

## Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Grupo BBVA

2 de junio de 2009

### Principales mensajes

- Ante el **deterioro de la situación económica global**, las respuestas de política económica están siendo significativas y presentan un alto grado de coordinación. Aunque persisten las incertidumbres, el foco de atención pasará de la profundidad del ajuste a la duración
- La práctica totalidad de los mercados inmobiliarios de las **economías desarrolladas registran caídas** importantes de precios y cantidades
- El sector inmobiliario en **España**, a diferencia de la mayoría de los países europeos, se caracteriza por un importante **desequilibrio en actividad**, y no tanto en precios: el stock inmobiliario de vivienda nueva sin vender comenzará a decrecer a partir del primer trimestre de 2010 y llegará a los niveles alcanzados durante 2005 a finales de 2012
- Los **precios de la vivienda** tendrán una caída acumulada desde el máximo en el entorno de un 30%
- Las **medidas contracíclicas puestas en marcha por el Gobierno**, como el anuncio de la eliminación de la desgravación fiscal por compra de vivienda, podrían acelerar la recuperación del sector.

## Contenido

01. Economía global: de la profundidad a la duración y diferenciación

02. El ajuste inmobiliario a nivel internacional

- Un ajuste sincronizado
- Mejora la accesibilidad en todos los países

03. El ajuste inmobiliario en España tomará tiempo

04. Las medidas contracíclicas puestas en marcha

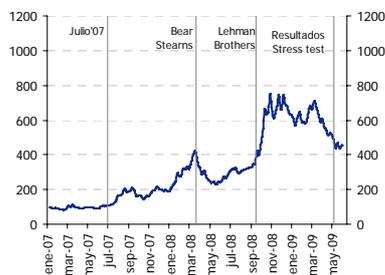
- Una comparación internacional
- El caso de las desgravaciones en España

## 01. Economía global: de la profundidad a la duración y diferenciación

Tres elementos caracterizan el escenario global

1.1 Las tensiones financieras se están reduciendo en los últimos meses, aunque permanecen en niveles muy altos en términos históricos

UEM: Indicador de Tensiones Financieras  
100 = enero-07



Fuente: Servicio de Estudios  
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa alemana, CDS bancarios, corporativos y CDS

EEUU: Indicador de Tensiones Financieras  
100 = enero-07



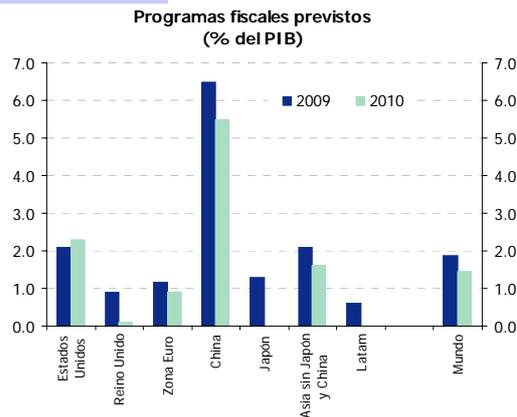
Fuente: Servicio de Estudios  
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos

El anuncio de los *stress tests* en EEUU ha supuesto una inflexión, pero las tensiones financieras persisten

## 01. Economía global: de la profundidad a la duración y diferenciación

1.2 Las políticas económicas puestas en marcha son de una magnitud nunca vista. Esto genera algunas incertidumbres, pero están contribuyendo a poner un límite a la profundidad del ajuste, aunque con diferencias entre áreas.

### POLITICA FISCAL



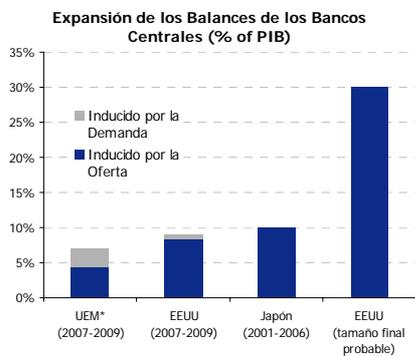
Las diferencias en la respuesta fiscal, clave para compensar la caída en la demanda, ayudarán a que la salida sea heterogénea por regiones

Estados Unidos y China han adoptado iniciativas fiscales mucho más decisivas, que comenzarán a dejarse sentir en la segunda mitad del año

## 01. Economía global: de la profundidad a la duración y diferenciación

1.2 Las políticas económicas puestas en marcha son de una magnitud nunca vista. Esto genera algunas incertidumbres, pero están contribuyendo a poner un límite a la profundidad del ajuste, aunque con diferencias entre áreas.

### POLITICA MONETARIA



Tras haber bajado tipos de interés hasta niveles mínimos se abordan políticas no convencionales.

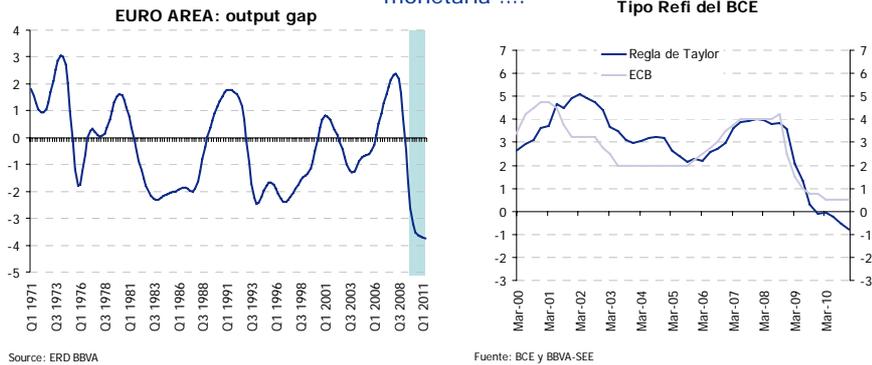
La expansión monetaria está siendo notable, aunque de nuevo con diferencias entre áreas. Europa se queda atrás...

