

Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Noviembre 2005



Se mantiene el dinamismo de la actividad constructora
Menos transacciones de vivienda
Los precios residenciales se ajustan ordenadamente
Un mercado inmobiliario global cada vez más financiero

Indice

Fecha de cierre: 1 de noviembre de 2005

Editorial	1
1 Contexto Económico	2
2 La actividad en la construcción	6
Recuadro 1: "El nuevo Plan de Vivienda 2005-2008"	10
3 El mercado inmobiliario	12
Recuadro 2: "La nueva metodología del precio de la vivienda"	16
Recuadro 3: "Los precios de la vivienda se ajustan ordenadamente"	18
4 Financiación inmobiliaria	19
Recuadro 4: "Hipotecario europeo: menor regulación para más integración"	22
5 Tema del Trimestre: El precio de la vivienda en las economías desarrolladas: evolución y factores relevantes	24

Han elaborado esta publicación:

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

Consejo de Redacción:

Carlos Deprit, José Luis Escrivá, Carmen Hernansanz, Rosario Martín de Cabiedes, Jesús del Pino, Ignacio San Martín

Disponible en la web:

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

Editorial

Con el PIB y el empleo de la economía española creciendo a tasas superiores al 3%, el sector de la construcción, sigue mostrando un gran dinamismo. En la primera parte del año, los indicadores de actividad del sector mostraron crecimientos más intensos que en 2004. En este sentido, los datos indican que volverán a superarse las 750.000 viviendas iniciadas este año, en el que también está repuntando la promoción de inmuebles destinados a usos no residenciales, especialmente los relacionados con el comercio.

Este elevado grado de actividad promotora y el buen nivel de la cartera de pedidos de las empresas del sector están contribuyendo a que los indicadores de confianza se sitúen en la zona más optimista, y ello a pesar de que los costes del sector están avanzando por encima de la inflación. Tanto el empleo como el consumo de cemento están en máximos históricos.

En el mercado, este aumento de la oferta de viviendas en 2005 se está produciendo en un contexto de moderación de la demanda, lo que implica menores tensiones de precios. La suave ralentización del ritmo de ventas y el menor volumen de inversión extranjera en el sector son un claro reflejo del cambio de tendencia que se está produciendo en el mercado. En términos de precios de la vivienda, su tasa de crecimiento tendencial es cinco puntos inferior a la que mostraba a finales de 2003. Esta desaceleración, que se ha producido en un plazo temporal de unos ocho trimestres, puede interpretarse como el inicio de una nueva fase del mercado caracterizada por un ajuste ordenado de precios. Cuando la evolución de los precios se analiza espacialmente de forma desagregada, se constata que esta tendencia es generalizada y que el grado de desaceleración tiende a estar directamente relacionado con el lapso temporal transcurrido desde que comenzó el episodio de fuerte expansión del mercado inmobiliario. La expectativa es que esta tendencia de "aterrizaje suave" de los precios de la vivienda continúe en el año 2006 en un contexto en el que los principales factores que han contribuido a sostener la actual fase de expansión –tipos de interés muy bajos y fuerte dinamismo del empleo– van a seguir teniendo una evolución relativamente favorable.

Los bajos tipos de interés hipotecarios están permitiendo intensificar la financiación hipotecaria, manteniendo ritmos de crecimiento superiores al resto de las líneas de crédito. En el caso español, donde las tasas de crecimiento duplican la europea, el crédito hipotecario continúa ganando protagonismo en el sistema financiero. Este intenso aumento de las hipotecas en el momento actual es consecuencia, en parte, del desfase temporal existente entre la compra y la entrega de una vivienda, especialmente cuando se adquiere sobre plano o en construcción. De este modo, el notable incremento que se observará en el número de viviendas terminadas en 2005 y 2006 hará compatible que el crecimiento del crédito hipotecario se mantenga fuerte en los próximos trimestres, en un escenario de suave moderación del mercado inmobiliario.

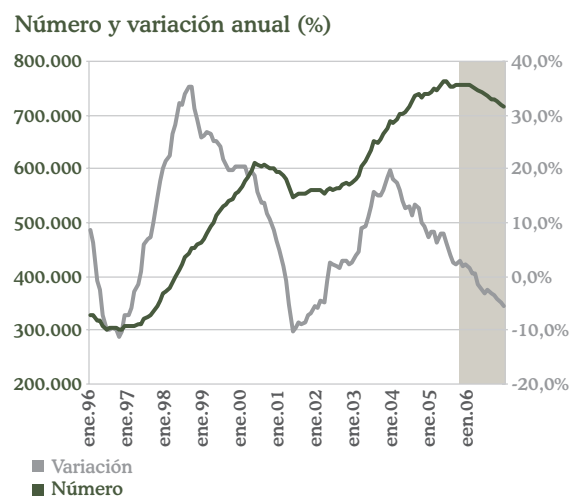
La evolución de los precios de la vivienda en las economías desarrolladas en las últimas décadas es analizada en el tema del trimestre, focalizando en los factores que han sustentado las tendencias observadas en los distintos países. En los años más recientes, el descenso de las rentabilidades de los distintos activos financieros ha llevado a que la inversión en vivienda se haya vuelto más atractiva para los agentes económicos, lo que ha impulsado la demanda y los precios en gran parte de los países desarrollados.

Precio de la vivienda libre en España



Fuente: Ministerio de la Vivienda

Viviendas visadas. Acumuladas en 12 meses



Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA

Cuadro 1.1. Previsiones de crecimiento

	2003	2004	2005	2006
OCDE	1,9	3,3	2,6	2,8
EEUU	2,7	4,2	3,6	3,2
UEM	0,7	1,8	1,3	2,0
Japón	1,4	2,7	2,0	2,5
Países no OCDE	6,3	7,2	6,3	5,9
Latinoamérica	1,7	5,9	4,4	3,5
MUNDIAL	4,0	5,1	4,2	4,1

Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2. Cuadro resumen de previsiones (promedios)

Escenario financiero			
Tipos oficiales	1/11/05	2005	2006
EE.UU.	4,00	3,25	4,70
UEM	2,00	2,00	2,30
Tipos 10 años	1/11/05	2005	2006
EE.UU.	4,6	4,3	4,9
UEM	3,4	3,4	3,8
Tipo de cambio	1/11/05	2005	2006
Dólar-euro	1,20	1,25	1,21

Fuente: BBVA

Gráfico 1.1. Precio del barril de Brent en euros



1. Contexto económico

Entorno Internacional, favorable pero con riesgos

Las perspectivas de crecimiento mundial para 2005 y 2006 siguen siendo positivas. Los aumentos de productividad ligados a la innovación tecnológica, la creciente globalización de la producción y del ahorro, favorecida por la liberalización de los mercados, el aumento de los flujos de capital, la fortaleza del sector empresarial, financiero y no financiero, y las ganancias de credibilidad de los bancos centrales, favorecen un crecimiento mundial elevado, con inflación moderada. Algo que dota, a su vez, a los bancos centrales de un mayor margen de maniobra para impulsar el crecimiento o preocuparse por la estabilidad financiera.

Así, mientras que en países de elevado grado de utilización de los recursos, como EE.UU., cabe esperar que continúe la senda de subidas gradual de tipos oficiales, en otros, como la UEM, la autoridad monetaria se lo tomará con más calma, dando lugar a un diferencial de tipos de interés que servirá de apoyo al dólar frente al euro. De esta forma, se espera que el tipo de cambio del dólar con el euro, que vuelve a ponderar principalmente los fundamentos frente a los problemas de financiación de EE.UU., cotice en el rango 1,17-1,25. En este escenario, los tipos de interés de largo plazo pueden no tener un importante recorrido al alza, habida cuenta de la creciente globalización financiera, el aumento del ahorro mundial, los bajos niveles de expectativas de inflación mundial y la reducida volatilidad de la inflación, que ha supuesto un descenso de las primas de riesgo por plazo.

Pese a las favorables perspectivas de crecimiento, los riesgos sobre el escenario mundial son a la baja. La principal preocupación es el fuerte incremento de los precios energéticos y, en concreto, de los precios del petróleo, que se ha visto parcialmente impulsado por la mayor participación de los países emergentes en el crecimiento mundial. El precio del petróleo que en 1999 se situaba en 11 dólares por barril se sitúa actualmente entorno a 60 dólares, y las dudas sobre en qué medida la oferta de petróleo va a poder cubrir el aumento de la demanda mantendrá los precios en estos niveles en lo que resta de 2005, para cerrar ligeramente por debajo de los 50\$ a finales de 2006. Hasta ahora, su impacto en la economía mundial ha sido moderado, gracias a la mayor eficiencia energética, el menor protagonismo de los mecanismos de indicación salarial y el carácter gradual de la subida de precios, que ha permitido un ajuste de las expectativas de los agentes. En realidad, junto con el choque del petróleo, se está produciendo un proceso de globalización que actúa compensando, al menos parcialmente, este choque. No obstante, debe vigilarse con atención el canal de expectativas, tanto para evitar una transmisión de las subidas de precios a inflación, como para frenar un fuerte deterioro de la confianza que pueda derivar en un ajuste brusco, especialmente en aquellas economías en las que las familias estén fuertemente endeudadas.

UEM, llega la recuperación

En la UEM las perspectivas de crecimiento para 2005 y 2006 también son positivas. Tras el bache del segundo trimestre, los últimos datos muestran una mejora de las expectativas y cierto repunte en los indicadores de producción y gasto. Las favorables perspectivas del crecimiento mundial, y el dinamismo de las transacciones comerciales y financieras, son uno de los principales factores de apo-

yo para la actividad de la UEM, en un entorno en que las empresas financieras y no financieras muestran una situación muy saneada, ganancias de eficiencia, y elevados márgenes y beneficios. Asimismo, las condiciones monetarias y financieras continúan siendo muy favorables para el crecimiento, con los tipos de interés reales y spreads de crédito en mínimos, aumento de los rendimientos bursátiles y paulatina relajación de las condiciones de crédito. A ello se suma la depreciación del tipo de cambio, que actuará de elemento de apoyo adicional a las exportaciones. En este entorno, se espera una aceleración paulatina de la actividad de la UEM, que podría registrar un crecimiento del 1,3% en 2005 y del 2,0% en 2006.

A pesar del incremento de los precios del petróleo, la inflación europea se mantendrá bajo control durante este período (2,2% en 2005 y 2,0% en 2006¹). En los últimos meses se ha producido un importante repunte hasta máximos de los últimos 4 años, pero este incremento es atribuible básicamente a la presión de los precios energéticos, sin que se detecten, por el momento, tensiones en la inflación subyacente, que se mantiene entorno a 1,5%. En un contexto de output-gap negativo y elevada globalización, cabe esperar que el pass-through sea limitado, lo que deja margen al BCE para asegurarse de la solidez de la recuperación antes de empezar a subir tipos. Así, en el escenario más probable, el banco central no empezaría a normalizar los tipos hasta la primera mitad de 2006. Los tipos a largo, en consonancia con las perspectivas de política monetaria y los factores que presionan a la baja las rentabilidades a nivel global se mantendrán en niveles relativamente bajos. El bono alemán a 10 años podría cerrar 2006 en el 4,0%, con un diferencial con EE.UU. alrededor de 100 puntos básicos.

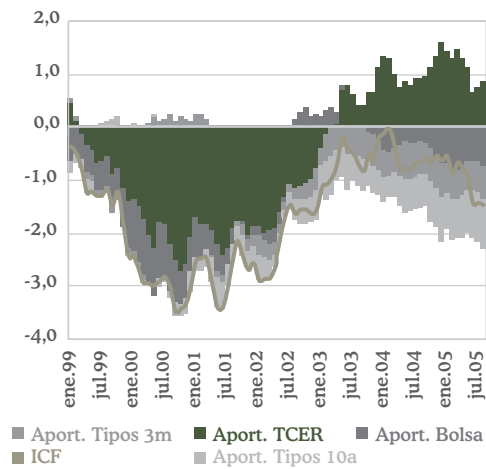
Pero al igual que en el escenario mundial, los riesgos sobre el escenario de crecimiento en la UEM son a la baja. En primer lugar, están los riesgos ya mencionados asociados a la evolución del precio del petróleo, y al impacto de un posible ajuste brusco en países como EE.UU., que daría lugar a un entorno de tipos más bajos y a un dólar algo más depreciado, en el rango 1,25-1,33. Pero, además, en el caso de Europa, existe el riesgo de que la incertidumbre política e institucional vuelva a truncar, una vez más, las expectativas de una recuperación apenas iniciada.

España, sostenido dinamismo por encima del 3% en 2005 y 2006

En un contexto exterior europeo de recuperación cíclica que no se consolidará hasta 2006 y con expectativas de inflación ancladas dada la ausencia de efectos de segunda ronda del aumento de los costes energéticos, los tipos de interés vigentes en el conjunto de la UEM mantendrán su tono expansivo para la economía española. Además, la depreciación del euro frente al dólar registrada a lo largo de 2005 y la esperada estabilidad en 2006, mantendrá el tono relajado del conjunto de condiciones monetarias en las que se desenvolverá España en los próximos trimestres. Finalmente, como elemento exógeno, se espera que el actual choque de precios de petróleo revierta a partir del primer trimestre de 2006, aunque sin que sean previsible cifras inferiores a los 50 dólares/barril de *Brent* a finales de 2006.

¹ La previsión del 2,0% no incorpora el impacto de la reforma sanitaria en Holanda, que podría reducir en 3 décimas la inflación de la UEM.

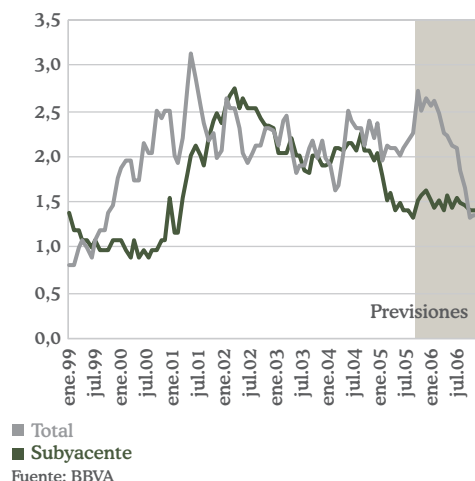
Gráfico 1.2.
UEM: Índice de Condiciones Monetarias y Financieras (ICMF) y contribuciones



Fuente: BBVA

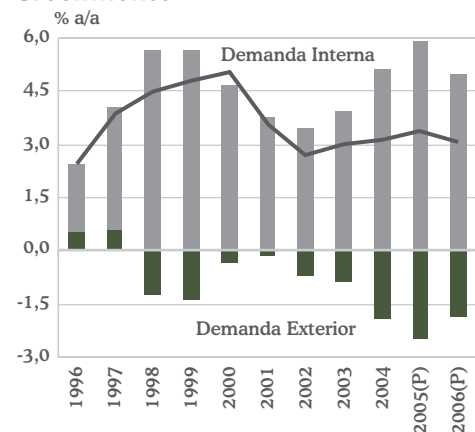
Gráfico 1.3.
UEM: IPCA

En tasa de variación interanual



Fuente: BBVA

Gráfico 1.4.
Crecimiento



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 1.5. Tipos de interés reales de corto plazo

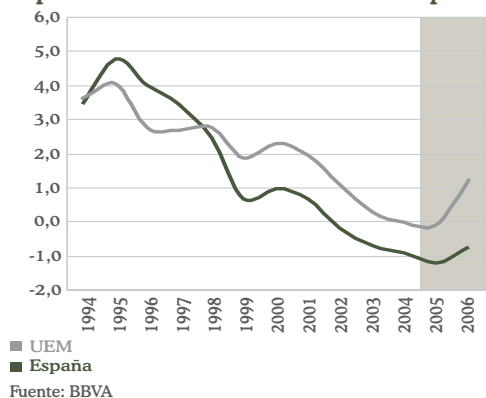


Gráfico 1.6. Peso de las importaciones de bienes en el gasto doméstico

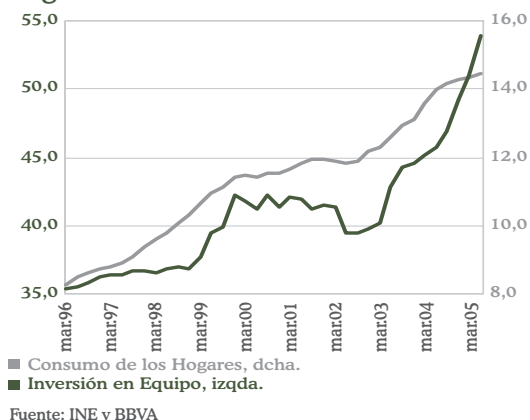
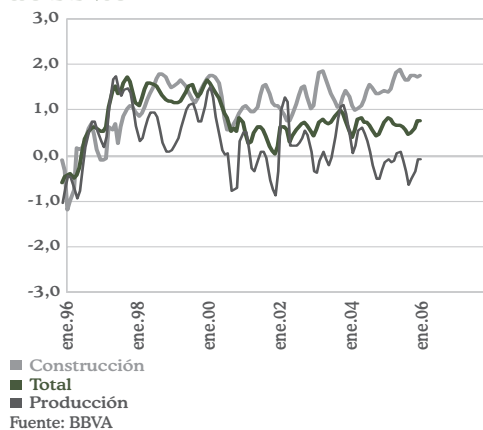


Gráfico 1.7. IA-BBVA



En este entorno de claro soporte para el gasto de empresas y familias, el crecimiento español se mantendrá en 2005 y 2006 por tercer y cuarto año consecutivo por encima de su potencial, previéndose el 3,4% y 3,1% respectivamente. El gasto de los hogares en consumo e inversión en vivienda seguirá siendo el principal soporte de la demanda interna, a la que se está sumando el mayor dinamismo de la inversión empresarial animada por la mejora de las expectativas de actividad exterior y las favorables condiciones financieras. Con todo, la expansión del gasto, especialmente en inversión en equipo, se está nutriendo cada vez más en mayor medida con importaciones que con producción doméstica. El crecimiento de las importaciones, resultado de la combinación del dinamismo de la demanda española, del deterioro acumulado por los precios relativos y de la fortaleza del euro, mantendrá el drenaje del sector exterior en cifras relativamente elevadas, cercanas al 2% en 2006 a pesar de la recuperación de las exportaciones. Finalmente, aunque las condiciones de liquidez seguirán siendo un soporte de la demanda, en 2006 se producirá la primera subida de tipos de interés de corto plazo reales ex post desde 2000.

