

Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Diciembre 2009



El exceso de oferta en la construcción residencial sigue marcando el ritmo de la actividad ...

... pero la corrección en precios pendiente es significativa

A medio plazo se reafirma la estimación de una demanda potencial de vivienda en torno a 400.000

Indice

Fecha de cierre: 11 de Diciembre de 2009

1. En resumen	2
2. Los ajustes en curso de la economía española condicionan el inicio de la recuperación	4
3. El ajuste del sector de la construcción todavía no ha tocado fondo	7
Recuadro 1. "El ajuste de los precios de vivienda: un desglose a nivel provincial"	10
Recuadro 2. "El papel de la rehabilitación de edificios"	12
Recuadro 3. "El sector inmobiliario no residencial en Estados Unidos"	14
Recuadro 4. "El efecto de las infraestructuras sobre el crecimiento en América Latina"	17
3.1 La demanda de vivienda potencial en el nuevo equilibrio del mercado residencial en España	20
4. Crecimiento salarial y destrucción de empleo en el sector de la construcción	24
5. Efectos del redimensionamiento de la capacidad productiva del sector construcción en los países desarrollados	30
Resumen de indicadores del mercado de la vivienda en España, EE.UU. y Emergentes	38
En revistas anteriores...	39

Han elaborado esta publicación:

Ana Rubio	34 91 374 3342	arubiog@grupobbva.com
Michela Scatigna	34 91 374 0182	michela.scatigna@grupobbva.com
Juan Ramón García	34 91 374 3339	juanramon.gl@grupobbva.com
Marta García	34 91 374 6761	marta.garcia.tunon@grupobbva.com
Luis Víctor Ginés	34 91 374 8266	luisvictor.gines@grupobbva.com
Macarena Ruesta	34 91 374 3321	esperanza.ruesta@grupobbva.com
Ignacio San Martín	1 713 881 0620	Ignacio.Sanmartin@bbvacompass.com
Javier Alonso	34 91 537 6765	javier.alonso.meseguer@grupobbva.com
Rodrigo Falbo	34 91 537 3977	rodrigo.falbo@grupobbva.com
Alejandro Fernández	34 91 374 9924	alejandro.fernandez.cerezo@grupobbva.com
Jorge Rodríguez-Vález	34 91 537 4890	jorge.rv@grupobbva.com

Consejo de redacción:

José Luis Escrivá, Mayte Ledo, Jon Bilbao, Carlos Deprit, Luis Odriozola, Rafael de Vicente.

Disponible en la web:

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

1. En resumen

Las perspectivas económicas mundiales mejoran, aunque las incertidumbres sobre la recuperación son significativas

Desde la última edición de esta publicación, la economía mundial ha experimentado una mejora significativa, que ha permitido dejar atrás la sensación de caída libre vigente desde finales de 2008 para dar paso a una situación de relativa estabilidad y, en algunos casos, de crecimiento moderado. El origen del cambio radica fundamentalmente en las excepcionales medidas de estímulo público adoptadas por la mayor parte las economías, tanto de tipo monetario como fiscal. Por tanto, el principal riesgo al que se enfrenta la recuperación es la retirada prematura de los planes de estímulo, sobre todo en las economías más avanzadas, y en la incertidumbre sobre si el gasto privado podrá sustituir al gasto público tras dicha retirada.

Los ajustes que está afrontando la economía española condicionan su recuperación a corto plazo

También en España se ha moderado el deterioro de la economía durante los dos últimos trimestres, dejando atrás las cifras de fuertes caídas del PIB y del empleo que se observaron en la parte inicial de 2009, en parte por un uso más intensivo de las políticas fiscales contracíclicas que en Europa. Sin embargo, el ritmo de mejora paulatina en los indicadores, que se venía observando desde la primavera, parece haberse ralentizado en los datos más recientes. A futuro, tanto la demanda externa, condicionada por la lenta recuperación de nuestros socios comerciales, como la demanda interna, permanecerán en niveles reducidos durante 2010. La debilidad de la demanda interna en 2010 se justifica por una serie de factores de ajuste pendientes, como el desapalancamiento del sector privado y la reducción de las necesidades de financiación de la economía, el redimensionamiento del sector inmobiliario, el mal funcionamiento del mercado laboral y el alto desempleo estructural o el ajuste en las cuentas públicas que se iniciará en 2010.

En el sector inmobiliario, la construcción de vivienda se reduce en línea con la sobreoferta, pero el sector no residencial no ha comenzado a ajustarse

En este contexto, el sector de la construcción español en su conjunto lleva más de un año y medio contrayéndose. Un análisis desagregado entre el residencial y el no residencial apunta hacia un ajuste significativamente mayor en el primero, mientras que el sector no residencial aún no ha mostrado signos evidentes de contracción, debido en parte al apoyo de las políticas económicas. Sin embargo, en países donde el ajuste inmobiliario está más avanzado, como en Estados Unidos, el sector no residencial se ha deteriorado ya intensamente. Por tanto, es probable que durante los próximos trimestres la actividad no residencial se contraiga, sobre todo una vez que los planes de apoyo del gobierno se agoten.

El sector de la vivienda, que es el que más ha crecido durante la última fase expansiva, y a pesar de la mejora de algunos de sus indicadores, sigue presentando importantes desequilibrios en cantidades y una importante sobreoferta, lo que continuará ejerciendo presión a la baja sobre los precios. La oferta de nueva vivienda se ha adaptado con agilidad a este escenario, situándose en niveles mínimos. Además, la evolución de la inversión, de la producción y del valor añadido de la construcción muestra que este proceso de ajuste

todavía no ha tocado fondo. Frente a esta contracción, la demanda ha mostrado una ligera contención de su descenso durante los meses del verano.

Varios factores apoyan la tesis de que aún no se haya tocado fondo en el ajuste del sector. En primer lugar, aún no se ha absorbido la sobreoferta de vivienda nueva, y este proceso no comenzará hasta el primer trimestre del año que viene. Segundo, la corrección de precios ha sido reducida hasta ahora cuando se compara con ajustes anteriores tanto en términos de magnitud (un 10% en términos reales desde el máximo), como de duración (seis trimestres), y tras un aumento muy significativo en el último ciclo expansivo. Tercero, la mejora del esfuerzo familiar ha sido menor que en otros países, como Estados Unidos. Por último, la confianza de los consumidores sigue en niveles reducidos, lo que les lleva a postergar decisiones de compra importantes, como la adquisición de una vivienda.

En este marco de oferta de nueva vivienda en niveles mínimos, el comportamiento de los visados de reforma de vivienda es más positivo, pues en el tercer trimestre se visaron un 18% más reformas que el mismo período del año anterior. De hecho, esta evolución se ve apoyada por las actuaciones de política económica que pretenden hacer de la rehabilitación uno de los motores de la recuperación, por ser una actividad intensiva en mano de obra y con escaso impacto medioambiental. Tanto el Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación como el anteproyecto de Ley de Economía Sostenible incluyen iniciativas de este tipo.

Este ajuste y posterior recuperación del sector constructor tendrá repercusiones claras sobre el mercado laboral español. Hasta ahora, la caída de la demanda de trabajo del sector se ha traducido en una intensa contracción del empleo pero no en una moderación salarial. Las principales causas de este hecho son el cambio en la composición de los ocupados en el sector, provocado por la destrucción de empleos menos productivos y peor remunerados, y, en menor medida, la existencia de rigideces salariales a la baja comparativamente elevadas. A futuro, se prevé que el incipiente ajuste salarial continúe.

Recuperada la normalidad, habrá una demanda potencial de vivienda de alrededor de 400.000 unidades al año

Tras completar su ajuste, el sector inmobiliario español deberá converger hacia un tamaño más sostenible, donde se materializará una demanda de vivienda potencial en línea con sus fundamentales en un equilibrio de medio-largo plazo. Para estimar ese nivel de equilibrio, se han utilizado las proyecciones de la tasa de natalidad, la tasa de mortalidad, los flujos de inmigrantes y la demanda de viviendas vacacionales. El análisis arroja una demanda potencial de vivienda de alrededor de 400.000 unidades al año una vez que el mercado retorne a la normalidad.

Gráfico 1.
España: crecimiento del PIB

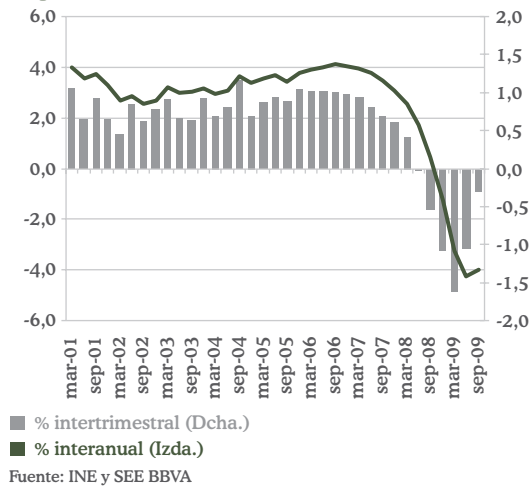


Gráfico 2.
Impulso fiscal
(% del PIB)

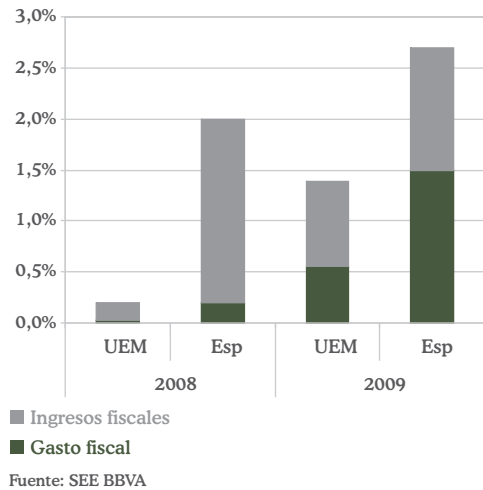
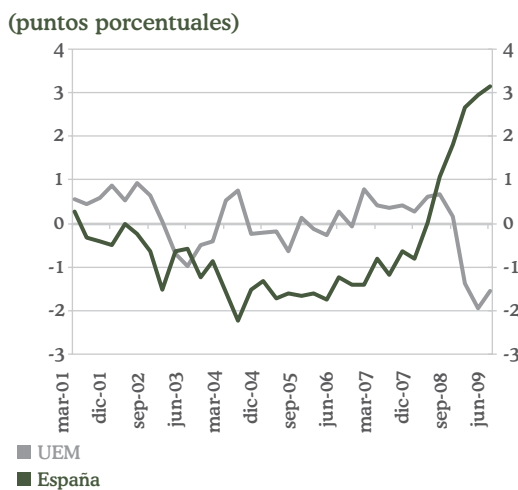


Gráfico 3.
Contribuciones del sector exterior al crecimiento anual del PIB (puntos porcentuales)



2. Los ajustes en curso de la economía española condicionan el inicio de la recuperación

Como en el resto de economías, en España se modera el ritmo de contracción ...

A lo largo del segundo y tercer trimestre del año, la economía española ha ido mostrando un patrón de menor deterioro de su actividad económica, dejando atrás las cifras de fuertes caídas del PIB y del empleo que se observaron en la parte inicial de 2009. Efectivamente, tanto en el segundo (-1,1%) como en el tercer trimestre del año (-0,3%), el PIB se contrajo a un ritmo cada vez menor que el registrado entre enero y marzo (-1,6%). Por tanto, la economía española no fue ajena al giro hacia tasas menos negativas que experimentaron el resto de economías de nuestro entorno. Sin embargo, la reducción del ritmo de caída en España ha sido más suave, por contraste con la más vigorosa de otros países europeos, algunos de los cuales incluso mostraron cifras positivas de crecimiento en su PIB; y ello, pese al elemento diferencial positivo que sobre la economía española supuso el Fondo Estatal de Inversión Local (FEIL) y el positivo comportamiento de las exportaciones netas, que en España contribuyeron notablemente a compensar parte de la caída en la demanda interna.

Los indicadores parciales de coyuntura con datos disponibles hasta el cierre de esta publicación muestran, en general, que la tendencia hacia la mejoría estaría manteniéndose. No obstante lo anterior, es necesario precisar, por una parte, que no todos los segmentos de la economía presentan un comportamiento similar, ya que algunos muestran más robustez en su recuperación. Por otra parte, el ritmo de mejora paulatina en los indicadores, que se venía observando desde la primavera, parece, en general, haberse ralentizado en los datos más recientes.

Particularmente este último rasgo es característico del consumo. Los indicadores de confianza del consumidor han experimentado una senda de mejoría clara, pero esta senda no se ha visto acompañada con igual intensidad por la recuperación en los indicadores de gasto de los hogares, a excepción de aquellos afectados por estímulos fiscales, como es el caso singular del automóvil y el llamado Plan 2000E. La inversión empresarial, por su parte, estaría mostrando un tono algo menos negativo que en trimestres anteriores, aunque todavía seguiría condicionada tanto por la incertidumbre como por la capacidad de las empresas para financiar nuevos proyectos de inversión. Por lo que respecta a la inversión en vivienda, a lo largo de los dos últimos trimestres la demanda habría ralentizado significativamente su caída, dada la mejora en la accesibilidad, al tiempo que el ajuste de la oferta se estaría intensificando. Finalmente, el sector exterior se estaría mostrando más dinámico de lo esperado hace apenas unos meses. Mención aparte merece el mercado laboral. Su evolución ha estado condicionada por el grado de avance del FEIL, de forma que desde las bruscas caídas de comienzos de año ha ido reduciéndose el ritmo de destrucción de empleo y de aumento del paro hasta el verano. Por ejemplo, la EPA del 3T09 mostró una estabilización en ritmos todavía elevados de disminución de la ocupación (por encima de 200 mil empleos), y la progresiva finalización de las obras del FEIL imprime cierta incertidumbre respecto a su evolución durante los próximos trimestres.

En 2009 la caída de la economía en España y en la UEM será semejante...

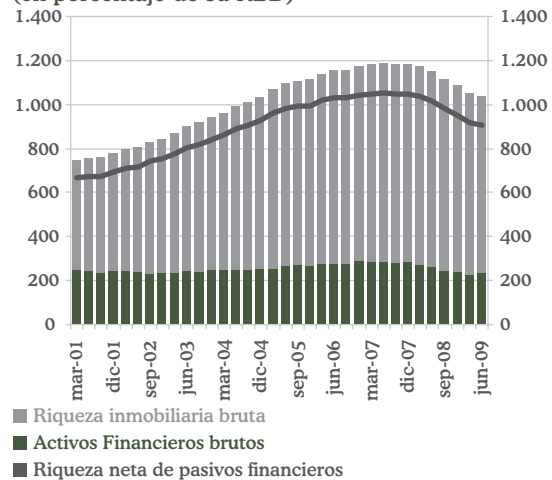
En todo caso, nuestras previsiones apuntan a una caída del PIB en el 4T09 algo inferior a la observada durante el tercer trimestre del año, lo que supondría que en el conjunto del 2009, la economía española se contraerá algo por encima del 3,5%, cifra similar a la prevista para la zona euro. Pese a la existencia de elementos que lastran el crecimiento español diferencialmente frente al europeo (particularmente el mayor proceso de desapalancamiento y el ajuste del sector inmobiliario), lo cierto es que la economía española ha podido acotar la fase más aguda de la recesión y evitar que su caída fuera superior a la europea. Esto es debido a dos razones. Por una parte, la economía española ha sido más incisiva en la utilización de la política fiscal con fines contracíclicos. Por otra parte, el sector exterior ha jugado un papel esencial para moderar el grado de caída del PIB. En general el sector exterior detrae PIB en España en mayor medida que en Europa en las fases expansivas, pero contribuye positivamente en las recesivas. Esta recesión no ha sido una excepción y el sector exterior ha ido aumentando paulatinamente su contribución al crecimiento del PIB, primero por la intensa caída de las importaciones y, más recientemente, por el sorprendente buen tono de las exportaciones.

... pero en España la contracción seguirá durante 2010

Existen pocos elementos que permitan prever que la recesión no vaya a extenderse a 2010. Menos aún de que pueda entrarse en un periodo de recuperación sólida. La demanda continuará débil durante todo el año y sólo se puede esperar el inicio de una fase de crecimiento sostenido del PIB en la parte final de 2010. Además, el progreso hacia la recuperación dependerá de la capacidad del sector privado para sustituir los estímulos públicos. En promedio, la contracción del PIB en 2010 será del -1,2%.

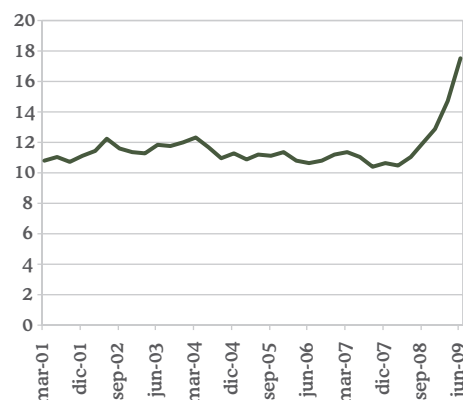
Las razones detrás de esta previsión son varias. Por una parte, las moderadas perspectivas de crecimiento para nuestros principales socios comerciales llevarán a cifras muy bajas de crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, será la evolución de la demanda interna la que marque el ritmo del PIB, ya que todos sus componentes registrarán retrocesos, a excepción del consumo público. La debilidad de la demanda interna en 2010 se justifica por una serie de factores de ajuste pendientes. En primer lugar, por el proceso de desapalancamiento del sector privado y de reducción de las necesidades de financiación de la economía española. Este es un proceso que en 2009 se ha intensificado, desde que se inició a comienzos de 2008 cuando las necesidades de financiación ascendían a 10 puntos de PIB, cifra que con datos del 3T09 se ha reducido al 5,9%, cantidades ambas en acumulado anual. El proceso ha estado singularmente protagonizado por los hogares, y ha quedado reflejado en el intenso aumento de la tasa de ahorro y, de una forma recíproca, en las pronunciadas caídas del consumo. La tasa de ahorro de los hogares se situó en el 2T09 en el 17,5% de su renta disponible, 7 puntos más que la observada en el 1T08. Este proceso todavía tiene recorrido por delante, por varias razones. Por una parte, el balance de los hogares se ha deteriorado significativamente, pese a que el nivel de pasivos financieros sobre la renta ha descendido paulatinamente. A esto se une la incertidumbre en el mercado de trabajo, unas expectativas de menor crecimiento futuro de los ingresos (percepción de que el crecimiento potencial puede haber disminuido) y la expectativa de la consolidación fiscal que se inicia en 2010, y que deberá continuar en los años siguientes. Todos ellos son factores que harán que la tasa de ahorro en 2010 se mantenga en niveles muy elevados y que el consumo se mantenga débil.

