédito alcanzó los 7,4 billones de euros.

La evolución del crédito a la vivienda ha continuado siendo mucho más expansiva que la del crédito al sector privado. De hecho, durante los últimos tres años ha mantenido un diferencial promedio de 3 puntos porcentuales. Así, el crédito a la adquisición de la vivienda supera ya los 2,5 billones de euros, alcanzando el 34% del total del crédito a otros sectores residentes en la zona euro. En el caso de las familias, la financiación a la vivienda supone ya el 68% del total de la deuda de los hogares, 9 puntos porcentuales por encima de 1997. Esta evolución ha sido la resultante del cambio estructural que se ha producido en la última década como consecuencia de la caída de los tipos de interés, la mayor estabilidad macroeconómica y de las mejoras en la gestión de riesgos por parte de las entidades financieras, que han provocado un incremento notable del endeudamiento de las familias en toda Europa. No obstante, éste se ha producido exclusivamente en el crédito a la vivienda, observándose un cambio en la composición de la deuda de las familias a favor de la financiación a la vivienda, que ha ganado más de 10 puntos porcentuales en relación con el PIB, mientras que el resto de finalidades (consumo y otros) han mantenido un crecimiento acorde a la actividad económica.

Ahora bien, cabe señalar que dentro de la UEM existen realidades de mercado muy diferentes entre los países del sur y los del norte. Así mientras que en los primeros se ha acelerado el crecimiento del crédito hasta tasas superiores al 18%, en los países del norte se observan crecimientos muy inferiores, cercanos al 5%. Esto es consecuencia de que en el norte el mercado está mucho más maduro y está registrando crecimientos de actividad inferiores durante los últimos cinco años (especialmente en Alemania). Mientras tanto, los países del sur (especialmente Grecia y España), han tenido un comportamiento de la actividad mucho más expansivo. La mayor incidencia que el descenso de los tipos de interés y el menor riesgo de tipo de cambio para las zonas más turísticas han sido los factores diferenciales que han favorecido esta heterogeneidad.

El descenso del coste de la financiación junto a unas agresivas condiciones de los créditos ofertados por las entidades financieras en Europa, en especial en el segmento de las hipotecas han contribuido a impulsar este mercado. Así, el tipo de interés medio ponderado de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda se ha reducido 30 puntos básicos en promedio durante los diez primeros meses del año hasta el 4,26%.

Las principales mejoras en las condiciones de crédito continúan viniendo tanto del descenso en los márgenes de los préstamos así como una ampliación en los plazos de concesión del crédito. En este sentido, a lo largo de 2004, la competencia entre entidades ha llevado a que el diferencial entre los tipos de interés de los créditos para vivienda y el tipo de referencia del BCE se redujera hasta casi 180 puntos básicos, reduciéndose en promedio 24 puntos básicos respecto al año anterior. A pesar de que los datos de la Encuesta sobre préstamos bancarios del BCE sugieren un ligero endurecimiento de la oferta de crédito, serán las condiciones económicas las que marquen las directrices de las entidades financieras. En este sentido, durante este año,

Gráfico 4.1.  
UEM - crédito al sector privado



Gráfico 4.2.  
Deuda para adquisición de vivienda

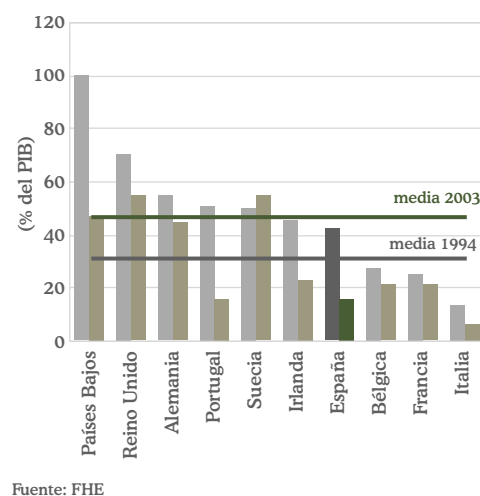


Gráfico 4.3.  
UEM - tipos de interés

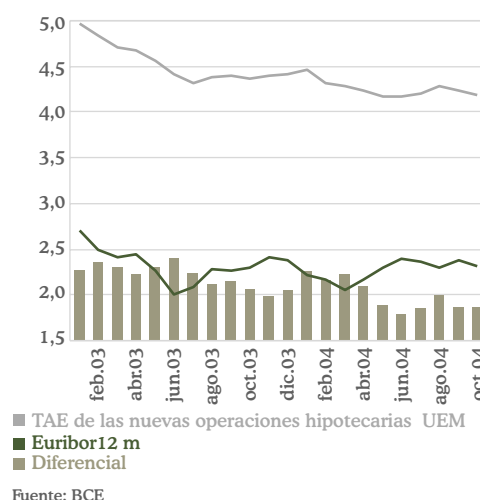
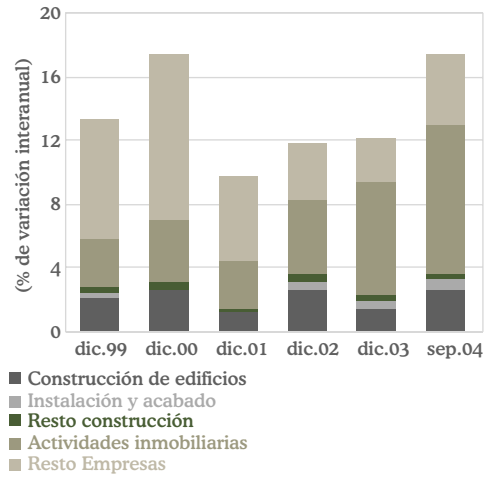
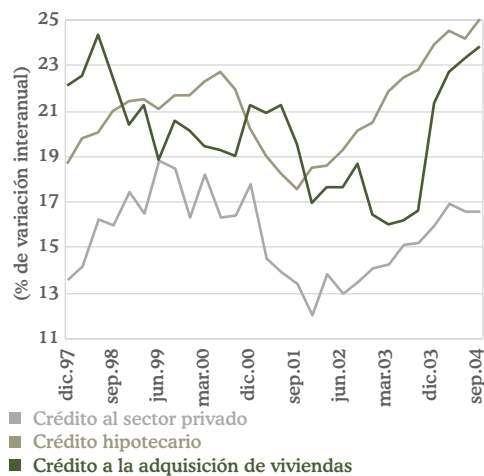