Situación coyuntural

En lo que se refiere a la situación coyuntural de la economía española en el tercer trimestre de 2005, el IA-BBVA² ha caído respecto a niveles previos como resultado fundamentalmente del deterioro de las variables representativas de la producción industrial. Por el contrario, el grupo de variables ligadas a la construcción ha elevado de nuevo su nivel, frenando el deterioro del conjunto del IA-BBVA en el tercer trimestre de 2005. Entre los distintos indicadores coyunturales del sector de la construcción es especialmente destacable el repunte de los ligados a las expectativas de actividad empresarial, como cartera de pedidos o perspectivas de producción de vivienda y de obra pública. Esta expansión se refleja en la Contabilidad Nacional Trimestral, que muestra crecimientos interanuales cada vez más altos de la inversión en construcción desde comienzos de 2005 y que previsiblemente continuará en la segunda mitad de 2005. A más largo plazo, en un escenario en el que los tipos de interés dejan de contribuir a la mejora de los indicadores de accesibilidad a la vivienda, el sector de construcción residencial iniciará una paulatina moderación de sus ritmos de actividad ante el menor dinamismo de la demanda de los hogares. El final de la desaceleración de los precios de la vivienda ya supone una señal de menor presión de la demanda.

² Refleja el estado de la economía española mediante el análisis de la información proporcionada por distintos indicadores de actividad, gasto, expectativas, construcción y empleo.

Cuadro 1.3. Producto interior bruto

tasas a/a	3tr04	4 tr04	1 tr05	2 tr05	3 tr05	4 tr05	1 tr06	2 tr06	3 tr06	4 tr06	2003	2004	2005	2006
Consumo hogares	4,7	4,8	4,8	4,8	4,6	4,4	4,3	4,2	4,1	4,0	2,6	4,4	4,6	4,2
Consumo AA.PP.	6,7	6,4	5,5	4,6	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,8	6,0	4,8	4,5
FBCF	5,0	6,1	7,0	7,5	7,9	7,1	6,6	6,2	5,3	4,3	5,6	4,9	7,6	5,6
Equipo	1,1	8,8	10,0	10,4	9,2	8,3	7,5	7,0	6,3	5,4	2,5	3,7	9,5	6,6
Construcción	6,1	5,1	5,7	5,8	7,3	6,8	6,3	5,5	4,5	3,5	6,3	5,5	6,6	5,0
Otros Productos	6,6	5,9	7,3	8,7	8,0	6,0	6,5	7,0	6,0	5,0	7,7	4,4	7,5	6,1
Var. existencias (*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda interna (*)	5,5	5,9	6,0	6,0	5,9	5,6	5,3	5,1	4,9	4,5	3,9	5,1	5,9	5,0
Exportaciones	3,7	2,3	-1,9	1,9	2,0	1,5	2,5	2,9	3,8	3,8	3,6	3,3	1,3	3,2
Importaciones	10,4	10,2	5,6	8,0	8,0	7,8	7,6	7,7	7,6	7,7	6,0	9,3	7,3	7,7
Saldo exterior (*)	-2,4	-2,7	-2,7	-2,6	-2,3	-2,4	-2,0	-2,0	-1,8	-1,9	-0,9	-2,0	-2,5	-1,9
PIB pm	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,2	3,3	3,2	3,1	2,7	3,0	3,1	3,4	3,1

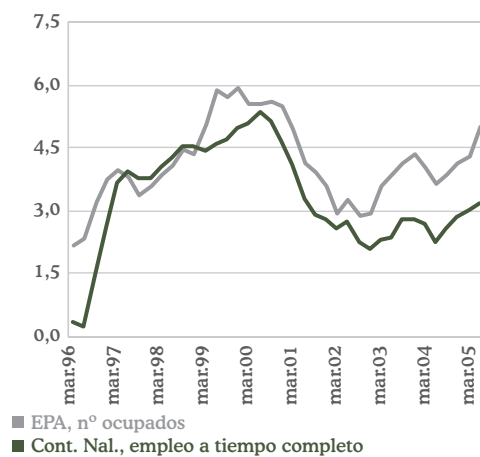
(*) contribuciones al crecimiento, 2001-2003, estimaciones BBVA
Fuente: INE y previsiones BBVA

Por su parte, el gasto en consumo de los hogares crece a un ritmo anual cercano al 5%, el mayor desde 2000, apoyado en el aumento del número de hogares, la renta disponible por hogar y su riqueza. En cuanto a los indicadores coyunturales del consumo de los hogares, se mantiene el perfil desacelerado de los de gasto en bienes, tanto en automóviles como en el conjunto de los recogidos por el Índice de Comercio Minorista. Sin embargo, el gasto en servicios, reflejado por indicadores como las pernoctaciones hoteleras o el transporte, mantiene un perfil acelerado en el periodo disponible de 2005. En los próximos trimestres se mantendrán aumentos del consumo por encima del 4% ya que continuará el crecimiento del empleo en cifras relativamente elevadas dados los sostenidos flujos de inmigración y la moderación salarial. Así, la remuneración por asalariado o los costes laborales unitarios no muestran tensiones relevantes, con continuadas variaciones desde 1999 inferiores a la inflación. Con todo, algunos indicadores como el Índice Trimestral de Costes Laborales del INE registra a mediados de 2005 una aceleración que de continuar en el futuro dificultaría el actual modelo de crecimiento de empleo y actividad en un entorno de reducidos aumentos de la productividad.

En todo caso, las reducidas presiones salariales actuales contribuyen a la moderación de las expectativas inflacionistas. Así, la inflación promedio de 2005 será del 3,3%, cayendo hasta el 2,9% por la contribución del esperado descenso de los precios del petróleo. La inflación tendencial se mantendría por debajo del 3%, reflejando el impulso desinflacionista de la globalización de la producción y distribución de manufacturas, que acentúa la dualidad de la inflación entre los sectores más y menos expuestos a la competencia. Así, mientras que la inflación del sector servicios se mantiene estabilizada entre el 3,6% y el 3,8% desde mediados de los años 90, los precios de las manufacturas industriales muestran una intensa tendencia a la baja que los ha llevado a reducir su tasa de inflación a casi una tercera parte de la de 2002.

Gráfico 1.8.

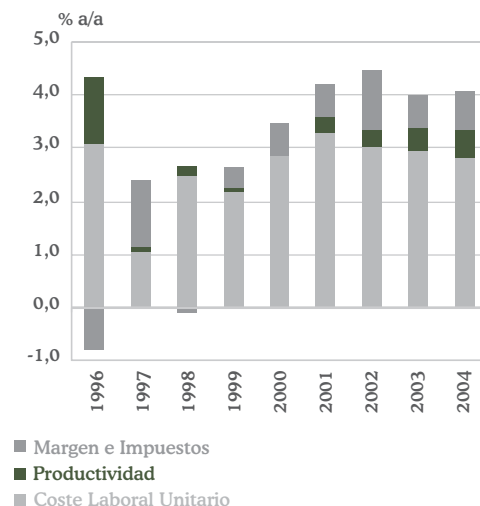
Empleo



Fuente: INE

Gráfico 1.9.

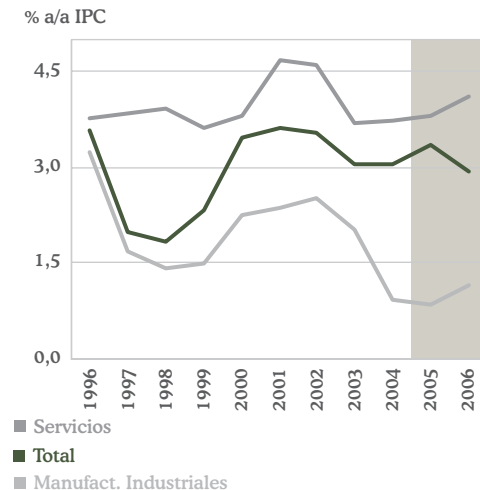
Crecimiento de los precios



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 1.10.

Inflación



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 2.1.
Europa: PIB y VAB Construcción

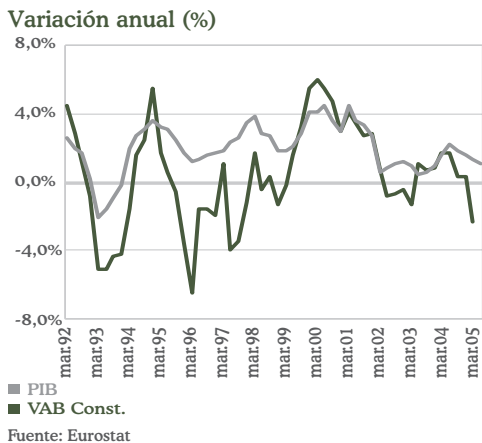


Gráfico 2.2.
Construcción. Actividad

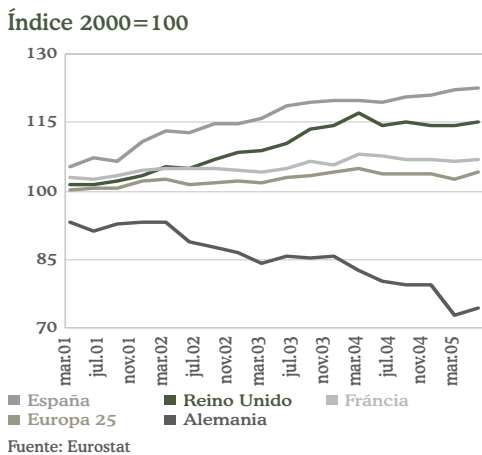


Gráfico 2.3.
Construcción en Europa: Cartera de Pedidos. Tasa de variación anual

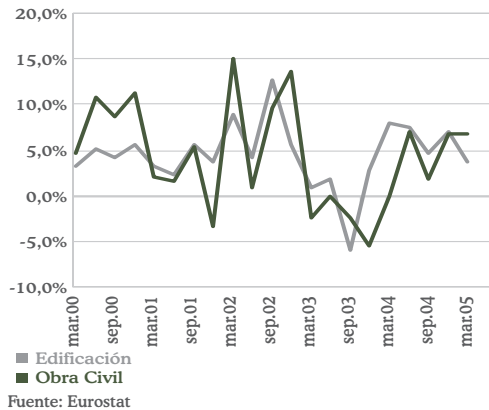
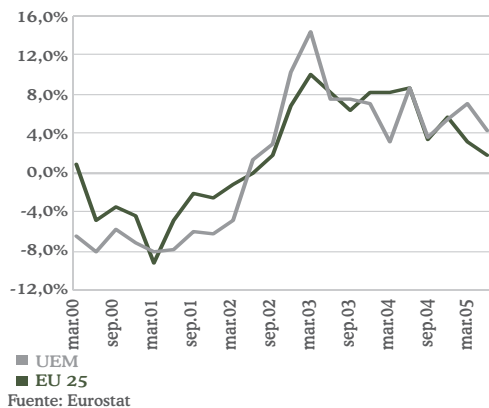


Gráfico 2.4.
Europa: Permisos de Construcción



2. La actividad en la construcción

En Europa, se intensificó el descenso de la actividad en el sector de la construcción en los primeros meses de 2005, tanto en el segmento de la obra civil como en el de la edificación. El aumento de los permisos de construcción indica que, en 2006, se producirá un incremento de la inversión residencial.

El bajo ritmo de crecimiento del conjunto de la economía europea en los últimos trimestres no ha sido un aliciente positivo para la construcción, que en la primera parte de 2005 ha mostrado un bajo nivel de actividad, tanto en el segmento de la edificación como en el de la ingeniería civil. En el primer trimestre de 2005, el valor añadido de la construcción descendió un 2,3% en tasas interanuales en términos reales.

Las previsiones apuntan a una ligera recuperación del sector a partir del segundo trimestre del año. El mayor crecimiento estimado para 2005 y la esperada recuperación de la economía europea a lo largo de 2006 tendrán un reflejo positivo en la evolución del sector, que pudiera retomar la senda creciente en la segunda parte de 2005 para iniciar una lenta recuperación en 2006.

El descenso de las inversiones en obras de ingeniería civil y la debilidad de la demanda residencial han llevado a un intenso descenso de la actividad constructora en Alemania y los países de su área de influencia desde comienzos de la década. En este sentido, los datos correspondientes a 2005 resaltan la ligera mejora de la actividad constructora en Alemania, poniendo fin a más de cuatro años de continuos descensos. Sin embargo, en otras de las principales economías de la Unión Europea se han producido ralentizaciones en la producción del sector que aplazan los indicios de recuperación; así, en Italia, Francia o Reino Unido el sector ha experimentado ligeros retrocesos a lo largo de 2005.

Si bien el nivel de actividad aún es bajo, la mejora que se ha producido en la cartera de pedidos de las empresas constructoras desde mediados de 2004 implicará un mayor nivel de actividad en el medio plazo, en la medida en la que se ejecuten las obras contratadas. Según las opiniones de los empresarios, la mejora de pedidos se ha producido desde mediados del año anterior, tanto en el segmento de la obra civil como en el residencial.

La necesidad de continuar con los ajustes en el gasto público de las principales economías de la UE, está llevando a una caída de la inversión pública en obras de ingeniería civil, especialmente en Alemania. A lo que se ha unido el descenso en la realización de obra civil en Reino Unido. La necesidad de contener el gasto público en el corto y medio plazo implica un nivel de inversión pública muy moderado, por lo que las perspectivas de este segmento en las principales economías de la Unión son de estancamiento en los próximos trimestres.

Sin embargo, el suave impulso que se ha producido en la demanda residencial, estimulada por los bajos tipos de interés reales, está llevando a un aumento de los proyectos de construcción residencial, que desde el tercer trimestre de 2004 presentan tasas de crecimiento positivas, especialmente en Francia, España y algunos de los países centro europeos.

En España, a lo largo de 2005, la construcción está retomando la senda alcista, creciendo a ritmos superiores al 6% en tasas interanuales. Las previsiones indican un crecimiento medio del 6,6% en 2005 y cierta moderación a lo largo de 2006.

En los dos primeros trimestres de 2005, la actividad en el sector de la construcción volvió a presentar tasas crecientes y las previsiones indican que la tendencia continuará durante la segunda parte del año, hasta alcanzar un ritmo de crecimiento anual del 6,6%. En 2006 se espera un crecimiento medio del 5,0%, un par de puntos por encima del conjunto de la economía. Este menor crecimiento del conjunto del sector el año próximo será consecuencia de la moderación en el ritmo de iniciación de viviendas y del menor crecimiento esperado en la ejecución de obras de ingeniería civil.

En los primeros meses de 2005, los indicadores de actividad del sector mostraron un mayor ritmo de crecimiento, constatando el renovado dinamismo de la construcción a lo largo del presente año. El nuevo auge observado en el segmento residencial llevará a un aumento de la producción del 6,4% en el presente ejercicio mientras que el resto del sector crecerá a un ritmo medio del 6,8%.

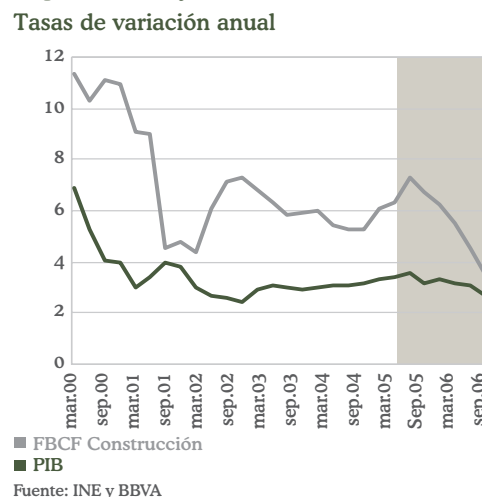
Este buen momento del sector se está reflejando con claridad en los indicadores de confianza, que se encuentran de nuevo en la zona donde las opiniones son más optimistas. Esta mejora de la opinión de los agentes se ha fundamentado en el buen nivel de la cartera de pedidos de las empresas del sector, que aseguran un nivel de actividad más elevado en los próximos trimestres.

Apoyando esta tendencia, los datos del primer semestre de 2005 tanto del empleo en la construcción como del consumo aparente de cemento muestran tasas de crecimiento más elevadas que las de 2004, reflejando el mayor dinamismo constructor. Tanto el nivel de ocupación del sector, superando los 2,3 millones de empleos, como el volumen de cemento consumido, que se sitúa en el entorno de los 4,6 millones de toneladas por mes, están en máximos históricos. La evolución del segundo trimestre del año mostró un intenso repunte, tanto del consumo de materiales propios como en el empleo, y las previsiones indican que continuará la tendencia de aceleración de los mismos a lo largo de 2005.

Hasta finales de 2004, los costes de la construcción se mantuvieron, en general, muy contenidos, con crecimientos inferiores a la inflación desde comienzos de la presente década. Sin embargo, el nuevo empuje del sector ha llevado a un fuerte crecimiento de los precios de los materiales de la construcción, lo que ha llevado a un aumento de los costes totales del sector por encima de la inflación. En 2005, los aumentos de costes están siendo más elevados en el segmento de la ingeniería civil, que es más intensivo en el uso de materiales, mientras que en la edificación han evolucionado de forma más contenida, puesto que es un segmento más intensivo en mano de obra y el coste de la misma está aumentando a tasas inferiores al 3%. Mientras que a principios de década su peso era del 11,1%, en la actualidad, el 12,4% de los trabajadores ocupados lo están en el segmento de la construcción.