## 01. Economía global: de la profundidad a la duración y diferenciación

1.2 Las políticas económicas puestas en marcha son de una magnitud nunca vista. Esto genera algunas incertidumbres, pero están contribuyendo a poner un límite a la profundidad del ajuste, aunque con diferencias entre áreas.

### POLITICA MONETARIA

... pese a que la reducción de la actividad implicaría más expansión monetaria ....



Servicio de Estudios de BBVA

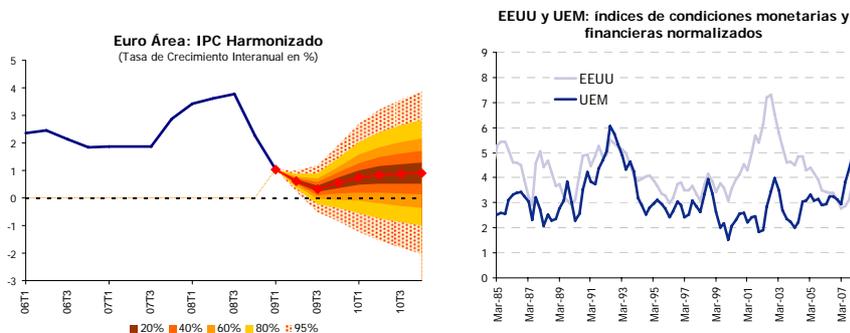
7

## 01. Economía global: de la profundidad a la duración y diferenciación

1.2 Las políticas económicas puestas en marcha son de una magnitud nunca vista. Esto genera algunas incertidumbres, pero están contribuyendo a poner un límite a la profundidad del ajuste, aunque con diferencias entre áreas.

### POLITICA MONETARIA

... a los riesgos a la baja en inflación y la presencia de condiciones monetarias restrictivas.



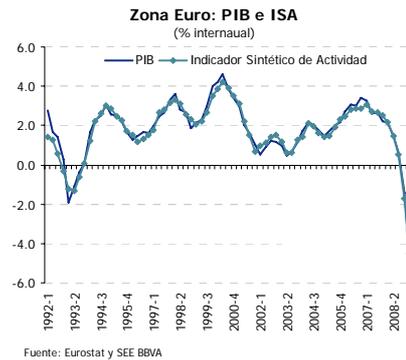
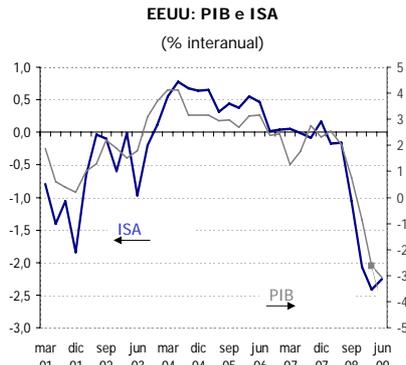
Servicio de Estudios de BBVA

8

## 01. Economía global: de la profundidad a la duración y diferenciación

1.3 La crisis ha tenido una dimensión global, pero hacia adelante las diferencias entre economías van a ser relevantes.

Los indicadores recientes muestran una estabilización en niveles bajos, pero la recuperación aún va a necesitar tiempo.



Servicio de Estudios de BBVA

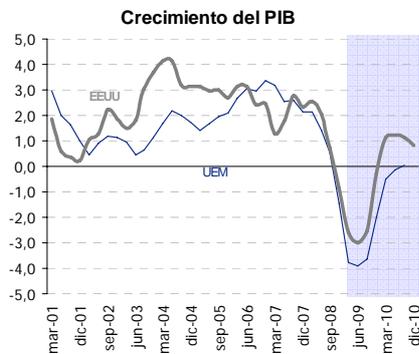
9

## 01. Economía global: de la profundidad a la duración y diferenciación

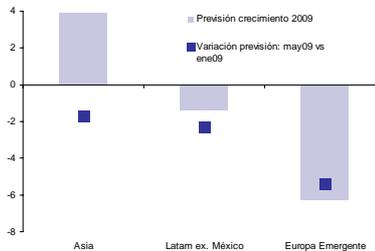
1.3 La crisis ha tenido una dimensión global, pero hacia adelante las diferencias entre economías van a ser relevantes.

EEUU irá por delante de Europa en la recuperación.

Los emergentes en su conjunto van a evitar el colapso, pero hay diferencias importantes entre regiones.



**Economías emergentes: Previsión de crecimiento 2009 y variación en la previsión desde enero**



Fuente: BERD y BBVA

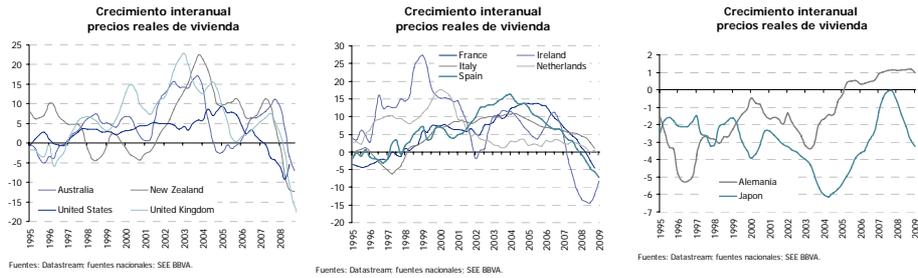
Servicio de Estudios de BBVA

10

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

### Ajuste sincronizado de precios, divergentes en actividad

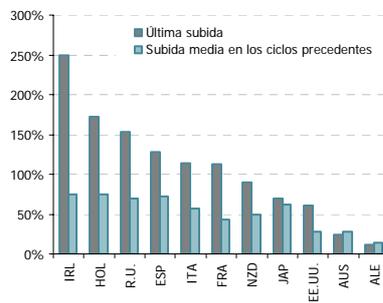
A partir de finales de 2008, los precios de vivienda registran tasas de crecimiento negativas en casi todas las economías avanzadas...



## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

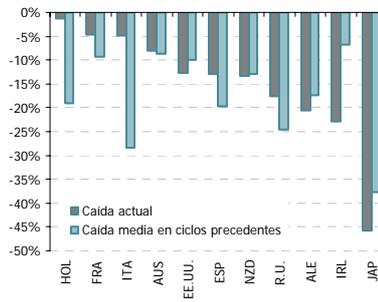
### Ajuste sincronizado de precios, divergente en actividad

#### Subidas en los precios reales de vivienda



Fuente: SEE BBVA.

#### Caidas en los precios reales de vivienda

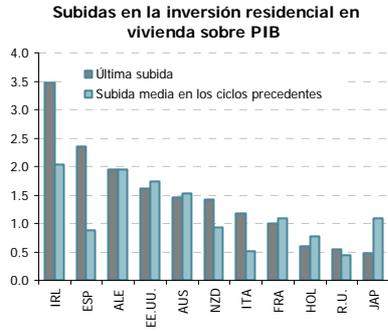


Fuente: SEE BBVA.

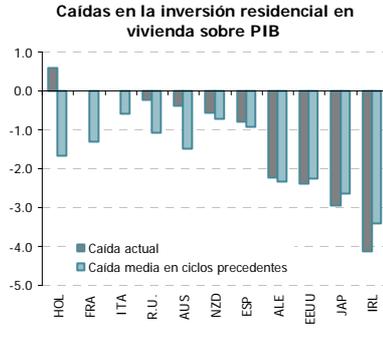
Existen diferencias significativas en el grado de ajuste entre países

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

### 2.1 Ajuste sincronizado de precios, divergentes en actividad



Fuente: SEE BBVA.



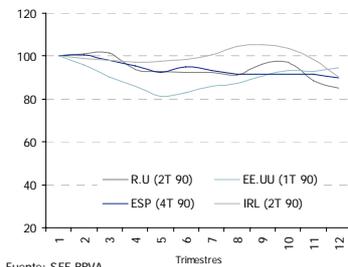
Fuente: SFF RRVA.

La caída sincronizada en los precios no se refleja tanto en la actividad...

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

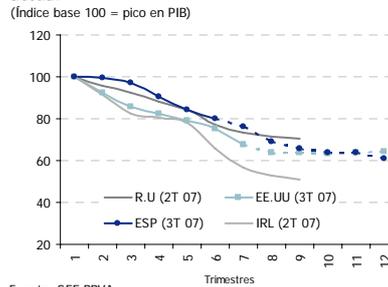
### Ajuste sincronizado de precios, divergentes en actividad

**Evolución tasas de inversión residencial, inicio 90**  
(Índice base 100 = pico en PIB)



Fuente: SEE BBVA.

**Evolución tasas de inversión residencial, ciclo actual**  
(Índice base 100 = pico en PIB)



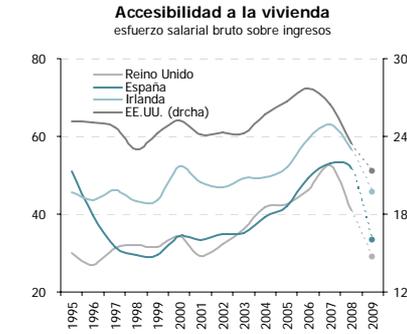
Fuente: SEE BBVA.

El ciclo actual es más intenso y más duradero

EE.UU. parece estar próximo a tocar fondo en actividad, los países como España van con más retraso

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

La accesibilidad como factor de soporte



Fuente: SEE BBVA.

Los niveles de accesibilidad a la vivienda están mejorando en todos los países que han experimentado una fuerte expansión del sector

Servicio de Estudios de BBVA

15

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

La accesibilidad como factor de soporte

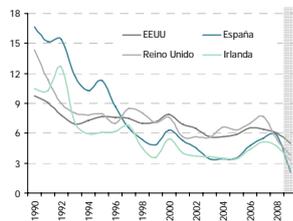
El esfuerzo a acceder a una vivienda depende de:

TIPOS DE INTERÉS

PRECIOS DE VIVIENDA

RENDA DISPONIBLE

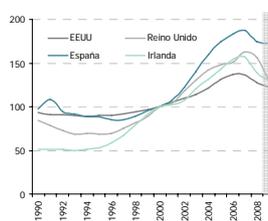
Tipos hipotecarios, nominales %



Fuente: Datos nacionales; SEE BBVA.

Hacia mínimos históricos

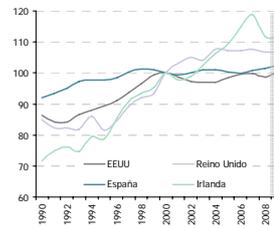
Precios reales de vivienda, 2000 = 100



Fuente: Datos nacionales; SEE BBVA.

Se ajustan a distinto ritmo

Renta bruta real, 2000 = 100



Fuente: Datos nacionales; SEE BBVA.

Se mantiene estable o sube ligeramente

Servicio de Estudios de BBVA

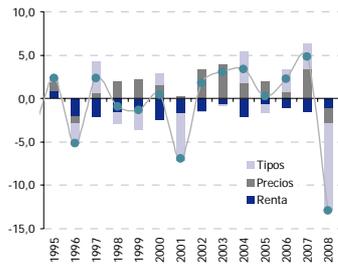
16

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

La accesibilidad como factor de soporte

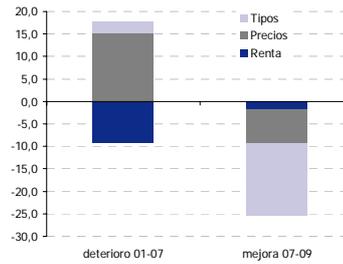
Reino Unido

Reino Unido: contribución al cambio en los niveles de accesibilidad, %



Fuente: SEE BBVA.

R.U.: Factores que contribuyen a los cambios en los niveles de accesibilidad



Fuente: SEE BBVA.