Gráfico 4.4.  
Contribución al crecimiento del crédito a empresas



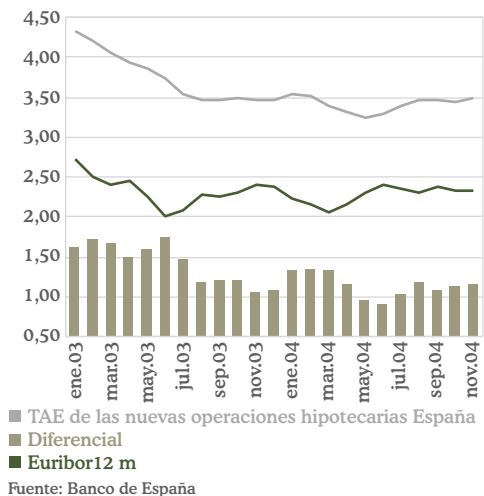
Fuente: Banco de España

Gráfico 4.5.  
Crecimiento del crédito gestionado



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.6.  
Tipos de interés hipotecario en España



Fuente: Banco de España

la esperada recuperación de la economía europea (especialmente en los países del norte) y un sector inmobiliario moderándose en los países del sur, llevarán a unos estándares de crédito a la vivienda ligeramente más restrictivos en un contexto de repunte contenido de los tipos de interés de referencia.

### España continúa creciendo a un ritmo muy superior a la media europea

El mercado hipotecario español continuó mucho más dinámico que el europeo. De hecho, el 20% de las nuevas operaciones de crédito para adquisición de vivienda concedidas en Europa hasta septiembre se registraron en España, lo que elevó la cuota española en saldo de este tipo de crédito en Europa hasta el 12,2%, un punto porcentual por encima del año anterior y cuatro por encima del peso hace cinco años. No obstante, el crédito a la adquisición de vivienda, al medirlo en relación al PIB, que en España era del 42% en 2003, continúa situándose por debajo de la media europea (47%), aunque el gap se ha cerrado de manera considerable durante los últimos cinco años.

### El crédito al sector inmobiliario continúa muy dinámico, mostrando aceleraciones tanto en el segmento de la construcción como en el de los promotores inmobiliarios

El saldo de crédito a las empresas del sector inmobiliario alcanzó los 180 mil millones de euros en el tercer trimestre del año y continúa liderando el destino de la financiación a sociedades no financieras en España. Así, el 69% del crecimiento neto del crédito se ha destinado a empresas se concedió a constructoras o promotoras. La contribución del crédito a la construcción y del crédito a las actividades inmobiliarias explica 13 de los 17 puntos porcentuales que ha crecido el crédito a empresas a septiembre de 2004.

El intenso ritmo de producción de viviendas junto al fuerte crecimiento de las hipotecas para compra de suelo han mantenido el dinamismo de la financiación a promotores en tasas interanuales superiores al 40%, ritmo similar al de los seis últimos trimestres. Las hipotecas sobre solares han aumentado un 28% durante los nueve primeros meses del año, ya que si bien han caído un 4% en número, han aumentado un 33% en capital medio.

Asimismo, se ha observado una recuperación del crédito a la construcción, que ha estado liderado por la fuerte expansión del crédito a la construcción de edificios (70% de este tipo de financiación), y del crédito a la instalación y acabado de edificios y obras que a septiembre de 2004 crecía a ritmos cercanos al 38%.

Por el contrario, se aprecia una intensa desaceleración en el crédito a la obra pública, derivado probablemente del "efecto elecciones", que suele venir asociado a un "adelantamiento" de los proyectos públicos y del cambio de partido político gobernante a partir del primer semestre.

### El crédito a las familias continúa liderado por el crédito a la vivienda que, apoyado por el bajo nivel de los tipos de interés, se ha acelerado hasta alcanzar crecimientos no observados desde 1999

El crédito a las familias gestionado por las entidades financieras (incluyendo titulizaciones) ha continuado acelerándose hasta alcanzar un crecimiento superior al 20% a septiembre de 2004. Este incremento ha estado liderado por el crédito a la vivienda que ha experimentado una notable aceleración durante el último trimestre mientras el resto de crédito ha mantenido unas tasas de crecimiento estables.

El número de hipotecas destinadas a la adquisición a vivienda superó las 840.000 durante los primeros nueve meses del año, un 12% más

que en el mismo periodo del año anterior y con un importe medio de 109.145 euros (un 14% superior a septiembre de 2003).

En un entorno de tipos de interés estables en niveles muy bajos las familias han continuado aumentando su inversión de vivienda y, por ende, su demanda de financiación. Así, el tipos de interés TAE promedio de las nuevas operaciones (incluyendo costes y comisiones) de los once primeros meses del año se ha situado en el 3,4%, 40 puntos básicos por debajo del mismo período del anterior y tan solo 90 pbs por encima del tipo de referencia del mercado, lo que indica la fuerte competencia que existe en estos momentos en el sistema bancario español y el buen comportamiento del riesgo de crédito.

Así, esta expansión del crédito continúa acompañada por un constante descenso de la morosidad, que ha alcanzado niveles mínimos históricos tanto para el total de la cartera (0,83%) como para la cartera de crédito a la adquisición de vivienda, donde se ha situado en el 0,33% en septiembre de 2004, siete punto básicos por debajo de la tasa de mora del año anterior, poniendo de manifiesto la solvencia de las familias españolas.

Según se desprende de la nueva Encuesta Financiera de las Familias que elaboró el Banco de España con datos de 2002, tan solo el 21,5% de los hogares propietarios de su vivienda mantenían pagos pendientes por la misma, con una deuda mediana de 31.800 €. Este volumen de deuda aumenta con la renta y es mayor en los hogares más jóvenes y, también, en los que más miembros trabajan.

En general, la carga financiera de la mayoría de los hogares que mantienen créditos vivos es moderada. Así, en conjunto, los pagos por principal e intereses suponen el 15% de la renta bruta de estos hogares, siendo mayor para los niveles bajos de ingresos y disminuye a medida que éstos aumentan. En este sentido, tan sólo los hogares del percentil de renta más bajo presentan un esfuerzo económico superior al 30%.

Además, en conjunto, tan solo el 7% de las familias endeudadas mantienen unos pagos superiores al 40% de su renta, concentrándose significativamente en el colectivo de rentas más bajas. Este colectivo, cercano a las 450.000 familias, y que representa el 1,44% del total de hogares, se encuentra en una situación relativamente vulnerable ante improbables alzas bruscas en los tipos de interés.