Aumentan las partidas destinadas a regadíos y abastecimientos de agua en un entorno de menor obra pública ofertada. Se ha reducido el gasto de las administraciones públicas en obras de infraestructura de comunicaciones.

Gráfico 2.5.
España: PIB y Construcción



Cuadro 2.1. Construcción
Tasas de variación anual

	2003	2004	2005	2006
FBCFe	6,2	5,5	6,6	5,0
Residencial	9,5	6,0	6,4	4,5
Resto construcción	3,5	5,1	6,8	5,4

Fuente: INE y BBVA

Gráfico 2.6.
Construcción: Confianza



Gráfico 2.7.
Construcción: Indicadores

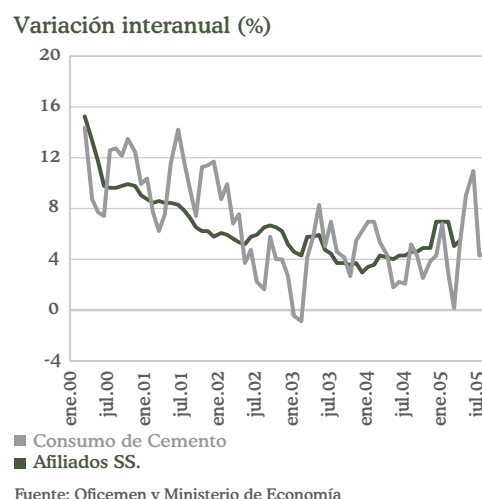
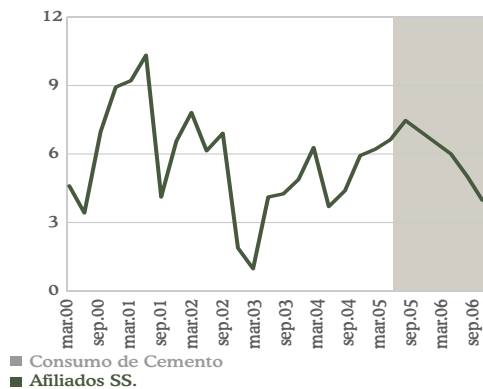


Gráfico 2.8.
Construcción no residencial. Volumen de producción
Tasas de variación anual



Fuente: INE y BBVA

Cuadro 2.2. Licitación Oficial. Ingeniería civil
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	16.341	9.612	835	1.895	3.998
2002	19.611	13.472	459	2.014	3.665
2003	16.706	9.666	1.086	2.516	3.439
2004	20.769	12.910	2.164	2.241	3.454
2005*	13.175	8.474	730	1.928	2.043

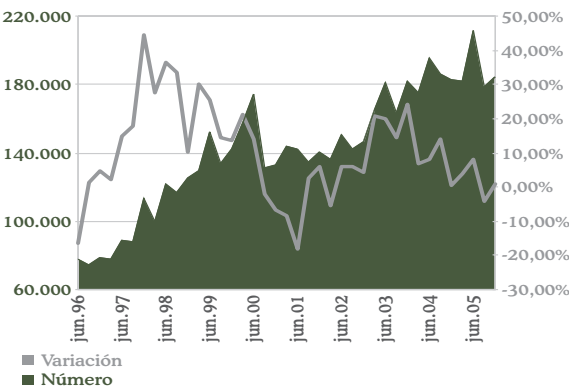
* Datos hasta julio
Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 2.9.
CC.AA. y Ayuntamientos: Obra Civil Licitada



Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA

Gráfico 2.10.
Viviendas visadas. Datos trimestrales.
Número y variación anual (%)



Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA

En el primer semestre de 2005, la inversión en obra civil fue inferior, en términos reales, a la del semestre anterior y similar a la del primer semestre de 2004, según se desprende de los datos de la Encuesta Coyuntural de la Construcción. Tras el descenso de ejecución de obra de los últimos trimestres de 2004, en tasas interanuales, en los dos primeros trimestres de 2005, la inversión en ingeniería civil retomó la senda creciente y todo indica que terminará el año en tasas positivas.

En los siete primeros meses de 2005, los contratos de obra civil ofertados por la totalidad de las administraciones públicas y los organismos autónomos alcanzaron un volumen de 13.175 millones de euros, lo que supuso un descenso del 6,2% respecto del volumen licitado en los mismos meses de 2004. La importante caída de la inversión en carreteras y en vías urbanas y el descenso de la obra en puertos y aeropuertos explican el menor esfuerzo inversor directo de las administraciones. Como consecuencia de la escasez de lluvias, las partidas destinadas a regadíos y abastecimiento de agua aumentó un 142%, hasta alcanzar un volumen de 1,9 billones de euros. Esta partida representó el 14,6% del total licitado, casi cinco puntos por encima de su peso en 2002.

La necesidad de completar las inversiones cubiertas por los Fondos Europeos en el terreno de la obra civil asegura que se mantendrá un buen nivel de oferta de obra pública, cuyo desarrollo se verá afectado, entre otros factores, por la evolución de las cuentas públicas así como por las elecciones municipales en el medio plazo. En este sentido, en 2005, se ha producido un aumento de la oferta por parte de la administración local. Así, el volumen de obra licitado por comunidades autónomas y ayuntamientos en su conjunto ha sido creciente en la primera parte del año, acaparando 2 de cada 3 euros ofertados. Por el contrario, el volumen de obra licitado directamente por la Administración Central ha descendido un 25% mientras que el ofertado por los Organismos Autónomos del Estado ha aumentado un 51,6%.

La iniciación de viviendas hasta julio ha alcanzado un máximo histórico y todo indica que se iniciarán 750.000 viviendas en 2005. Periodos de venta de las promociones más dilatados pudieran ralentizar la iniciación de nuevos proyectos.

Desde mediados de 2002, la promoción inmobiliaria ha retomado un nuevo dinamismo constructor que está llevando a que en 2005 se estén iniciando en España un total de 750.000 viviendas. Este elevado volumen de producción de viviendas está orientado a cubrir tanto la demanda derivada de los factores demográficos, formación de nuevo hogares e inmigración, como la de segunda residencia, lo que pone de manifiesto el importante papel que España está desempeñando como destino de una demanda que supera con creces el ámbito nacional. En este sentido, la producción de nuevas viviendas continúa concentrándose en las provincias de mayor demanda turística.

En los siete primeros meses de 2005, los visados de los colegios de aparejadores cuantificaron en 472.000 el número de viviendas a iniciar, lo que supuso un aumento del 3,0% en tasas interanuales. El empuje del segmento se ha producido principalmente en las grandes ciudades, donde el ritmo de iniciación de viviendas aumentó el 5,9%, y en las zonas más turísticas, donde los nuevos proyectos contemplaban un aumento del 4,7% en el número de viviendas a construir. En el conjunto del año se superarán las 750.000 viviendas iniciadas de las que más del 55% lo serán en las provincias costeras más turísticas y el 7% en las grandes ciudades.

En los tres primeros trimestres de 2005, los ritmos de venta han continuado moderándose en algunos mercados, lo que pudiera llevar a una caída del ritmo de producción en 2006 del entorno del 5% en el número de viviendas a iniciar si continúa la tendencia de desaceleración que se inició a principios de 2004, tras haber alcanzado ritmos de crecimiento del 20% en tasas interanuales.

En cuanto a los certificados de fin de obra, en 2005 se superarán las 520.000 viviendas terminadas, lo que supondrá un incremento del 5% en relación con la obra terminada en 2004. La práctica totalidad de estas viviendas han sido promovidas por el sector privado, mientras que el peso de la promoción pública se ha reducido al 1,5% del total de viviendas terminadas.

En este sentido, en 2005, el desarrollo del plan de viviendas está llevando a que de enero a julio se hayan aprobado 176.000 actuaciones en materia de vivienda. De este total, casi 82.500 correspondieron a vivienda protegida, tanto para la venta como para el alquiler, y más de 54.000 a rehabilitaciones.

Repunta la promoción de edificios destinados a usos no residenciales, especialmente los relacionados con el comercio. En 2005 se superarán los 23 millones de metros cuadrados a construir.

En relación con la promoción no residencial, a lo largo de 2005 se iniciarán la construcción de más de 23,0 millones de metros cuadrados de superficie no residencial, lo que supondrá un aumento interanual del 13,5% de la superficie a construir en este segmento. El desarrollo de la promoción de superficies comerciales mantuvo una dinámica creciente a lo largo de 2005, lo que supone la inflexión de la tendencia iniciada en 2004; además, se ha producido un creciente número de visados para oficinas así como para otros usos. Ambos efectos ha llevado a un mayor número de metros cuadrados a construir en este segmento.

Hasta julio de 2005, se visaron un total de 13,8 millones de metros cuadrados de superficie no residencial, lo que ha supuesto un avance del 13% respecto de los datos de 2004. La buena marcha del consumo privado a lo largo de 2005, junto con una política de aperturas de superficies comerciales más agresiva por parte de las empresas del sector están afectando positivamente al ritmo de promoción de las superficies comerciales. El descenso del grado de desocupación de la oferta de oficinas ha estimulado la promoción de nuevos proyectos, lo que ha llevado a un incremento en los visados de superficies de oficinas en Madrid y Barcelona a lo largo de 2005.

Cuadro 2.3. Viviendas iniciadas España

	Total España n°	Grandes Ciudades n°	Ciudades/ Total (%)	Costa Turística n°	Costa/ Total (%)
2000	594.820	58.060	9,8%	333.231	56,0%
2001	561.186	59.958	10,7%	312.857	55,7%
2002	575.546	62.748	10,9%	310.517	54,0%
2003	690.207	64.814	9,4%	377.832	54,7%
2004	739.658	50.461	6,8%	399.012	53,9%
2005 (*)	754.000	52.500	7,0%	417.000	55,3%
2006 (*)	715.000	50.000	7,0%	400.000	55,9%

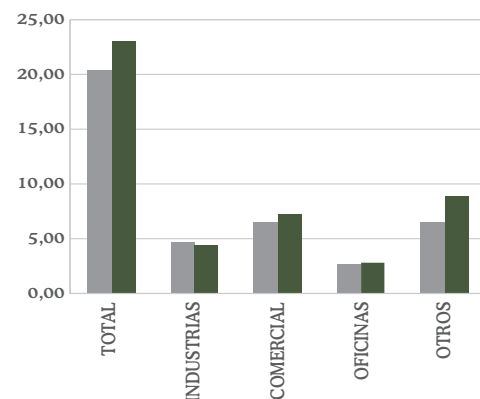
(*) Los datos del conjunto de 2005 y 2006 son estimaciones con datos a julio 2005
 Fuente: Colegio de aparejadores y BBVA
 Costa: Mediterraneo, Canarias, Cadiz, Huelva
 Grandes Ciudades: Madrid, Barcelona, Valencia, Sevilla, Zaragoza y Malaga

Gráfico 2.11. Viviendas visadas. Acumuladas en 12 meses



Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA

Gráfico 2.12. Superficie no residencial. Millones de m² a construir



Fuente: INE y BBVA

El nuevo Plan de Vivienda 2005-2008

El Real Decreto 801/2005, de 1 julio (BOE del 13) aprueba el Plan Estatal 2005-2008, para favorecer el acceso de los ciudadanos a la vivienda. Para financiar sus programas anuales, el Consejo de Ministros aprobó en su reunión del 29 de Julio una cifra máxima de 33.473.113.109 euros, que se distribuirán por el titular del Ministerio de la Vivienda en programas anuales y a su vez, cada uno de estos, entre las 15 Comunidades Autónomas y Ciudades de Ceuta y Melilla que participan en el Plan.

Como es habitual en los planes de vivienda, la financiación de las actuaciones protegidas en el ámbito del nuevo Plan se realizará a través de la entidades financieras colaboradoras que sean seleccionadas por el Ministerio de la Vivienda y suscriban los correspondientes convenios. Aunque al redactar esta Nota aún no ha sido publicada la Orden del Ministerio por la que se regula la selección de las entidades de crédito y otros aspectos relacionados con los convenios, del borrador de la misma que ha sido remitido por el Ministerio se comprueba una de las principales novedades: para participar en el nuevo Plan 2005-2008 no es necesario presentar al Ministerio "ofertas competitivas", por lo que no habrá lugar al proceso que comúnmente se ha denominado "subasta" de las ofertas, es decir, que no se exige un compromiso de financiar por una cantidad mínima preestablecida en el Convenio. Ahora, basta con que la entidad de crédito manifieste su intención de participar en la financiación cualificada y suscriba con el Ministerio el Convenio para que participe en la iniciación sin existir cupo alguno para cada entidad que limite su participación, salvo los límites que resulten de la distribución por Comunidad es Autónomas, que son de aplicación, lógicamente, a todas las entidades.

Pueden acogerse a la financiación cualificada los adquirentes que tengan unos ingresos anuales de hasta un máximo de 6.5 veces el IPREM (indicador público de rentas de efectos múltiples), lo que equivale a 42.748, 1 euro/año para el caso de adquisición de viviendas protegidas de precio concertado. La venta y adjudicación de las viviendas acogidas a este Real Decreto han de efectuarse a demandantes inscritos en los registros públicos creados al efecto. Además, se establece que las Comunidades Autónomas pueden constituir sobre las viviendas calificadas para venta derechos de tanteo y retracto a su favor (al de organismos públicos que designen).

Los plazos de amortización, siguiendo con la tendencia observada en la financiación libre en los últimos años, se amplían respecto a los plazos de planes anteriores, estableciéndose, con carácter general, en 25 años (cinco más que en el plan anterior).

Se endurece en cambio, la duración del régimen de vivienda protegida, ya que las viviendas sujetas a regímenes de

protección pública que se acojan a las medidas de financiación establecidas en el Real Decreto 801/2005 no tendrán la posibilidad de descalificación voluntaria, extendiéndose su régimen de protección a toda la vida útil de la vivienda, considerando como tal un período de 30 años, contado desde su calificación definitiva, si bien las Comunidades Autónomas podrán establecer un plazo superior. Esto tiene su importancia respecto a una futura transmisión de la vivienda, pues al no poder obtenerse la descalificación, la vivienda habrá de venderse por un precio máximo legal y no por un precio de mercado.

La regulación de las prohibiciones y limitaciones de disponer se mantiene similar a la contenida en anteriores planes (se prohíbe transmitir las viviendas «inter vivos», así como ceder su uso, durante el plazo mínimo de diez años), si bien las excepciones a esta prohibición se amplían y describen con más precisión: además del supuesto de ejecución judicial del préstamo y cambio de localidad de residencia, se prevén excepciones para las familias numerosas, para personas mayores de 65 años, que deseen trasladar su domicilio habitual y permanente; para las personas con discapacidad, para las víctimas de la violencia de género o del terrorismo que deseen trasladarse a otro alojamiento más adecuado a sus necesidades específicas, y para aquellas personas que por sus circunstancias personales justificadas necesiten trasladar su domicilio habitual y permanente a otra vivienda de menores dimensiones.

Igualmente, encontramos novedades en el apartado de ayudas a colectivos con dificultades específicas. Así, las personas con discapacidad y mayores de 65 años puede recibir hasta 3.100 euros para la mejora de las condiciones de accesibilidad, las víctimas de la violencia de género y del terrorismo pueden obtener ayudas directas para el pago del alquiler de hasta 2.880 euros al año; y las familias numerosas pueden acceder a una ayuda de hasta 600 euro/año (de media) para pago de la cuota del préstamo (durante 5 ó 10 años, según su renta).

Una importante novedad del nuevo Plan es que no contempla como actuación protegida la financiación - vía préstamo convenido con entidad financiera - la urbanización (y adquisición de suelo) para su inmediata edificación. Para éste supuesto, las ayudas se concretan en subvenciones por cada vivienda protegida a construir: 1.300 € por vivienda, con carácter general, más una subvención adicional de 500 € por vivienda de superficie máxima de 70m².

Por último, el Plan contempla un programa de vivienda para jóvenes, con ayudas específicas tanto para compra como para alquiler, en el que la superficie útil de las viviendas se sitúa entre 30 y 45 m², (incluyendo, en su caso, la superficie destinada a servicios comunes).