Gráfico 4.
España: riqueza de los hogares bruta y neta (en porcentaje de su RBD)



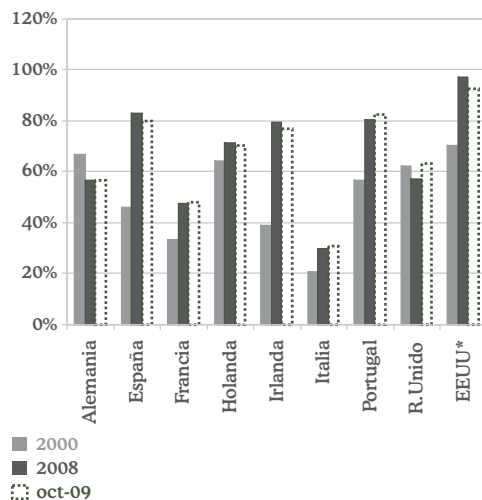
Fuente: SEE BBVA a partir de Banco de España e INE

Gráfico 5.
España: tasa de ahorro de las familias (% RBD hogares, acumulado anual)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

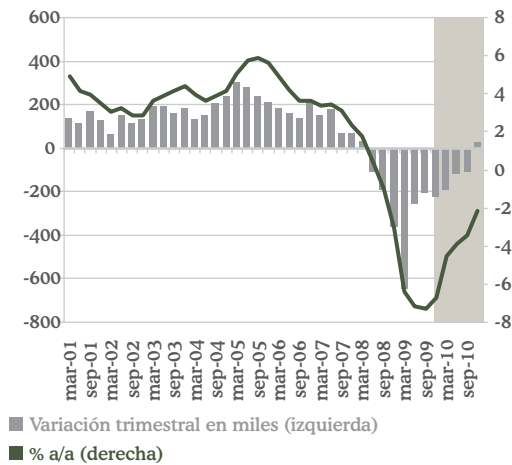
Gráfico 6.
Crédito a familias sobre PIB



Fuente: SEE BBVA

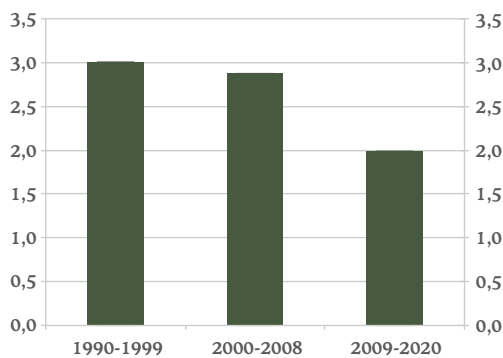
*Datos a septiembre-2009

Gráfico 7.
España: empleo EPA corregido de estacionalidad



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Gráfico 8.
España: Crecimiento del PIB potencial



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

En segundo lugar, por el proceso de redimensionamiento del sector inmobiliario, que se analiza en el resto de este informe. El tercer factor que condiciona las previsiones es el mercado laboral, aquejado de un mal funcionamiento y un alto nivel de desempleo estructural. En 2010 continuará disminuyendo la ocupación, aunque la caída de la población activa hará que el margen de repunte adicional de la tasa de paro sea limitado. Por último, el proceso de ajuste en las cuentas públicas que la economía española iniciará en 2010, tras el uso intensivo que de las mismas se hizo en 2008 y 2009 con fines contracíclicos, condiciona también las previsiones, aunque con efectos diferenciados entre el corto y el largo plazo.¹

De las políticas de corto a las de largo plazo: la necesidad de acelerar la adopción de reformas que impulsen el crecimiento

La fase más crítica de la recesión parece superada. Aunque continúan existiendo riesgos, puede decirse que las políticas económicas de estabilización han resultado relativamente exitosas en su objetivo de suavizar el ciclo y disminuir el grado de contracción de la economía. Sin embargo, la situación actual y las perspectivas más inmediatas distan de ser satisfactorias y es necesario pasar a políticas estructurales. Hasta el momento, la agenda con las medidas adecuadas que permitirían recuperar una senda de crecimiento sostenido y generadora de empleo avanza con más lentitud de la deseada. El riesgo más importante, por tanto, está en que una vez superada la recesión (en algún momento de 2010) se entre en un periodo caracterizado por una reducida tasa de crecimiento y una lenta disminución del desempleo. Según nuestras estimaciones, en ausencia de reformas estructurales clave sobre los mercados de factores, bienes y servicios se producirá una significativa caída del crecimiento potencial de la economía española, hasta el 2%, que limitaría la fortaleza de la recuperación posterior, si bien todavía se situará por encima del estimado para la zona euro.

¹ Para un análisis más detallado sobre estos factores véase Situación España, Noviembre 2009.

3. El ajuste del sector de la construcción todavía no ha tocado fondo

El sector de la construcción en su conjunto lleva más de un año contrayéndose. Un análisis desagregado entre el sector residencial y no residencial apunta hacia un ajuste significativamente mayor en el primero, mientras que el sector no residencial aún no ha mostrado signos evidentes de contracción. El sector de la vivienda, que es el que más ha crecido durante la última fase expansiva, a pesar de la mejora de algunos de sus indicadores, sigue presentando importantes desequilibrios en cantidades, que obligarán los precios a ajustarse más.

La actividad de construcción en España se mantiene en tasas de crecimiento negativas

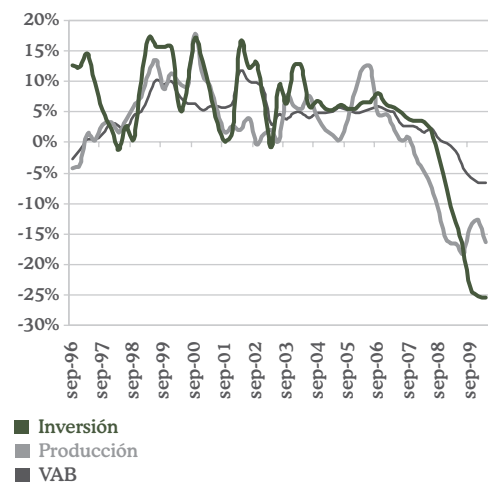
La actividad de construcción en España lleva ya más de un año contrayéndose. Después de la extensa fase de crecimiento experimentado desde 2001 hasta mediados de 2007, el sector de la construcción está en plena etapa de ajuste. Como puede observarse en la evolución de la inversión, de la producción y del valor añadido de la construcción que se presenta en el Gráfico 1, este proceso todavía no ha tocado fondo. Los datos relativos a la producción del sector, que reflejan las condiciones de la actividad de construcción, después de haber mostrado una cierta moderación en su descenso en los dos primeros trimestres de 2009, han vuelto a caer durante el tercer trimestre del año (-16,4% interanual).

El desglose por tipo de construcción, que se puede observar en el Gráfico 2, muestra la evolución más volátil de la obra civil, cuyo principal cliente es el sector público. Aunque la pérdida de dinamismo ha afectado a los dos subsectores de la construcción (edificación residencial e ingeniería civil) con igual intensidad, cabe destacar cómo la producción de ingeniería civil se ha recuperado fuertemente, sobre todo durante los últimos trimestres, con un crecimiento interanual positivo que continúa a partir del primer trimestre de este año.

Un análisis más detallado evidencia cómo la construcción residencial representa la parte más importante de la producción, seguida por la obra civil y la rehabilitación y mantenimiento de edificios (Gráfico 3). La producción residencial ha pasado de suponer un 26% del total de la industria de construcción en 1995 a un 32% en 2008. Este incremento se explica sobre todo por una reducción del peso de la edificación no residencial, que ha pasado de un 20% a un 16% durante el mismo periodo.

Dado el mayor peso del subsector de la construcción residencial, el ajuste está afectando a dicho segmento más que a otros. En términos de inversión sobre PIB, los datos de la Contabilidad Nacional en el tercer trimestre de 2009 siguen mostrando una profundización del ajuste de la construcción de viviendas (-25,5% interanual) y una leve mejora de la inversión en bienes de equipo (-22,7%), que también se ha deteriorado durante casi todo el 2009 (Gráfico 4). Por otro lado, la inversión no residencial se ha corregido sólo ligeramente, sobre todo gracias al efecto revitalizador que la obra civil está teniendo sobre el deterioro de este componente de la inversión. Sin embargo, cabe destacar que la inversión no residencial suele seguir los cambios de la inversión en vivienda con un cierto retraso. En el Gráfico 5 se pueden observar las correlaciones entre las tasas de crecimiento interanuales de la inversión en vivienda y no residencial, calculadas con datos desde 1980. Según los datos, la inversión no residencial muestra su correlación más fuerte con la evolución de la tasa de crecimiento de la inversión

Gráfico 1.
España: Indicadores del sector construcción
(% a/a, Corregidos por Variaciones Estacionales)



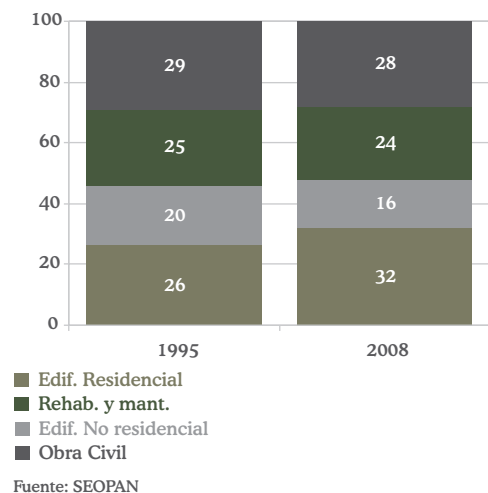
Fuente: EUROSTAT y SEE BBVA

Gráfico 2.
España: Índices de producción en el sector construcción
(% a/a CVE)



Fuente: EUROSTAT y SEE BBVA

Gráfico 3.
España: Estructura de la construcción por subsectores (%)



Fuente: SEOPAN

Gráfico 4.
España: Inversión en construcción

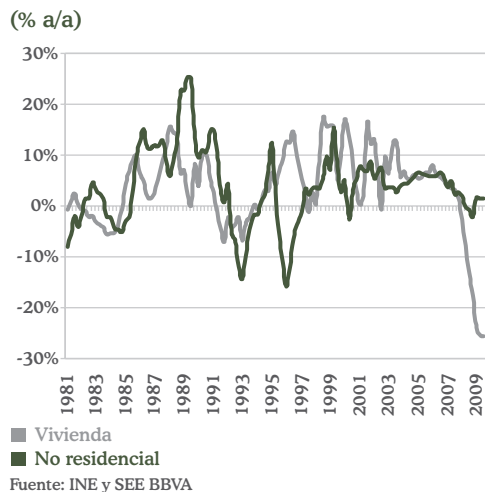


Gráfico 5.
España: Correlación entre las tasas de crecimiento de la inversión residencial y no residencial, por trimestre

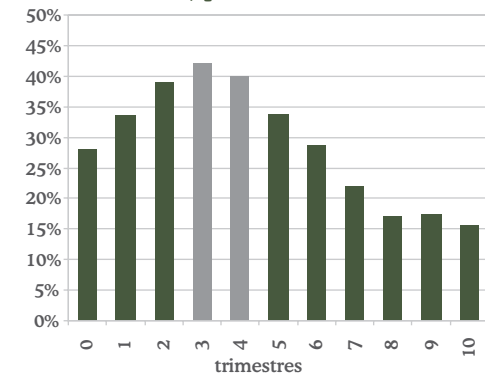
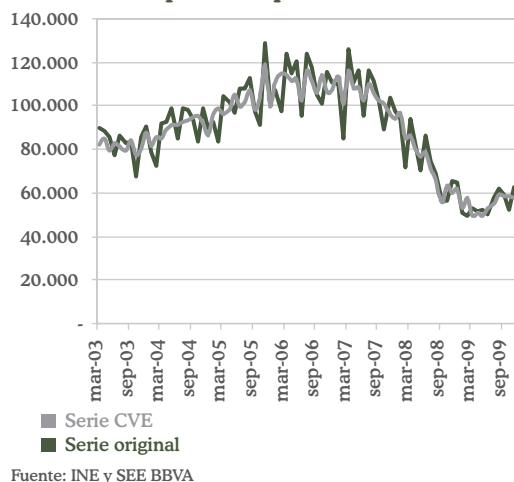


Gráfico 6.
España: Número de hipotecas concedidas para adquisición de vivienda



residencial retardada tres o cuatro trimestres. Durante el ciclo actual, la inversión no residencial ha empezado a registrar tasas negativas de crecimiento un trimestre después que la inversión residencial (que lo hizo en el primer trimestre de 2008) y de acuerdo con los datos de los últimos dos trimestres, parecería que ya se encuentra en la senda hacia la recuperación. Dado el retraso con el cual el sector no residencial suele seguir al residencial, es probable que durante los próximos trimestres la actividad del primero vuelva a contraerse, sobre todo una vez que los planes de apoyo del gobierno se agoten.

El ajuste en el segmento residencial, a pesar de algunos signos de recuperación, todavía no toca fondo

La actividad del sector residencial lleva contrayéndose desde el primer trimestre de 2008. A pesar de algunos signos de suavización del ajuste del sector durante los meses de verano, el mercado de la vivienda sigue viéndose afectado por importantes desequilibrios, sobre todo en cantidades.

Como se ha comentado en ediciones anteriores de esta revista, la actividad de construcción de vivienda en España ha generado una sobreoferta considerable. En un entorno macroeconómico adverso, como es el actual, es probable que tarde aún más tiempo en ajustarse completamente. Frente a este escenario, la oferta de nueva vivienda ha mostrado una cierta flexibilidad, restringiéndose hacia niveles mínimos. De acuerdo con las cifras de visados de obra nueva del Ministerio de Fomento, durante los primeros nueve meses de este año se han emitido poco más de 84.000 permisos, un 61% menos que durante el mismo periodo en 2008. Las previsiones del Servicio de Estudios del BBVA apuntan a una estabilización del número de visados en 2009 y 2010 alrededor de las 100.000 unidades, el nivel más bajo desde 1992.

Frente a esta contracción, la demanda ha mostrado una ligera contención de su descenso durante los meses del verano. En el tercer trimestre de 2009 se vendieron, de acuerdo con las estadísticas del Colegio de Registradores, 110.709 viviendas, un descenso del 15% en términos interanuales y la primera tasa de crecimiento íter-trimestral positiva (+9,8%) después de trece trimestres consecutivos de caída. Esta tendencia se confirma también en la evolución de las hipotecas sobre fincas urbanas, que en septiembre consolidaron una ligera recuperación de alrededor de las 60.000 hipotecas mensuales (Gráfico 6), lo que supone una caída interanual del 12,3% frente al 18,8% del mes anterior.

En el conjunto del sector la sobreoferta de vivienda sigue en niveles elevados, lo que demanda mayores reducciones de precio

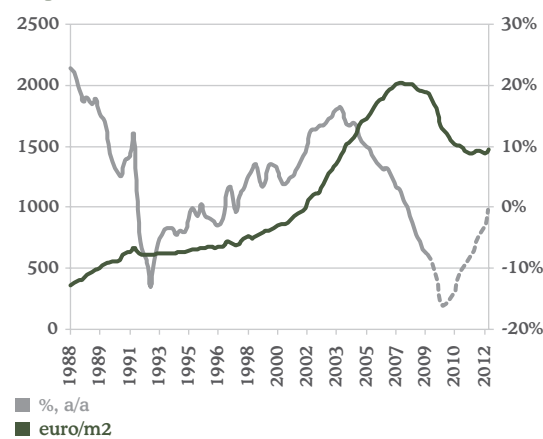
De acuerdo con la evolución de la demanda, los precios de vivienda publicados por el Ministerio de Vivienda han registrado una moderación de su decrecimiento en el tercer trimestre del año. Con el último dato disponible, la caída acumulada desde el pico sería poco más que un 10% (en términos reales), una tercera parte de lo que el Servicio de Estudios de BBVA estima debería ser la corrección total (-30%) Gráfico 7¹. A pesar de que las transacciones de vivienda han moderado su caída durante el mismo periodo, esta contención al descenso en los precios no puede interpretarse como el suelo de las correcciones de precios. Para explicar por qué todavía no se ha llegado al fondo del ajuste, vale la pena analizar cuatro aspectos.

¹ Los ajustes de precio presentan un elevado grado de heterogeneidad a nivel regional. Para un desglose de las correcciones a nivel provincial véase el Recuadro 1 al final de este apartado.

- La corrección de precios ha sido reducida: En primer lugar, en comparación con ciclos inmobiliarios pasados, el ajuste que se ha producido en las cifras oficiales de precios resulta de menor tamaño y duración, a pesar de que la fase expansiva de los precios ha sido mayor y más prolongada que cualquier otro ciclo en el pasado. Durante el ajuste que se produjo por ejemplo entre 1992-1997, fueron 21 los trimestres en los que se registraron tasas de crecimiento negativas de los precios reales (contra los seis actuales), y la caída desde pico fue de alrededor de un 20% (10% en el ciclo actual).
- La mejora del esfuerzo familiar es menor que en otros países: En segundo lugar, en términos de accesibilidad, casi toda la mejora del índice de esfuerzo neto sobre ingresos (Gráfico 8) se ha producido gracias a la bajada de los tipos de interés hasta mínimos históricos. Esta medida de la accesibilidad, si bien es la más completa, incorpora elementos del mercado hipotecario que pueden depender de factores ajenos al mercado de la vivienda. En este sentido, una mirada a una ratio más sencilla, como el índice de precios de la vivienda sobre los ingresos brutos familiares, puede ser útil entendida como el número de años de ingresos necesarios para pagar una vivienda sin financiación. El índice revela que el esfuerzo para adquirir una vivienda es hoy alrededor de un año menos de los que se necesitaban durante el pico de los precios (6,6 años frente 7,7). En otros países que también han sufrido un desplome inmobiliario, como por ejemplo Estados Unidos, para adquirir una vivienda se necesitan hoy 3,5 veces los ingresos familiares brutos de un año, contra los 5 años que se necesitaban en el pico del mercado, en 2006.
- Aún no se ha absorbido la sobreoferta: Finalmente, el elemento que juega un papel clave en el ajuste del sector inmobiliario en España es el exceso de oferta existente en el mercado. Dicho stock sigue acumulándose y a pesar de que hacerlo cada vez a un ritmo menor, todavía es de tamaño considerable (Gráfico 9). La necesaria absorción de ésta sobreoferta se realizará según las previsiones del Servicio de Estudios del BBVA a partir de principios de 2010 y seguirá empujando los precios a la baja durante todo 2010 y 2011.
- La confianza de los consumidores sigue en niveles reducidos: En un entorno de elevada incertidumbre y desempleo creciente los hogares españoles están mostrando una marcada preferencia por el ahorro precautorio, postergando las decisiones de inversión importantes, como la compra de una vivienda.¹

Gráfico 7.