Para el hogar endeudado mediano, sus deudas representan el 18% del valor de sus activos totales, un porcentaje que asegura la solvencia ante caídas de precios de los activos. Existe, sin embargo, un colectivo ligeramente superior a los 525.000 hogares cuyo saldo deudor es superior al 75% del valor de sus activos que pudiera encontrar dificultades si el valor de la garantía desciende significativamente.

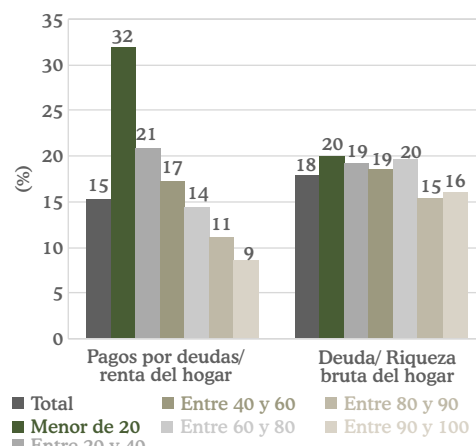
Asimismo, hay que tener en cuenta que la evolución en los dos últimos años de los precios de la vivienda, de los activos financieros y de los tipos de interés han jugado a favor de las familias endeudadas, por lo que se puede entender que el segmento más vulnerable a la evolución de los tipos y del precio de la vivienda son los nuevos compradores.

### El inicio de las subidas de tipos de interés y la moderación del sector que se prevén para este año llevan a anticipar crecimientos ligeramente más moderados del crédito a la adquisición de vivienda

La evolución del crédito contrasta con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios realizada por el Banco de España para el segundo y tercer trimestre del año, ya que las entidades de crédito han observado desde abril una ligera restricción de la oferta acompañada de moderados descensos en la demanda de crédito a hogares para adquisición de vivienda. Para el último trimestre del año, aumenta el número de entidades que espera un descenso de la demanda de cré-

Gráfico 4.7.

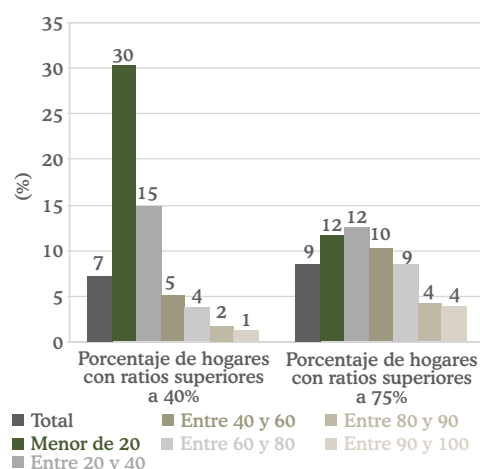
### Mediana de la carga financiera de los hogares con deudas pendientes (según percentil de renta)



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.8.

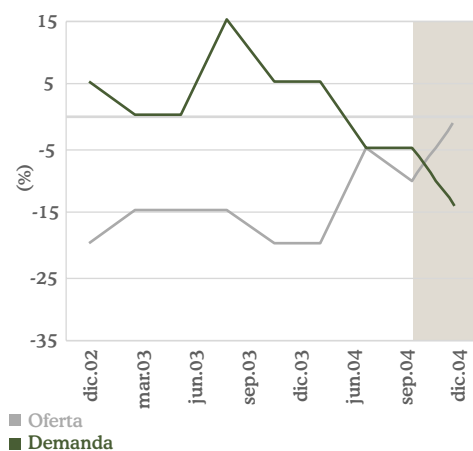
### Carga financiera de los hogares con deudas pendientes (según percentil de renta)



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.9.

### Encuesta sobre préstamos bancarios - vivienda



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.10.

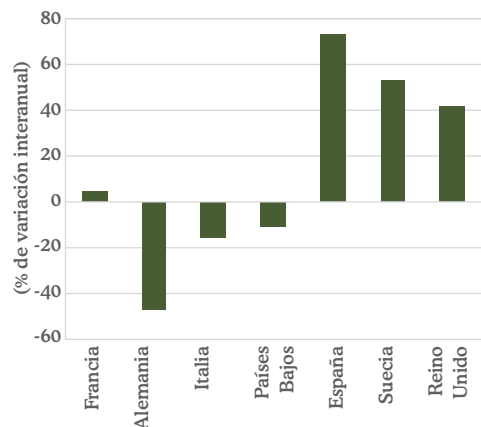
**Fondos de titulización - saldo vivo**



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.11.

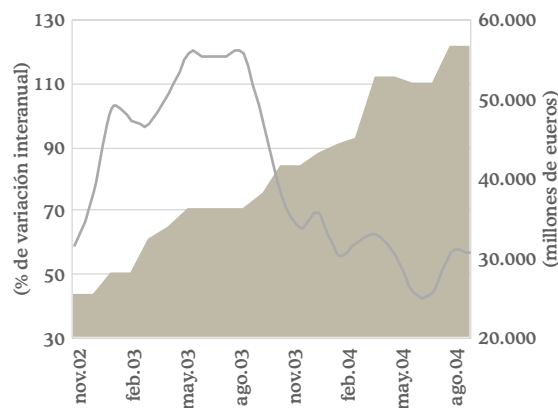
**Crecimiento de la titulización hipotecaria en Europa a septiembre de 2004**



Fuente: ESF

Gráfico 4.12.

**Cédulas hipotecarias**



Fuente: AHE

dito a vivienda. Sin embargo, por primera vez desde que se realiza la encuesta, ninguna entidad espera endurecer los estándares de crédito durante el trimestre que viene. La fuerte competencia del sistema bancario en este segmento de crédito unido a una percepción de desaceleración de demanda ha provocado que los bancos dejen de endurecer sus condiciones de crédito.

Durante los próximos meses el fuerte dinamismo del mercado apoyará un crecimiento del crédito a tasa similares a las observadas en la actualidad. No obstante, durante este año ya se empezará a observar una desaceleración del crédito hipotecario en línea con la evolución de la actividad y los precios y con las primeras subidas de tipos de interés del Banco Central Europeo. Sin embargo, no se espera que los tipos de interés comiencen a subir hasta el segundo semestre y se prevé una subida de tan sólo 50 puntos básicos. Además el elevado número de viviendas que se entregarán durante el próximo año actuará como soporte del crecimiento del crédito hipotecario.