Plan 2005-2008	Plan 2002-2005
La unidad de medida para determinar los ingresos y las ayudas es el IPREM (indicador público de rentas de efectos múltiples) en cuantía anual: 6.577,20 euros/año	El R. D. 1721/2004, que modificó el Plan 2001-2004, ya estableció el IPREM como sustituto del SMI.
Las CCAA ponderarán los ingresos aplicando un coeficiente "Ámbitos territoriales de precio máximo superior": uno o varios municipios, incluso zonas intraurbanas.	"Municipios singulares"
Tres clases de viviendas de nueva construcción: - régimen especial, - de precio general - de precio concertado	- Régimen especial - Régimen general
Viviendas para arrendamiento: - de Renta Básica - de Renta Concertada	No se distinguían tipos de viviendas.
Viviendas financiadas: no descalificación voluntaria en 30 años. (C-A- pueden ampliar)	no descalificación voluntaria en 15 años
Prohibición de disponer: se amplían las causas de excepción a mayores de 65 años, discapacitados, víctimas de violencia de género o terrorismo; necesidad de vivienda de menor dimensión.	No se establecen expresamente estos supuestos.
Venta y adjudicación: A demandantes inscritos en registros público	No existe esta restricción.
Viviendas para venta: Posibilidad de establecer derechos de tanteo/retracto a favor C.A.	No previsto
Tipo de interés préstamos: 91,75 % media valor de TRES últimos índices Conjunto de entidades	91,75 % media valor de DOS últimos índices Conjunto de entidades
Carencia en promotor: 3 años, ampliable uno más.	3 años, sin posibilidad de ampliación.
Amortización para adquirentes 25 años (ampliable hasta dos más por desempleo en primer acceso)	20 años (ampliable hasta dos más por desempleo en primer acceso). No se establecía nada al respecto.
Reembolsos: Si AEDE, no cabe los 5 primeros años. Parcial: mínimo 1.500 €	Parcial: mínimo 1. 000 €
Promoción arrendamiento: Si el préstamo es a 10 años, las viviendas siguen siendo protegidas (salvo las de renta concertada por 30 años Si es a 25 años, transcurridos 10 años puede ofrecer el 50% en venta a quines tengan requisitos para comprar vivienda usada protegida	Fin del régimen de protección a los 10 años. Si es a 25 años, transcurridos 10 años puede ofrecer el 50 % en venta a inquilinos de al menos 5 años.
Urbanización (y adquisición) de suelo: No hay financiación vía préstamo, Sólo subvenciones por cada vivienda protegida a construir	Posibilidad de préstamo cualificado, subsidiación y subvenciones.
Vivienda para jóvenes Viviendas para alquiler con superficie útil entre 30 y 45 m2 incluyendo servicios comunes	Superficie mínima 40 m2 incluyendo servicios comunes

Fuente: BBVA

Gráfico 3.1.
Precio de la vivienda y tipo de interés hipotecario en EE.UU. (deflactado por el IPC)

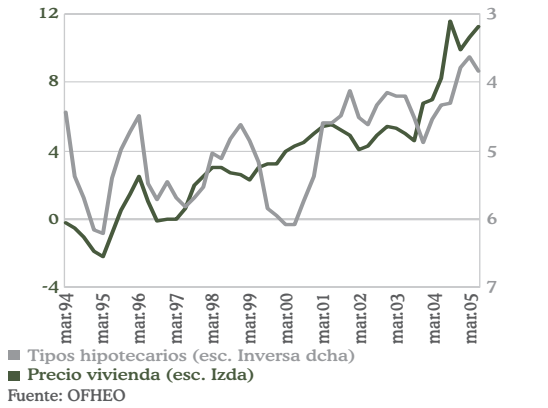


Gráfico 3.2.
EE.UU.: Precios de la vivienda y mediana de meses para la venta

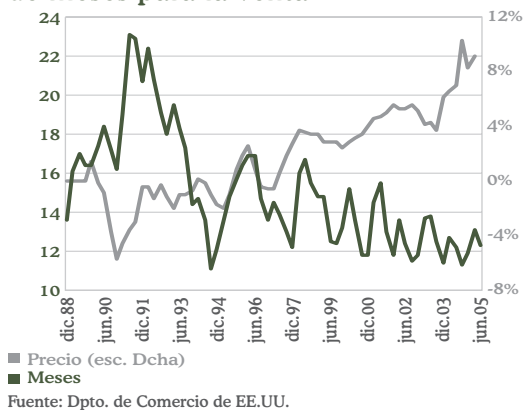
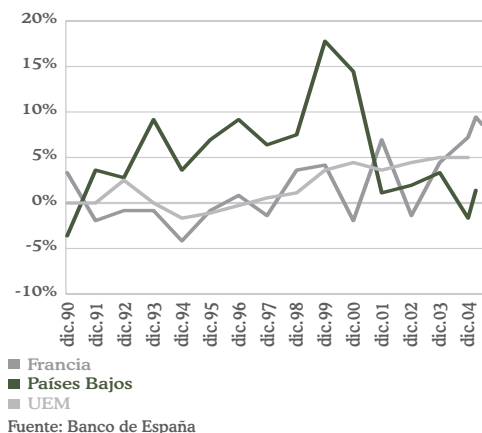


Gráfico 3.3.
Crecimiento de los precios de la vivienda en el Reino Unido



Gráfico 3.4.
Crecimiento de los precios de la vivienda en términos reales en la UEM



3. El mercado inmobiliario

En 2005, la evolución del mercado inmobiliario a nivel global es un reflejo de los diferentes tonos de política monetaria a excepción de Estados Unidos

El precio de la vivienda continuó registrando un notable avance durante el primer semestre de 2005, en las principales áreas económicas. No obstante, se apreciaron comportamientos muy diferenciados en las tendencias. Así, mientras que en los EE.UU. y los países mediterráneos el mercado continuó muy dinámico, países como Reino Unido y más claramente Australia registraron importantes desaceleraciones en los precios residenciales.

El endurecimiento de la política monetaria en Reino Unido y Australia ha provocado una importante desaceleración de los precios inmobiliarios, que mientras que en el primero ha supuesto una reducción de la tasa de crecimiento de 10 puntos porcentuales hasta el 3% en agosto de este año, en el caso australiano han llegado incluso a observarse ciertas caídas. No obstante, en ambos casos, el impacto sobre la economía y sobre el sistema financiero está siendo muy limitado.

Por el contrario, en Estados Unidos, a pesar de las continuas subidas de los tipos de interés oficiales, que acumulan ya 2,5 puntos sobre el nivel de mediados de 2004, el mercado ha continuado muy fuerte registrando durante el segundo trimestre revalorizaciones del 13,4% respecto al año anterior. Además de la positiva coyuntura económica, el bajo nivel de los tipos de interés hipotecarios y los cambios en las condiciones de los préstamos, con fórmulas como los préstamos "sólo interés" están incentivando a que los hogares continúen invirtiendo en el mercado residencial de manera creciente.

Así, la demanda de vivienda continua siendo intensa en Estados Unidos, como lo confirman los buenos ritmos de ventas de inmuebles. El tiempo que tarda en venderse una promoción nueva desde que está terminada se mantiene alrededor de los 12 meses.

En la Europa continental, donde los aumentos de tipos de interés se han postergado a la segunda mitad de 2006, la demanda residencial continuó muy dinámica en la primera mitad de 2005, 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 persistieron las significativas diferencias regionales.

En Alemania y los países de su entorno económico, la demanda residencial continuó con un tono débil, retraída por el escaso dinamismo de sus mercados laborales y por la incertidumbre que genera la recuperación económica que tarda en llegar. Por el contrario, los países mediterráneos la demanda inmobiliaria continuó siendo intensa, impulsando los precios al alza, con crecimientos de dos dígitos en la mayoría de los casos.

Durante 2006, la recuperación económica de la UEM y el probable cambio de tendencia de los tipos de interés podrían tener efectos contrarios a la situación actual, es decir, es de esperar que el mercado residencial de los países germanos comience a recuperarse a medida que mejore la situación económica, mientras que los países mediterráneos acusarán la subida de los tipos de interés, pasando a registrar crecimientos de precios más moderados.

En España se confirma el proceso ordenado de enfriamiento del mercado, que debería continuar en los próximos trimestres

Aunque de manera suave, el mercado empieza a dar señales de moderación. El aumento de oferta tanto de vivienda nueva como de segunda mano y una relativa moderación de la demanda están llevando a que se alargue el plazo de ventas de la promociones inmobiliarias y descienden las tensiones en los precios. Así, durante el tercer trimestre de 2005 los precios de las viviendas continuaron desacelerándose hasta crecer un 13,4% en tasas interanuales, según los nuevos datos del Ministerio de la Vivienda.

A pesar de mostrar una desaceleración de tres puntos y medio porcentuales respecto al cierre de 2004, al analizar la evolución desestacionalizada de la serie se observa que los crecimientos inter trimestrales se han mantenido en el entorno al 3%, acumulando un 10% en los nueve primeros meses del año.

Esta desaceleración de los precios de la vivienda viene motivada por una moderación de la demanda, como muestra la evolución del número de tasaciones, que ha registrado una caída del 4% en los nueve primeros meses de este año respecto a 2004.

Como soporte de la demanda, ha actuado el alejamiento de las expectativas de subida de los tipos de interés oficiales en la zona euro hasta finales del año que viene. Esto, mantiene las condiciones financieras muy holgadas, lo que continúa estimulando el consumo de bienes de larga duración por parte de los hogares.

Parte de la moderación de la demanda estaría explicada por la compra de no residentes. Así, a lo largo de 2005 ha continuado produciéndose una importante desaceleración de la entrada de inversiones extranjeras en inmuebles. La suma anual de entradas era a julio de 2005 un 16% inferior a la del mismo periodo del año anterior. De este modo, el volumen de entradas era similar al alcanzado a finales de 2002. Esto, afecta principalmente al mercado de segunda residencia, especialmente en aquellas comunidades más orientadas al turismo europeo. No obstante, la compra de vivienda por parte de no residentes continúa representando una parte muy importante de la demanda de inmuebles.

Otro de los factores que apuntaría a una menor presión de la demanda de vivienda es la evolución de las rentabilidades de inversiones alternativas. Así, durante el segundo trimestre del año, la rentabilidad de la bolsa española superó a la de la vivienda en cuatro puntos porcentuales. De confirmarse esta tendencia en los próximos trimestres se reducirían parte de los incentivos a destinar fondos hacia el mercado residencial.

Además, la moderación de los precios empieza a ser generalizada, así mientras que en el trimestre anterior se observaba una dinámica de crecimiento de precio mixta, con la mitad de las CC.AA. presentando una aceleración del crecimiento y la otra mitad una desaceleración, durante el tercer trimestre del año tan sólo dos CC.AA. (La Rioja y Asturias) y Ceuta y Melilla han acelerado el ritmo de crecimiento.

En las comunidades insulares y casi todas las provincias de la costa mediterránea, los precios avanzaron a tasas similares o superiores a la media nacional, destacando la Comunidad Valenciana con avances entorno al 16% desde principios de año. Sin embargo, es en la Comunidad Murciana y en Málaga donde los precios se han moderado más: en la primera avanzaban al 26% hace un año y ahora lo hacen a un ritmo del 13% de incremento anual. Mientras que en el caso de Málaga, los precios han pasado de registrar crecimientos superiores al 30% a estabilizarse en tan sólo un año.

Gráfico 3.5.
Precio de la vivienda libre en España



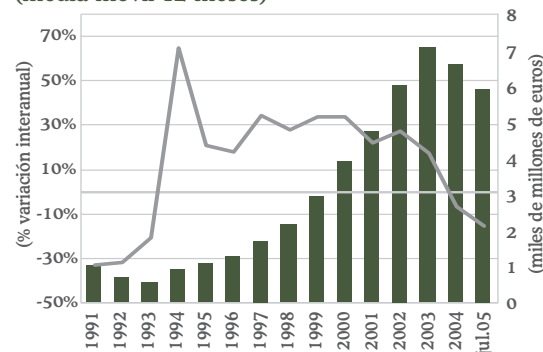
Fuente: Ministerio de la Vivienda

Gráfico 3.6.
Crecimiento intertrimestral desestacionalizado del precio de la vivienda libre



Fuente: BBVA en base a Ministerio de la Vivienda

Gráfico 3.7.
Inversión extranjera en inmuebles (media móvil 12 meses)



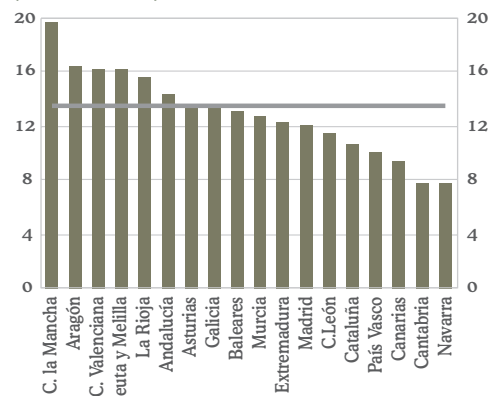
Fuente: Banco de España

Gráfico 3.8.
Rentabilidad anual



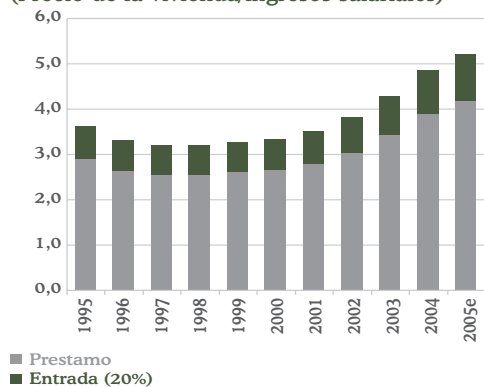
Fuente: Banco de España

Gráfico 3.9.
Crecimiento del precio de la vivienda libre
(3er trimestre)



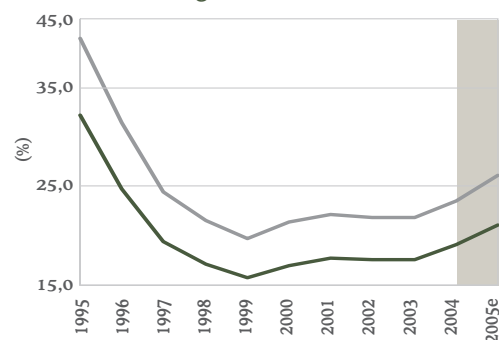
Fuente: Ministerio de la Vivienda

Gráfico 3.10.
Accesibilidad a la vivienda
(Precio de la vivienda/ingresos salariales)



Fuente: BBVA

Gráfico 3.11.
Accesibilidad a la vivienda en España
Esfuerzo sobre Ingresos Ponderados



Fuente: BBVA

Desde finales de 2004, en las Comunidades Autónomas de Madrid y Cataluña, los precios de la vivienda han mostrado una clara tendencia de desaceleración, que se ha extendido hasta el tercer trimestre del año en que crecieron a tasas del 12% y del 11% respectivamente.

Para finales de 2005, las previsiones indican que continuará la moderación de los precios de las viviendas, que pudieran cerrar el año con un avance del entorno del 12%, y que la moderación será más intensa en las zonas más orientadas al turismo europeo, donde el tiempo medio de venta de las promociones se está alargando incluso por encima de los periodos de construcción. 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.

Si bien ha aumentado notablemente la capacidad de financiación de los hogares por el aumento de la renta familiar y la mejora de las condiciones financieras, los ratios de accesibilidad continuaron empeorando como respuesta a la subida de los precios de la vivienda

Además del aumento de los ingresos familiares como consecuencia del incremento del número de ocupados por hogar y de los salarios, las condiciones financieras continúan mejorando la capacidad de compra de las familias españolas, ya que, a pesar de que los tipos de interés se han estabilizado, continúan alargándose los plazos medios de concesión de hipotecas. Así, según las estadísticas de los Registradores de la propiedad el plazo medio ha aumentado 8 meses en el primer semestre del año hasta los 25,1 años. Además, esta tendencia continuará en los próximos trimestres a juzgar por el alargamiento de la oferta de las entidades de crédito que se ha generalizado en los 30 años.

En este sentido, durante el primer semestre de 2005, la capacidad de endeudamiento de las familias alcanzó, de nuevo, un máximo histórico. En las familias con más de un salario, en las que trabajan 1,6 miembros de media, la capacidad de compra es todavía superior a los precios que se observan en el mercado. Así, el indicador de accesibilidad BBVA, que relaciona la vivienda media de mercado con la capacidad de compra de las familias, a pesar de deteriorarse un 3% en los seis primeros meses del año se situó en el 1,33.

Ello no significa, sin embargo, que las condiciones de acceso a la vivienda no se hayan endurecido de forma notable. Así, como se observa en el gráfico adjunto, debido a la evolución de los precios durante los últimos cuatro años, son necesarios dos años más de salario familiar para acceder a la vivienda. Además, y a pesar de que las mejoras financieras permiten acceder a una cantidad superior de crédito, hay que tener en cuenta que la subida del precio de la vivienda afecta también al ahorro requerido para la entrada. La entrada típica (por un 20% del valor de la vivienda) respecto a los ingresos salariales familiares ha aumentado un 75% en los últimos cinco años pasado a representar más de un año de salario familiar bruto, lo que implica que los hogares que entran en el mercado deben ahorrar una cantidad muy superior.

En términos de esfuerzo financiero, los pagos mensuales derivados del préstamo para adquisición de una vivienda media, con los datos medios de 2005, eran equivalentes al 25% de los ingresos brutos totales de una familia media, que se reducían hasta el 19,4% 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 los tipos de interés, como se menciona anteriormente.

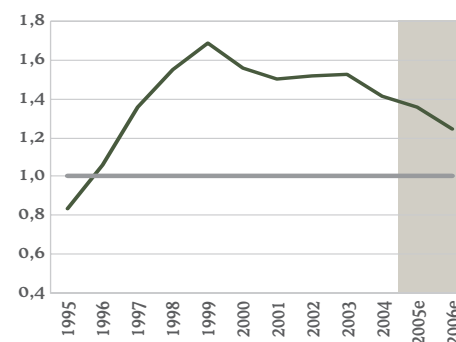
El deterioro que han experimentado los ratios de accesibilidad continuará durante los próximos trimestres dado que se espera una evolución de los precios por encima de los ingresos y los previsibles aumentos de tipos de interés mermarán suavemente la capacidad de financiación de las familias, reduciendo el positivo diferencial existente entre la capacidad financiera de la demanda y los precios de mercado en la actualidad.

Esto pesará sobre la demanda de vivienda, a lo que se une la menor presión de la demanda extranjera e inversora y unas condiciones financieras que tenderán a endurecerse a partir del segundo semestre del próximo año. Así, es de esperar que durante este año no se alcancen el millón doscientas mil transacciones que se cerraron durante el año pasado y que esta moderación sea más intensa en 2006.

De este modo, a pesar de que en el medio plazo existe una demanda estructural bastante elevada, en un entorno de moderación de la demanda, el ritmo de iniciación de viviendas debería empezar a moderarse de manera sensible.

Gráfico 3.12.