Precios reales de la vivienda libre en España

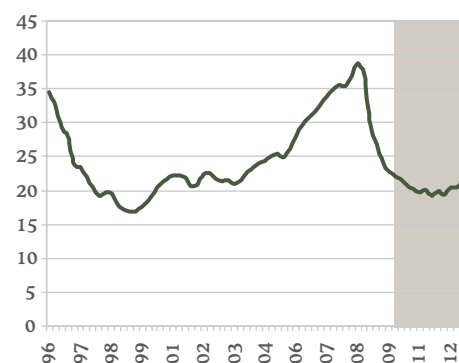


Fuente: SEE BBVA

Gráfico 8.

Accesibilidad a la vivienda en España

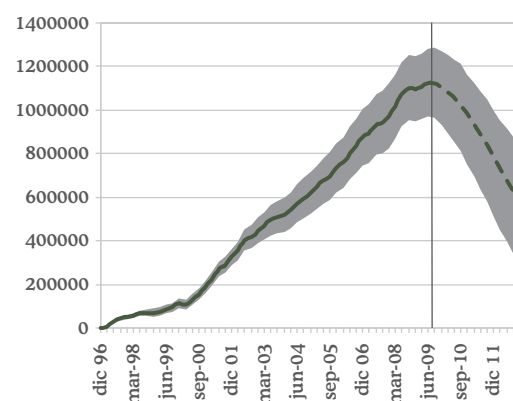
Esfuerzo sobre ingresos ponderados ajustados por la fiscalidad, %



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 9.

España: Estimación de sobreoferta de vivienda nueva



Fuente: SEE BBVA

¹ Véase Situación Consumo, diciembre 2009.

Recuadro 1. El ajuste de los precios de vivienda: un desglose a nivel provincial

A partir de las proyecciones de precios a nivel nacional se han tratado de estimar las correcciones que afectarán a los precios de las viviendas en las distintas provincias españolas. La metodología utilizada se centra en las previsiones hechas a nivel nacional a partir de un modelo de corrección de error estimado en forma de sistema, con inversión inmobiliaria y precio de la vivienda como variables endógenas, que permite capturar de manera eficiente la dinámica de los precios a corto plazo¹.

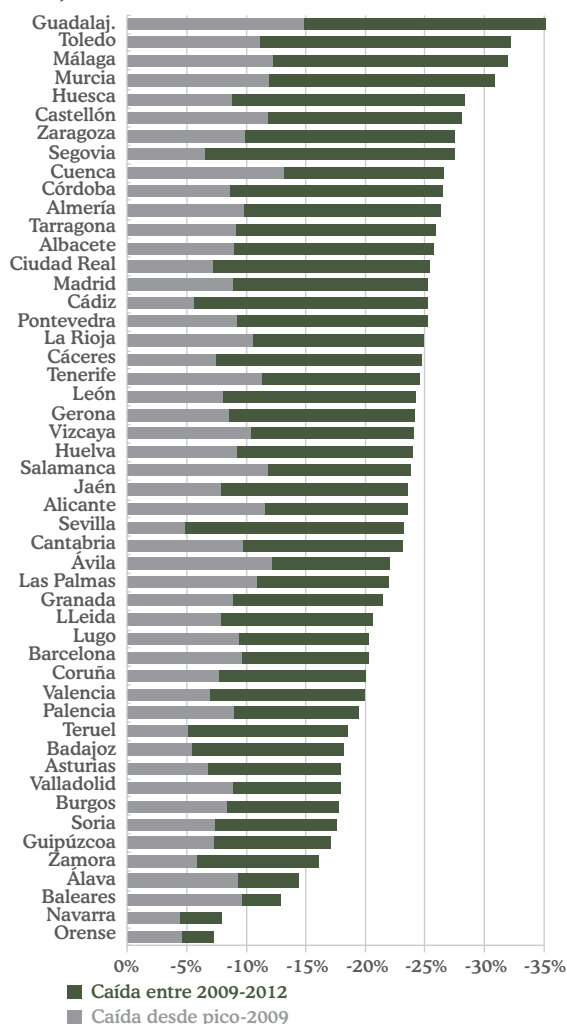
La regionalización de los precios por provincia se ha realizado a través de modelos de regresión lineal simple para cada una de las provincias de la siguiente forma:

$$\Delta \text{Precio}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta \text{Precio_Nac}_t + \beta_2 \Delta \text{PIB}_{i,t} + \varepsilon_t$$

Donde la variable dependiente es la tasa de crecimiento del precio real en t de la provincia i . La variable $\Delta \text{Precio_Nac}_t$ es la senda de las tasas de crecimiento de los precios reales a nivel nacional y ΔPIB es el crecimiento real de la economía en cada provincia.

¹ Véase Situación Inmobiliaria, diciembre 2008.

Gráfico 1. Correcciones previstas de precios/m² por provincia (pico-valle)

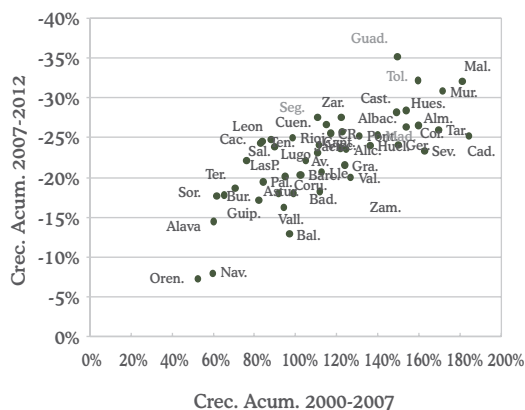


Fuente: SEE BBVA

En función de las sendas de precios provinciales así proyectadas, se obtuvo un coeficiente de participación del precio de cada provincia en el total nacional, definido como la relación del precio proyectado por el modelo de cada provincia (periodo a periodo) respecto a la suma de la evolución proyectada para el conjunto de provincias.

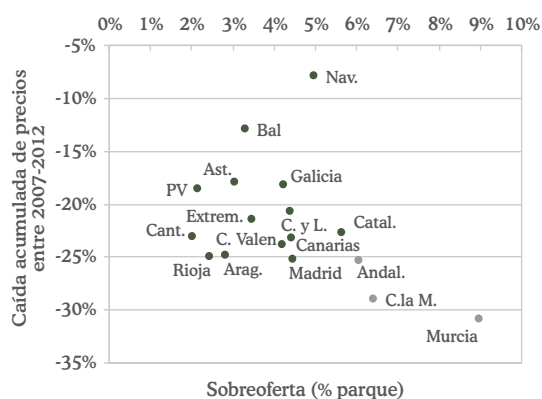
De esta forma, se obtuvo una evolución de los precios de la vivienda a nivel provincial consistente con la senda a nivel nacional, y donde las sendas a nivel provincial verifican una evolución diferencial en función de la distribución regional del crecimiento económico.

Gráfico 2. Expansión y corrección en los precios de vivienda a nivel provincial



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3. España: Correcciones de precios y sobreoferta de vivienda por CC.AA



Fuente: SEE BBVA

Los resultados están resumidos en los Gráficos 1 y 2. Como se puede observar, en la mayoría de las provincias se espera una caída acumulada de los precios reales de la vivienda de entre el 15% y el 30%. En la actualidad, este sobreprecio todavía no se ha corregido completamente. Las

previsiones del SEE BBVA indican que las correcciones esperadas hasta 2012, serán más fuertes en aquellas provincias en donde más se incrementaron los precios durante la fase expansiva del mercado (2000-2007).

Finalmente, si se cruzan los datos disponibles sobre la sobreoferta de vivienda por comunidad autónoma, con el ajuste de precio promedio en cada región, resulta que las regiones en donde el stock sigue siendo importante, son también las que más ajuste de precio registrarán (Gráfico 3).

Recuadro 2. El papel de la rehabilitación de edificios

Crecimiento de los visados de reforma y ampliación

Como ya se ha mencionado en la primera parte de esta revista, los visados de obra nueva seguirán experimentando una fuerte contracción durante todo 2009 y 2010, visándose alrededor de 100.000 viviendas cada año. Según los últimos datos disponibles, en septiembre de 2009 los visados de vivienda nueva fueron 7.758, lo que supone una caída interanual del 52%. Si se tienen en cuenta los datos acumulados desde enero hasta septiembre de 2009, el descenso es de un 61% con respecto al año anterior (Gráfico 1).

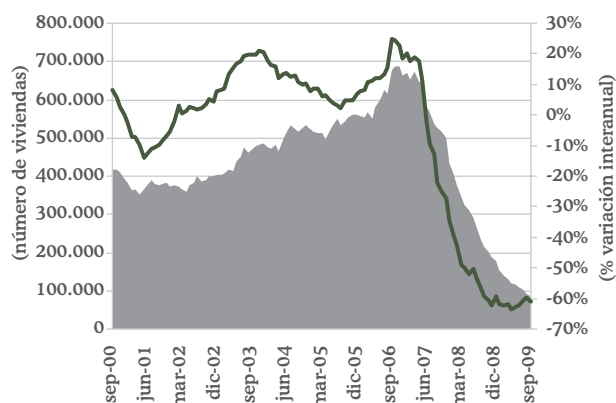
Por el contrario, el comportamiento de los visados de rehabilitación (cuando se actúa sobre las viviendas ya construidas) muestra una evolución más positiva. En el tercer trimestre se visaron un 18% más reformas (que son aquellas en las que no varía la superficie construida pero el edificio sufre modificaciones que afectan a algún elemento estructural o se implanta alguna dotación previamente inexistente) que el mismo periodo del año anterior. En el mismo periodo se registró una caída trimestral del 32% en los visados de ampliación (todas aquellas obras que impliquen un aumento de la superficie ya construida incorporando nuevos elementos estructurales). Por tanto, teniendo en cuenta los visados de obra nueva, de ampliación y reforma, la caída en septiembre fue de un 42% (respecto a un -45% en agosto) (Gráfico 2).

Además, se observa que los visados de reforma están incrementado su peso sobre el total de visados en 2009. En septiembre de este año representaron ya un 28%, frente a un 13% en el mismo periodo del año anterior. Por el contrario, las obras de ampliación tan sólo representaron el 2% del total en septiembre de 2009 (Gráfico 3).

Ante estos datos, cabría plantearse: *¿puede la rehabilitación de edificios mostrar una evolución contra cíclica con respecto al sector de la construcción en general?* En el Gráfico 4 puede observarse que desde el año 2000 la tasa de crecimiento de los visados de reforma ha tenido una evolución muy divergente con respecto a la tasa de crecimiento de los visados de obra nueva y también con respecto al PIB. Distintos factores pueden explicar el comportamiento divergente de las obras de reforma con respecto a la construcción de nueva vivienda durante este ciclo.

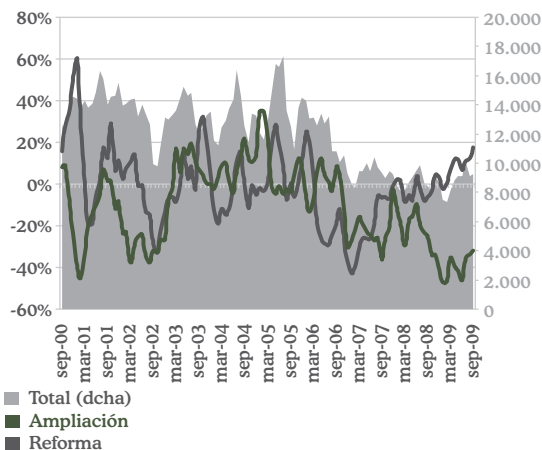
- En épocas de crisis, con una elevada incertidumbre laboral y con precios de la vivienda reduciéndose, es probable que los hogares prefieran destinar más recursos a la reforma de sus viviendas que a la adquisición de una nueva.
- Dado el stock de sobreoferta existente en el mercado, es posible que los recursos disponibles en lugar de destinarse a nueva construcción se dirijan a la mejora de los edificios que ya existen, con el fin de mejorar la calidad en lugar que aumentar las cantidades.
- Este tipo de obras tienen unos *ciclos de mantenimiento* distintos a los de la obra nueva. La necesidad de refor-

Gráfico 1.
Visados de obra nueva
(Acumulado 9 meses y tasa de variación)



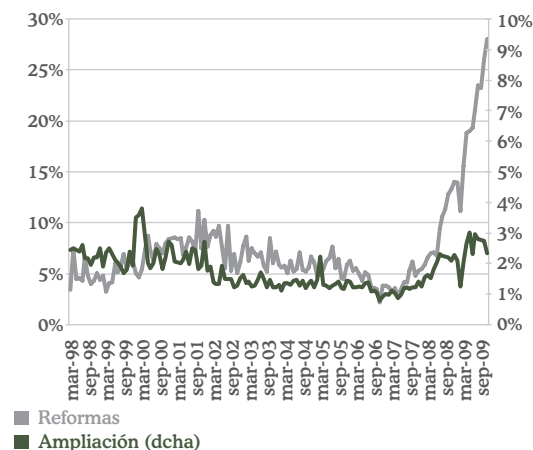
Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 2.
Visados de ampliación y reforma
suma móvil trimestral, % a/a



Fuente: Ministerio de Fomento y SEE BBVA

Gráfico 3.
Peso de los visados de reforma sobre el total de visados



Fuente: Ministerio de Fomento

mar un edificio depende, entre otros factores, de la antigüedad y del uso del mismo, elementos que están más ligados a la natural obsolescencia de los inmuebles que a los ciclos de construcción.

- Ante la fuerte contracción sufrida por el mercado residencial, las empresas están ofertando activamente sus servicios de reforma.

Adicionalmente, la evolución más positiva de los visados de reforma se ve apoyada por las actuaciones de política económica que pretenden hacer de la rehabilitación el motor de recuperación del sector inmobiliario: actividad intensiva en mano de obra, con escaso impacto medioambiental y posiblemente alto impacto social.

Apoyo “sostenible” al sector inmobiliario

Tanto en el Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación 2009 – 2012, aprobado en diciembre del pasado año, como en el anteproyecto de Ley de Economía Sostenible, aprobado a finales de noviembre de 2009, se incluyen iniciativas a este respecto.

Fuerte impulso del Plan Estatal de Vivienda: Rehabilitación integral y eficiencia energética

En el Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación 2009 – 2012, se incluyen dos programas que promueven la *rehabilitación integral* y la renovación urbana, por un lado; y ayudas RENOVE a la rehabilitación de viviendas y *eficiencia energética* de viviendas y edificios de viviendas existentes, por otro. Lo que se pretende conseguir con ambos programas y los cinco ejes que los componen son: contener el deterioro de las zonas más degradadas de los centros urbanos, la rehabilitación de los conjuntos históricos más deteriorados y la mejora de las viviendas.

Tanto las viviendas que se encuentren en las zonas rehabilitadas o las que reciban ayudas directamente para incrementar la eficiencia energética o la rehabilitación de las mismas deben ser la vivienda habitual del propietario o ser destinadas al alquiler durante al menos cinco años tras la finalización de las obras de rehabilitación. Así, además de incentivar la rehabilitación de las zonas afectadas se pretende incentivar la oferta de viviendas en alquiler, que es escasa en el mercado español.

Desarrollo del anteproyecto de economía sostenible. Incentivos fiscales a la rehabilitación de viviendas, eficiencia energética y accesibilidad

Por otro lado, en el anteproyecto de ley recientemente aprobado, uno de los pilares es el impulso a la renovación y rehabilitación de núcleos urbanos, mediante *incentivos fiscales*. La ley redefine la deducción por adquisición o rehabilitación de la vivienda habitual, a través de un ajuste del IVA en algunas operaciones de rehabilitación (del 16% al 7%), aquellas que favorezcan *la eficiencia energética, la accesibilidad y el ahorro de agua*.

En este sentido, se mantiene la deducción actual para los contribuyentes con base imponible inferior a 17.707 € y se gradúa hasta rentas de 24.107€. Para rentas superiores, se eliminarán las deducciones a partir del 1 de enero de 2011. Con esta se medida se pretende incentivar las compras de vivienda antes de 2011, para tener derecho a la deducción correspondiente durante la vida de la hipoteca, y conseguir así reducir la sobreoferta.

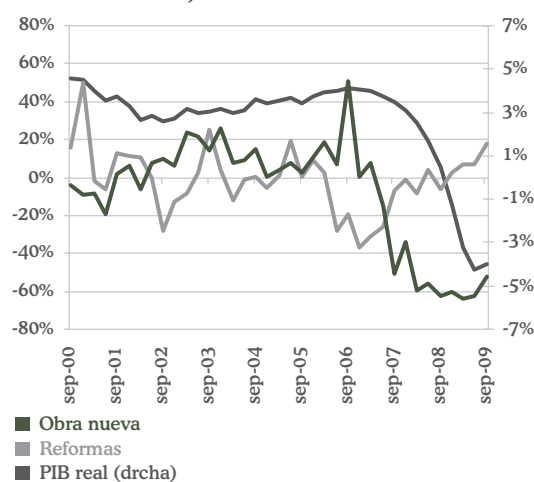
A su vez, también establece una nueva deducción para las reformas dirigidas a mejorar la eficiencia energética, el uso del agua y la adaptación a los ciudadanos discapacitados. Se deduce en el IRPF un 10% para las obras que se realicen hasta el 31 de diciembre de 2012, pero no se detallan los instrumentos para ello.

Además, el texto establece que los usuarios de viviendas en rehabilitación «tendrán derecho al realojo en otra vivienda en el propio edificio». Si esto no es posible, recibirán una «compensación económica».

Por último, la ley compromete al Estado en el apoyo de la rehabilitación y reforma del ámbito urbano obsoleto o degradado pero sin marcar objetivos de utilización del espacio de forma eficiente.

Las iniciativas públicas en este sentido apoyan, en el mejor momento, al mercado inmobiliario al reactivar la rehabilitación de vivienda. Según los datos del Censo 2001, más de 1,3 millones de viviendas principales se encuentran clasificadas como ruinosas, deficientes, o malas, lo que supone un 9% del parque español.