**La financiación hipotecaria de las entidades financieras continuó su expansión, con los fondos de titulización como recurso más utilizado**

La fuerte expansión del crédito hipotecario ha requerido de recursos adicionales a los depósitos para poder satisfacer la demanda. De esta forma, durante los últimos cinco años se ha desarrollado de manera importante la emisión de instrumentos asociados a la cartera hipotecaria que permiten, por una parte, acceder a liquidez para la concesión de nuevos préstamos así como gestionar activamente la cartera de crédito hipotecario.

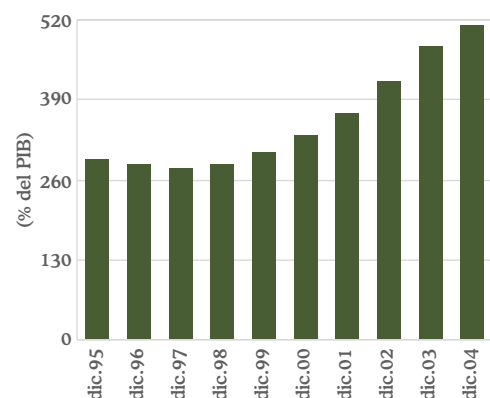
El saldo vivo de los fondos de titulización creció un 37% en los diez primeros meses de 2004. Así, el crédito gestionado fuera de balance supone ya un 8% de la cartera de créditos de bancos y cajas de ahorro. Además, como se observa en el gráfico la mayor parte de los fondos titulizados se hizo sobre préstamos asociados a la vivienda. La emisión se ralentizó en el tercer trimestre del año, pero según los datos de la CNMV las emisiones de reactivaron en el mes de noviembre de manera importante, especialmente en los fondos de titulización de cédulas. En relación a los países europeos, se observa que España está liderando la emisión de bonos de titulización hipotecaria, mientras que en las mayores economías de la UEM está cayendo la emisión de estos productos financieros.

La emisión de cédulas continúa asimismo en plena expansión. El saldo vivo alcanzó en agosto los 56,000 millones de euros, manteniendo crecimientos superiores al 50% interanual.

Durante 2005, el crecimiento del crédito continuará siendo mayor que el de los depósitos por lo que las entidades de crédito continuarán recurriendo a estos instrumentos para su financiación.

## Recuadro 2. Disposición de la riqueza inmobiliaria a través de garantía hipotecaria

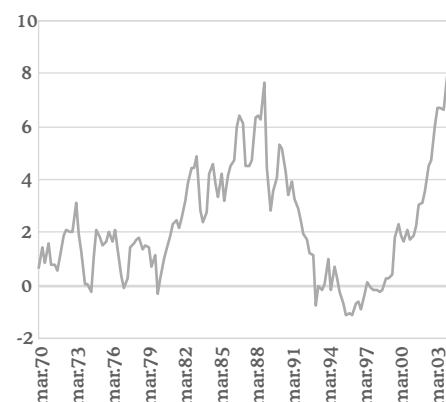
### Riqueza inmobiliaria en España



Fuente: Banco de España

### Disposición de la riqueza inmobiliaria a través de hipotecas en el Reino Unido

(% de los ingresos netos)



Fuente: Banco de Inglaterra

### La garantía hipotecaria como instrumento para una gestión más activa del patrimonio de las familias

La vivienda es el principal activo de la riqueza de las familias en la mayoría de las economías. Según se deduce de los datos del Banco de España, en España, representaba el 75% de la riqueza bruta en la primera mitad de 2004, suponiendo más de 5 veces el PIB.

El carácter no fraccionable de este activo y sus elevados costes de transacción limitan la capacidad de las familias de disponer de esa riqueza de manera directa. No obstante, existen cuatro canales a través de los cuales un propietario puede disponer de su riqueza inmobiliaria con el objeto de destinarla a otras finalidades:

- **Salida del mercado:** vender un inmueble y salirse del mercado, es decir, elegir otras opciones como la del alquiler; una compra-venta de un inversor o la venta de un inmueble heredado.
- **Cambio a una vivienda inferior:** vender la vivienda para adquirir otra de valor inferior, atesorando de esa manera la diferencia. Por ejemplo en el caso de una reducción de la familia por emancipación de los hijos.
- **“Sobre-subrogación”:** aprovechar un cambio de vivienda o una compra sobre plano en la que la casa ha experimentado una revalorización en el periodo que transcurre entre la compra y la entrega para adquirir una cantidad de hipoteca superior a la necesitada realmente para la compra de vivienda con el objeto de adquirir otros bienes.
- **Refinanciación:** aumentar el importe de la hipoteca ya existente, por ejemplo en las hipotecas flexibles, o solicitar una segunda hipoteca.

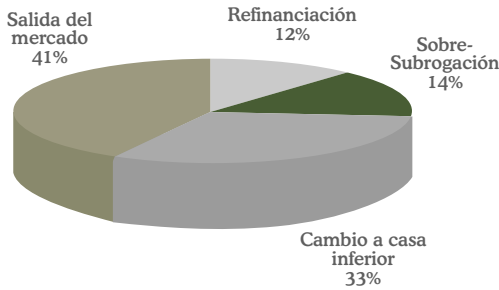
Las dos primeras opciones supusieron el 74% de las disposiciones de capital inmobiliario en el periodo entre 1998 y 2003 en el Reino Unido, ya que si bien se trata de un número inferior de operaciones, suelen implicar cantidades mucho más elevadas. No obstante, son la tercera y la cuarta opción las que han experimentado un desarrollo mayor en los últimos años, convirtiéndose en instrumentos muy utilizados en los países anglosajones (EE.UU. y Reino Unido) que, sin embargo, están poco desarrollados o son inexistentes en las economías de la UEM (a excepción de los Países Bajos).