Indicador de accesibilidad BBVA



Fuente: BBVA

Cuadro 3.1. Indicadores de accesibilidad

	Ocupados por hogar	Renta salarial familiar	Precio de una vivienda de 90m ² (1)	Precio/Salarios	Préstamo		Cuota del préstamo/Renta salarial familiar	Vivienda adquirible (€)* (2)	Indicador BBVA (2)/(1)
					Tipo de interés	Plazo			
Promedio 1995-1999	1,4	19.916	65.710	3,30	7,7%	18	27,5	86.493	1,3
2000	1,51	23.835	79.220	3,32	5,8%	22	21,4	123.426	1,6
2001	1,54	25.038	87.030	3,48	5,8%	23	22,2	130.467	1,5
2002	1,58	26.548	100.719	3,79	4,9%	23	21,9	153.130	1,5
2003	1,58	27.740	118.465	4,27	3,7%	24	21,9	180.374	1,5
2004	1,59	28.801	139.136	4,83	3,4%	24	23,6	196.764	1,4
2005(e)	1,63	30.458	158.217	5,19	3,4%	25	26,2	214.602	1,4

* Se estima la vivienda a la que se podría aspirar si se dedica un tercio de la renta salarial a pagar la cuota de un préstamo por el 80% del valor de la vivienda en las condiciones de mercado de cada momento.
Fuente: BBVA

La nueva metodología del precio de la vivienda

Cambios metodológicos en el cálculo del precio de la vivienda

El Ministerio de la Vivienda ha reestimado las series de precios de la vivienda desde 1995 hasta la actualidad con la nueva metodología establecida a principios de año (Base 2005). Respecto de la metodología anterior, las principales diferencias en el método de cálculo del precio agregado son: i) se toma como unidad de análisis la provincia en lugar del municipio; ii) se agrupan las viviendas en función de su estrato de precio en lugar de por códigos postales, y por último, iii) se utiliza como ponderación el número de tasaciones en lugar del stock de viviendas censado que se usaba en la Base 2001. Este cambio de las ponderaciones aumenta la importancia de los principales mercados: mientras que Andalucía, Madrid, Cataluña y la Comunidad Valenciana representaban el 57% del total de la muestra de 2004 en la base 2001, éstas han pasado a ponderar por el 66% del total con la nueva base de 2005.

Además, se han introducido algunos cambios en la selección de datos. Así, se eliminan de la muestra las viviendas cuyo valor está por encima del millón de euros, lo que reduce el nivel de precios en un 6%, y no se ajustan temporalmente los valores que definen los estratos en los que se subdivide la muestra, lo que altera la composición de la muestra a medida

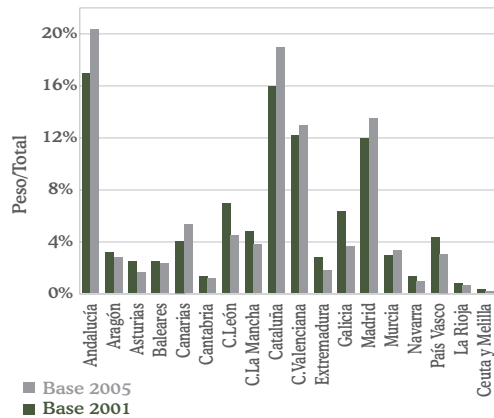
que va pasando el tiempo.

A pesar de las limitaciones anteriores, las modificaciones metodológicas mencionadas pretenden acercarse de manera más fidedigna a la evolución de los precios a nivel nacional. No obstante, a la hora de analizar la evolución de los mismos en la nueva base, hay que tener en cuenta que la nueva serie incorpora un componente estacional, probablemente debido a la nueva forma de ponderar el agregado. Es decir, los crecimientos intertrimestrales de los precios son mayores en unos trimestres que en otros. Además, este componente parece haber evolucionado en los últimos dos años cambiando la estacionalidad de los mínimos de diciembre a septiembre. A nivel desagregado, se observa que, a excepción de Cantabria, Extremadura, Madrid, Murcia y el País Vasco, en las demás CC.AA., los precios también presentan un comportamiento estacional.

La revisión reduce de manera significativa la revalorización de la vivienda.

La revisión histórica de la serie, en base a la nueva metodología, ha modificado tanto el nivel como la evolución temporal de los precios de la vivienda. Así, partiendo de un índice 100 en 1995 para las dos bases y comparando los niveles a finales de 2004, resulta que la revalorización de los precios durante la última década a nivel nacional es 33 puntos porcentuales (p.p.) inferior con la nueva base. Estos cambios en el nivel de los precios no ha afectado de manera homogénea a las distintas CC.AA.; de hecho, en cuatro de ellas los precios son superiores mientras que en el resto son inferiores. Dentro de las primeras, en la Comunidad Canaria y en Asturias la revisión de los precios ha ampliado las revalorizaciones en más de 40 p.p. mientras que en Baleares o Extremadura el aumento ha sido de 10 p.p. Entre la segundas, es de destacar las reducciones de Madrid y Cataluña, que han sido superiores a los 50 p.p., y las Murcia y Navarra que han sido del entorno de los 40 p.p.

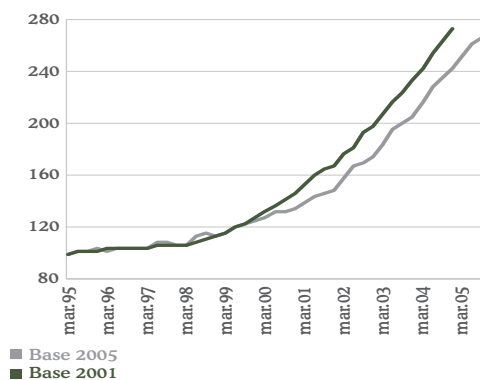
Cambio de la ponderación por CC.AA. en 2004



Fuente: INE y Ministerio de la Vivienda

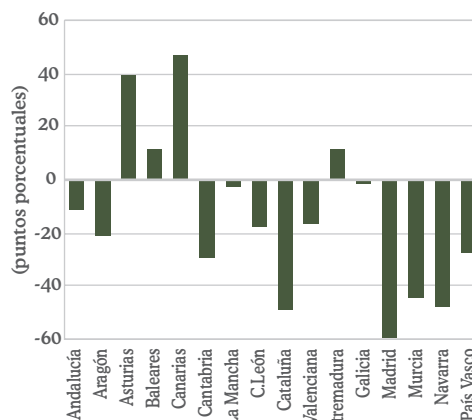
Evolución del precio de la vivienda

(1995=100)



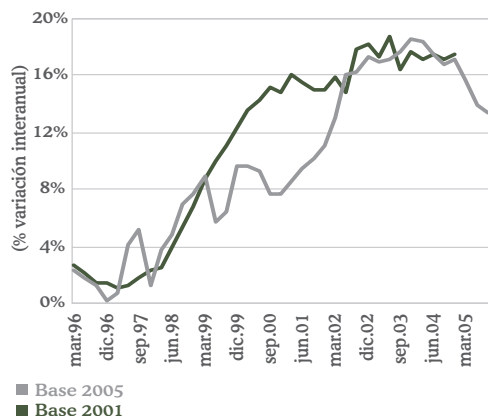
Fuente: Ministerio de la Vivienda

Variación en la revalorización de la última década debida al cambio de base



Fuente: Ministerio de la Vivienda

Precio de la vivienda libre



Fuente: Ministerio de la Vivienda

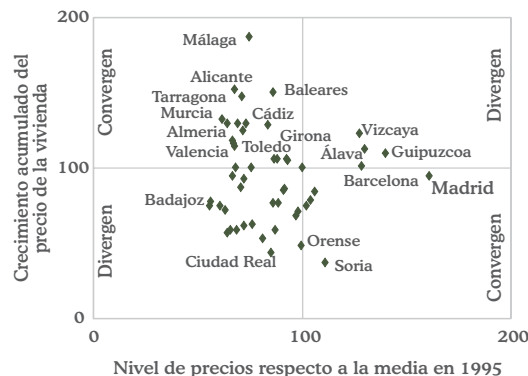
Además de estos cambios de nivel, se observan cambios significativos en los perfiles de las series, observándose la mayor diferencia en el periodo comprendido entre junio de 1999 y marzo de 2002 en el que, según la nueva Base 2005, los precios de la vivienda crecían a una tasa media del 9%, mientras que en la base antigua lo hacían al 14%. Desde mediados de 2002, sin embargo, las dos series presentan una evolución similar.

Se produce una convergencia de los precios en la costa

En general, el nivel de precios de la vivienda está relacionado con el nivel de ingresos de los hogares. En el caso español, los nuevos datos permiten observar que, a nivel provincial, los precios de la vivienda han reflejado relativamente bien, desde una perspectiva histórica, los niveles de ingresos per capita de la población. En los últimos años, sin embargo, la evolución de los precios ha reflejado, también, el efecto de la demanda turística, con mayor capacidad adquisitiva, y ha llevado los precios de ciertas provincias a niveles más elevados que los correspondientes a la renta de la población residente.

En conjunto, los nuevos datos muestran que se está produciendo cierta convergencia de los precios inmobiliarios de las provincias costeras con el nivel de precios medios nacional, y de aquellas limítrofes a Madrid, generalmente con

Evolución de los precios en relación al agregado España = 100



Fuente: INE, Ministerio de la Vivienda y BBVA

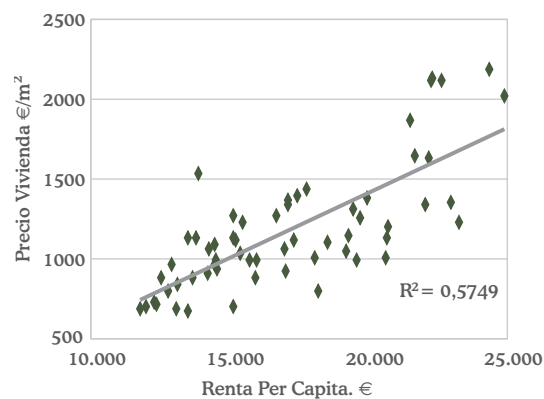
valores inferiores a la media en la década de los noventa, hacia valores medios mientras que las provincias interiores y las de la cornisa cantábrica se alejan de las posiciones que tenían en 1995.

Todo esto pone de relieve la creciente importancia de los mercados inmobiliarios de la costa mediterránea y los de las grandes ciudades frente al menor dinamismo de los mercados interiores y los del norte peninsular.

Cambian los indicadores de accesibilidad

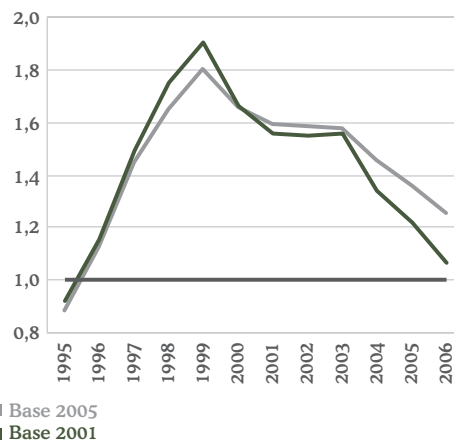
Esta revisión de los datos ha afectado, asimismo, de forma clara la evolución de los indicadores de accesibilidad a la vivienda, cambiando notablemente el perfil de los mismos. Con los nuevos datos, con niveles de precios inferiores a los anteriores, los indicadores de accesibilidad presentan ratios más positivos, tanto desde el punto de vista del esfuerzo financiero, que queda reducido en un par de puntos porcentuales, como desde el punto de vista de la capacidad de compra, que muestra un mayor diferencial respecto de los precios medios. También el Indicador de accesibilidad, que combina capacidad de compra y precios medios presenta valores más positivos. Estos nuevos ratios de accesibilidad ayudan a explicar mejor la intensidad de la demanda inmobiliaria de los últimos años.

Precios de la vivienda y renta per capita Relación provincial. 2003



Fuente: INE, Ministerio de la Vivienda y BBVA

Indicador de accesibilidad BBVA



Fuente: BBVA

Los precios de la vivienda se ajustan ordenadamente

Desde finales de 2003 se está produciendo una desaceleración moderada de los precios residenciales en España, según se desprende del análisis detallado de las nuevas series de precios elaborados por el Ministerio de la Vivienda. Así, en términos anualizados, y depurando la estacionalidad y los elementos irregulares existentes en los nuevos datos, se observa que la tendencia de los precios de la vivienda avanza en la actualidad a una tasa de crecimiento del 13,1%, cuando a finales de 2003 lo hacía a una tasa superior al 18%. Esta desaceleración de cinco puntos porcentuales en ocho trimestres supone el inicio de una nueva tendencia en el mercado de la vivienda, caracterizada por un ajuste ordenado de precios.

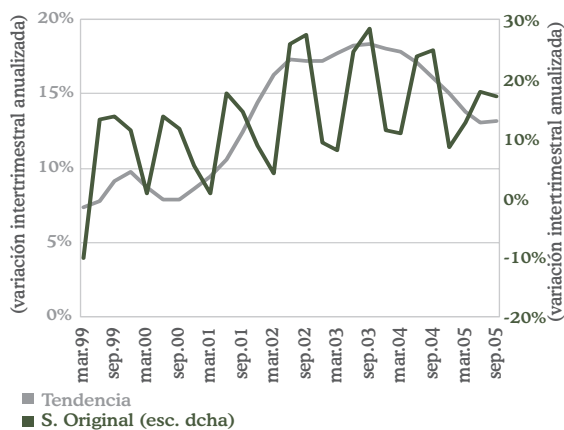
En la actualidad, la moderación de los precios residenciales se sustenta en el hecho de que los factores que han apoyado el desarrollo de este mercado en estos años pasados evolucionarán favorablemente en el corto y medio plazo; así, la renta real de los hogares continuará siendo creciente en España, se mantendrán ritmos de crecimiento del empleo

superiores al 2% y la entrada neta de emigrantes será positiva. Todo ello en un entorno económico europeo más dinámico que el actual, donde las condiciones financieras continuarán siendo favorables, lo que sustentará la demanda de vivienda tanto de residentes como de no residenciales. En este sentido, la tendencia indica un avance de precios del entorno de 12% a finales del presente año que se moderará hasta el 5% a finales de 2006.

Esta ralentización ordenada de los precios está siendo más patente en las comunidades con grandes mercados urbanos, como en el caso de Madrid o Cataluña, y en las más orientadas al turismo exterior como son las comunidades insulares, donde el inicio de la ralentización se anticipó en varios trimestres, y la Comunidad Andaluza. En otras comunidades, como en Extremadura, Castilla-León o Murcia, las nuevas series ya muestran una incipiente tendencia descendente mientras que en el caso de Asturias o Galicia aún no se ha definido la tendencia, lo que puede explicarse por el menor dinamismo de estos mercados.

Precio de la vivienda en España

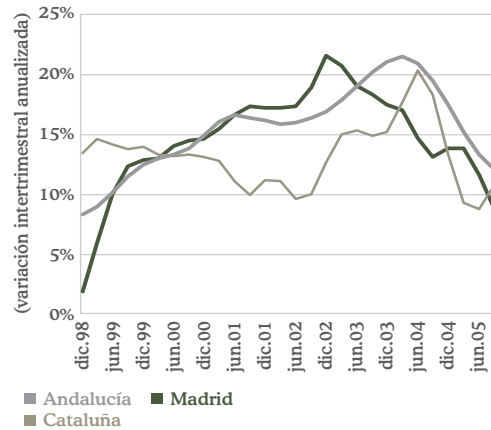
S. Original y Tendencia



Fuente: BBVA

Precios de la vivienda

Evolución de la tendencia



Fuente: BBVA

Crecimiento intertrimestral de la tendencia de los precios de la vivienda en España y CC.AA.

	septiembre-05	Máximo	Nº de trimestres desde máximo	Diferencial entre último y máximo
España	3,1%	4,3%	8	-1,2%
Andalucía	2,9%	5,0%	6	-2,1%
Aragón	3,7%	4,3%	6	-0,6%
Asturias	3,3%	3,3%	7	-0,1%
Baleares	2,7%	6,6%	24	-3,9%
Canarias	1,6%	3,6%	21	-2,1%
Cantabria	0,7%	4,7%	18	-3,9%
C-La Mancha	4,2%	5,3%	3	-1,2%
C-León	2,6%	3,7%	5	-1,1%
Cataluña	2,6%	4,7%	5	-2,2%
C,Valenciana	3,7%	4,5%	2	-0,7%
Extremadura	1,6%	4,2%	3	-2,7%
Galicia	3,4%	3,4%	1	0,0%
Madrid	2,2%	5,0%	11	-2,9%
Murcia	3,4%	6,1%	6	-2,7%
Navarra	1,5%	4,0%	23	-2,5%
País Vasco	2,0%	5,3%	22	-3,3%
La Rioja	3,4%	4,1%	17	-0,7%

Fuente: Mº Vivienda y BBVA

4. Financiación inmobiliaria

Los bajos tipos de interés impulsan la financiación hipotecaria en Europa, que mantiene ritmos de crecimiento superiores al resto del crédito

El crecimiento del crédito al sector privado en la UEM en el primer semestre del año se situó en valores cercanos al 8,5% mostrando un perfil de aceleración más suave que en el mismo periodo del año anterior.

Al igual que en los últimos años, el incremento de la financiación a la vivienda mantuvo un diferencial aproximado de dos puntos porcentuales con respecto al crédito al sector privado, creciendo un 10,5% durante el primer semestre del año. No se observaron importantes diferencias en las contribuciones de los distintos países al agregado respecto al año anterior, por lo que continuó apreciándose un comportamiento muy heterogéneo entre los mismos

En un entorno de bajo crecimiento económico, está suave aceleración del crédito viene explicada principalmente por el mantenimiento de los tipos de interés en niveles bajos y el alejamiento de las perspectivas de subida. Así, el tipo de interés de los préstamos a la adquisición de vivienda promedio en el primer semestre se situó en el 4%, 30 puntos básicos por debajo del mismo periodo del año anterior y en la segunda parte del año las perspectivas no apuntan a cambios significativos.