Gráfico 4.
Visados para la construcción de obra nueva y reforma vs PIB real. Crecimiento interanual (suma móvil trimestral)



Fuente: Ministerio de Fomento y SEE BBVA

Recuadro 3. El sector inmobiliario no residencial en Estados Unidos

A pesar del incipiente repunte de la economía, el segmento no residencial no se recuperará hasta mediados de 2011

- Desde principios de 2008 hasta finales de 2009, la inversión inmobiliaria no residencial ha descendido más del 40%
- Tras un ajuste de casi el 50%, los precios de los inmuebles no residenciales no se estabilizarán hasta 2011
- El deterioro del mercado no residencial se ha traducido en un intenso aumento de la morosidad y de las pérdidas netas para el sistema financiero

Actividad y Precios

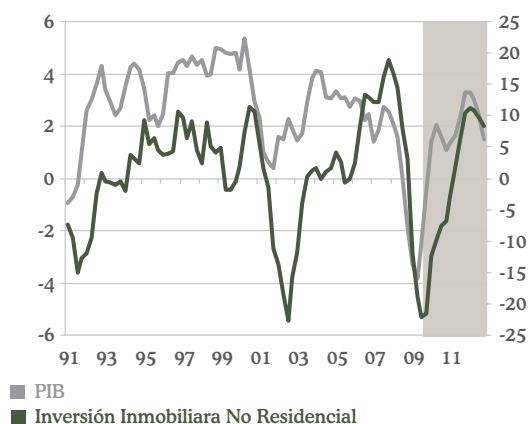
A lo largo de 2009, la inversión inmobiliaria no residencial ha ido descendiendo paulatinamente hasta mostrar, en el tercer trimestre del año, una tasa de variación interanual del -22%. De acuerdo con nuestras previsiones, las perspectivas de crecimiento del segmento en 2010 son negativas, y no será hasta la primera mitad de 2011 cuando se vean las primeras señales de recuperación de la inversión no residencial.

Varios son los factores que explican este descenso de la inversión, entre los principales se pueden citar: 1) la caída del empleo que se viene experimentando desde principios de 2008 (que se ha materializado en una pérdida total de más de 7 millones de empleos hasta finales de 2009, de los que algo más del 30% corresponderían a empleos de oficinas); 2) el proceso de racionalización de la superficie de oficinas que han iniciado muchas empresas para ajustar costes, 3) la desaceleración del consumo de los hogares, que ha llevado al cierre de algunos espacios comerciales, 4) las restricciones crediticias y 5) la intensa caída de las rentabilidades de los inmuebles no residenciales, que ha hecho menos atractiva la inversión.

A pesar de lo anterior, la oferta de superficie no residencial continuó aumentando en los tres primeros trimestres del año, al mismo tiempo que la demanda descendía. Como consecuencia de esta doble evolución, el ratio de desocupación de las superficies (Gráfico 2) no residenciales ha continuado incrementándose de forma significativa a lo largo de 2009, llegando en el tercer trimestre de 2009 a un ratio de desocupación del 16,5% del total del parque existente en el segmento de oficinas, del 10,3% en el de las superficies comerciales y del 7,8% en los apartamentos en alquiler, de acuerdo con los últimos datos publicados por REIS.

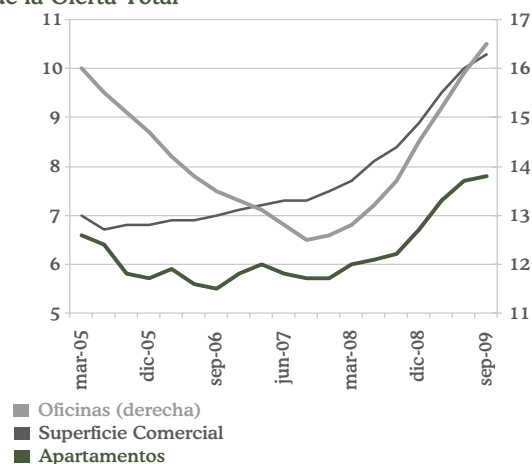
Para que se produzca una mejora en los ratios de desocupación, es necesario que se recupere tanto el empleo como el consumo de los hogares. Si bien el consumo de los hogares ya ha comenzado a dar las primeras muestras de recuperación en el último trimestre de 2009, el empleo no mostrará tasas de crecimiento positivas hasta el primer trimestre de 2010, de acuerdo con nuestras previsiones.

Gráfico 1.
Inversión Inmobiliaria No Residencial y PIB
Variación Interanual (%)



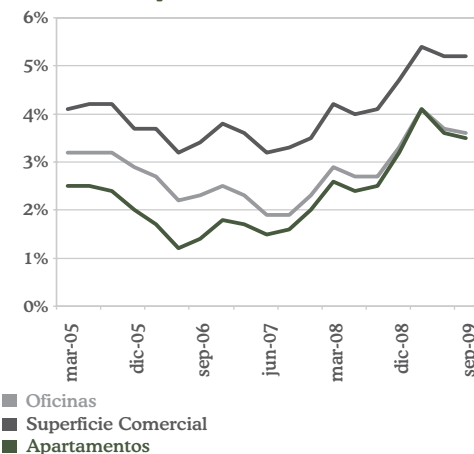
Fuente: BEA y SEE BBVA

Gráfico 2.
Ratios de Desocupación
% de la Oferta Total



Fuente: REIS

Gráfico 3.
Ratios de Capitalización
Diferencia con el tipo del Tesoro a 10 Años



Fuente: REIS y SEE BBVA

De cualquier modo, y dado el creciente exceso de oferta de superficie no residencial en alquiler, a lo largo de 2009 las rentas efectivas han continuado descendiendo en todos los segmentos, tanto en términos reales como nominales. Así, en el tercer trimestre de 2009, los precios de alquiler eran un 2,8% inferior al máximo observado en 2008 en el caso de las viviendas, un 8,8% en el caso de las oficinas y un 3,9% en el caso de las superficies comerciales. Esta tendencia descendente de los alquileres continuará en los próximos trimestres por la debilidad de la demanda y el creciente volumen de superficie disponible.

Además, en la medida que ha aumentado el riesgo de las inversiones inmobiliarias no residenciales, han aumentado también los ratios de capitalización o rentabilidades exigidas para la inversión en el segmento. Así, a finales del tercer trimestre de 2009 los ratios de capitalización medios exigidos de los últimos doce meses se situaron en el 7,2% en el caso de los apartamentos en alquiler, en el 7,3% en el de las oficinas y en el 8,9% en el de las superficies comerciales. El diferencial de estos ratios de capitalización con la deuda del tesoro a 10 años ha aumentado más de 150 puntos básicos en los últimos dos años. Esta elevada prima de riesgo se mantendrá constante a lo largo de 2010 dado la mala situación del segmento en el corto plazo, véase Gráfico 3.

En línea con lo anterior, la rentabilidad inmobiliaria total (rentabilidad obtenida vía alquileres más la obtenida vía variación de precios) continuó descendiendo en el tercer trimestre de 2009 hasta situarse, en tasas interanuales, en el -23,0% en el caso de los apartamentos en alquiler, el -24,5% en el caso de las oficinas y el -15,8% en el de las superficies comerciales. Esta negativa evolución de las rentabilidades obtenidas se explica básicamente por la caída que han experimentado los precios de los bienes inmuebles no residenciales.

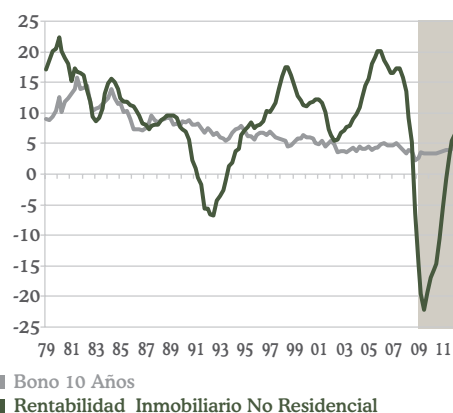
Así, desde el máximo observado en la segunda mitad de 2007, los precios inmobiliarios no residenciales se han ajustado intensamente en los segmentos más relevantes: un 40% en el caso de las superficies industriales, un 35% en el caso de las oficinas y del entorno del 28% en el caso de las superficies comerciales y los apartamentos en alquiler. En este sentido, nuestras previsiones indican que los precios continuarán descendiendo hasta mediados de 2011, y que el ajuste se incrementará entre un 10% y un 15%, según el segmento.

Financiación

Tanto la evolución de la financiación al segmento como la calidad de la cartera se han visto negativamente afectadas por la delicada situación del mercado inmobiliario no residencial a lo largo de 2008 y 2009. De hecho, a principios de 2008, las entidades financieras comenzaron a endurecer las

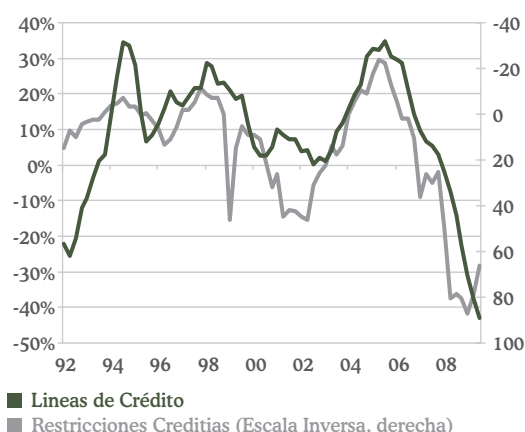
Gráfico 4.
Rentabilidad Inmobiliaria No Residencial vs Bono Tesoro

Rentabilidades Anuales (%) y bono 10 Años



Fuente: NCREIF, Reserva Federal y SEE BBVA

Gráfico 5.
Inmobiliario No Residencial
Restricciones Crediticias y Líneas de Crédito



Fuente: FDIC, NCREI, Reserva Federal

condiciones de crédito para las inversiones inmobiliarias no residenciales ante el incipiente deterioro del portafolio del segmento. El endurecimiento de los estándares de crédito se puede asociar con el importante descenso que han experimentado las líneas de crédito para el inmobiliario no residencial desde el último trimestre de 2007.

El deterioro del inmobiliario no residencial desde 2008 se ha traducido en un intenso aumento tanto de la morosidad como de las pérdidas netas para el sistema financiero. Así, en el tercer trimestre de 2009, la morosidad alcanzó el 8,7% del total de la cartera no residencial mientras que las pérdidas netas ascendieron al 2,6%. Estos ratios se han situado en unos niveles similares a los máximos del anterior ciclo de principios de los noventa.

A finales del tercer trimestre de 2009, la financiación total al segmento era de casi 3,43 billones de dólares, un 0,47% por debajo del saldo existente un año antes. De este total, el 52,5% corresponde a la cartera de las entidades financieras, el 10,6% a compañías de seguros y REITS, el 10,5%

a las administraciones públicas y algo más de 25% estaba titulizado. En el último año, la escasez de liquidez en el sistema ha llevado a que tan sólo las administraciones públicas hayan aumentado el saldo del segmento inmobiliario a lo largo de 2009.

Recuadro 4. El efecto de las infraestructuras sobre el crecimiento en América Latina

Las infraestructuras como un motor del crecimiento y del desarrollo

En un momento en que la construcción no residencial podría considerarse un sustituto en cuanto a demandante de mano de obra y generador de actividad económica del sector residencial, conviene plantearse la utilidad de las nuevas infraestructuras para las economías. La literatura económica ha identificado a las infraestructuras como un elemento clave para el crecimiento y el desarrollo de los países. Se podrían identificar dos tipos de infraestructuras. En primer lugar, las infraestructuras de tipo económico (carreteras, puertos, aeropuertos, oleoductos, etc) ejercen su influencia directamente sobre la eficiencia y la eficacia de los factores productivos que intervienen en la producción de las empresas. En segundo lugar, las infraestructuras de tipo social (hospitales, colegios, etc) mejoran las circunstancias vitales de las familias y por tanto el desarrollo de los países. Esta mejora de calidad de vida influye en la eficiencia del factor trabajo y por tanto, también sobre el crecimiento económico (Gráfico 1).

En cuanto al primer tipo de efecto de las infraestructuras, las que contribuyen al crecimiento económico, el argumento principal proviene de la acumulación del stock de capital¹ y de sus aportes a los incrementos de la productividad marginal del trabajo y del capital. En ese sentido, el desarrollo de

las infraestructuras favorece la consecución de proyectos de inversión privada más rentables, ampliando los mercados y pudiendo alcanzar mayores rendimientos a escala. Por otro lado, mejores infraestructuras permiten una menor depreciación del capital productivo (por ejemplo, las ruedas de los camiones) y reduce los costes de las empresas, limitando los tiempos de producción y distribución. Las mejoras en las comunicaciones ayudan a que el factor trabajo más cualificado acuda a áreas de difícil acceso (Ferreira, 1999).

Sin embargo, algunos autores encuentran que existe una senda de acumulación óptima de infraestructura². Cualquier asignación de recursos que se encuentre por debajo de dicha senda, proporcionará incrementos en el PIB con aumentos de inversión en infraestructuras, aunque no se aprovecharía todo el potencial de crecimiento. Si la asignación se encuentra por encima de dicha senda, se estarían detrayendo recursos de otros factores quizá más productivos, y no se observarían efectos sobre el crecimiento económico; es decir, se estaría produciendo un efecto *crowding-out*. En un ejercicio de meta-análisis³ realizado por Alonso *et al* (2009) se encuentra que la elasticidad de la inversión en infraestructuras/crecimiento del PIB alcanza un valor promedio 0,10, aunque el rango de variación es relativamente alto (-0,62; 0,53).

¹ A partir de los trabajos de Solow, y toda la teoría de crecimiento endógeno posterior, se ha intentado explicar cómo y por qué algunos países crecían y otros no. Los trabajos de Ashauer (1989) introducían las infraestructuras en un modelo neoclásico aumentado incluyéndolas como un factor productivo adicional.

$$Y_t = A_t (K_t)^\alpha (L_t)^\beta (G_t)^\gamma \quad (1)$$

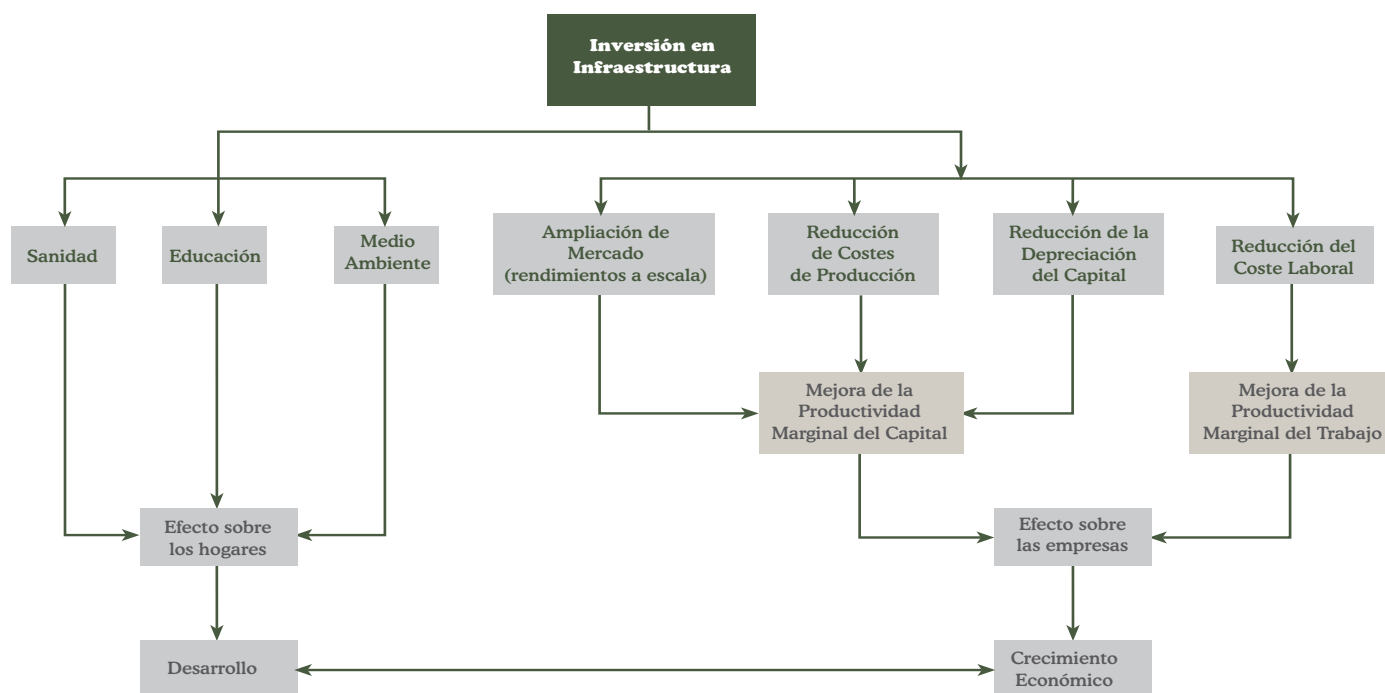
Donde G_t sería el gasto en infraestructuras y γ sería la elasticidad de este factor que sería inferior a uno.

De nuevo, se observan rendimientos constantes a escala ($\alpha + \beta + \gamma = 1$).

² Véase Canning y Pedroni (1999)

³ Un Ejercicio de meta-análisis consiste en una revisión exhaustiva de los resultados empíricos mostrados por la literatura económica sobre un tema en concreto, llegando mediante técnicas econométricas, a una conclusión de consenso. Para este estudio se han analizado 70 trabajos que relacionan infraestructuras y crecimiento, de los que se han seleccionado 130 modelos que disponen de resultados empíricos suficientes.

Gráfico 1.
Esquema del Efecto de las Infraestructuras Sobre la Economía



Fuente: SEE BBVA

Cuadro 1.

Estadísticas Descriptivas de la Elasticidad de la Inversión en Infraestructuras sobre el PIB

	Observaciones	Promedio	Mediana	Desv. Típica	Mínimo	Máximo
Elasticidad	130	0,100 (simple) 0,113 (ponderado)	0,051	0,145	-0,62	0,53

Fuente: Alonso *et al* (2009)

Por tanto, los estudios realizados para diversos países y periodos muestran que los resultados parecen ser mixtos. Sin embargo, en los países en vías de desarrollo parece que hay unanimidad en los resultados, al concluir que la inversión en infraestructuras tiene efectos beneficiosos sobre la productividad y el crecimiento.

El segundo tipo de infraestructuras analizado son las que contribuyen al bienestar social. La otra faceta menos conocida del efecto de las infraestructuras sobre la economía es el que ejerce sobre las familias y el desarrollo económico de los países (ver Gráfico 1).

Las infraestructuras que mejoran el acceso de la población al agua potable y al saneamiento público pueden suponer una mejora sustancial en la salud de dicha población, reduciendo su tasa de mortalidad (Leipzig *et al*, 2003). Por otro lado, el acceso a fuentes de energía regular (gas y electricidad) reduce el coste de cocción del agua, mejorando la salud, y permitiendo refrigerar medicinas y alimentos.

Además, el acceso a fuentes de energía regulares y más eficientes, como la electricidad y/o el gas, permite a la población la sustitución de otras fuentes de energía tradicionales. La posibilidad de calentar el hogar con otras energías disminuye la presión sobre explotación de los recursos forestales, evitando la desertificación y preservando la biodiversidad local (ver WHO, 2005).