En el Reino Unido, la fuerte bajada de los tipos de interés es el factor más importante en la reducción del esfuerzo para acceder a una vivienda

Servicio de Estudios de BBVA

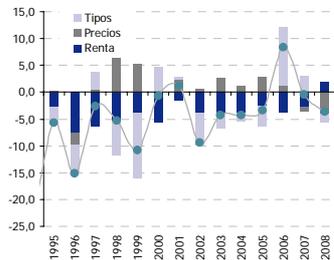
17

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

La accesibilidad como factor de soporte

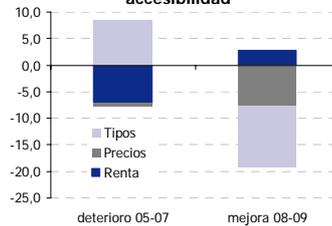
Irlanda

Irlanda: contribución al cambio en los niveles de accesibilidad, %



Fuente: SEE BBVA.

Irlanda: Factores que contribuyen a los cambios en los niveles de accesibilidad



Fuente: SEE BBVA.

En Irlanda la bajada de los tipos y de los precios viene parcialmente compensada por una contracción de la renta disponible

Servicio de Estudios de BBVA

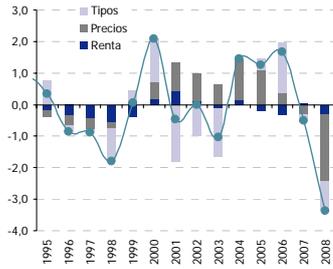
18

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

La accesibilidad como factor de soporte

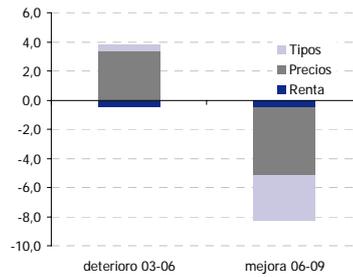
EE.UU.

EEUU: contribución al cambio en los niveles de accesibilidad, %



Fuente: SEE BBVA.

EE.UU.: Factores que contribuyen a los cambios en los niveles de accesibilidad



Fuente: SEE BBVA.

La evolución de los precios es la que más pesa en los cambios de la accesibilidad en EE.UU.

Servicio de Estudios de BBVA

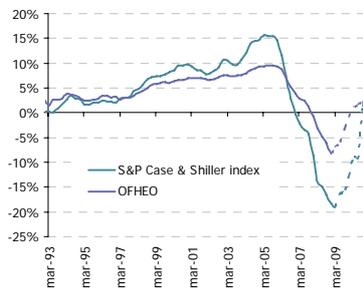
19

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

La accesibilidad como factor de soporte

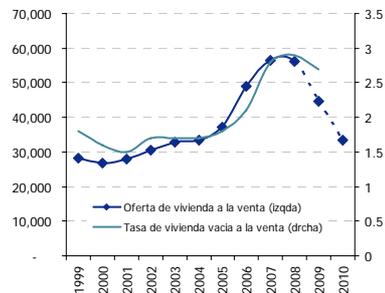
EE.UU. : El ajuste del sector

EE.UU: Evolución de los precios de vivienda



Fuente: Datastream: SEE BBVA.

Evolución de la oferta de vivienda en EE.UU



Fuente: Censo: SEE BBVA.

El ajuste de los precios continúa ...

... hasta completar la absorción del exceso de vivienda sin vender en el mercado

Servicio de Estudios de BBVA

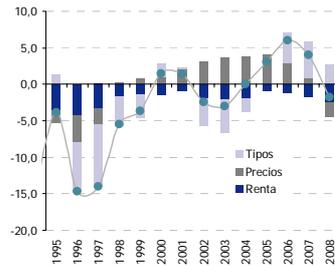
20

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

### La accesibilidad como factor de soporte

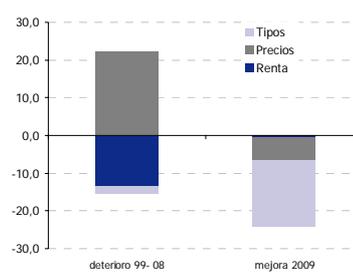
#### España

España: contribución al cambio en los niveles de accesibilidad, %



Fuente: SEE BBVA.

España: Factores que contribuyen a los cambios en los niveles de accesibilidad



Fuente: SEE BBVA.

En España será la caída de los tipos de interés la que más afectará a la accesibilidad

## 02. Los ajustes del sector inmobiliario aún van a requerir tiempo a nivel global

### La accesibilidad como factor de soporte

#### España

Accesibilidad a la vivienda en España  
Esfuerzo sobre ingresos ponderados ajustados por la fiscalidad, %



Fuente: SEE BBVA

También nuestro indicador de accesibilidad neta apunta a una mejora significativa

### 03. Y también en España

Se intensifica el ajuste

Previsiones de precios nominales de vivienda



Fuente: SEE BBVA.

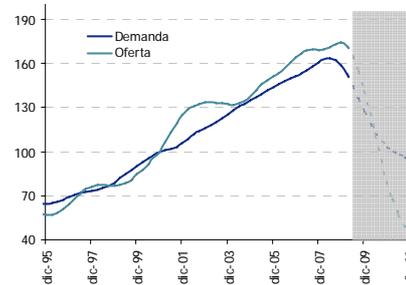
El ajuste a la baja de los precios se hace más profundo para dar salida al exceso de oferta...

### 03. Y también en España

Se intensifica el ajuste

Los desequilibrios en cantidades persisten, mientras la oferta sigue a la caída de la demanda

Demanda y Oferta de vivienda  
media móvil 4 trimestres, 2000=100

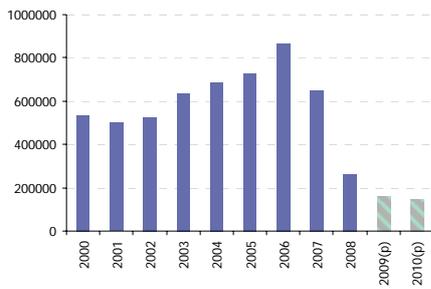


Fuente: SEE BBVA.