De hecho, en 2003 una de cada cuatro hipotecas fue refinanciada en Estados Unidos mientras que en el Reino Unido más de la mitad de las nuevas operaciones de crédito hipotecario realizadas fueron refinanciaciones. En estas economías es común que las familias aprovechen el incremento del valor de su vivienda (colateral) o la caída de los tipos de interés (en el caso de Estados Unidos suele tratarse de préstamos a tipo fijo) para aumentar su grado de apalancamiento o reestructurar el mismo a través de una subrogación, una segunda hipoteca o una hipoteca flexible que funciona como una línea de crédito. Los motivos para realizar este tipo de operaciones son de naturaleza diversa. Así, una parte importante de las hipotecas no destinadas a la adquisición de vivienda se han utilizado en Estados Unidos para la cancelación de otro tipo de deudas (como créditos al consumo) consiguiendo unas condiciones financieras más ventajosas. Esto ha hecho que el fuerte incremento de la refinanciación hipotecaria en EE.UU. durante estos dos últimos años no se haya visto acompañado de un deterioro de la situación financiera de las familias<sup>1</sup>.

En el Reino Unido, el motivo más recurrente aducido por las familias es la rehabilitación de la vivienda (76%). En este caso, aunque es difícil de medir, no habría una disposición de capital inmobiliario ya que se vería compensada por la inversión en el inmueble.

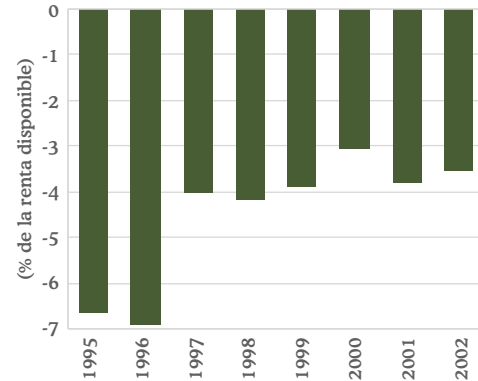
<sup>1</sup> Para más información véase McConnell *et al.*, “After the refinancing boom: Will Consumer scale back their spending?” Reserva Federal de Nueva York, 2003.

**Disposición de capital inmobiliario en el Reino Unido (1998-2003)**



Fuente: CML

**Disposición de la riqueza inmobiliaria en España**



Fuente: BBVA

Por último, una parte cada vez más significativa se dedica a la adquisición de bienes de consumo, principalmente vehículos (25% en Estados Unidos). Esto ha tenido un efecto positivo en la economía al actuar como un estabilizador del consumo. Así, durante las desaceleraciones económicas las familias aprovechan la caída de los tipos de interés para mantener sus niveles de consumo a través de un incremento en su endeudamiento o una reducción de su carga financiera.

Desde el punto de vista del sistema financiero, al tratarse de un producto con una garantía explícita (la vivienda), el riesgo asociado a la operación es inferior al de operaciones de crédito al consumo tradicionales. Esto es especialmente relevante en la actualidad debido a la adaptación de los requerimientos de capital en las normas del nuevo acuerdo de Basilea (Basilea II). Operaciones a plazos entre 5 y 10 años, con la vivienda como colateral y un ratio préstamo-valor reducido tienen un riesgo muy reducido de impago y unos niveles de severidad mínimos, por lo que requieren de menores dotaciones de provisiones y capital.

No obstante, existe un riesgo de exposición al mercado inmobiliario que debe ser gestionado a través del ratio préstamo valor de manera que posibles choques negativos en el mercado de la vivienda no dejen al descubierto las garantías del sistema financiero. La crisis de finales de los años ochenta proporciona un buen ejemplo de este fenómeno: en la que la caída de los precios de la vivienda llevó a que algunas familias tuvieran un capital inmobiliario negativo (debido a la caída del precio por debajo de la deuda). Como resultado de esta experiencia, se ha reducido de manera notable en el Reino Unido el ratio préstamo valor medio en la deuda con garantía. Así, según el Banco de Inglaterra, el fuerte incremento de la deuda con garantía en el que han incurrido las familias se ha realizado con una relación préstamo-valor mucho más reducida que en el pasado, lo que deja a las familias en una posición mucho más saneada para afrontar posibles choques de renta y de tipos de interés.

**España, un mercado con potencial**

En España, algunas entidades ya han comenzado a ofrecer hipotecas flexibles en las que se pueden realizar disposiciones, aunque su entrada en el mercado ha sido limitada. De hecho, a pesar de que la fuerte inversión de las familias en vivienda durante los últimos cinco años haya incrementado la riqueza inmobiliaria neta, según la Encuesta Financiera de Familias que elabora el Banco de España, tan sólo un 3,3% de los hogares tiene préstamos con garantía real para finalidades distintas a la compra de activos inmobiliarios. No obstante, en agregado, se observa que la disposición de riqueza inmobiliaria, al aproximarla por la diferencia entre la Inversión Interna Residencial y la nueva deuda con garantía hipotecaria de las familias, ha continuado siendo negativa.

Aún así, un mercado en el que el 78% de los propietarios de vivienda la tienen completamente pagada y donde tan sólo el 8,5% de los hogares con deudas pendientes superan el 75% en el ratio préstamo-valor, tiene un enorme potencial de crecimiento para un producto de estas características. Además, la mayor cultura financiera y el desarrollo del sistema bancario permite a las familias plantearse el nivel de consumo presente-consumo futuro de una forma más ajustada y este tipo de producto permite además hacerlo de manera más eficiente. No obstante, es importante actuar sobre ciertos factores que suponen un límite al desarrollo de este tipo de productos como pueden ser los costes inherentes a este tipo de préstamos. De hecho, en Estados Unidos el fuerte desarrollo experimentado por estos productos vino asociado a una fuerte reducción de las comisiones y gastos asociados a la concesión de hipotecas.

Tomás Riestra  
Servicio de Estudios Económicos BBVA

## 5. Tema del Trimestre: Vivienda, consumo familiar y condiciones de financiación

**Ignacio San Martín**  
Servicio de Estudios Económicos BBVA

### Introducción

Desde comienzos de la década de los 90, la continua y significativa disminución de los tipos de interés reales, junto con menores tasas de inflación han permitido que los tipos de interés nominales se redujeran significativamente. Este descenso de los tipos de interés junto con la extensión de la amortización de los créditos hasta plazos que ya superan los 30 años han facilitado un sustancial incremento de la capacidad de endeudamiento de los consumidores, que se ha traducido en una mayor demanda de bienes duraderos.

Con menores tipos de interés, las familias pueden acceder al mercado inmobiliario con una capacidad de compra mayor, contrayendo mayores volúmenes de deuda hipotecaria y consumiendo más vivienda a una edad más temprana. Una consecuencia de los menores tipos de interés es que los consumidores destinan en la actualidad una mayor porción de su renta vital al consumo de vivienda de lo que lo hicieron en el pasado.