Por otro lado, según la última encuesta de préstamos bancarios, las entidades mantuvieron estables los estándares de crédito para la adquisición de vivienda durante el último trimestre y prevén una ligera relajación para este trimestre, en línea con lo observado en el último año.

En lo que respecta al saldo de crédito en el balance de las entidades financieras de la UEM, durante el mes de junio se observó una ligera aceleración en la tasa de crecimiento del saldo vivo de crédito. No obstante, ésta se debió principalmente a una reclasificación de la cartera de crédito en España, por la entrada en vigor de la nueva circular del Banco de España 04/2004 sobre "Normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros", que ha obligado a algunas entidades de crédito a reactivar créditos que anteriormente habían dado de baja mediante su titulización.

Así, excluyendo el crédito a la vivienda en el balance de las entidades financieras españolas, se observa que el crecimiento del saldo agregado europeo se hubiera mantenido estable (gráfico 4.4).

Esto pone de manifiesto, como el propio BCE ha reconocido en el boletín mensual de septiembre, la creciente importancia que la titulización de activos está ganando en el crédito de la UEM¹, no sólo porque con los datos actuales se infraestima la tasa de crecimiento del crédito en medio punto porcentual sino porque en la serie se observan saltos que se deben exclusivamente al proceso de titulización y no a la evolución del agregado de crédito.

¹ Para mayor información véase "El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona euro" Boletín Mensual del BCE. Septiembre 2005.

Gráfico 4.1.
Crecimiento del crédito en la UEM



Gráfico 4.2.
TAE de las nuevas operaciones de préstamos a la vivienda

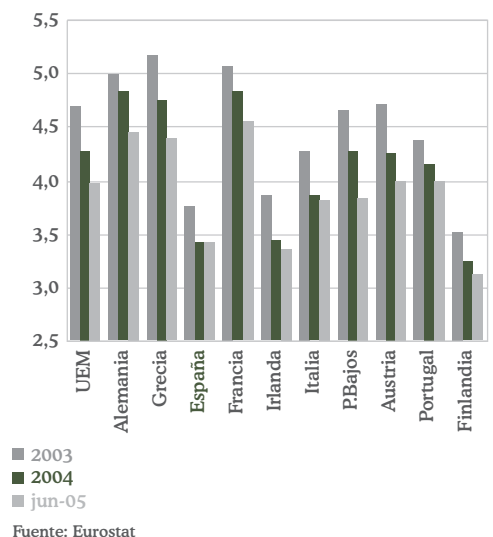


Gráfico 4.3.
Estándares de crédito a la adquisición de vivienda

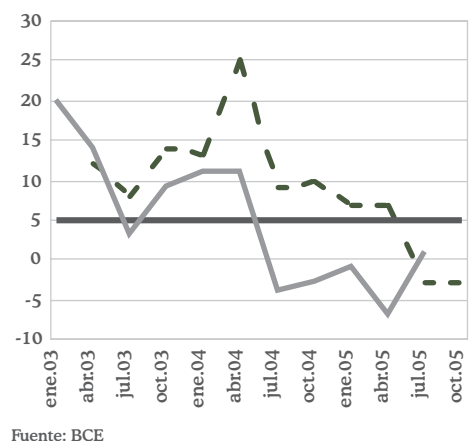
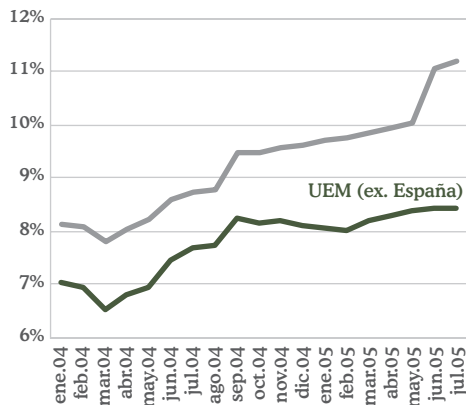
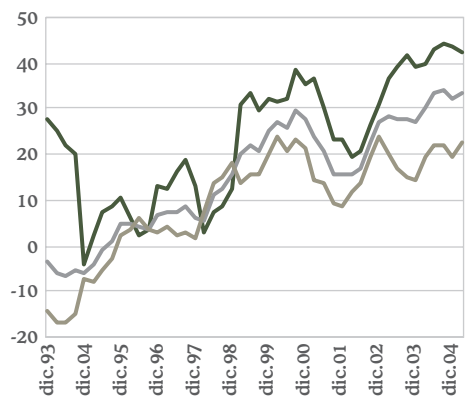


Gráfico 4.4.
Crecimiento del crédito en el balance de las entidades a la adquisición de vivienda en la UEM



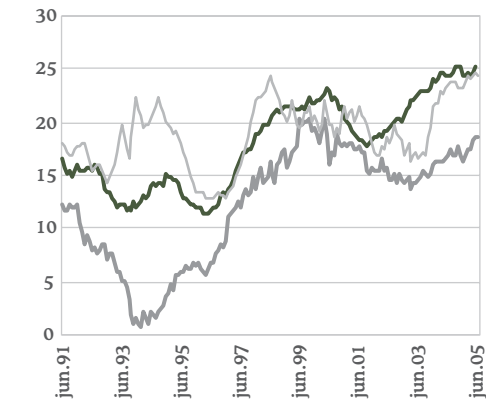
Fuente: BCE y Banco de España

Gráfico 4.5.
Crédito al sector inmobiliario (construcción + promoción)



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.6.
Crecimiento del crédito en España



■ Al sector privado
■ Hipotecario
■ Adquisición de viviendas

Fuente: Banco de España

Tipos de interés en mínimos y crecimientos del saldo en el entorno del 24% anual son las características del mercado hipotecario español en 2005

En España, el crédito al sector privado continuó acelerándose durante el primer semestre de 2005, registrando aumentos interanuales del 18,5% cuando se consideran las titulizaciones, lo que supone crecer a un ritmo 130 puntos básicos por encima del año anterior.

El aumento del crédito en España continúa liderado por la financiación relacionada con el mercado inmobiliario. De una parte la financiación a la promoción y construcción de viviendas avanzó en el primer semestre del año a ritmos similares a los de 2004, por encima del 30%. Ello refleja la fortaleza del sector en 2005 observada también en los datos de actividad del segundo trimestre y en los indicadores adelantados. En relación con la financiación a la adquisición de vivienda, el saldo de crédito concedido se ha mantenido muy fuerte durante el primer semestre, registrando crecimientos cercanos al 24%.

Al igual que en la UEM, buena parte de la expansión del crédito se debe a que los tipos de interés se mantienen en niveles históricamente bajos y se aleja el cambio de sesgo de la política monetaria a mediados del año que viene. En España, los tipos de interés hipotecarios se han reducido menos que en el promedio de la UEM.

Así, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a la adquisición de vivienda en España se han mantenido estables durante el primer semestre del año, frente a la reducción antes comentada en la UEM. Según la última encuesta de préstamos bancarios, las entidades financieras han endurecido moderadamente los estándares de crédito para la financiación a la adquisición de vivienda durante el primer semestre y no preveían grandes cambios para el tercer trimestre. Como se observa en el gráfico adjunto, el spread del tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito a la vivienda repuntó ligeramente en el segundo trimestre del año, a pesar de lo cual se mantiene aún muy por debajo del promedio de los últimos años, que es de 1,5 puntos porcentuales.

La ralentización de la demanda en el mercado inmobiliario, con una ligera caída de las tasaciones y una suave desaceleración de los precios, no se está reflejando todavía en el crecimiento ni en el ritmo de concesiones del crédito hipotecario. De hecho, según las estadísticas del INE, durante el primer semestre de este año se concedieron 630 mil hipotecas para la adquisición de vivienda, con un importe medio de 120 mil euros, lo que significa un 11% más en número de hipotecas que en el mismo periodo del año anterior y por un importe un 12% superior.

Este aumento de las hipotecas en un momento de moderación de la demanda se debe al desfase temporal que se observa en la vivienda nueva (aproximadamente un 50% del mercado) entre el momento de la compra y el de la firma de la hipoteca, que se estima se extiende entre los 18 y los 24 meses de media. Por lo que gran parte de las hipotecas que se firman este año son reflejo de la fortaleza del mercado de los años anteriores.

De este modo, el notable crecimiento de viviendas terminadas que saldrán al mercado en 2005 y 2006 hace compatible que el crecimiento del crédito hipotecario se mantenga fuerte durante los próximos trimestres en un escenario de suave moderación del mercado inmobiliario.

La expansión del crédito obliga a las entidades a diversificar sus fuentes de acceso a la liquidez

Como se comentaba anteriormente, la entrada en vigor en junio de este año de la circular 04/2004 del Banco de España ha provocado la reactivación de gran parte de los activos que se habían dado de baja de los balances bancarios por motivo de la titulización de préstamos. Según la nueva norma, sólo se pueden dar de baja del activo los préstamos que realmente dejen de suponer un riesgo para la entidad financiera, mientras que prácticamente en casi todas las emisiones de fondos de titulización las entidades han mantenido la parte subordinada en la que repercute la mayor parte del riesgo de los créditos titulizados.

De este modo, prácticamente la totalidad de los préstamos que se dieron de baja por la emisión de fondos de titulización entre 2004 y 2005 han tenido que reactivarse. Como consecuencia, el saldo vivo de los fondos de titulización experimentó una caída del 38% en el mes de junio, produciéndose simultáneamente un aumento del crédito en balance de las entidades de crédito de aproximadamente 30 mil millones de euros.

Una de las principales ventajas de la titulización es la diversificación del riesgo de crédito entre distintos agentes y su distribución geográfica. No obstante, en España hasta ahora ha primado como motor de la titulización el acceso a la liquidez con coste reducido, como pone de manifiesto el impresionante crecimiento de las emisiones de fondos de titulización de cédulas durante los últimos tres años.

Las necesidades de liquidez derivadas de la fuerte expansión del crédito hipotecario han llevado a la diversificación de las fuente de financiación del mismo. Así, como se observa en el gráfico, una cuarta parte del crédito de 2004 estuvo financiado con recursos de mercado, reduciendo de manera notable la importancia de los depósitos en la financiación.

No obstante, se observa una reducción de la importancia de las entidades financieras como tenedoras de fondos de titulización. Así, según la información publicada por el Banco de España, se puede observar que si bien en 2001 las entidades de crédito compraron la mitad de los fondos de titulización, en 2004 adquirieron tan solo una cuarta parte pasando a ser los inversores extranjeros los principales tenedores de este tipo de activos. El contar con una base amplia de demandantes de este tipo de títulos es fundamental para el desarrollo y la estabilidad futura de este tipo de emisiones.

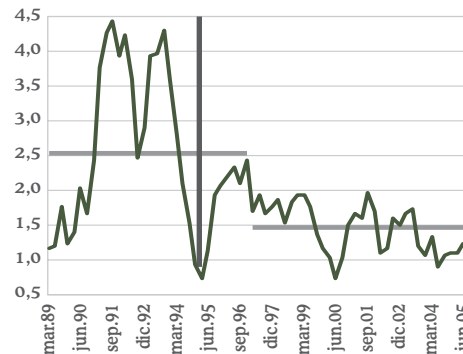
Durante el primer semestre de este año ha continuado creciendo de manera notable el recurso al mercado de renta fija para acceder a la liquidez. Así, el saldo vivo de cédulas aumentó en el primer semestre un 50% respecto al año anterior, mientras que el saldo vivo total de fondos de titulización aumentaba un 48%.

Pocos cambios en el corto plazo

Con las perspectivas económicas y financieras para los próximos trimestres, no es de esperar que se produzcan cambios significativos en el crecimiento de la demanda de crédito, ni en el mayor acceso a la financiación de mercado por parte de las entidades de crédito.

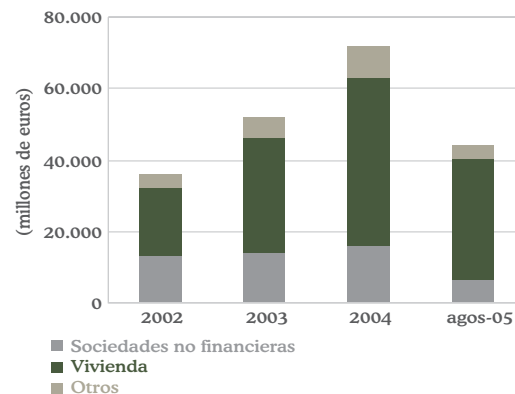
La moderación del mercado inmobiliario se irá trasladando progresivamente a la demanda de crédito. No obstante, como se ha comentado anteriormente la fortaleza del mercado de los últimos dos años actuará como soporte en el crecimiento de la financiación. En el medio plazo, según se acerque el inicio de las subidas de tipos, previstas para el segundo semestre de 2006, el crédito empezará a moderar de manera más significativa su ritmo de crecimiento.

Gráfico 4.7. Spread del tipo de interés del crédito a la adquisición de vivienda



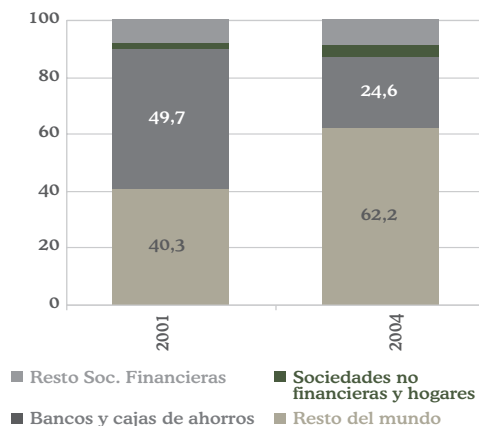
Fuente: BBVA

Gráfico 4.8. Fondos de titulización



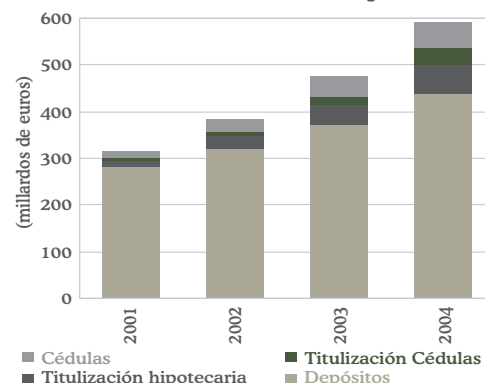
Fuente: Banco de España

Gráfico 4.9. Tenedores de bonos de titulización emitidos por fondos españoles



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.10. Financiación del crédito hipotecario



Fuente: Banco de España

Hipotecario europeo: menor regulación para más integración

La integración financiera europea tiene en el mercado hipotecario uno de sus principales retos. De hecho, la introducción del euro no ha traído cambios significativos a la infraestructura de un mercado que permanece muy fragmentado. Ello contrasta con los potenciales beneficios que reportaría su integración. Un reciente estudio de *London Economics* calculaba que ésta podría elevar el crecimiento económico en 0,9 p.p en el período 2005-2015¹. Las autoridades europeas habían prestado hasta la fecha relativamente poca atención al mundo hipotecario. El Plan de Acción de Servicios Financieros no incluyó ninguna medida específica sobre el sector. La principal iniciativa al respecto cristalizó en el denominado Código Voluntario de Conducta Hipotecario, que, negociado y firmado por la industria y las asociaciones de consumidores, entró en vigor en 2001. El objetivo de este Código es la provisión por parte de las entidades financieras de información transparente y comparable entre países sobre las distintas ofertas hipotecarias con el objetivo de facilitar la competencia transfronteriza. No obstante, la ausencia de una mayor actividad bancaria extranjera limita las posibilidades del cliente hipotecario habitual de realizar una comparativa entre bancos de diferentes países, lo que dificulta que esta medida, por sí sola, suponga un mayor avance. Además, en algunos casos, como en España, la legislación en este ámbito va más allá de los requisitos que el propio Código impone.

En estas circunstancias, las autoridades comunitarias han puesto su foco de atención en los aspectos a reformar para conseguir una mayor integración del mercado. El debate sobre el tema se ha abierto con la publicación el pasado julio del Libro Verde sobre crédito hipotecario en la UE. Este documento está siendo sometido a consulta hasta final de noviembre y en 2006 la Comisión publicará el Libro Blanco con sus recomendaciones finales.

El objetivo de integración es muy ambicioso. Las divergencias entre los procedimientos y las características de los créditos a la vivienda reflejan una serie de condicionantes de diversa índole fuertemente enraizados en cada uno de los estados miembros. En primer lugar, están los factores socioculturales que llevan a que la preferencia por la propiedad o el alquiler de la vivienda habitual no sea la misma entre países, viéndose muy influenciada, entre otros aspectos, por las políticas de vivienda y la fiscalidad. En segundo lugar, el hecho de que la legislación aplicable sea lógicamente la del país en el que está radicada la garantía, en este caso la vivienda, dota a la infraestructura hipotecaria de un componente nacional de compleja armonización. Finalmente, las características de los productos que se comercializan en los estados miembros se derivan en algunos casos de los modelos de financiación de los sistemas bancarios de cada país. Así, en el seno de la UE conviven sistemas en los que los mercados son el vehículo exclusivo mediante el que los bancos financian las hipotecas que conceden (Dinamarca), mientras que en otros casos, como el español, los bancos financian el grueso de la cartera hipotecaria mediante los depósitos que captan de sus clientes.

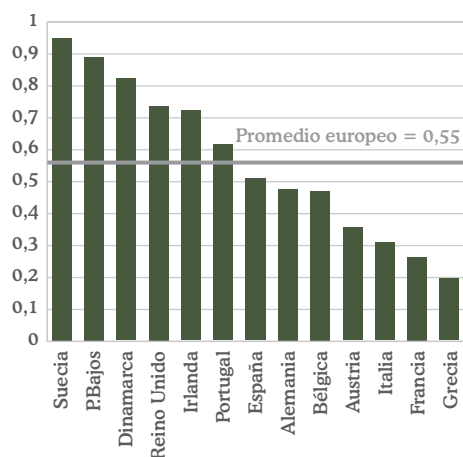
A la luz de esta situación de partida resulta difícil que se produzcan cambios profundos en el corto plazo. No obstante,

ello no significa que no haya margen para avanzar en algunos aspectos, ni que sea imposible crear un consenso acerca de algunas buenas prácticas que favorecerían una mayor homogeneización.