### 03. Y también en España

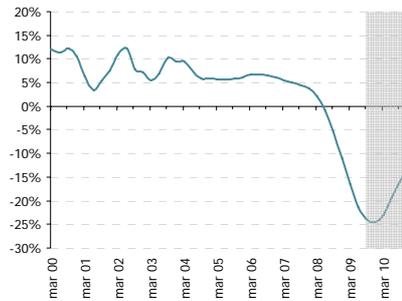
#### Se intensifica el ajuste

**Visados de obra nueva**  
sumas anuales



Fuente: SEE BBVA con datos del Ministerio de Fomento.

**Previsiones inversión en vivienda**  
T. Crec. Interanual, media móvil 4 trimestres



Fuente: SEE BBVA.

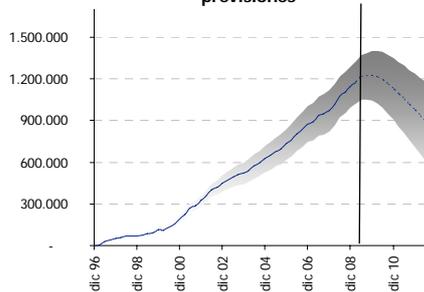
Fuerte contracción de la actividad en vivienda, se visarán menos de 200.000 viviendas en 2009 y 2010

La demanda también se contrae durante todo 2009

### 03. Y también en España

#### Se intensifica el ajuste

**Estimación de sobreoferta de vivienda nueva, previsiones**



Fuente: SEE BBVA

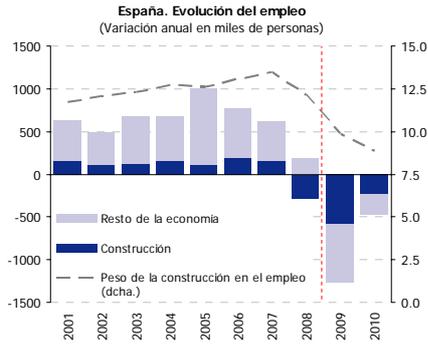
La sobreoferta de vivienda sigue tendiendo lentamente hacia su nivel de equilibrio: el exceso de vivienda en el mercado sólo empezará a absorberse a partir del 1T10

### 03. Y también en España

#### Empleo y vivienda: un círculo complicado

#### Efecto directo del deterioro del sector inmobiliario sobre el empleo

La construcción continuará siendo el principal sector responsable de la destrucción de empleo en España



En el período 2009-2010, un 46,8% de la disminución total del empleo estará causada por el sector...

..., lo que provocará que el peso de la construcción en el empleo continúe reduciéndose desde el 13,3% en 2007 hasta el 8,7% en 2010

Fuente: INE y SEE BBVA

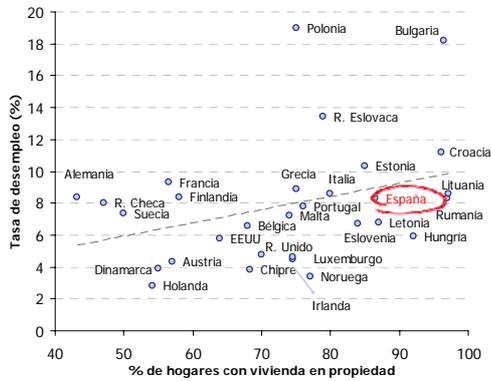
### 03. Y también en España

#### Empleo y vivienda: un círculo complicado

#### Además del efecto directo, podría existir un efecto indirecto

Disponer de una vivienda en propiedad podría limitar la movilidad laboral, lo que implicaría que países con un mayor peso de la propiedad de vivienda exhibirían una mayor tasa de desempleo

Tasa de desempleo vs porcentaje de hogares con vivienda en propiedad.  
(Varios años)



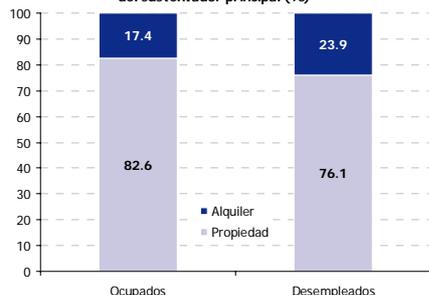
Fuente: European Mortgage Federation, Eurostat y SEE BBVA

### 03. Y también en España

#### Empleo y vivienda: un círculo complicado

En España, la evidencia reciente indica que la relación (no condicionada) entre el peso de la vivienda en propiedad y la tasa de desempleo ha sido negativa

España. Régimen de tenencia de vivienda según situación laboral del sustentador principal (%)



Fuente: INE y SEE BBVA

EPF 2006

El peso de la vivienda en propiedad es mayor entre los ocupados (un 82,6%) que entre los desempleados (76,1%)

La probabilidad de adquisición de vivienda por parte de un individuo ocupado será mayor dado que **tener empleo**:

- **Incrementa su renta permanente**, lo que favorece la compra de bienes duraderos
- **Facilita la obtención de financiación**

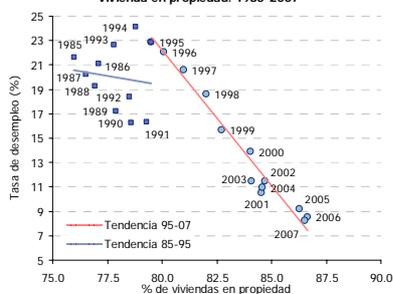
### 03. Y también en España

#### Empleo y vivienda: un círculo complicado

En España, la evidencia reciente indica que la relación (no condicionada) entre el peso de la vivienda en propiedad y la tasa de desempleo ha sido negativa