Antes de la década de los noventa, cuando la inflación y los aumentos salariales avanzaban a tasas de dos dígitos, el peso de las cuotas hipotecarias en relación con los ingresos familiares se diluía con rapidez. Esto implicaba que, pasados los primeros años, la carga hipotecaria no suponía una limitación importante para el consumo de las familias. En la actualidad, dado el aumento de la deuda hipotecaria, en un entorno de menores tasas de inflación y plazos de amortización mucho más largos, las familias disponen de una menor capacidad de reacción ante situaciones adversas, como pudieran ser cambios bruscos de tipos de interés, que la que tenían en el pasado.

En este sentido, un potencial deslizamiento de los actuales tipos de interés hacia los niveles de equilibrio de los tipos de largo plazo, que se situarían en el rango del 5,0%-5,5% en el ámbito de la UEM, pudiera suponer un menor consumo de otro tipo de bienes en el futuro por parte de las familias que mantienen cierto nivel de deuda hipotecaria. Estas alteraciones en el consumo se pueden mitigar, en la actual situación de elevadas revalorizaciones inmobiliarias, con una utilización más intensa del colateral hipotecario en España, como ocurre en economías financieramente más sofisticadas.

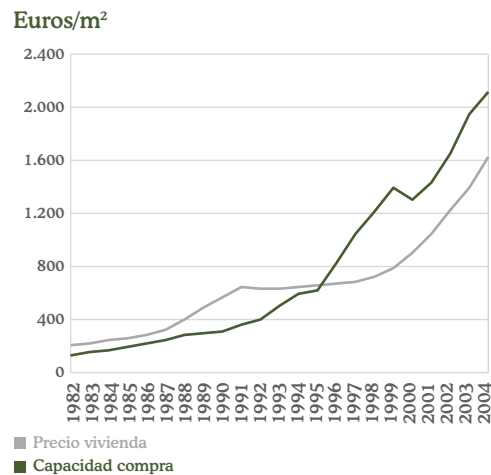
Se trata en los siguientes párrafos de presentar un modelo teórico sencillo, y analizar sus implicaciones para el consumo presente y futuro de las familias cuando se producen alzas de tipos de interés en un entorno de elevados niveles de deuda y con revalorizaciones inmobiliarias acumuladas. Se dibuja en primer lugar una evolución de las magnitudes financieras para después detallar un modelo teórico, que trata de reflejar la situación actual, en el que se introducen los riesgos y las oportunidades que la nueva situación en el mercado inmobiliario ha generado.

### Tipos de interés, plazos de amortización y deuda familiar

En los últimos 10 años, en los que la inflación se ha acomodado en el entorno del 3% de media, los tipos de interés nominales se han reducido a la tercera parte y los reales se han situado por debajo del 0,5%. Con el efecto añadido del aumento de la renta real de las familias, la capacidad de endeudamiento de los hogares se ha triplicado en España.

Gráfico 5.1.

### Precios de viviendas y capacidad de compra

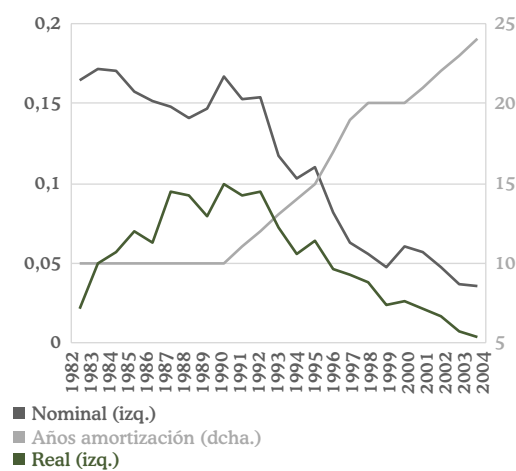


Fuente: M° de Fomento y BBVA

Gráfico 5.2.

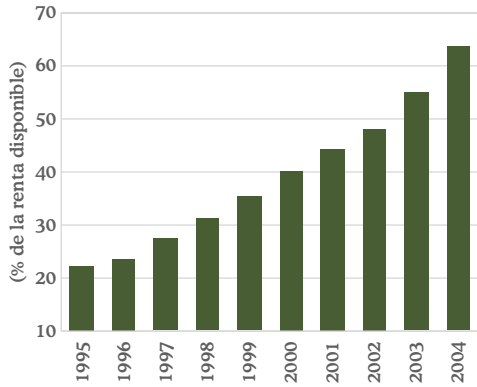
### Mercado hipotecario

#### Tipos de interés y plazos de amortización



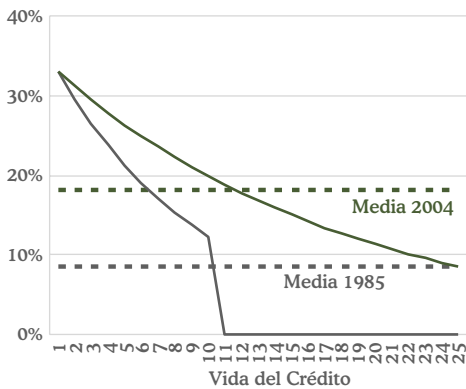
Fuente: BBVA y BE

Gráfico 5.3.  
Crédito a la adquisición de vivienda



Fuente: BE

Gráfico 5.4.  
Esfuerzo acceso vivienda  
Años 1985 y 2004. % sobre renta



■ Condiciones 1985  
■ Condiciones 2004

Fuente: BBVA

La progresiva relajación de las restricciones de crédito que se ha producido a lo largo de la década de los noventa en el ámbito europeo, especialmente en los países del sur, ha permitido ajustar de forma significativa el nivel de deuda de las familias. En el caso español, en los últimos años, la deuda de las familias en vivienda ha aumentado hasta alcanzar un volumen equivalente al 60% de la renta bruta disponible, porcentaje que se ha duplicado en los diez últimos años. Dado que el aumento de la deuda se ha apoyado básicamente en los créditos a tipos de interés variable, variaciones de los mismos afectarán a la renta disponible de los hogares con deuda hipotecaria: aumentos de tipos significan mayores cuotas hipotecarias y viceversa.