Al mismo tiempo, la mejora de los transportes permite el acceso de nuevos alimentos de otras regiones o países (Wang y Taniguchi, 2003). Por otra parte, las tasas de matriculación en las escuelas aumentan considerablemente cuando el acceso a las mismas es más fácil con una infraestructura vial y de transporte adecuada (Khandker *et al*, 2004). Además, unas instalaciones escolares adecuadas y salubres permiten menores bajas escolares y un mejor aprovechamiento. Finalmente, la mejora del reciclaje de residuos mejora el medio-ambiente de la región.

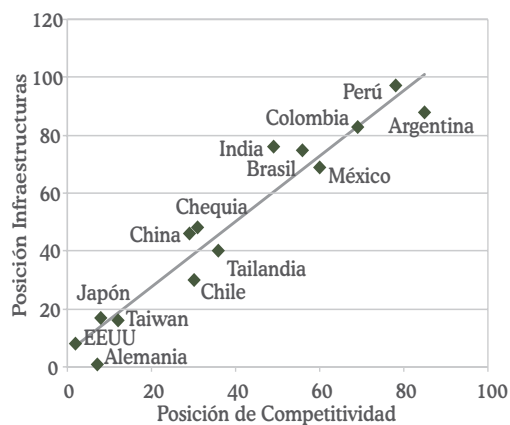
Infraestructuras en América Latina y su financiación

Las consolidaciones fiscales observadas en los años noventa en la mayoría de países latinoamericanos se realizaron a costa de la reducción de la inversión pública en infraestructuras. La política de privatizaciones y los flujos de inversión extranjera directa en este tipo de activos, sólo lograrán compensar en parte dicha disminución.

Como resultado, América Latina ha aumentado la brecha en la dotación de infraestructuras en relación a sus más

directos competidores, lo que puede estar comprometiendo su capacidad de crecimiento a largo plazo.

Gráfico 2.

Posición relativa de competitividad/infraestructuras

Fuente: Foro Económico Mundial.

En el gráfico 2 podemos observar que los países latinoamericanos (con excepción de Chile), se encuentran en peor situación competitiva y de dotación de infraestructuras que sus más directos competidores entre los países emergentes de Extremo Oriente y Europa del Este.

Algunas estimaciones oficiales sobre las necesidades de inversión para los próximos años de México, Perú, Chile y Colombia, indican que éstas podrían alcanzar el 4% del PIB. Sin embargo, las finanzas públicas no pueden afrontar dicho nivel de gasto. Por ello, estos países se están planteando la necesidad de dar cabida de forma más intensa a la participación del sector privado, mediante esquemas de participación público-privada (PPP). Una PPP consiste en un *Project Finance*, es decir, una concesión donde el concesionario financia, construye y explota una infraestructura a cambio de una remuneración, en donde el Estado asume algún tipo de riesgo.

La experiencia relativamente reciente de PPPs y *Project Finance* en América Latina ha tenido claro-oscuros. En Chile, salvo en algún caso, todos los proyectos han resultado un éxito. En el caso de Colombia y México, las primeras concesiones realizadas sobreestimaron el flujo de demanda, obligando al Estado a nacionalizarlas para evitar su bancarrota.

Las lecciones derivadas de estos acontecimientos es que los proyectos PPP únicamente serán provechosos para los países, y atractivos para el capital privado, si cuentan con un estudio serio de viabilidad del coste/beneficio, y si hay una adecuada mitigación de riesgos. En ese sentido, una correcta ley de concesiones y una legislación que asegure el régimen de propiedad, se muestran como los primeros elementos indispensables. Posteriormente, herramientas de mitigación de riesgos⁴, como son los de construcción, demanda, soberanos, etc. y la profundización de los mercados financieros para que coticen activos adecuados a las particularidades de inversión (bonos de infraestructuras, productos estructurados, etc.) son elementos básicos para el buen funcionamiento de los proyectos. Sin embargo, Colombia, México y Perú todavía tienen varios retos para adaptar sus estructuras institucionales y acomodar correctamente la participación privada en la financiación de infraestructuras (Fay y Morrison, 2007).

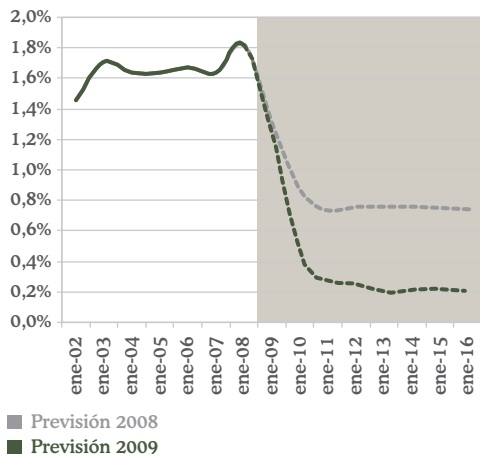
Si se cumplieran todas las condiciones necesarias y suficientes para que las PPP fueran atractivas para el sector privado, los fondos de pensiones serían unos firmes candidatos a participar en estos proyectos, ya que previsiblemente dispondrán importantes recursos en el futuro. Según estimaciones recopiladas en Alonso *et al* (2009) los fondos privados de pensiones de Chile, Colombia, Perú y México podrían alcanzar unos saldos acumulados de 94%, 40%, 57% y 40% del PIB respectivamente en 2050, además de tratarse de ahorro local (no sujeto a la volatilidad del tipo de cambio). Para los fondos de pensiones, los activos de infraestructuras se pueden adecuar correctamente a los plazos de vencimiento del muy largo plazo (del ciclo de vida de los afiliados) y pueden tener una buena relación rentabilidad/riesgo. Desgraciadamente, únicamente los fondos de pensiones de Chile y Perú invierten directamente un 1,3% y un 3% de sus carteras en este tipo de activos, respectivamente.

⁴ Proporcionadas por organismos financieros multilaterales como Banco Mundial, BID, etc en colaboración con el propio Estado.

Bibliografía

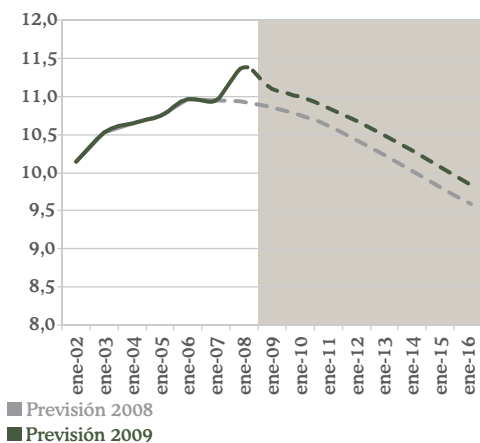
- Alonso, J. Bjeletic, J. Herrera, C. Hormazabal, S. Ordóñez, I. Romero, C. Tuesta D. y Ugarte, A. (2009) "Proyecciones del Impacto de los Fondos de Pensiones en la Inversión en Infraestructura y el Crecimiento en Latinoamérica" Documento de Trabajo SEE BBVA. De próxima publicación.
- Aschauer, D. (1989a). «Is Public Expenditure Productive?». *Journal of Monetary Economics*. Mar. 23(2) pp. 177-200.
- Aschauer, D. (1989b). 'Public Investment and Productivity Growth in the Group of Seven,' *Economics. Perspectives*, 1989b, 13(5), pp. 17-25
- Aschauer, D. (1989c). "Does Public Capital Crowd Out Private Capital?";, *Monet. Econ.* 1989c, 24(2.), pp. HISS
- Canning, D. y Pedroni P. (1999) "Infrastructure and Long Run Economic Growth" Harvard University.
- Fay, M. y Morrison, M. (2007). *Infraestructura en América Latina y el Caribe. Acontecimientos recientes y desafíos principales*. Banco Mundial.
- Ferreira, Pedro (1999) "Inflationary Financing of Public Investment and Economic Growth" *Journal of Economic Dynamics and Control*. N°23.
- Kamps, C. (2005) "The Dynamic Effects of Public Capital: Var Evidence for 22 OECD countries". *International tax and Public Finance* 12, pág 533-558. Springer. Holanda
- Leipzig, Danny, Marianne Fay, Quentin Wodon, and Tito Yepes, (2003) "Achieving the Millennium Development Goals: The Role of Infrastructure", Working Paper No.3163, World Bank (November 2003).
- Wang, Xiaojun, and Kiyoshi Taniguchi (2003) "Does Better Nutrition Enhance Economic Growth? Impact of Undernourishment," en *Nutrition Intake and Economic Growth*, ed. by K. Taniguchi and X. Wang, Food and Agriculture Organization (Rome: 2003).
- World Health Organization (2005) "Health and the Millennium Development Goals" World Health Organization.

Gráfico 10.
España: Proyecciones de población
(crecimiento interanual)



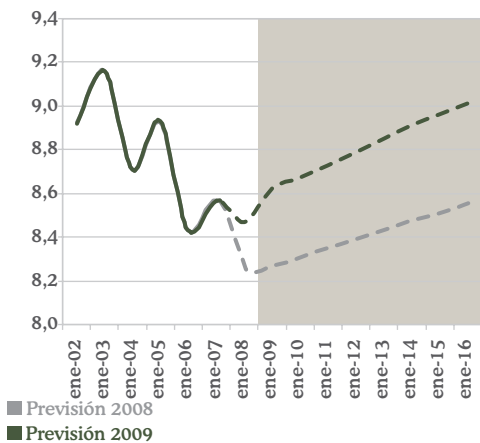
Fuente: INE

Gráfico 11.
España: Proyecciones de natalidad
(tasas brutas por 1000 habitantes)



Fuente: INE

Gráfico 12.
España: Proyecciones de mortalidad
(tasas brutas por 1000 habitantes)



Fuente: INE

3.1 La demanda de vivienda potencial en el nuevo equilibrio del mercado residencial en España

Una parte importante de la demanda de vivienda es la que se crea en respuesta a los desarrollos demográficos de un país, y no a la situación coyuntural del sector inmobiliario o de la economía. Aún en un entorno incierto y difícil como el actual, existe una demanda de vivienda potencial sostenible en un equilibrio de medio-largo plazo. En este apartado se tratará de explicar cuáles son los factores que más importan para determinar esta demanda, y se cuantificará la demanda de vivienda que se generará a partir de las dinámicas de medio plazo en España.

Los determinantes demográficos se revisan a la baja...

La estimación de la demanda de vivienda a partir de los desarrollos demográficos se basa principalmente en estimar el número de nuevos hogares que se podrían formar y que, independientemente de su capacidad financiera, representan los potenciales compradores de vivienda de un país. La evolución del crecimiento de la población es una de las variables más importantes para determinar el número de nuevos hogares y también es una de las más difíciles de estimar. En España existen principalmente dos proyecciones oficiales de población publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Por un lado, las *Proyecciones de la Población de Largo Plazo*, que se calculan a partir de los valores obtenidos durante el último censo (el de 2001) y se proyectan de acuerdo con dos escenarios, según los valores esperados de la tasa de mortalidad, de la tasa de fecundidad y de los flujos migratorios. Por otro lado, las *Proyecciones de la Población de Corto Plazo*, que representan un ejercicio previsivo más conectado con el entorno actual y que aprovecha toda la información disponible en el momento de la estimación. En este artículo, se utilizarán las proyecciones de corto plazo publicadas en el mes de noviembre de este año. Estas proyecciones están calculadas a partir de un punto de origen más cercano a la actualidad (el 1 de enero 2009) y también utilizan nuevos supuestos sobre los tres componentes demográficos básicos que son la evolución de la tasa de natalidad, la tasa de mortalidad, y los flujos de inmigrantes.

En el Gráfico 10, se puede apreciar que el crecimiento de la población en España alcanzó su pico en 2008, con una tasa interanual del 1,8%, y el recorrido esperado a futuro es de un crecimiento menor, con tasas que disminuyen rápidamente hasta tocar un 0,2% interanual en un futuro. Además, si se comparan estas previsiones con las precedentes, hechas a partir de la información sobre la población al 1 de enero 2008, es evidente el importante ajuste a la baja. Dicho ajuste se ha producido sobre todo a causa de la peor evolución esperada de los flujos de inmigrantes hacia España (Gráfico 13) que ha más que compensado las revisiones al alza de las tasas de mortalidad (Gráfico 12). El papel que los flujos de inmigrantes han jugado durante la fase expansiva del mercado inmobiliario es bien conocido. La inmigración ha incrementado la tasa de crecimiento de la población desde un 0,4%, durante los años noventa, hasta un 1,8% en la última década, apoyando la expansión del mercado inmobiliario en el último ciclo. Ahora, esta contribución a la demanda se está reduciendo, y esta tendencia, siempre teniendo en cuenta la incertidumbre que caracteriza cualquier tipo de previsión hecha durante una fase de ajuste, podría continuar en el futuro.

...así como el proceso de formación de nuevos hogares

Para que el crecimiento poblacional se traduzca en una mayor demanda de vivienda, se necesita que se acompañe por un proceso de formación

de nuevos hogares. Para estimar cuántos hogares se formarán en España a futuro se pueden emplear distintas metodologías, dependiendo de la disponibilidad de datos y de los supuestos que se hagan en el momento de la estimación. Una de las formas más comunes, y recomendada por organismos internacionales, es utilizar las *tasas de cabeza de familia* por grupo de edad, que multiplicadas por la población esperada en cada grupo de edad, dan lugar al número de nuevos hogares que se pueden generar exclusivamente a través de las dinámicas demográficas. Dicha tasa se puede obtener a partir de la información contenida en los censos, que en el caso español data de 2001. Además del censo, la proporción de cabezas de familia por grupo de edad también se puede obtener a través de la información contenida en la Encuesta de la Población Activa (EPA). Dada la mayor cercanía temporal de los datos de la EPA con respecto a los del Censo, se prefiere emplear dichas tasas, que están resumidas en el Cuadro 1.

Para calcular el número de hogares, se supone que las tasas de cabeza de familia se mantendrán constantes a futuro, y se procede a multiplicar la tasa de cada grupo de edad por el total de población correspondiente en cada grupo:

$$H_t = \sum_i (TCF_{i,t} * POB_{i,t})$$

En donde la tasa de cabeza de familia (TCF) de cada grupo, corresponde a las del Cuadro 1 y se aplican a los distintos grupos de población en cada año t : nativos (hombres y mujeres) e inmigrantes (hombres y mujeres).

Los resultados de este ejercicio están resumidos en el Gráfico 14. Como se puede ver, a partir de estas estimaciones el año 2009 se cerraría con un total de 16,8 millones de hogares y durante los próximos siete años se podrían formar, en promedio, poco más de 100.000 hogares al año. Esta cifra supone una cuarta parte de los que se formaron durante la última década (con un promedio de casi 400.000 hogares al año entre 1998-2008).

El hecho de que el número de hogares así obtenido sea tan bajo puede explicarse por varios factores. En primer lugar, las estimaciones tienen en cuenta exclusivamente las dinámicas demográficas, dejando otros factores, como por ejemplo la creación de empleo, fuera de la estimación. En segundo lugar, se supone que las tasas de cabeza de familia, tanto para los nativos como para los extranjeros, se mantienen constantes a lo largo del periodo de predicción.

Por ello, se ha derivado el número de nuevos hogares que se formarán durante los próximos siete años a partir de una metodología distinta e independiente de la evolución de las tasas de cabeza de familia. En particular, a partir de las previsiones de empleo a largo plazo del Servicio de Estudios de BBVA se ha estimado la evolución futura de la variable *número de ocupados por hogar*; a continuación se deriva el número de hogares compatible con la evolución de dicha ratio, dadas las previsiones de crecimiento de población del INE.

La ecuación que se estima es de la siguiente forma:

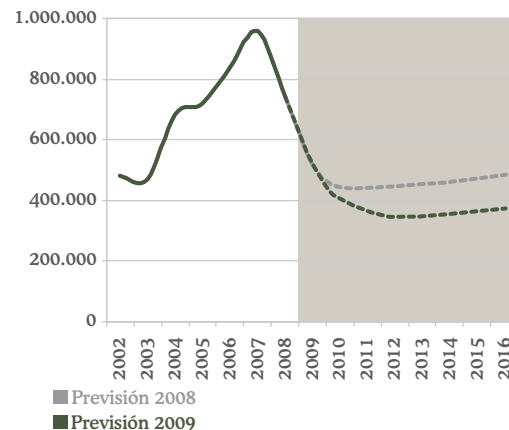
$$\Delta \frac{O_t}{h_t} = \alpha + \beta_1 \Delta empl_t + \beta_2 \Delta empl_{t-4} + \varepsilon_t$$

En donde $\frac{O_t}{h_t}$ representa la ratio de ocupados por hogar y *empl* el empleo, y se ha estimado con datos trimestrales a partir del primer trimestre de 1992 hasta el último dato disponible de empleo de la EPA del tercer trimestre de 2009.

A partir de ésta estimación se han añadido dos escenarios. El primero (escenario 1) en donde el número de ocupados por hogar sigue su

Gráfico 13.

España: Proyecciones de flujos de inmigrantes



Fuente: INE

Cuadro 1: Porcentaje de población que son cabeza de familia, 2008

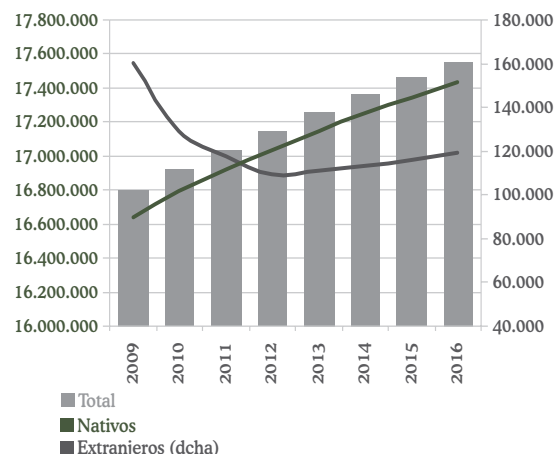
	Nativos			Extranjeros		
	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres	Total
<16	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
16-20	0,8	1,2	1,0	2,8	5,1	3,9
21-25	7,1	8,2	7,6	27,2	22,6	24,7
26-30	28,7	20,4	24,8	45,2	29,1	36,8
31-35	50,8	32,8	42,1	52,9	33,4	43,5
36-40	57,0	39,0	48,2	60,4	38,4	50,2
41-45	57,9	35,8	46,8	64,1	39,6	52,2
46-50	68,6	49,2	58,9	67,3	41,5	54,3
51-55	63,3	49,3	56,3	64,3	36,9	50,1
56-60	63,5	49,8	56,4	62,4	41,3	51,6
61-65	62,5	52,4	57,2	70,1	42,6	53,6
66-70	65,3	55,5	60,0	66,7	39,6	52,1
71-75	65,7	65,3	65,5	59,7	54,4	56,8
76-80*	46,3	52,7	50,0	51,3	47,1	48,9
81-85	50,0	51,8	51,1			
86 y +	50,5	41,3	44,3			

* 76 y más para los extranjeros
Fuente: INE

Gráfico 14.