Desde mediados de la década de los 90, la relación entre el porcentaje de propietarios y la tasa de desempleo es negativa

España. Tasa de desempleo vs porcentaje de hogares con vivienda en propiedad. 1985-2007

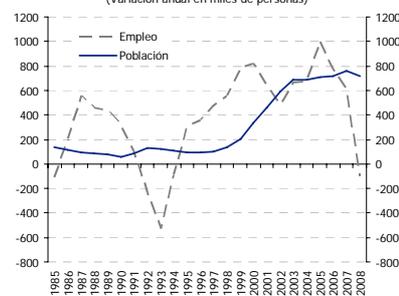


Fuente: INE, Ministerio de Vivienda y SEE BBVA

Causas:

- Magnitud del choque demográfico
- Intensa creación de empleo

España. Crecimiento demográfico y creación de empleo (Variación anual en miles de personas)



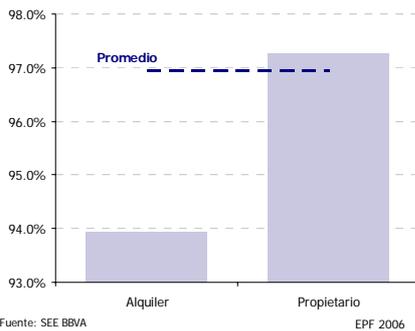
Fuente: AMECO, INE y SEE BBVA

### 03. Y también en España

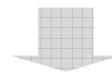
#### Empleo y vivienda: un círculo complicado

Cuando se condiciona a las restantes variables que pueden afectar a la situación laboral de un individuo y a su régimen de tenencia de vivienda, se obtiene que el efecto de ser propietario sobre la probabilidad de estar ocupado es positivo ...

España. Probabilidad predicha de que el individuo medio esté ocupado según su régimen de tenencia de vivienda



Cuando se calcula la probabilidad predicha de que dos individuos que tan sólo se diferencian en el régimen de tenencia de su vivienda se encuentren ocupados, se obtiene que el **individuo propietario** tiene una **probabilidad 3,3 pp mayor de estar ocupado que el inquilino**



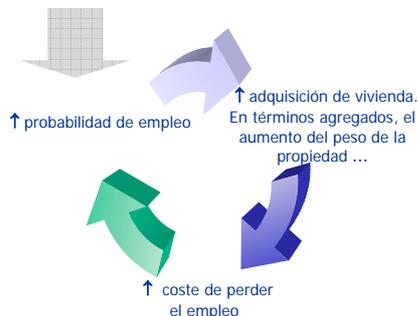
El mayor coste de perder el empleo para los ocupados hipotecados incrementa su compromiso con el mercado laboral y, por lo tanto, su probabilidad de permanecer en la ocupación.

### 03. Y también en España

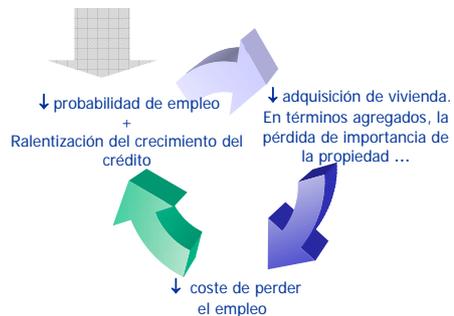
#### Empleo y vivienda: un círculo complicado

¿Cuáles pueden ser las consecuencias de la caída de la actividad económica sobre la composición del régimen de tenencia de vivienda en España?

Cuando la economía crece:



Cuando la actividad económica se deteriora:



**Retroalimentación de los efectos cruzados entre empleo y propiedad**

Implementación de medidas destinadas a **fomentar el alquiler de vivienda en detrimento de la adquisición** podría haber contribuido a **suavizar el ciclo**, tanto el inmobiliario como su interacción con el proceso de destrucción de empleo

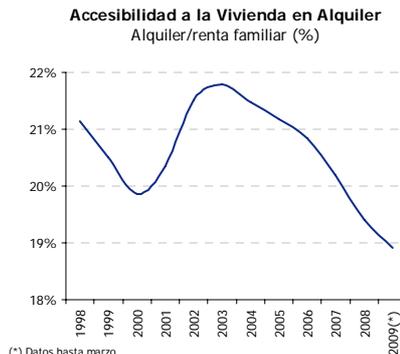
### 03. Y también en España

El alquiler como mecanismo de suavización del ciclo

**La ralentización del crecimiento del precio de la vivienda en alquiler favorece la mejora de la accesibilidad a la misma**



Fuente: SEE BBVA a partir de BdE



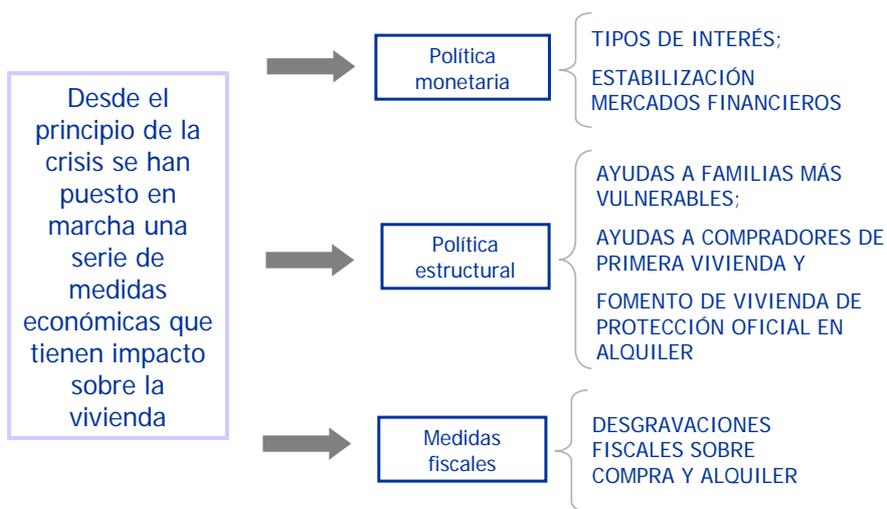
(\*) Datos hasta marzo Fuente: SEE BBVA

Otros factores también contribuyen: incremento de la oferta de vivienda en alquiler, mejora relativa de la fiscalidad, entorno económico incierto, etc.