En las condiciones de financiación existentes en la década de los ochenta, con hipotecas a tipos de interés fijos del entorno del 16% y plazos de amortización de diez años, la capacidad de financiación de una familia media ascendía aproximadamente a 1,6 veces sus ingresos brutos anuales. Con inflaciones del 10% y aumentos salariales del entorno del 12% de media anual en términos nominales, el peso de los pagos hipotecarios, que el primer año no superaban una tercera parte de los ingresos brutos, se reducía hasta el 20% de los ingresos en el quinto año y hasta el 12% en el último año de vigencia del préstamo. A partir del décimo año, los pagos por la vivienda dejaban de ser una preocupación para las familias. En veinticinco años, el esfuerzo medio de comprar una vivienda suponía destinar el 9% de la renta bruta al pago de la misma; con un esfuerzo medio del 22% los primeros diez años y del 0% los restantes.

Sin embargo, en las condiciones de financiación actuales, con hipotecas en el entorno del 3,5% y plazos de amortización de 25 años, la capacidad de financiación asciende a casi 5,5 veces los ingresos brutos familiares. Ahora bien, con inflaciones oscilando entre el 2,5% y el 3,5% y aumentos salariales de casi tres puntos por encima de la inflación, el peso marginal a lo largo del tiempo de las cuotas hipotecarias en los ingresos brutos familiares es mayor que con inflaciones más altas. Así, para un préstamo cuyos pagos supondrían la tercera parte de los ingresos brutos durante el primer año del crédito, el peso se reduciría al 25% en el quinto año y al 20% en el décimo, y así hasta finalizar su impacto en el 10% de la renta en el año 25, en el que se amortizaría el crédito. En veinticinco años, el esfuerzo medio de comprar una vivienda supone destinar el 18% de la renta bruta al pago de la misma, el doble que para las generaciones pasadas.

En la actualidad, la compra de una vivienda representa, en el largo plazo, un mayor porcentaje de la renta familiar que el destinado en la década de los ochenta, cuando existían mayores restricciones a la financiación de la vivienda, los precios de las viviendas eran inferiores a los presentes y las mayores inflaciones llevaban a crecimientos nominales de los salarios muy por encima de los actuales.

Las menores inflaciones observadas, con tipos de interés reales constantes, implican un cambio en el proceso de amortización del crédito: se amortiza menos principal al principio y más al final de la vida del préstamo. En un entorno de inflación del 2,5%, si bien la amortización de los primeros años es hasta un 60% inferior a la correspondiente a un entorno de inflación del 10%, a medida que pasa el tiempo el proceso se revierte de tal forma que, transcurridos veinte años, supera en más de dos veces la amortización con mayores inflaciones, como se puede observar en el gráfico 5.5.

### Sensibilidad a tipos: el ajuste en el consumo

Para examinar cómo afectan los cambios de los tipos de interés en el consumo presente y futuro de las familias cuando existe deuda hipotecaria se representa en un gráfico el comportamiento de los agentes en un contexto temporal y dinámico<sup>1</sup>. Suponemos para simplificar que la vida de los sujetos se divide en dos periodos, presente



y futuro, y que el consumo se orienta hacia dos bienes: vivienda y resto de bienes.

### Ingreso y consumo presente y futuro, visión teórica

Denominamos como  $i$  al tipo de interés del mercado,  $m_1$  los ingresos presentes y  $m_2$  los ingresos futuros. Se puede representar el conjunto de los ingresos presentes y futuros en un gráfico como la línea ( $M$ ) que une los puntos extremos  $M_1$  y  $M_2$ . Donde  $M_1$  representa una situación en que el sujeto decide consumir todos los bienes en el presente y que es igual a la suma de las ganancias presentes,  $m_1$ , más el valor presente de todas las ganancias futuras,  $m_2/(1+i)$ . Y  $M_2$  representa una situación en la que el sujeto decide consumir todos sus bienes en el futuro y que será equivalente al total de los ingresos futuros,  $m_2$ , a los que habrá que añadir el valor futuro de los ingresos presentes,  $m_1*(1+i)$ .

En el caso de que un agente decida consumir en el presente toda su renta presente,  $c_1 = m_1$ , y en el futuro toda su renta futura,  $c_2 = m_2$ , representado en el gráfico con el punto  $X$ , las condiciones de los tipos de interés no serán relevantes en absoluto para determinar el consumo presente y futuro. Sin embargo, en una situación en la que las personas pueden elegir entre consumo presente o futuro, las condiciones de los tipos de interés serán determinantes, puesto que afectan al ahorro o al crédito de las familias, para dicha elección.

Supongamos que un hogar decide consumir menos en el presente y ahorrar para consumir más en el futuro. En este caso, representado en el gráfico anterior por el punto  $Z$ , el consumo presente  $n_1$  es inferior a la renta presente  $m_1$ , por lo que el hogar podrá consumir en el futuro una cantidad de bienes  $c_2$  superior a los ingresos futuros  $m_2$  gracias a la cantidad ahorrada en el presente y a los intereses generados por la misma  $(m_1 - n_1)*(1+i)$ . Un aumento de tipos de interés llevaría a un menor consumo en el presente y a un mayor consumo en el futuro mientras que un descenso de los tipos de interés tendría el efecto contrario.

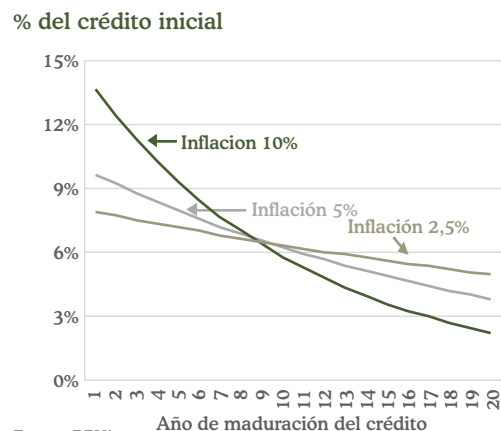
Supongamos, por el contrario, que los hogares se endeudan en el presente para adquirir una vivienda. La compra de la vivienda se financia con un crédito hipotecario que se devuelve periódicamente con parte de los ingresos presentes y futuros. En este caso, representado por el punto  $Y$ , el hogar consume una cantidad presente  $c_1$  que es equivalente a los ingresos actuales más el valor actual de la diferencia entre los ingresos futuros  $m_2$  y el consumo futuro  $n_2$  y que es igual a  $(m_2 - n_2)/(1+i)$ . En este caso, un descenso de los tipos de interés llevaría a un mayor consumo de vivienda en el presente mientras que un aumento reduciría el consumo de las mismas.