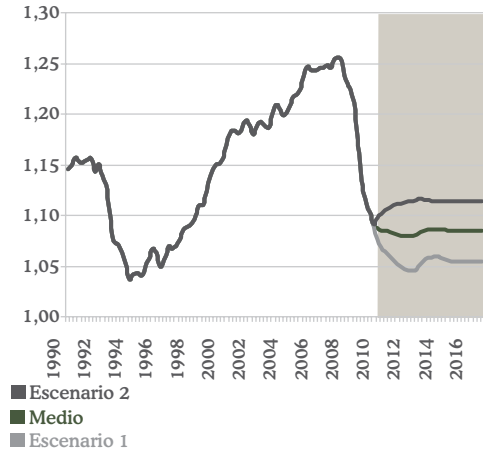
España: previsiones de hogares

(estimaciones a partir de las tasas de cabeza de familia)



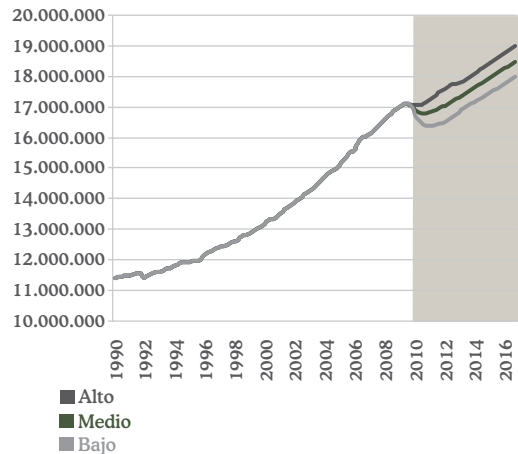
Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 15.
España: Proyecciones de ocupados por hogar



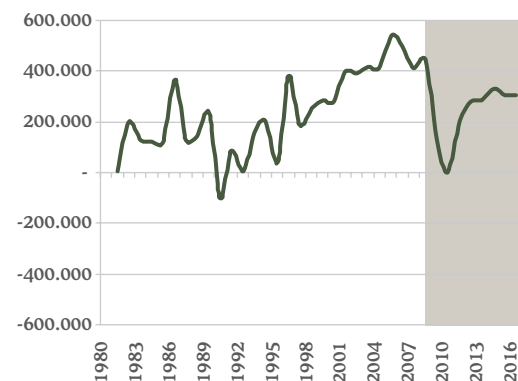
Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Gráfico 16.
España: Proyecciones de número de hogares



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Gráfico 17.
España: formación de hogares



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

tendencia de crecimiento histórico y continúa en la senda de reducción que comenzó en 2008. El escenario 2 se caracterizará por un aumento del número de ocupados por hogar, implicando una menor proporción de miembros del hogar que se independizan o un menor número de divorcios, entre otros factores. Por último, el escenario intermedio será el promedio de los dos anteriores. Los tres escenarios están resumidos en el Gráfico 15. De acuerdo con estos escenarios y las previsiones de la población de corto plazo del INE, se proyecta el número de hogares y los flujos de nuevos hogares que se irían creando en cada año de acuerdo con estas dinámicas (Gráficos 16 y 17). Como se puede ver, el escenario medio apunta a una desaceleración importante del proceso de formación de hogares en 2009 y más profunda en 2010. El retorno de una parte de los inmigrantes a su país de origen, el menor número de divorcios y otros cambios que pueden afectar a la estructura del hogar son algunos de los factores más importantes para explicar la posible destrucción de hogares prevista. Por ello, el proceso de reducción del tamaño de los hogares españoles, que ha continuado ininterrumpidamente desde 1996, podría ralentizarse (Gráfico 18). Desde las 3,3 personas que constituían un hogar a principios de los noventa, el número de integrantes de una familia se ha ido reduciendo hacia el promedio europeo de 2,5. Sin embargo, en un contexto económico difícil como el actual, con una recuperación de la economía lenta y hacia niveles por debajo de los experimentados durante el último ciclo, dicho proceso de reducción del tamaño de los hogares se presenta más difícil y se ralentiza el proceso de convergencia hacia la media europea.

Otros factores que se deben considerar para estimar la demanda potencial de vivienda en el mercado español

Las estimaciones relativas a la formación de nuevos hogares representan sin duda el elemento más importante para determinar la demanda de vivienda. Ahora bien, en España la demanda de vivienda vacacional, tanto interna como externa, ha representado un porcentaje importante de las ventas durante el último ciclo inmobiliario, y es probable que según se recuperen las economías la demanda de vivienda vacacional aumente.

En España, de acuerdo con el último censo de vivienda, un 31,5% del parque de viviendas lo constituye vivienda de segunda residencia de españoles y extranjeros (Gráfico 10). Este porcentaje se ha alcanzado en parte gracias al crecimiento que la renta disponible de los hogares españoles ha registrado durante la última fase expansiva de la economía, y también gracias a la mayor preferencia por la vivienda que han mostrado las familias españolas, tanto para uso propio como para inversión turística. Durante la última década, una de cada cinco familias en España disponía de una vivienda de segunda residencia.

La demanda de vivienda para fines vacacionales también se ha visto impulsada por la inversión inmobiliaria procedente del extranjero, que durante el último ciclo ha representado alrededor de un 40% de las compras de las viviendas vacacionales.

Con el fin de estimar la demanda potencial de vivienda, se mantiene el supuesto de que, en condiciones normales, la vivienda de segunda residencia debería representar un 31,5% del parque. A este escenario se ha añadido un escenario bajo, donde sólo un 25% de las viviendas serían vacacionales, y un escenario alto, en el cual dicho porcentaje podría llegar a un 35%.

Suma a los tres escenarios de formación de hogares, la demanda que por segunda residencia podrían generar tanto los españoles como los extranjeros, alcanzará una demanda potencial de alrededor de 400.000

viviendas al año (Gráfico 20). Este potencial representa la demanda de vivienda que se podría generar en el medio y largo plazo exclusivamente gracias a las dinámicas demográficas del país y a sus características estructurales ligadas al turismo. Sin embargo, es importante evidenciar la elevada incertidumbre que estas previsiones conllevan, y que, tratándose de demanda potencial, el hecho de que se transforme en efectiva depende de una multitud de factores.

En primer lugar, el proceso de formación de nuevos hogares no es un proceso exógeno al entorno económico de un país. El descenso del empleo observado durante los últimos trimestres en España ha ralentizado el proceso de formación de hogares y, dada la lenta perspectiva de recuperación de la economía, el ritmo de formación de hogares podría ralentizarse aún más.

En segundo lugar, las expectativas sobre la evolución futura de los precios de vivienda también juegan un papel importante. Dada la sobreoferta de viviendas en venta en el mercado, el que los compradores esperen bajadas de precios aún mayores unido al entorno de reducida confianza de los consumidores, los precios necesitan mayores ajustes a la baja, frenando la salida al mercado de la demanda potencial existente en la actualidad.

Por último, las condiciones financieras también afectan a las decisiones de formación de un nuevo hogar. Si las condiciones de acceso a una hipoteca continúan siendo estrictas, es probable que esto postergue aún más la recuperación de la demanda de vivienda.

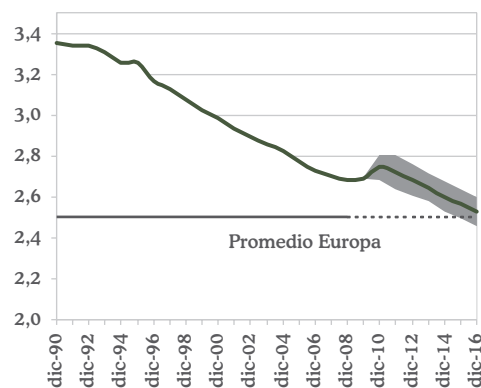
Cuadro 2: Evolución de las variables más importantes en determinar la demanda potencial de vivienda

	2001-2008 (promedio)	2011-2016 (promedio)
Población, miles de personas	42.738	46.409
% a/a Población	1,6%	0,2%
Inmigración, miles de personas	700	361
% a/a Inmigración	8,0%	-1,2%
N. de personas por hogar	2,80	
alto		2,54
medio		2,58
bajo		2,61
N. de hogares (miles)	15.304	
alto		18.214
medio		17.975
bajo		17.736
Formación de hogares (miles)	440	
alto		306
medio		284
bajo		262
% de vivienda no principal (% total)	31,5%	
alto		35,0%
medio		31,5%
bajo		25,0%
N. de viviendas demandadas en función de las necesidades demográficas (miles):		
alto		414
medio		374
bajo		328

Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 18.

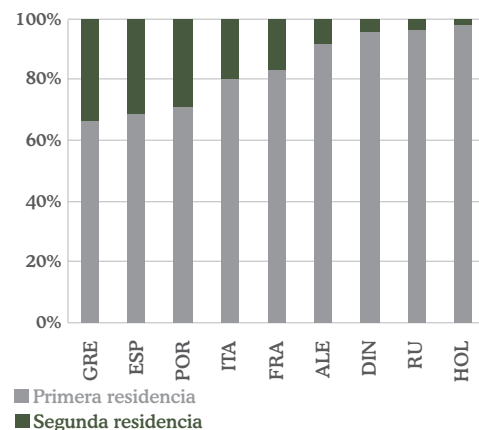
España: tamaño promedio de los hogares



Fuente: INE; Eurostat; SEE BBVA

Gráfico 19.

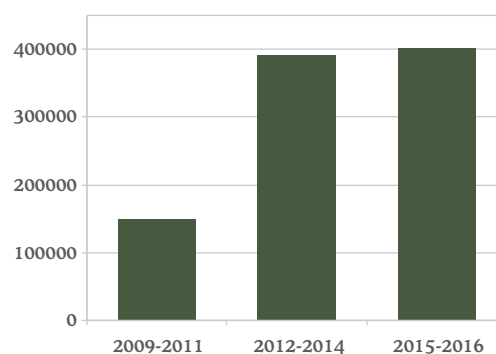
Tipo de vivienda según utilización



Fuente: European Statistics, INE, INSEE, DESTATIS, UK Census, INE (Portugal), SEE BBVA

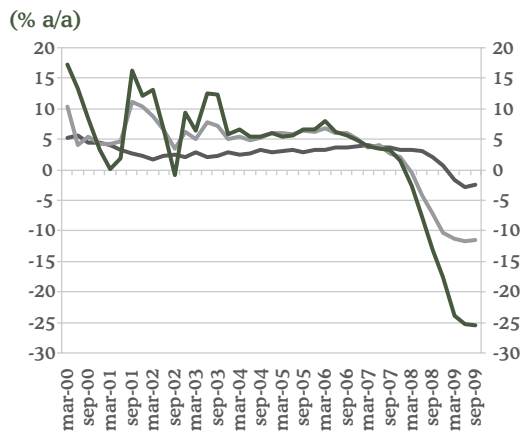
Gráfico 20.

España: Demanda potencial de vivienda (valores promedio)



Fuente: SEE BBVA

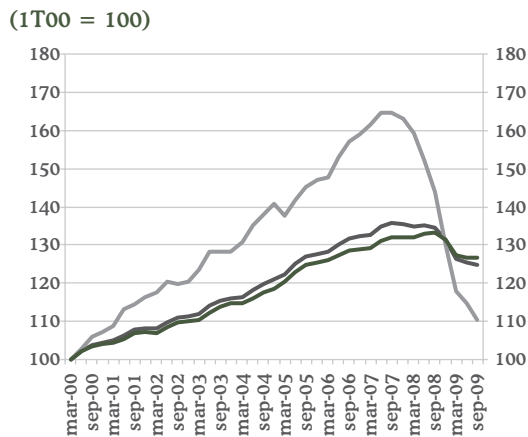
Gráfico 1.
España. PIB, construcción y vivienda



■ Inversión en construcción
■ Inversión en vivienda
■ PIB excluida construcción

Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Gráfico 2.
España. Crecimiento acumulado del empleo

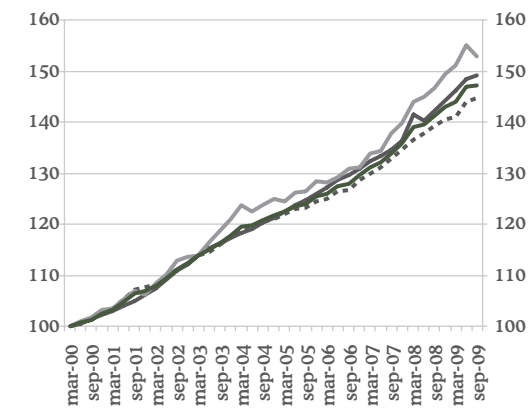


■ Total
■ Construcción
■ Total sin construcción

Fuente: SEE BBVA a partir de INE (EPA)

Gráfico 3.
España. Crecimiento del coste salarial total

(Series desestacionalizadas y corregidas de calendario; 1T00 = 100)



■ Construcción
■ Industria
⋯ Servicios de mercado
■ Economía de mercado

Fuente: SEE BBVA a partir de Eurostat (ICLA)

4. Crecimiento salarial y destrucción de empleo en el sector de la construcción

La caída de la demanda de trabajo, derivada del ajuste que está experimentando el sector de la construcción, se ha traducido en una intensa contracción del empleo pero no en una moderación salarial

El deterioro comparativamente elevado que está registrando la actividad constructora en España en relación con los restantes sectores económicos (véase Gráfico 1), se está materializando en una reducción significativa de la demanda de trabajo por parte de las empresas del sector.

Si el mercado de trabajo fuese perfectamente competitivo, la contracción de la demanda se traduciría en un ajuste salarial a la baja y en una disminución del nivel de empleo, tanto mayor cuanto más elástica sea la oferta de trabajo ante cambios en el salario. Sin embargo, los datos indican que el mercado laboral en España funciona de un modo no competitivo. El sector de la construcción comenzó a destruir empleo en el cuarto trimestre de 2007, un año antes que el resto de la economía en su conjunto. A pesar de que la caída de la ocupación se intensificó durante el segundo semestre de 2008 en todas las actividades económicas y no sólo en la construcción, la destrucción neta de empleo acumulada en el sector alcanzó los 909,5 miles de personas en el tercer trimestre del año actual, un 54,7% del total de puestos de trabajo perdidos en la economía (véase Gráfico 2).

Por el contrario, la reducción de la demanda de trabajo no se ha materializado en una contención salarial. El Índice de Coste Laboral Armonizado (ICLA), elaborado a partir de los datos de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, indica que el salario nominal promedio percibido por los ocupados en construcción se incrementó un 10,9% entre el 4T07 y el 2T09¹, y tan sólo disminuyó un 1,4% en el 3T09 (último dato disponible). En los restantes sectores de actividad, el crecimiento salarial promedio acumulado alcanzó el 8,9% en la industria, situándose en el 7,1% en los servicios (véase Gráfico 3).

La escasa sensibilidad del crecimiento salarial a la destrucción de empleo no es un fenómeno exclusivo del mercado laboral español, pero su magnitud sí constituye un hecho diferencial de nuestra economía

Si se compara el ajuste del sector de la construcción en España en términos de cantidades (empleo) y precios (salario) con el experimentado por los países de nuestro entorno, se observan diferencias significativas, tanto cuantitativas como cualitativas (véase Cuadro 1).

En primer lugar, aquellas economías que no han disfrutado de una etapa de expansión inmobiliaria durante la última década (Alemania, Francia e Italia), exhiben una ligera destrucción de empleo en construcción y un crecimiento salarial moderado e inferior al del resto de la economía.

En segundo lugar, los países que –al igual que España– han registrado un crecimiento significativo del sector de la construcción durante la última década (Reino Unido y, sobre todo, Irlanda) muestran una contracción intensa del empleo y un ajuste del salario leve y contemporáneo al de la ocupación.

¹ Nótese que el IPC tan sólo creció un 2,0% en el mismo período.

Por lo tanto, si bien la escasa sensibilidad del crecimiento salarial a la pérdida de empleo en el sector de la construcción no es un fenómeno exclusivo del mercado laboral español, el hecho de que el salario haya reaccionado al deterioro del sector con siete trimestres de retraso sí constituye un fenómeno diferencial de nuestra economía.

El cambio en la composición de los ocupados en el sector de la construcción, provocado por la destrucción de empleos menos productivos y peor remunerados, es el responsable principal de la evolución reciente del salario...

¿Qué factores contribuirían a explicar la evolución positiva del salario percibido por los ocupados en construcción en España? Principalmente dos:

- i. Un aumento de la importancia relativa de aquellos ocupados con características mejor remuneradas (efecto composición), y/o
- ii. La existencia de rigideces salariales a la baja.

Para analizar la posible existencia de un efecto composición, se utilizan los microdatos de la Encuesta de Población Activa. En particular, se estudia cómo ha cambiado la composición del empleo por nivel educativo, por tipo de contrato y por antigüedad en la empresa, tres de los principales determinantes individuales de la evolución salarial².

Los Gráficos 4 y 5 muestran que el peso de los ocupados con estudios secundarios de segunda etapa y universitarios en la construcción creció 4,8 puntos porcentuales (pp) desde finales de 2007 hasta alcanzar el 40,8% en el 3T09, frente al incremento de 1,2 pp en el resto de la economía. De modo similar, la reducción de la tasa de temporalidad en el sector de la construcción (-9,3 pp) fue significativamente más intensa que la experimentada por el conjunto de las restantes actividades económicas (-3,0 pp), tal y como se puede observar en el Gráfico 6.

Con todo, el cambio más relevante tuvo lugar en la variable de antigüedad. El Gráfico 7 indica que la antigüedad promedio de los trabajadores ocupados en el sector creció un 25,3% entre el 4T07 y el 3T08, situándose en los 7,2 años de media. El aumento en el resto de la economía fue significativamente más modesto (5,3%).

Por lo tanto, el proceso de destrucción de empleo en el sector de la construcción ha afectado a los colectivos más precarios y peor remunerados (principalmente jóvenes, con un nivel educativo bajo, un contrato temporal y escasa antigüedad en la empresa), lo que ha sesgado al alza el crecimiento salarial en términos promedio. Sin duda, tras este efecto composición subyace uno de los aspectos que caracterizan el comportamiento del mercado laboral en España: el desequilibrio de la protección del empleo por tipo de contrato. Esta dualidad provoca que el coste de ajuste en términos de empleo recaiga sobre aquellos grupos comparativamente menos protegidos³.