Servicio de Estudios de BBVA

33

### 04. Medidas contracíclicas para acelerar la recuperación



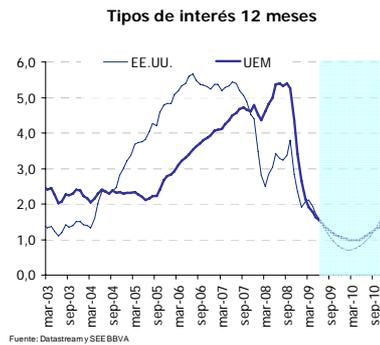
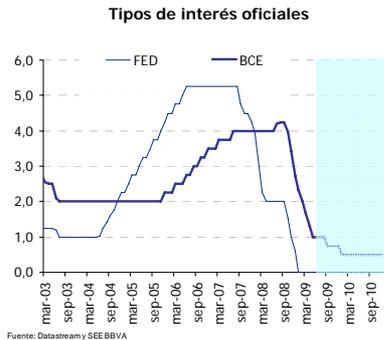
Servicio de Estudios de BBVA

34

## 04. Medidas contracíclicas para acelerar la recuperación

### Medidas de política monetaria

Las reacciones de política monetaria en Europa como en EEUU han llevado los tipos a mínimos históricos... aunque con distintas velocidades

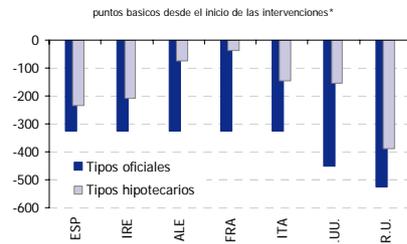


## 04. Medidas contracíclicas para acelerar la recuperación

### Medidas de política monetaria: resultados

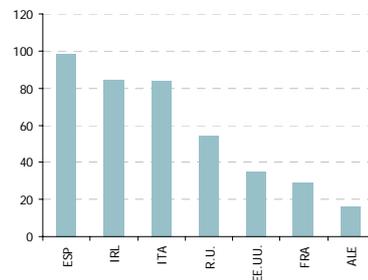
...y se han transmitido a los tipos hipotecarios con distinta magnitud entre países

#### Tipos oficiales y tipos hipotecarios de referencia



Nota: Tipos hipotecarios: España, Irlanda, Reino Unido, Italia, tipo variable sobre nuevas operaciones. Alemania, Francia, tipo fijo a 10 años. EE.UU. tipo hipotecario fijo a 30 años.  
\* Reserva Federal (nov-07); Banco de Inglaterra (dic-07); BCE (oct 08).  
Fuente: BCE; Datastream; SEE BBVA.

#### Porcentaje de hipotecas a tipo variable



Fuente: Federación Hipotecaria Europea; OCDE.

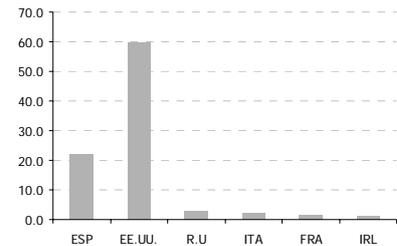
En España el efecto ha sido significativo debido en parte al peso comparativamente elevado de las hipotecas a tipo variable

## 04. Medidas contracíclicas para acelerar la recuperación

### Medidas específicas

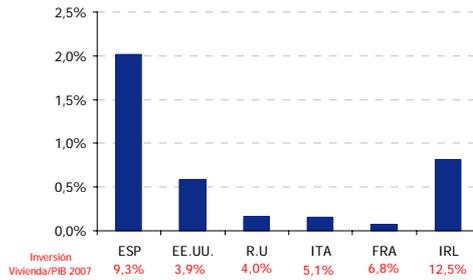
En España la cantidad presupuestada para la recuperación del sector alcanza el 2% del PIB, más que en los restantes países analizados

**Ayudas al sector inmobiliario: presupuestos en miles de millones de euro**



Nota: los niveles representan el total de los presupuestos de apoyo hacia el sector. Incluyen, ayudas a la construcción, VPO, alquiler y rehabilitación como también medidas específicas de cada país. No se incluyen los efectos de gasto indirectos por ventajas fiscales.  
Fuentes: Ministerios de Vivienda; fuentes nacionales: SEE BBVA.

**Ayudas al sector inmobiliario: presupuestos en % PIB**



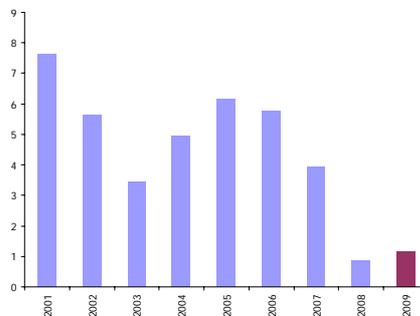
Nota: los porcentajes representan el total de los presupuestos de apoyo hacia el sector. Incluyen, ayudas a la construcción, VPO, alquiler y rehabilitación como también medidas específicas de cada país. No se incluyen los efectos de gasto indirectos por ventajas fiscales.  
Fuentes: Ministerios de Vivienda; fuentes nacionales: SEE BBVA.

## 04. Medidas contracíclicas para acelerar la recuperación

### Medidas específicas

En particular, medidas como el Plan de inversión local reactivarán la construcción no residencial en lo que queda de año.