El establecimiento de bancos extranjeros es uno de los mecanismos más inmediatos para avanzar en la exportación de nuevos productos hipotecarios. Resulta paradójico que, aún después del establecimiento del euro, la proporción de crédito cross-border al sector privado y AAPPs concedida por bancos de la UEM siga resultando inferior al 5% del total del crédito interno en el área euro. Por tanto, un primer aspecto a considerar es la eliminación de posibles barreras a la entrada de entidades extranjeras en los países europeos, favoreciendo de esta forma una competencia efectiva.

La apertura y la desregulación son líneas que deberían inspirar la posible reforma ya que la evidencia muestra que los sistemas hipotecarios en los que la infraestructura es menos rígida se ha conseguido un desarrollo mayor del mercado. Para ilustrar este punto se ha elaborado un indicador del grado de flexibilidad de los sistemas hipotecarios de los diferentes países utilizando para ello cuatro variables: (i) la diversi-

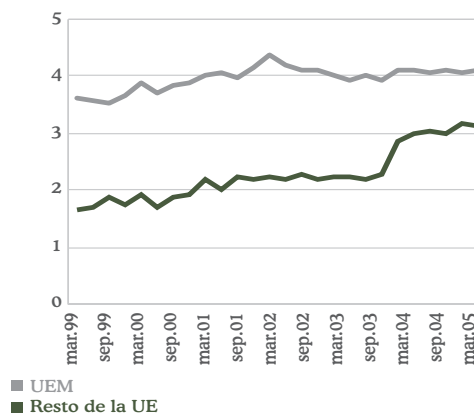
Índice de flexibilidad hipotecaria BBVA



Fuente: BBVA

Crédito cross-border al sector no bancario en la UEM

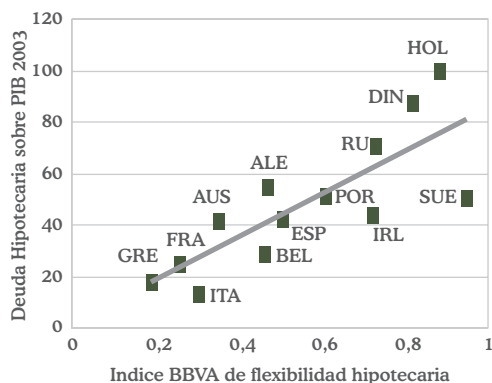
(% crédito interno)



Fuente: BBVA en base al Banco Central Europeo

¹ The Costs and Benefits of integration of EU Mortgage Markets. London Economics. Agosto 2005

Índice BBVA de flexibilidad hipotecaria y desarrollo del mercado hipotecario



Fuente: BBVA

dad de producto en base al indicador elaborado por *London Economics* (2005), (ii) el ratio préstamo valor (loan-to value), (iii) el plazo del préstamo y (v) la posibilidad de disponer de la riqueza inmobiliaria por la vía del crédito hipotecario para fines alternativos a la adquisición de vivienda (DRI). Estas cuatro variables se convierten en una escala de 0 a 1 representando el 1 la mayor flexibilidad (mayor disponibilidad de producto, ratio préstamo-valor y plazo y amplia utilización de la DRI) y se utiliza su promedio como indicador sintético. El ranking de países ordenado mediante la variable así construida puede apreciarse en el gráfico adjunto. Se pueden distinguir tres grupos de países. En primer lugar, estarían los países que presentan una flexibilidad superior a la media europea (Suecia, Países Bajos, Dinamarca, Reino Unido, Irlanda y Portugal). En segundo lugar estarían los que se caracterizan por una flexibilidad media (de 0,4 ó superior en la escala de 0 a 1), donde se encontrarían España Alemania y Bélgica. Finalmente, el resto de países europeos muestra un desarrollo relativamente bajo destacando Italia, Francia y Grecia en las últimas posiciones.

Además de poner en contexto la diversificación de las infraestructuras hipotecarias, la correlación positiva entre el grado de flexibilidad y el ratio de deuda hipotecaria sobre PIB para los países considerados (véase gráfico) pone de manifiesto que un entorno más flexible va asociado a una mayor extensión del crédito hipotecario.

En lo que se refiere a la variedad de producto, se puede plantear la actual fragmentación como una oportunidad. Sobre la base de la diversidad actual de productos hipotecarios Europa tiene la posibilidad de configurar uno de los mercados más completos y diversificados del mundo. En este sentido, el establecimiento de un único modelo hipotecario en base a una regulación estricta sería una de las opciones menos deseables de cara a una futura reforma, ya que inhibiría la capacidad de innovación de las entidades y reduciría las posibilidades de ciertos segmentos de la población de acceder a un crédito vivienda.

Otro aspecto en el que se puede avanzar a más corto plazo es en la extensión de fórmulas orientadas a que los hogares

puedan disponer de su riqueza inmobiliaria a través de las hipotecas. La disponibilidad de la riqueza inmobiliaria (DRI) permite un patrón de consumo de los hogares más estable que en economías en las que las familias están restringidas por la iliquidez y la no divisibilidad de sus bienes inmobiliarios. Además, esta práctica lleva a que las revalorizaciones de los inmuebles se traduzcan en mayor medida en aumentos en el consumo privado restando presión a la demanda en el mercado residencial. De esta forma, las revalorizaciones inmobiliarias se extienden de manera más amplia al conjunto de la economía limitando posibles espirales de precios inmobiliarios.

El desarrollo de este tipo de mecanismos presenta también una importante ventaja desde el punto de vista de la política económica puesto que eleva la sensibilidad de las economías ante estímulos monetarios, aspecto muy positivo en el actual contexto de atonía de los principales países europeos. La evidencia disponible para Reino Unido apunta a una paulatina extensión de esta práctica como resultado del proceso de liberalización financiera de los años ochenta. A partir de entonces, no sólo empezó a observarse una creciente correlación entre el aumento en la disposición de riqueza inmobiliaria y las revalorizaciones de los inmuebles, sino que además la respuesta del consumo a los shocks de política monetaria se incrementó un 14%².

En contraste con la extensión de estos mecanismos en los países anglosajones, los países de Europa continental hacen poco uso de esta práctica. Según el BCE, tan sólo en cinco países de la UE se utiliza de manera relativamente extendida. Aunque las regulaciones europeas, salvo la griega, no impiden el uso del DRI, los costes de transacción asociados a las hipotecas limitan el desarrollo de estos sistemas. Por tanto, la reducción de éstos por la vía de una mayor desregulación debería ser otro de los ámbitos de actuación.

² Aoki et al (2004) House prices, consumption and monetary policy: a financial accelerator approach. *Journal of Financial Intermediation* 13 414-435

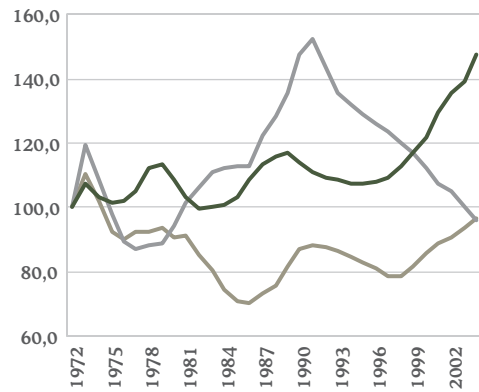
Disponibilidad de riqueza inmobiliaria sobre renta disponible en Reino Unido



Fuente: Banco de Inglaterra

Gráfico 5.1.
Precios de la vivienda

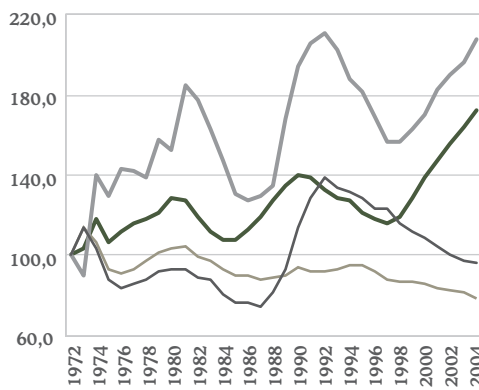
Evolución relativa al IPC 1972=100



■ Japón
■ EEUU
■ UEM
Fuente: BIS y BBVA

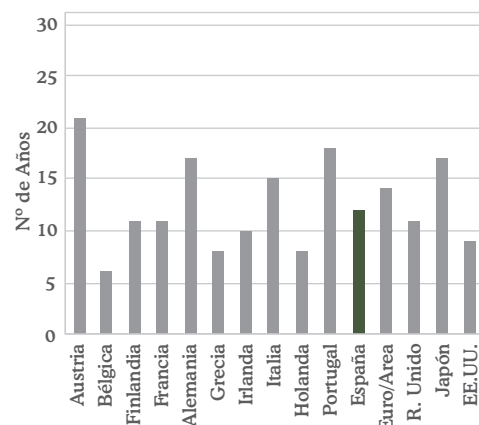
Gráfico 5.2.
Precios de la vivienda

Evolución relativa al IPC 1972=100



■ Italia ■ Francia
■ Austria ■ Alemania
Fuente: BIS y BBVA

Gráfico 5.3.
Nº años con caída real de precios de vivienda
1973-2004



Fuente: BBVA

5. Tema del trimestre: El precio de la vivienda en las economías desarrolladas: evolución y factores relevantes

Julián Cubero e Ignacio San Martín

Servicio de Estudios Económicos BBVA

5.1. Introducción

La evolución reciente de los precios residenciales en los países desarrollados parece apoyarse cada vez en mayor medida en factores financieros frente a los demográficos o de renta disponible, lo que supone un cambio en relación con la evolución en ciclos pasados. El descenso de las rentabilidades de los distintos activos financieros ha llevado a que la inversión en vivienda se haya vuelto más atractiva para los agentes económicos, lo que ha impulsado la demanda y los precios en gran parte de los países desarrollados.

Dado el elevado volumen de recursos destinados a la inversión inmobiliaria en los últimos años, es importante conocer los factores que actúan en este mercado. En este sentido, se describe la evolución de los precios residenciales en las economías más desarrolladas así como las de los principales factores que interactúan en este mercado¹.

5.2. El precio de la vivienda: evolución en los últimos 30 años

En las últimas tres décadas, los precios de las viviendas se han revalorizado por encima de la inflación a un ritmo del 2,3% anual de media en las tres principales áreas económicas: EEUU, Japón y la Unión Europea. La evolución de los activos inmobiliarios presenta ciertas diferencias espaciales y temporales, distinguiéndose en el periodo tres etapas: una primera abarcaría hasta finales de los setenta, dando paso a una segunda etapa que se extendería hasta mediados de los noventa, para terminar con la tercera que alcanza hasta la actualidad.

En esta última fase, las viviendas se han revalorizado a una media anual del 3,8% y 3,0% por encima de la inflación en EEUU y la UEM respectivamente, mientras que han descendido un 3,2% de media en términos reales en Japón. Tasas que contrastan con los avances medios anuales del 0,4% y del 2,1% que se observaron en el periodo 1975-1995 en EEUU y Japón respectivamente.

En el caso de la Unión Europea, la evolución de los precios residenciales no ha sido homogénea, existiendo amplias diferencias entre los distintos países miembros: mientras en Alemania y Austria los precios residenciales han evolucionado por debajo de la inflación desde comienzos de los ochenta, en los países de la cuenca Mediterránea o en Irlanda y el Reino Unido las variaciones de los precios relativos de la vivienda han sido positivas. Las mayores revalorizaciones del periodo analizado se han dado en España, donde los precios relativos a la inflación son 4,2 veces los de principios de la década de los setenta.

Los precios residenciales, a veces, descienden...

En los últimos treinta años, en términos generales, existen tres periodos en los que los precios inmobiliarios en términos reales se ajustaron a la baja globalmente: el primero de ellos se podría datar a finales

¹ Se parte de los precios de la vivienda del periodo 1970-2004 de Japón, EEUU y las principales economías de la UE recogidos por el BIS y actualizados por el Servicio de Estudios del BBVA.

de los setenta y principios de los ochenta, el segundo a principios de los noventa y el tercero, si bien no ha sido tan generalizado, coincidiría con el final de la década pasada y los primeros años de la presente.

En el conjunto de 14 países de la muestra, los precios de la vivienda han avanzado por debajo de la inflación en 12 de los 31 años de 1973 a 2004, el 40% de los periodos. Existe cierta volatilidad entre los distintos países, con los casos extremos de Austria, donde los precios han caído en un 68% de las ocasiones, y Bélgica, donde los precios tan solo han avanzado por debajo de la inflación en un 19% de los años. España se ha situado en la media, con un 40% de los años en los que los precios descendieron, en términos reales, el 6% de promedio.

Es, por el contrario, en Irlanda y EEUU donde los ajustes de precios han sido menores en éstos los últimos treinta años. Así, en Irlanda, ha habido tres periodos de ajuste, con una duración de tres años en cada periodo y una caída del 3,4% de media anual, con lo que el ajuste ha sido del 12% por periodo. En EEUU, si bien han tenido el mismo número de periodos de ajuste con una duración idéntica a la de Irlanda, dado que la caída promedio ha sido menor, del 2,7%, el ajuste medio ha sido ligeramente superior al 8% por periodo.

Además, los descensos de precios de las viviendas, en términos reales, han tenido una duración media de algo más de cuatro años, con una caída del 5,4% de promedio del conjunto de la muestra. En definitiva, los periodos en los que los precios inmobiliarios han evolucionado por debajo de la inflación han supuesto un ajuste de casi el 25% en el nivel de los mismos. De los 14 países de la muestra, los mayores ajustes se han dado en Finlandia y Holanda: en el primero ha habido tres periodos de ajuste de precios, con una duración media de cuatro años y con un descenso de precios medio del 8,8% anual, con lo que el ajuste ha sido del entorno del 33% en términos reales; en Holanda se han observado dos periodos de ajuste de precios inmobiliarios desde 1973, con una duración media de cuatro años y una caída en términos reales del 7% de media, con lo que cada ajuste ha supuesto un descenso acumulado de casi el 30% en el nivel de precios.

... pero aumentan más y durante más tiempo

Ahora bien, en las últimas tres décadas, los precios de las viviendas han aumentado por encima de la inflación en 19 de los 31 años, es decir el 60% de los períodos. Además, en general, las subidas de precios han sido más intensas que las caídas, con crecimientos del 7,5% en promedio, y algo más duraderas -7 años- que las caídas, pero no en todos los países.

Ha sido en los países del sur de Europa donde las alzas han sido más intensas, con revalorizaciones reales superiores al 10% de media, mientras que en EEUU o Alemania los avances han sido más limitados, con revalorizaciones que no superan el 3% de media anual. En España, los periodos de aumentos de precios de la vivienda por encima de la inflación han tenido una duración media de siete años y un crecimiento del 7,5% anual. A pesar de que los datos de los últimos treinta años muestran que los precios de la vivienda tienen una tendencia creciente, no existe una certeza clara de que los precios de la vivienda tenga a largo plazo una rentabilidad positiva. De hecho, R. Shiller (Irrational Exuberance, 2ª ed.), desde una perspectiva de más de cien años, defiende que los precios relativos de las viviendas oscilan en torno a un nivel constante.