..., pero la existencia de rigideces salariales a la baja, características del mecanismo de determinación salarial en España, también juega un papel relevante

Para analizar la existencia de mayores rigideces salariales a la baja en el sector de la construcción compatibles con la existencia de un efecto composición, se han estimado dos curvas de Phillips, una para el sector de la construcción y otra para el resto de la economía.

² Véase Rodríguez (2004) para una síntesis de los determinantes del proceso de formación de salarios en España.

³ Un análisis detallado de las consecuencias de la dualidad presente en el mercado laboral español se encuentra en SEE BBVA (2009).

Gráfico 4. España. Composición del empleo en construcción

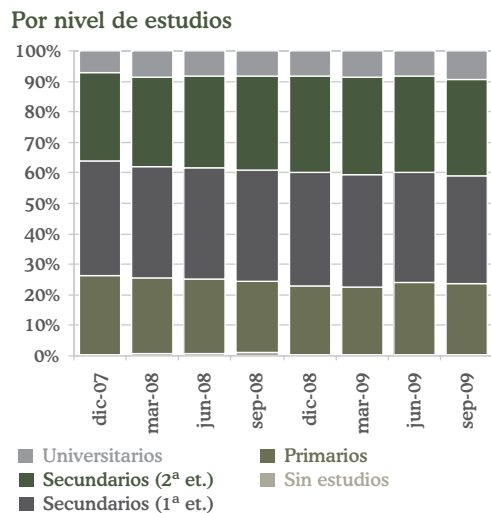


Gráfico 5. España. Composición del empleo en el resto de la economía

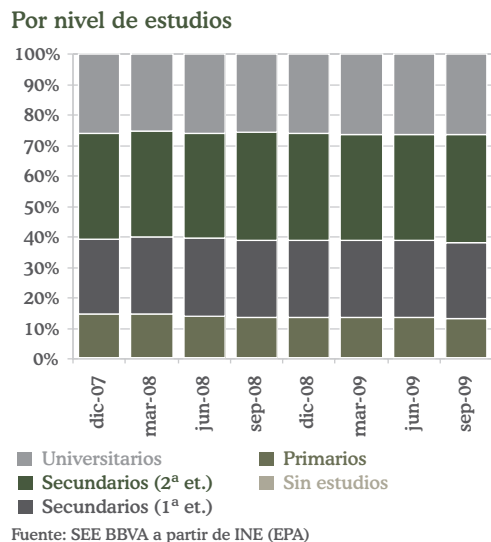


Gráfico 6. España. Tasa de temporalidad (% de asalariados con contrato temporal)

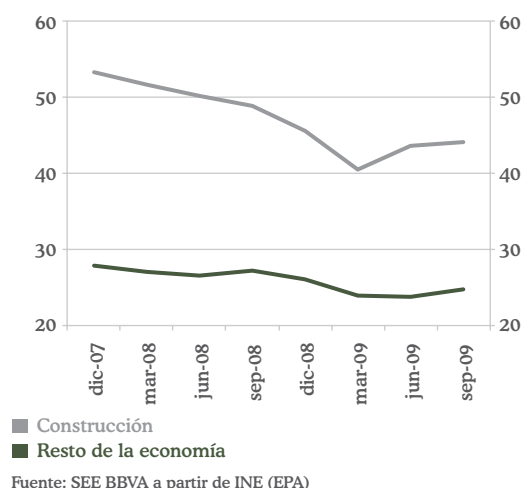
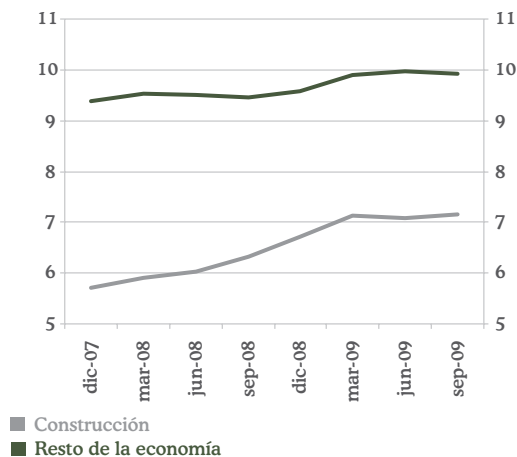


Gráfico 7.
España. Antigüedad media en la empresa

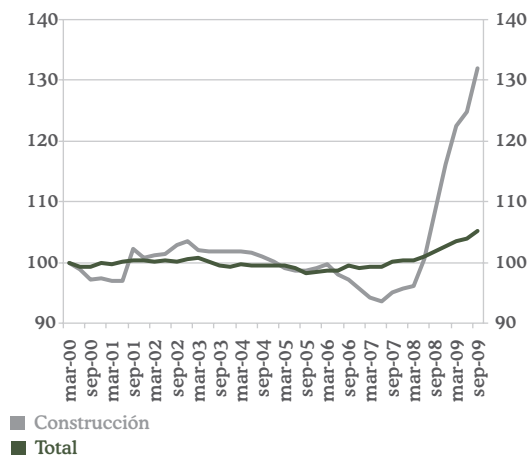
Construcción vs resto de la economía



Fuente: SEE BBVA a partir de INE (EPA)

Gráfico 8.
España. Crecimiento acumulado de la productividad por ocupado

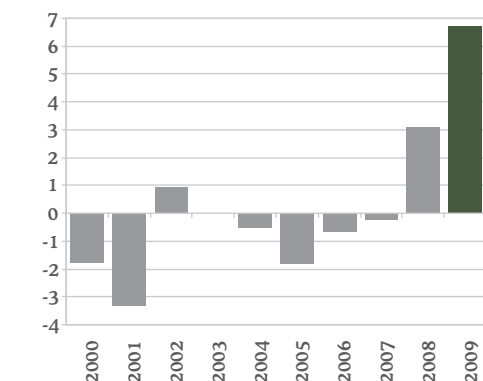
(1T00 = 100)



(*) Valor Añadido Bruto real/número de ocupados
Fuente: SEE BBVA a partir de Eurostat

Gráfico 9.
España. Variación de la tasa de desempleo

(puntos porcentuales)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE (EPA)

La curva de Phillips original establece una relación negativa entre el crecimiento del salario nominal y la tasa de desempleo de una economía. Cuando ésta es elevada, el exceso de oferta de trabajo (y/o la escasez de demanda) ejerce presión a la baja sobre el crecimiento salarial; cuando es reducida, sugiere la existencia de escasez de oferta de trabajo, por lo que la probabilidad de obtener un incremento salarial mayor por parte de los ocupados aumenta⁴.

En el caso que nos ocupa, se estima una curva de Phillips aumentada, en donde el crecimiento salarial en el corto plazo depende del nivel y del crecimiento de la tasa de desempleo, de la tasa de inflación y de la variación de la productividad aparente del factor trabajo. En el largo plazo, la tasa de desempleo sería igual a la NAIRU (tasa de desempleo no aceleradora de la inflación), *i. e.*, se situaría en su valor de equilibrio. Para que esto suceda, el cambio en el salario debe depender de la tasa de inflación y del crecimiento de la productividad del trabajo (véase el Anexo para más detalles).

La estimación de la curva de Phillips aumentada permite conocer el grado de rigidez (nominal y real) derivada del mecanismo de determinación salarial. Así, se define la rigidez nominal como la respuesta del crecimiento del salario nominal a la tasa de inflación. Por tanto, es una medida del grado de indexación de una economía o sector. Cuando el proceso de fijación salarial implica un ajuste lento del crecimiento del salario nominal ante un cambio en el nivel de precios, la respuesta del salario real a perturbaciones que provoquen tensiones inflacionistas será mayor.

La rigidez real hace referencia a la sensibilidad del incremento del salario real ante variaciones en la demanda, aproximada por la tasa de desempleo. De este modo, cuando menor sea la elasticidad del aumento del salario nominal a la tasa de desempleo, más elevado será el grado de rigidez del salario real, lo que se traduce en un ajuste más costoso en términos de empleo.

El efecto de cambios en la composición del empleo vendría recogido por el coeficiente que acompaña al crecimiento de la productividad del trabajo. Si la destrucción de empleo afecta de un modo comparativamente elevado a los empleos menos productivos, *ceteris paribus*, tendrá lugar un aumento de la productividad promedio en el corto plazo. El Gráfico 8 muestra que la productividad del trabajo se ha incrementado desde finales de 2007, tanto en el total de la economía como, sobre todo, en el sector de la construcción: el crecimiento acumulado de la productividad del trabajo en construcción durante los últimos dos años ha sido del 38,0%, frente al 4,7% en el total.

Los resultados de las estimaciones de las curvas de Phillips indican que, en el corto plazo, la respuesta del aumento del salario nominal en el sector de la construcción ante cambios en la productividad del factor trabajo es significativa. Por el contrario, el crecimiento de la productividad del trabajo no explica la evolución del salario nominal en el resto de la economía en el corto plazo⁵.

Del modo semejante, se observan diferencias relevantes en cuanto al efecto del desempleo sobre la evolución del salario nominal. Los resultados indican que es el nivel de la tasa de desempleo la que afecta negativamente a la evolución del salario de los ocupados en el sector de la construcción, mientras que en el resto de la economía también su variación impacta negativamente sobre el crecimiento salarial. Esto

⁴ En el capítulo 8 de Cahuc y Zylberberg (2004) se realiza un análisis detallado de la relación existente entre la evolución de los salarios y del desempleo en las economías desarrolladas.

⁵ Pero sí en el largo plazo. Véase el Anexo.

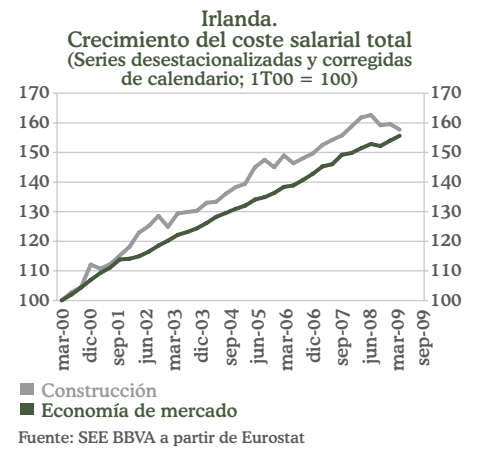
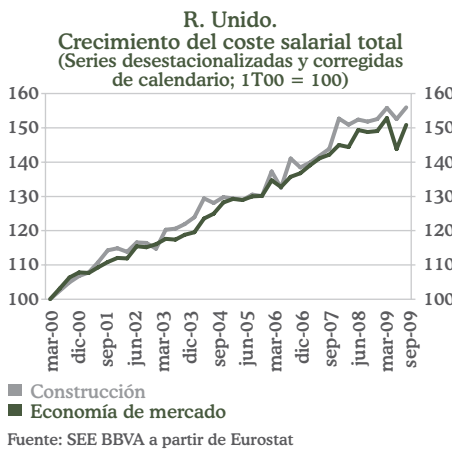
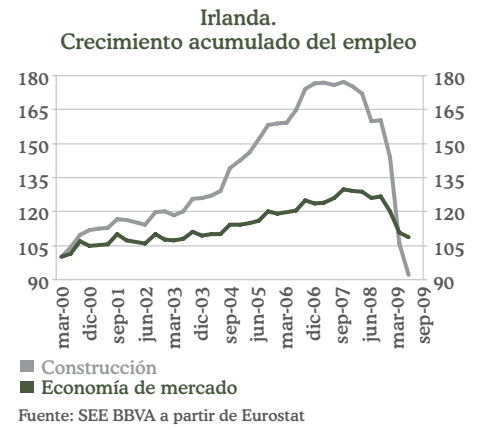
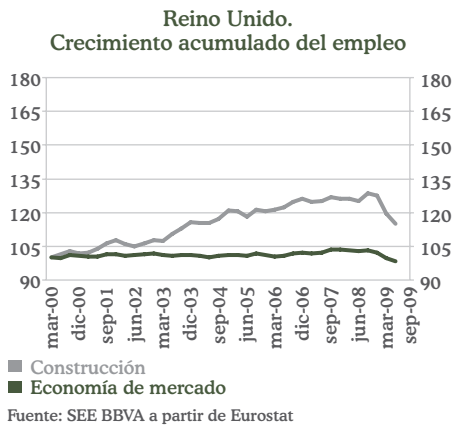
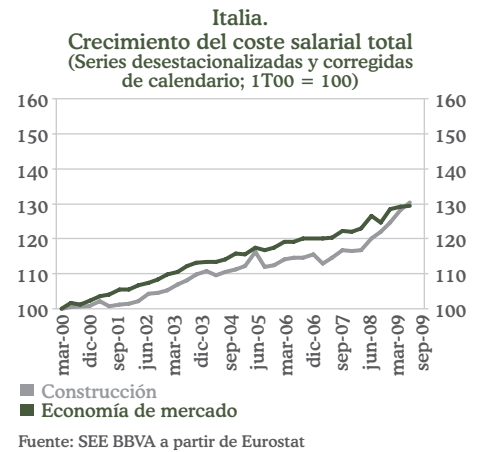
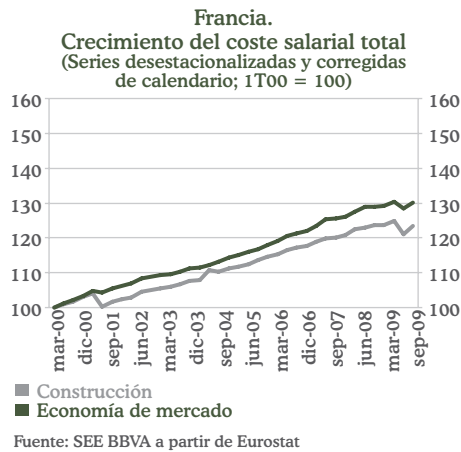
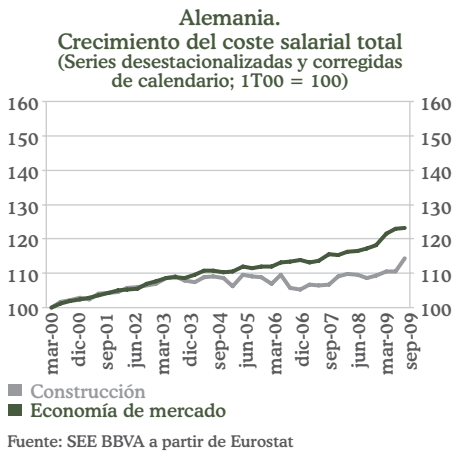
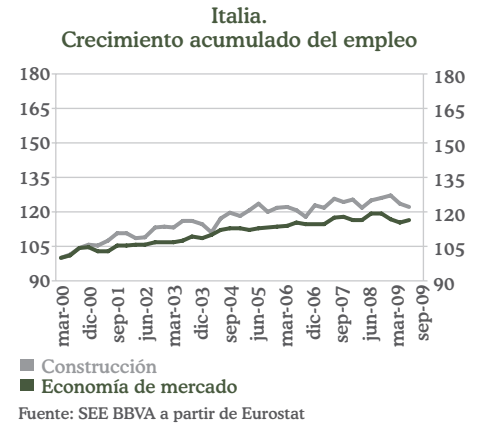
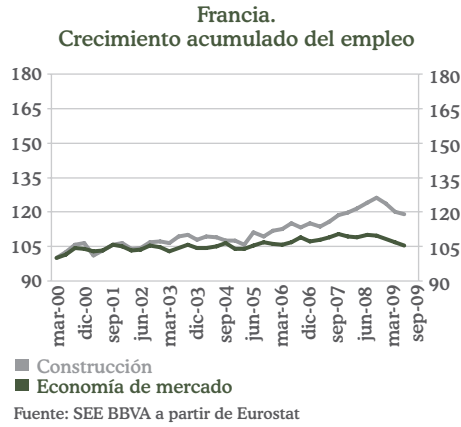
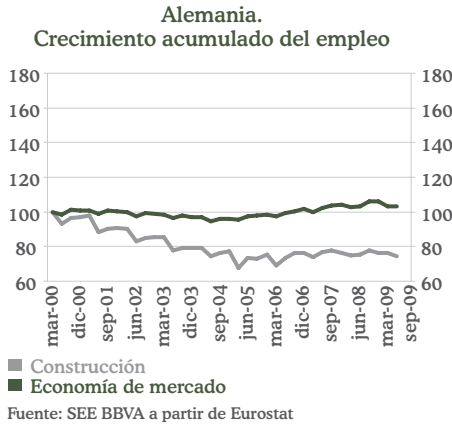
significa que la construcción –a diferencia de los restantes sectores en su conjunto- no se encuentra afectada por problemas de histéresis o persistencia, por lo que una aceleración del crecimiento de la tasa de desempleo, como la que ha tenido lugar en 2008 y 2009 (véase Gráfico 9), no provocaría una reacción a la baja del salario. Con todo, la respuesta del crecimiento salarial a cambios en el desempleo es reducida si se compara con el grado de indexación salarial.

En síntesis, el cambio en la composición de los ocupados en el sector de la construcción, provocado por la destrucción de empleos menos productivos y peor remunerados, es el responsable principal del crecimiento salarial significativo registrado durante los últimos trimestres. Si bien las rigideces representativas del mecanismo de determinación salarial en España juegan un papel relevante, tan sólo las de carácter real –mayores en la construcción- contribuyen a explicar la diferencia entre la evolución del salario en el sector y la observada en los restantes. Dado que la velocidad de convergencia del salario a su equilibrio de largo plazo en la construcción es significativa –tal y como indican las estimaciones realizadas-, se prevé que el ajuste salarial iniciado en el 3T09 continúe durante los próximos trimestres.

Referencias

- Cahuc, P. Y A. Zylberberg (2004). *Labor Economics*. The MIT Press.
- Horn, G. A., W. Scheremet y R. Zwiener (1999): *Wages and the Euro*. Physica Verlag. Berlín.
- Rodríguez, C. (2004): “Formación de salarios en la economía española”, *Revista del Ministerio de Trabajo e Inmigración*, 51, 55-84.
- SEE BBVA (2009): *Situación España. Marzo 2009*. BBVA. Madrid. Disponible en: http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/0903_situacionespana_tcm346-189472.pdf?ts=10122009

Cuadro 1: Evolución comparada del empleo y los salarios en el sector de la construcción en algunos países de nuestro entorno (1T=100)



Anexo

El análisis de la existencia de rigideces salariales a la baja compatibles con la existencia de un efecto composición se realiza mediante la estimación de dos curvas de Phillips aumentadas, una para el sector de la construcción y otra para las restantes actividades económicas en su conjunto.

Los datos, desde 1970 hasta 2008, proceden de AMECO⁶. Aquellas variables disponibles tan sólo desde 1980 han sido reconstruidas utilizando las series correspondientes de EU KLEMS⁷.