**España: Construcción no residencial**  
(Tasa de crecimiento interanual, %)



Fuente: INE y SEE BBVA

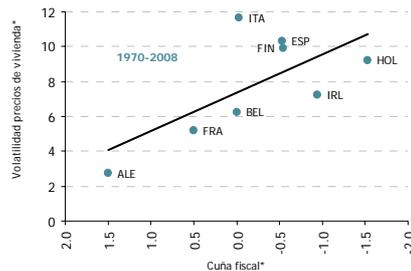
## 04. Medidas contracíclicas para acelerar la recuperación

### El papel de las desgravaciones fiscales en el mercado de la vivienda

La existencia de un régimen fiscal favorable a la compra conlleva tres efectos de distorsión en el mercado de la vivienda:

1. Favorece la inversión en vivienda respecto a otros activos
2. Incrementa los precios de vivienda: Favorece a los compradores con más ingresos
3. Penaliza el alquiler de vivienda y la movilidad laboral

Correlaciones entre cuñas fiscales y volatilidad en los precios de vivienda



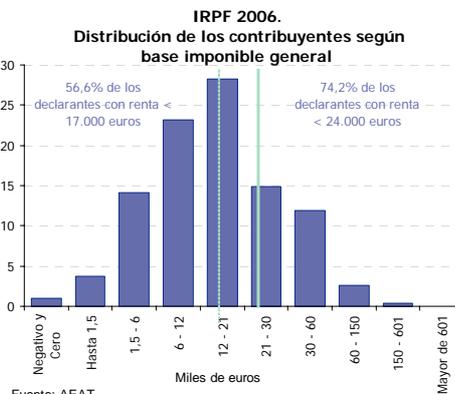
\* Diferencia entre el coste de uso de una vivienda con y sin desgravaciones fiscales. Un valor negativo implica un mayor incentivo fiscal para la compra de vivienda.  
 \*\* Desviación media porcentual de la tendencia en los precios reales.  
 Fuente: OCDE; SEE BBVA.

## 04. Medidas contracíclicas para acelerar la recuperación

### El papel de las desgravaciones fiscales en el mercado de la vivienda

¿A quiénes afecta la eliminación de las desgravaciones fiscales por vivienda a partir del 1 de enero 2009?

Los contribuyentes con renta < 24.000 euros (un 74% del total) continuarían beneficiándose de la deducción



Fuente: AEAT

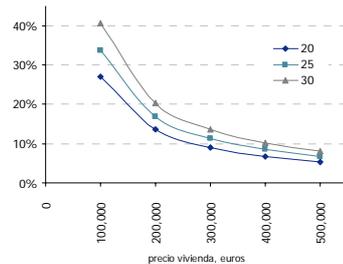
## 04. Medidas contracíclicas para acelerar la recuperación

### El papel de las desgravaciones fiscales en el mercado de la vivienda

Los factores más importantes que afectan a la decisión entre comprar hoy o una vez que la deducción sea eliminada (1 enero 2011) son:

- El precio de la vivienda
- Los plazos de las hipotecas

Bajada equivalente del precio de vivienda, por plazo de la hipoteca



\* Hipoteca con un LTV = 80%; tipo hipotecario = 4%.  
Fuente: SEE BBVA.

Por tanto, son los compradores de viviendas más baratas y a mayor plazo los más beneficiados por las desgravaciones. Y este efecto se mantendrá dado que es a ellos a quien no se elimina la deducción fiscal.

## 04. Medidas contracíclicas para acelerar la recuperación

### El papel de las desgravaciones fiscales en el mercado de la vivienda

Aunque este tipo de medidas suelen tomarse durante fases crecientes de los precios, la iniciativa va en la dirección correcta, aun cuando estas medidas dado que enfrentan algunos trade-off, pueden tener diseños alternativos en algunos aspectos.

- Los límites de renta



- La discriminación puede generar distorsiones en las declaraciones de la renta y por tanto en los tipos marginales efectivos

- Plazo de aplicación



- Posponer hasta 2012 la eliminación de la deducción podría frenar el ajuste de los precios, pero daría más espacio a que la situación económica haya mejorado sustancialmente en esa fecha.

## 04. Medidas contracíclicas para acelerar la recuperación

### El papel de las desgravaciones fiscales en el mercado de la vivienda

Además de las medidas de fomento del alquiler tomadas con anterioridad, el plan del Gobierno contempla:

- Equiparación de los umbrales para la deducción de los pagos de alquiler y de compra
- El arrendador podrá deducir hasta el 60% de las rentas (100% con arrendatario de menos de 35 años)

Estas medidas tendrán un impacto positivo, pues el mercado de alquiler es clave para la absorción del stock de vivienda nueva sin vender en una fase de precios decrecientes y entorno económico desfavorable

Otras medidas desarrolladas, como la agilización de los trámites de desahucio, el apoyo a la reconversión de viviendas destinadas a la venta deberían tener un efecto en el mercado de alquiler

## Principales mensajes

- Ante el **deterioro de la situación económica global**, las respuestas de política económica están siendo significativas y presentan un alto grado de coordinación. Aunque persisten las incertidumbres, el foco de atención pasará de la profundidad del ajuste a la duración
- La práctica totalidad de los mercados inmobiliarios de las **economías desarrolladas registran caídas** importantes de precios y cantidades
- El sector inmobiliario en **España**, a diferencia de la mayoría de los países europeos, se caracteriza por un importante **desequilibrio en actividad**, y no tanto en precios: el stock inmobiliario de vivienda nueva sin vender comenzará a decrecer a partir del primer trimestre de 2010 y llegará a los niveles alcanzados durante 2005 a finales de 2012
- Los **precios de la vivienda** tendrán una caída acumulada desde el máximo en el entorno de un 30%
- Las **medidas contracíclicas puestas en marcha por el Gobierno**, como el anuncio de la eliminación de la desgravación fiscal por compra de vivienda, podrían acelerar la recuperación del sector.

**BBVA**

## **Situación Inmobiliaria**

Servicio de Estudios Grupo BBVA

2 de junio de 2009