### Tipos de interés y consumo, efecto sustitución

El importante descenso de los tipos de interés de los últimos años ha llevado a que las familias destinaran una proporción mayor de sus recursos al bien vivienda sin que ello haya supuesto un descenso en el consumo del resto de bienes ni en el presente ni en el futuro. Esta situación se puede representar en nuevo gráfico, con una nueva recta presupuestaria, estimada a partir de nuevos tipos de interés  $i' < i$ . En esta nueva situación el consumo actual podría representarse, por ejemplo, por el punto  $Y'$ , caracterizado por un mayor consumo de vivienda y un consumo similar o superior de otros bienes tanto en el presente como en el futuro.

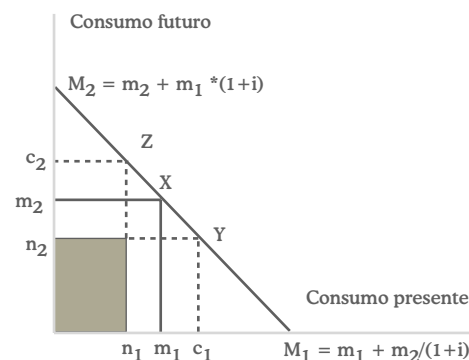
La situación representada en el gráfico anterior puede reflejar relativamente bien lo que ha sucedido en el mercado inmobiliario español: muchos han sido los hogares que han aumentado su deuda hipotecaria al albor de los descensos de tipos de interés. Los tipos de interés hipotecarios existentes en la actualidad están en la banda de los mínimos históricos por lo que es de esperar que, en el medio plazo, éstos

Gráfico 5.5. Cuotas hipotecarias e inflación



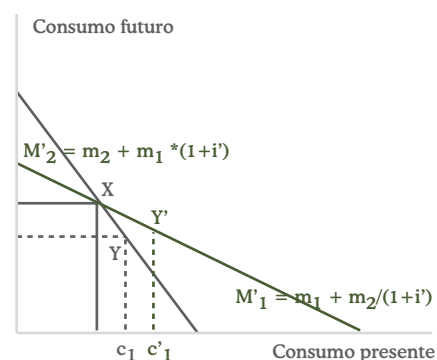
Fuente: BBVA

Gráfico 5.6.



Fuente: BBVA

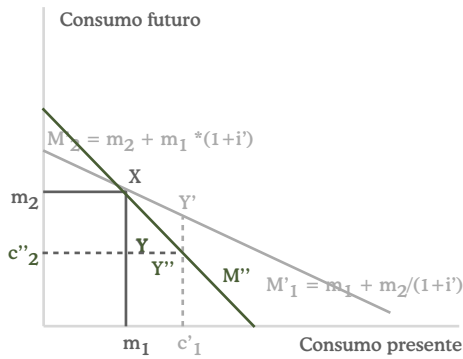
Gráfico 5.7.



Fuente: BBVA

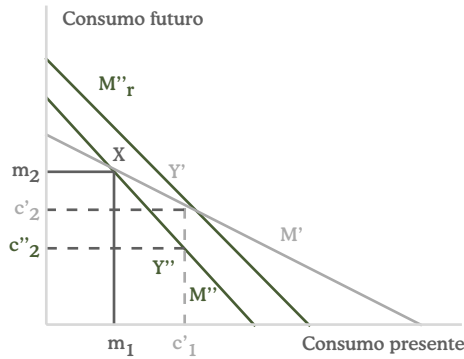
<sup>1</sup> Se parte del sencillo modelo de oferta de ahorro expuesto por Nieto, J. "Decisiones y mercados, una introducción a la economía". Ediciones Pirámide. Madrid 2001.

Gráfico 5.8.



Fuente: BBVA

Gráfico 5.9.



Fuente: BBVA

tiendan hacia tipos de interés de equilibrio, que en el entorno del Euro se pudieran situar entre el 5,0% y 5,5% en términos nominales, un par de puntos por encima de los actuales.

Con mayores tipos de interés en el futuro es de esperar que las familias consuman menos vivienda o que, manteniendo el mismo consumo de vivienda, reduzcan el consumo de otros bienes en el presente y en el futuro. Supongamos que los tipos de interés en el futuro se sitúan en  $i'' > i'$ , lo que implicará una nueva recta presupuestaria para las familias ( $M''$ ). En estas condiciones, si las familias mantienen su consumo de vivienda en  $c'_1$ , su consumo futuro de otros bienes se vería reducido a  $c''_2$ .

### Precios de la vivienda y consumo, efecto riqueza

Ahora bien, si los precios de la vivienda experimentan revalorizaciones positivas (como históricamente sucede en el largo plazo) y no existen restricciones crediticias, las familias pueden mantener niveles de consumo similares a los anteriores. Para ello, han de utilizar la mayor riqueza inmobiliaria para elevar el consumo hasta  $M''_r$ , como indica el gráfico 5.8. En dicho caso, la recta presupuestaria se puede desplazar hacia la derecha. El efecto riqueza propiciado por el aumento de los precios inmobiliarios se puede transformar en consumo mediante el canal del crédito hipotecario.

### El consumo de las familias en el largo plazo

En el caso español, en el que casi ocho propietarios de cada diez tienen la vivienda pagada y en el que una parte importante de los que aún mantienen deudas por su vivienda, el valor del colateral supera con creces el importe de las mismas, no es frecuente el uso del crédito hipotecario para fomentar el consumo de otros bienes.

En este sentido, un aumento en los tipos de interés no tiene necesariamente que suponer un menor nivel de consumo en el futuro para aquellas familias que mantengan cierto nivel de deuda hipotecaria, puesto que las revalorizaciones inmobiliarias producen un efecto riqueza susceptible de ser utilizado para mantener los niveles de consumo deseados.

Para aquellas familias que tienen su vivienda pagada, el uso de la misma como colateral para la financiación de otros bienes diferentes de la vivienda podría ser una forma de equilibrar el consumo y diversificar la inversión en el largo plazo. (Ver "Recuadro 2. Disposición de la riqueza inmobiliaria a través de garantía hipotecaria").



## Interesados dirigirse a:

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

Depósito Legal: M-3479-1994

## Servicio de Estudios Económicos:

### Director:

José Luis Escrivá

### Subdirector:

David Taguas

### Economistas Jefe:

Europa: Manuel Balmaseda

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Maite Ledo

## otras publicaciones



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

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

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