5.3. Precios de las viviendas y variables socio-económicas

Si bien parece claro que existe cierta sintonía en cuanto a la evolución de los precios inmobiliarios a nivel internacional, no existe un único

Gráfico 5.4. Precios de la vivienda, caída real anual promedio 1973-2004

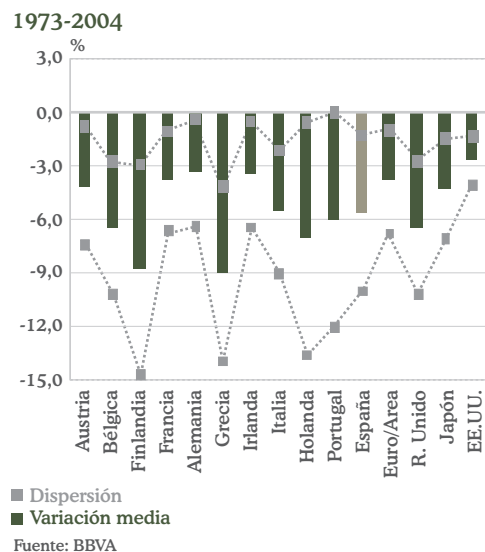


Gráfico 5.5. Precios de la vivienda, subida real anual promedio 1973-2004

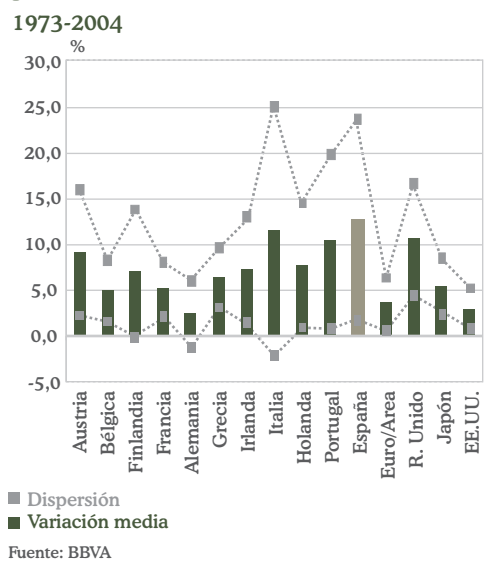


Gráfico 5.6. Precios de la vivienda: variación anual Promedio 1973-2004

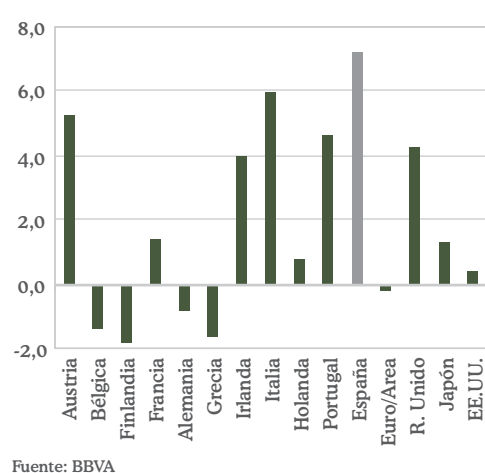
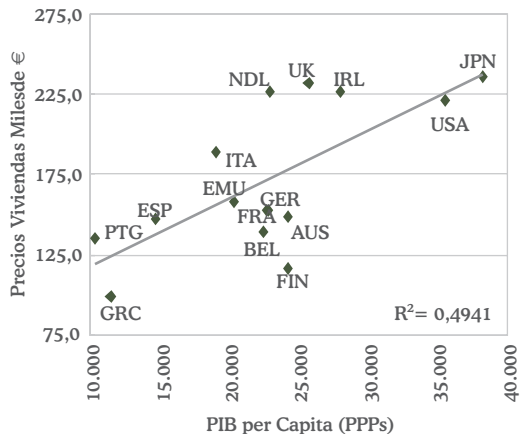
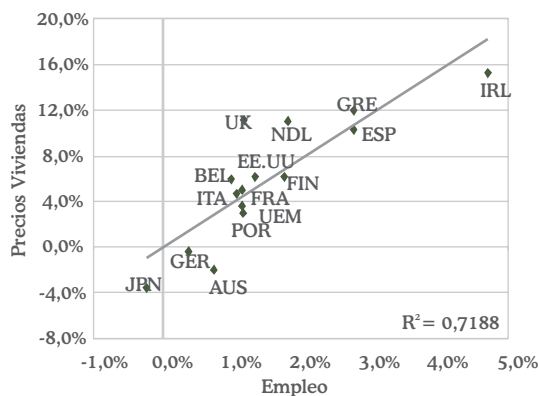


Gráfico 5.7.
Precios de la vivienda y PIB per Capita
Niveles 2003



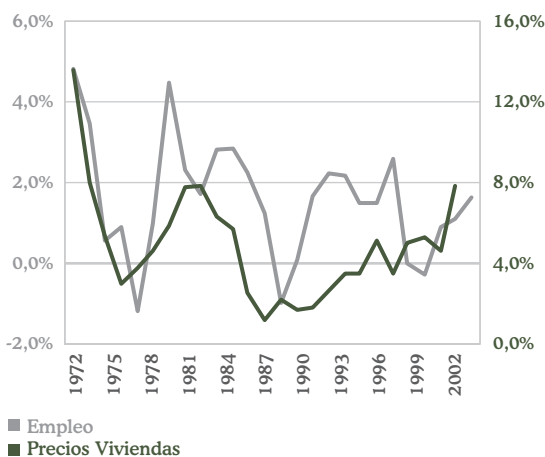
Fuente: Eurostat, FMI y BBVA

Gráfico 5.8.
Precios de la vivienda y empleo
Variación interanual. Media 1994-2004



Fuente: Eurostat, FMI y BBVA

Gráfico 5.9.
EE.UU. Empleo y precios de la vivienda
Variaciones reales



Fuente: FMI y OCDE

conjunto de variables que expliquen, en mayor o menor medida, la evolución de los precios en los todos los países durante todo el periodo de análisis. Esto puede deberse a que existen factores domésticos propios que afectan al mercado inmobiliario de cada país o a que factores comunes a todos los países varían su contribución a lo largo del tiempo.

En general, los niveles de los precios de las viviendas de un país están asociados, en mayor o menor grado, al nivel de renta real de las familias. Así, en la década actual, las viviendas de precios más elevados continúan estando en Japón o en EEUU, donde la renta per capita es mayor, mientras que los precios son inferiores en Grecia o Portugal, donde la renta es menor.

Los factores demográficos y los precios residenciales

Si bien la inversión en vivienda en el largo plazo está muy ligada a factores demográficos, la influencia de éstos en el corto y medio plazo a la hora de condicionar los precios inmobiliarios es limitada. En la mayoría de las economías desarrolladas se mantiene aún un ritmo creciente en el proceso de creación de hogares, lo que permite mantener una demanda potencialmente creciente por estos motivos. Sin embargo, si bien la evolución del número de hogares ha sido creciente en el tiempo, la de los precios de la vivienda presenta una escasa correlación con ella. Para que los nuevos hogares que se forman puedan acceder a una vivienda y transformarse así en demanda efectiva, es necesario que dispongan de un determinado nivel de ingresos, unas condiciones de financiación adecuadas y una oferta a precios asequibles, lo que lleva a que las variables demográficas se vean filtradas por las económicas.

En España, no existe una relación clara entre la evolución de las variables demográficas y la evolución de los precios residenciales. De hecho, hasta el año 2000, la evolución del precio de la vivienda ha estado más asociada a la evolución del empleo que a la de las variables demográficas, observándose crecimientos de precios residenciales en los años en los que aumentó el empleo y con correcciones en los precios en los años de destrucción de puestos de trabajo.

Empleo y precios residenciales

Históricamente, las variaciones de los precios residenciales han estado asociados a la evolución del empleo. En los últimos 30 años los precios de la vivienda y el empleo, tanto en EEUU como en Japón o los distintos países de la UE, han evolucionado de forma casi paralela: períodos de creación de empleo han estado asociados a períodos de aumentos de los precios de las viviendas, mientras que en años en los que se ha producido mayor o menor destrucción de empleo, los movimientos de los precios residenciales han sido de desaceleración e incluso de caída.

En este sentido, en los últimos diez años, los precios de las viviendas han aumentado más en aquellos países donde más ha aumentado el empleo, como es el caso de Irlanda, Grecia o España y se han estancado o descendido allí donde el empleo no ha mostrado dinamismo alguno o donde ha habido destrucción neta de empleo, como en el caso de Alemania, Austria o Japón. En algunos países, como en Holanda o Reino Unido, las revalorizaciones de estos últimos diez años han sido muy superiores a las producidas en el empleo.

En el caso de EEUU, hasta el año 1995, los precios residenciales y el empleo han evolucionado de forma muy similar produciéndose cierta disociación desde la segunda parte de la década de los noventa, cuando la fuerte creación de empleo no fue seguida de una revalorización proporcional de los inmuebles residenciales, que, por el contrario, comenzaron a repuntar de forma intensa en unos años en los que se produjo cierta destrucción de empleo. Esta evolución de los últimos diez años

sugiere que han cambiado los factores relevantes de este mercado y que, en los últimos años, la evolución de las condiciones monetarias ha jugado un papel más importante para la demanda residencial.

En Japón, sin embargo, el escaso dinamismo del mercado laboral de la década de los noventa ha afectado de forma intensa al mercado residencial, cuyos precios han continuado creciendo por debajo de la inflación desde comienzos de los noventa. A pesar de las favorables condiciones monetarias existentes en los últimos años, con tipos de interés reales negativos, el mercado residencial en Japón continúa sin despegar. Si se consolida el incipiente repunte del empleo y las condiciones financieras se mantiene tan favorables como las actuales, es posible que se produzca la recuperación del mercado inmobiliario en Japón en un plazo medio.

En el caso europeo, se puede observar, en los distintos países de la Unión, una similar evolución de precios residenciales y empleo, como lo ponen de manifiesto los datos del Reino Unido, Francia o Alemania. En este sentido, la gran heterogeneidad que se observa entre los mercados residenciales de la UE no es un obstáculo para que sean factores similares los que incidan, en mayor o menor grado, en la evolución de los precios inmobiliarios.

A partir del año 2001, sin embargo, en algunas de las economías occidentales comenzó a producirse una aceleración de los precios inmobiliarios en un momento en el que repuntaba el desempleo, por lo que existen otros factores distintos de los laborales que están afectando de forma significativa a la evolución de los precios en los últimos años.

Las condiciones de financiación y los precios residenciales

Las condiciones existentes para la financiación inmobiliaria también son un factor que afecta tanto a la demanda como a la oferta y, con ello, a la evolución de los precios residenciales. Esta relación entre condiciones de financiación y los precios de la vivienda, sin embargo, no ha sido tan clara a lo largo del tiempo. La disponibilidad de fondos suficientes, los plazos de amortización y, por último, los tipos de interés hipotecarios son las tres vertientes de las condiciones financieras.

Una característica general a las tres grandes áreas económicas es que, tras la apertura de sus sistemas financieros, el volumen de recursos destinados a la vivienda en los países desarrollados no ha sufrido restricciones significativas desde mediados de los ochenta. De hecho, desde comienzos de la presente década existe un elevado grado de liquidez en el sistema económico que, por primera vez, no se ha traducido en alzas de precios de los bienes de consumo y que está presionando las rentabilidades a la baja, volviendo más atractivas a las inversiones inmobiliarias y aumentando la deuda hipotecaria e incentivando la demanda.

En las últimas décadas, la evolución de los tipos de interés hipotecarios, una vez descontada la inflación, ha mostrado una tendencia similar en las economías más desarrolladas: crecientes hasta mediados de los ochenta y descendentes desde entonces. Además, las caídas de los tipos de interés están permitiendo que se alarguen los plazos de amortización de los créditos hipotecarios, con lo que se amplifican los efectos de los descensos de tipos sobre la capacidad de financiación de las familias. Este aumento de la capacidad de financiación de los hogares ha sido especialmente intenso en Irlanda y España, donde a los descensos de los tipos de interés se ha unido el importante aumento de la renta real de las familias para lograr que la capacidad financiera de las familias se haya multiplicado por tres.

Gráfico 5.10. **Japón: Empleo y precios de la vivienda**
Variaciones reales

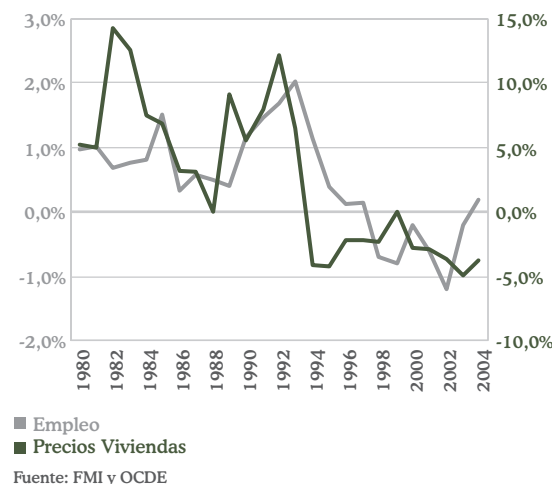


Gráfico 5.11. **Tipos de interés hipotecarios**
Descontada inflación

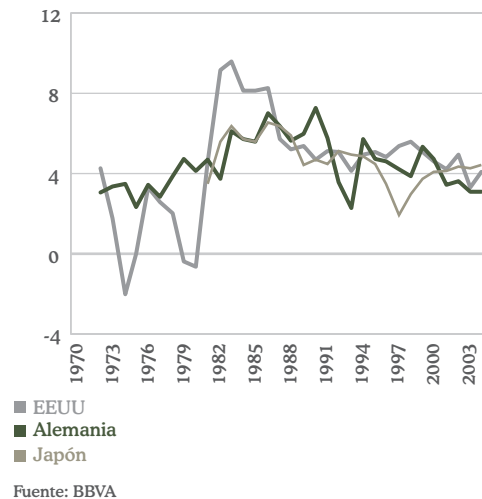


Gráfico 5.12. **Accesibilidad a la vivienda**
Esfuerzo sobre Salarial Bruto

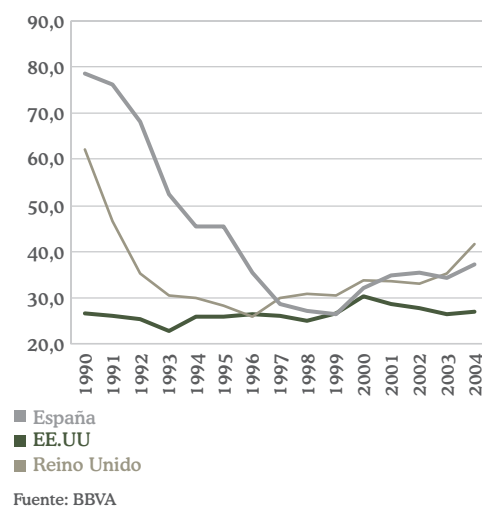


Gráfico 5.13.
España: correlaciones móviles de 10 años con los precios de la vivienda

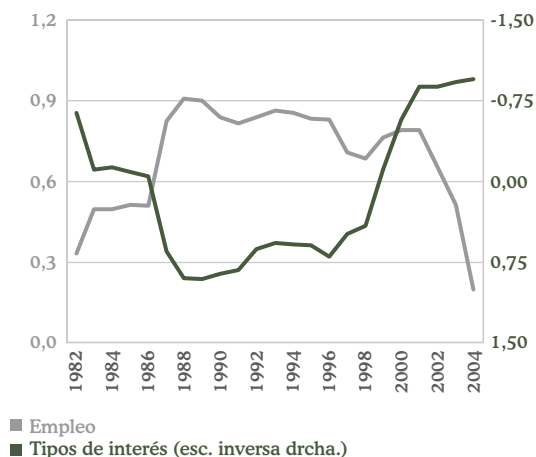
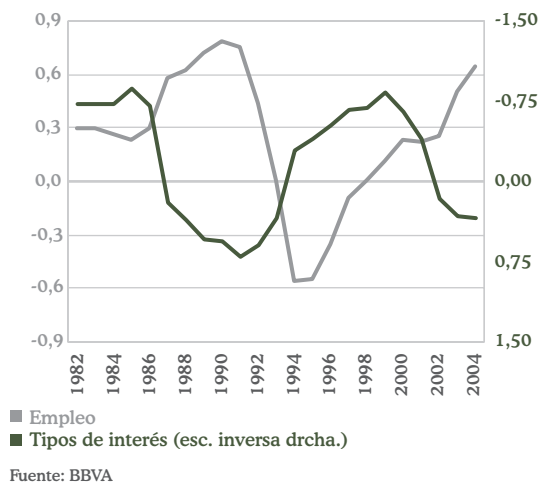


Gráfico 5.14.
Holanda: correlaciones móviles de 10 años con los precios de la vivienda



En general, salvo en Japón, desde finales de la pasada década, se han observado significativas mejoras en las condiciones existentes para la financiación hipotecaria, lo que ha facilitado el acceso a una vivienda en propiedad a los hogares. En términos históricos, desde mediados de los noventa, el esfuerzo de los hogares para la compra de una vivienda media, en relación con sus ingresos, se encuentra en unos porcentajes relativamente bajos, especialmente en los países europeos.

5.4. El cambio (parcial) de paradigma en la década actual

Si bien en la década pasada, el empleo fue el factor con mayor correlación con la evolución de los precios de las viviendas en la mayoría de las economías desarrolladas, en la década actual es la evolución de las condiciones financieras las que están incidiendo con mayor perseverancia en ellas.

Exceptuando Japón y Alemania, países donde se produjo un estancamiento tanto del empleo como de sus respectivos mercados inmobiliarios desde mediados de los noventa, en el resto de las economías, donde se ha observado cierto dinamismo económico, la caída en el empleo de principios de presente década no ha tenido una incidencia relevante en los mercados inmobiliarios. Bien al contrario, desde principios de la presente década se ha producido una importante revalorización de las viviendas, que ha sido más intensa allí donde las condiciones financieras más se han relajado.

Como se sintetiza en el cuadro 5.1. en el ámbito europeo, los factores que explican la evolución de los precios desde principios de la década están relacionados con el empleo (como en el caso de Portugal y Holanda, donde el proceso de destrucción de empleo de los últimos años ha llevado a una caída de los precios inmobiliarios), con el salario (como en Reino Unido) o con los tipos de interés y el volumen de crédito (como en Italia, Francia o Reino Unido).

En este sentido, un cambio de las condiciones financieras actuales tendrían un impacto mayor en los distintos mercados inmobiliarios desarrollados que en épocas pasadas. Impacto que ha comenzado a ser patente en las economías del área de la libra esterlina, donde los precios inmobiliarios se han moderado, incluso descendido en algunos lugares, tras las alzas que se produjeron en los tipos de interés de intervención por parte de sus Bancos Centrales.

Cuadro 5.1. Evolución de los precios de la vivienda

	1991-1997		1998-2004	
	Perfil precios	Factor con mayor coincidencia*	Perfil precios	Factor con mayor coincidencia*
España	caída y recuperación	Empleo	Aceleración y estabilización en el entorno del 14%	Tipos de interés y crédito
Portugal	oscilación entorno al 0% (-3%, máx. caída)	Empleo	Desaceleración y caídas cercanas al 3%	Empleo
Italia	caídas cercanas al 7%	Empleo	aceleración (7%) y estabilización (4%)	Empleo, tipos y crédito
Francia	caída (-4%) y recuperación	Empleo	Aceleración (8% en 2000) y estancamiento en el 6%	Tipos y crédito
R. Unido	caída y recuperación	Empleo	aceleración (15%)	Salarios, tipos y crédito
Holanda	aceleración	Empleo	Aceleración (17% en 2000), fuerte desaceleración y estancamiento en el 0%	Empleo

*Grado de correlación entre la variación de los precios relativos de la vivienda y la variación de la variable.
Fuente: BBVA

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:

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

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

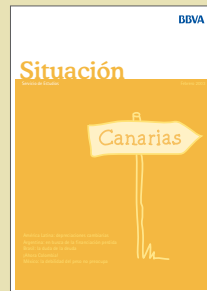
Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Escenarios Financieros: Maite Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

otras publicaciones



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

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

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