Bajo la hipótesis de que la tasa de desempleo se iguala a la tasa natural en el largo plazo, el crecimiento del salario nominal dependerá de la tasa de inflación y del crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo. Para ello, es necesario que las variables de salarios, precios y productividad evolucionen siguiendo una tendencia común, *i. e.*, deben estar cointegradas.

Cuando se analiza el orden de integración de las series, se observa que tanto los salarios nominales, como la tasa de inflación y la productividad del trabajo son variables integradas de orden 2. Por este motivo, la curva de Phillips se especifica como un modelo de corrección del error (MCE) en segundas diferencias (Δ^2):

$$\Delta^2 \text{LN}(w_{it}) = \beta_0^i + \beta_1^i \Delta^2 \text{LN}(p_{it}) + \beta_2^i \Delta^2 \text{LN}(pr_{it}) + \beta_3^i (1 - \gamma^i) u_{it} + \beta_3^i \gamma^i \Delta u_{it} - \lambda^i [\Delta \text{LN}(w_{it-1}) - \beta_4^i \Delta \text{LN}(p_{it-1}) - \beta_5^i \Delta \text{LN}(pr_{it-1})] + \varepsilon_{it}^i \quad (1)$$

$i = \{\text{construcción; resto de la economía}\}; t = 1970, \dots, 2008,$

donde $\text{LN}(w_{it})$ denota el logaritmo neperiano del salario nominal promedio del sector i en el año t ; p , el nivel de precios de consumo; pr , la productividad del factor trabajo; y u la tasa de desempleo. La ecuación de largo plazo relaciona el cambio del salario nominal con la tasa de inflación y el crecimiento de la productividad por ocupado, siendo λ la velocidad de ajuste del crecimiento salarial a su valor de equilibrio.

El parámetro β_1 mide la elasticidad de la variación del salario a la tasa de inflación y permite aproximar el grado de rigidez nominal inducido por el mecanismo de determinación salarial⁸; por el contrario, cuanto menor sea β_3 mayor será el grado de rigidez real. Finalmente, γ constituye una medida de la persistencia del efecto de perturbaciones sobre la tasa de desempleo.

Dado que los contrastes de cointegración de las variables especificadas en el término de corrección del error (λ) inducen a rechazar la hipótesis de no-cointegración, los resultados de la estimación de los MCE –comentados en el texto– se recogen en el Cuadro A.1.⁹

⁶ Más detalles en: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8646_en.htm

⁷ Más detalles en: <http://www.euklems.net/>

⁸ Dada la posible endogeneidad de la tasa de inflación, el estimador del parámetro β_1 debe tomarse con cautela.

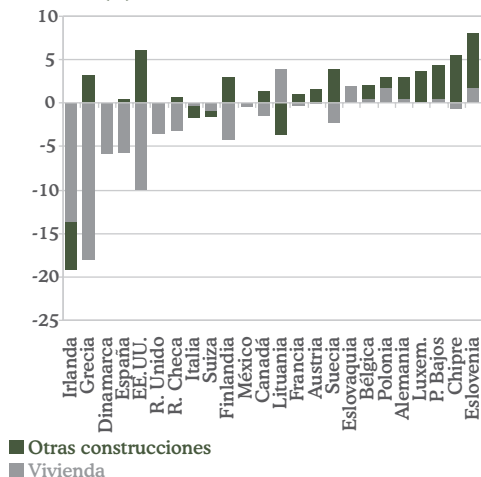
⁹ Un modelo similar al estimado en este artículo para varias economías europeas se puede encontrar en Horn, Scheremet y Zwiener (1999).

Cuadro A.1. Estimación de las curvas de Phillips aumentadas. 1970-2008

Variable dependiente: $\Delta^2 \text{LN}(w_{it})$	Total economía	Construcción	Resto de la economía
Constante	0,0156 (0,006)	0,0316 (0,017)	0,0147 (0,007)
$\Delta^2 \text{LN}(p)$	0,552 (0,139)	0,787 (0,353)	0,533 (0,154)
$\Delta^2 \text{LN}(pr_{\text{total}})$	0,308 (0,160)		
$\Delta^2 \text{LN}(pr_{\text{construcción}})$		0,314 (0,094)	
$\Delta^2 \text{LN}(pr_{\text{resto}})$			0,235 (0,199)
u	-0,133 (0,051)	-0,253 (0,132)	-0,129 (0,055)
Δu	-0,367 (0,137)	-0,181 (0,384)	-0,342 (0,150)
λ (total)	-0,237 (0,134)		
	$\Delta \text{LN}(p_{\text{total}})$ 1,027 (0,084)		
	$\Delta \text{LN}(pr_{\text{total}})$ 0,650 (0,245)		
	constante 0,006 (0,006)		
λ (construcción)		-0,601 (0,157)	
	$\Delta \text{LN}(p_{\text{c}})$ 1,088 (0,123)		
	$\Delta \text{LN}(pr_{\text{c}})$ 0,242 (0,126)		
	constante 0,009 (0,011)		
λ (resto)			-0,306 (0,147)
	$\Delta \text{LN}(p_{\text{resto}})$ 0,960 (0,089)		
	$\Delta \text{LN}(pr_{\text{resto}})$ 0,943 (0,273)		
	constante 0,007 (0,006)		
R^2	0,623	0,563	0,535
R^2 ajustado	0,562	0,492	0,459
H_0 : no autocorrelación de primer orden	0,997	0,581	0,992

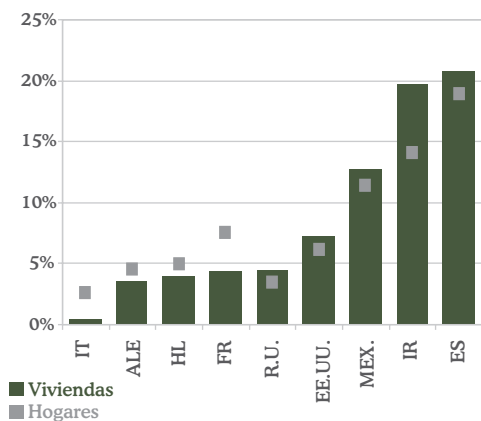
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 1.
Inversión en construcción
Contribuciones a la tasa de variación interanual en 2008 (%)



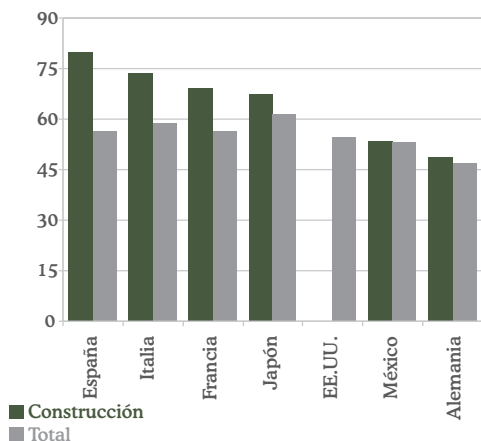
Fuente: SEE BBVA a partir de AMECO

Gráfico 2.
Formación de hogares y crecimiento del
parque de viviendas durante el último
ciclo inmobiliario



Nota: Crecimiento entre 2000 y 2003 para Italia, entre 2000 y 2004 para Francia, entre 2000 y 2005 para México, entre 2000 y 2007 para España, entre 2002 y 2007 para EE. UU. y entre 2002 y 2006 para Irlanda. Crecimiento entre 2000 y 2006 para los restantes países.
Fuente: SEE BBVA a partir de EMF y fuentes nacionales

Gráfico 3.
Apalancamiento(*) del sector
construcción
Promedio 2005-2007 (%)



Notas: (*) Deuda/Activos.
Promedio 2004-2005 para Japón, 2001-2005 para EE.UU. y 2005-2008 para México
Fuente: SEE BBVA a partir de BACH

5. Efectos del redimensionamiento de la capacidad productiva del sector construcción en los países desarrollados¹

Un crecimiento económico superior al del conjunto de la economía durante la expansión previa a la crisis y la caída de la demanda durante la recesión actual han agravado el problema de sobrecapacidad de la construcción

Desde mediados del año 2007, el sector construcción de las economías desarrolladas está experimentando un proceso de redimensionamiento de su capacidad productiva como consecuencia de la contracción significativa de la demanda, tanto doméstica como exterior, del patrón de crecimiento desequilibrado registrado durante los ciclos expansivos precedentes y del endurecimiento de las condiciones de financiación tras el recrudecimiento de la crisis financiera global durante el segundo semestre de 2008.

Respecto al primero de estos factores, a pesar del papel contracíclico jugado por la obra civil, la inversión en construcción en los países de la Europa Occidental y en EE.UU. sufrió caídas muy significativas por el desplome de la adquisición de viviendas (véase Gráfico 1).

En segundo lugar, la pérdida de dinamismo de la demanda ha exacerbado los problemas de sobrecapacidad representativos del sector. Durante el ciclo expansivo precedente, países como Reino Unido, EE.UU., México, Irlanda y España, entre otros, registraron un crecimiento del número de viviendas construidas superior al que podría explicarse por la formación de nuevos hogares (véase Gráfico 2). Este aumento del número de viviendas por encima de sus fundamentales ha contribuido a expandir la sobreoferta existente, principalmente en EE.UU. y España².

En tercer lugar, al deterioro de la actividad del sector de construcción se une su delicada situación financiera. Dado que se trata de una actividad económica cuya expansión pasada estuvo fundamentada en una apelación significativa al crédito, ha alcanzado un grado de apalancamiento elevado en relación con los restantes sectores de las economías desarrolladas, tal y como se puede observar en el Gráfico 3, lo que ha provocado que se vea especialmente afectada por el endurecimiento de las condiciones de financiación.

Repercusiones macroeconómicas del ajuste del sector

La compleja situación por la que atraviesa la construcción es relevante a efectos macroeconómicos tanto por su significativa contribución a la producción y al empleo del conjunto de la economía, como por su intensa interrelación con las restantes ramas de actividad³.

En términos generales, el crecimiento medio del Valor Añadido Bruto (VAB) del sector de construcción en los países desarrollados ha sido menor al del conjunto de la economía, principalmente durante las décadas de los 70, 80 y 90 del pasado siglo (véase Cuadro 1). Por el contrario, la creación de empleo ha sido generalmente más intensa

¹ Se agradece la colaboración de Fernando Balbuena, Alma Martínez y Eduardo Torres.

² Entre 2005 y comienzos de 2008, el parque de viviendas disponible en EE.UU. se duplicó hasta alcanzar un máximo histórico de 5 millones de unidades, el inventario equivalente a un año de venta al ritmo observado en 2008. En España, las previsiones del SEE BBVA indican que la sobreoferta de vivienda nueva alcanza los 1,2 millones de unidades en el momento actual, lo que equivale a las ventas acumuladas de viviendas nuevas entre 2006 y 2008. Véanse SEE BBVA (2008, 2009) para más detalles acerca de la estimación de la sobreoferta de vivienda.

³ Para analizar la importancia estratégica del sector de construcción en las economías desarrolladas se ha seleccionado el siguiente subconjunto de países: Alemania, EE.UU., España, Francia, Italia, Japón, México y Reino Unido.

que la experimentada por el resto de la economía en su conjunto⁴, lo que indica una evolución manifiestamente mejorable de la productividad aparente del factor trabajo, sobre todo durante los últimos veinte años. Con todo, las contribuciones de la construcción a los crecimientos del VAB y, sobre todo, del empleo son significativas debido a su gran tamaño relativo. En particular, destaca el caso de España, en donde la construcción supuso un 9,1% del crecimiento medio del VAB de la economía y un 11,9% del crecimiento medio de la ocupación entre los años 2000 y 2008. En el lado opuesto, se encuentran Alemania y EE.UU., países en los que la construcción apenas contribuyó un 4% al crecimiento promedio del VAB y un 6% al del empleo durante la última década.

La importancia de los efectos de arrastre sobre los restantes sectores de la economía provoca que las repercusiones derivadas de la pérdida de dinamismo de la construcción sean comparativamente elevadas

No obstante, si bien las contribuciones **directas** de la evolución del sector de la construcción al deterioro de la actividad económica agregada son acotadas, sus efectos sobre el desempeño económico del conjunto de la economía de los países analizados son relevantes dadas las repercusiones **indirectas** que tiene sobre la actividad y el empleo de las restantes ramas productivas.

La importancia estratégica de una actividad económica, es decir, su capacidad para impulsar la producción del resto de actividades, se puede cuantificar mediante las Tablas *Input-Output* (TIO), las cuales caracterizan la estructura económica de un país, identificando las interrelaciones sectoriales y midiendo las repercusiones que tienen cambios en la demanda final de un determinado sector sobre la producción del resto de actividades y agentes⁵. La reciente actualización por parte de la OCDE de las TIO simétricas interiores de cada uno de sus miembros facilita la comparación de los efectos directos e indirectos de la construcción sobre el conjunto de la economía de cada país⁶.

El Cuadro 2 recoge los efectos de arrastre de la demanda⁷ de las principales ramas de actividad económica sobre la producción del conjunto de la economía de cada uno de los países considerados. Los resultados indican que la capacidad de arrastre relativa del sector de construcción es comparativamente elevada en todas las economías analizadas. En particular, la construcción juega un papel relevante en Italia, Reino Unido, México y, sobre todo, España, en donde se erige como la actividad económica con una capacidad de arrastre mayor.

Para calcular los efectos directos e inducidos de cambios en la demanda final de un sector sobre el resto de la economía, es preciso trabajar en términos de VAB⁸ y de empleo, y no de producción. Los resultados obtenidos indican la existencia de cierta homogeneidad regional en cuanto a la magnitud de los efectos de arrastre de la construcción en

⁴ Excepto en Alemania y Japón, dos países en donde la construcción –bien por motivos demográficos y de especialización sectorial en otras actividades, bien por haber experimentado una crisis inmobiliaria severa a comienzos de los 90, en el caso de Japón– ha drenado crecimiento económico y empleo, principalmente durante las últimas dos décadas.

⁵ Véase SEE BBVA (2007) para un análisis detallado de la metodología *Input-Output* utilizada.

⁶ Las TIO simétricas de los países integrantes de la OCDE –excepto México– están disponibles en: http://www.oecd.org/document/3/0,3343,en_2649_34445_38071427_1_1_1_1_00.html.

Están basadas en la revisión 3 de la clasificación internacional de actividades (ISIC) y, salvo excepciones, corresponden al año 2000. La TIO de México, correspondiente al año 2003, es la elaborada por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI). A diferencia de las TIO de los restantes países, la de México utiliza el sistema norteamericano de clasificación industrial (NAICS).

⁷ Se entiende por capacidad de arrastre de la demanda de un sector la suma del efecto directo sobre la producción del mismo más el efecto inducido sobre la actividad de los restantes sectores.

⁸ VAB a precios básicos = Producción a precios básicos – Consumos intermedios a precios básicos – Impuestos netos sobre la producción.

valor añadido (véase Cuadro 3). Así, una reducción de la demanda final de la construcción de 1 millón de unidades monetarias provocaría una contracción del VAB de las economías ligeramente por encima de los 0,8 millones, la mitad de la cual provendría de la caída inducida en el resto de sectores productivos.

Cuadro 3. Efectos sobre el VAB y el empleo de cada economía de una disminución de la demanda final de la construcción de 1 millón de unidades monetarias

Construcción	TIO interior					
	VAB (1)			Empleo (2)		
	Total	Directo	Inducido	Total	Directo	Inducido
Alemania	-0,83	-0,43	-0,41	-19,52	-12,29	-7,23
EE.UU.	-0,92	-0,51	-0,41	-15,67	-10,13	-5,53
España	-0,84	-0,33	-0,50	-20,45	-8,79	-11,66
Francia	-0,82	-0,37	-0,44	-17,58	-9,26	-8,33
Italia	-0,84	-0,38	-0,46	-20,69	-11,19	-9,50
Japón	-0,80	-0,52	-0,28	-7,06	-3,33	-3,73
México	-0,83	-0,49	-0,35	-12,50	-9,41	-3,10
Reino Unido	-0,81	-0,37	-0,44	-22,05	-10,01	-12,03

(1) VAB en millones de unidades monetarias

(2) Empleo equivalente a tiempo completo, excepto en Reino Unido (empleo por cuenta ajena)

Fuente: SEE BBVA

En términos de empleo, los efectos de cambios en la demanda final de la actividad constructora exhiben una mayor heterogeneidad entre países, la cual se explica por las diferencias en el peso de cada sector en cada economía, en la intensidad de uso del factor trabajo⁹ y en la productividad.

Se detecta cierta homogeneidad regional en cuanto a la magnitud de los efectos de arrastre en producción, así como en cuanto a la tipología de sectores arrastrados por la construcción

Del mismo modo que se constata un elevado grado de homogeneidad regional de la capacidad que posee la construcción de impulsar la producción del resto de la economía, también se detectan ciertas similitudes entre países en cuanto a la tipología de actividades arrastradas por ella. Así, el Cuadro 4 muestra que los sectores de otros productos minerales no metálicos, comercio, otras actividades empresariales, fabricación de productos metálicos e intermediación financiera constituyen las actividades sobre las que la construcción ejerce un mayor arrastre en los países analizados.

Cuadro 4. Principales sectores afectados por cambios en la demanda del sector de construcción

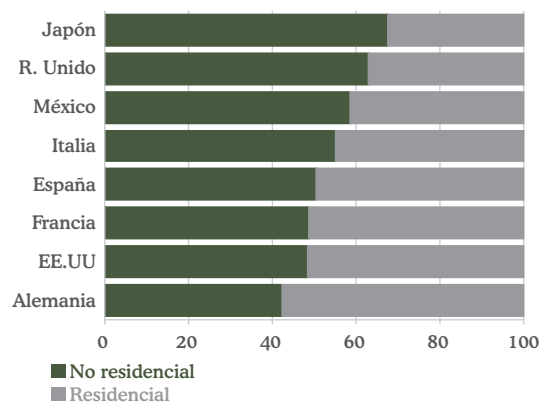
	Ranking en cada país (*)							
	Alemania	EE.UU.	España	Francia	Italia	Japón	México	R. Unido
Otros productos minerales no metálicos	1º	6º	1º	3º	1º	4º	2º	4º
Comercio y reparación de vehículos de motor	3º	1º	3º	4º	2º	1º	1º	2º
Otras actividades empresariales	2º	11º	4º	1º	3º	2º	6º	1º
Fabricación de productos metálicos (excepto maquinaria y equipo)	5º	3º	2º	5º	4º	3º	8º	6º
Intermediación financiera	7º	5º	9º	2º	6º	6º	18º	3º

(*) 42 ramas de actividad (ISIC) en Alemania, EE.UU., España, Francia, Italia, Japón y R. Unido; 77 (NAICS) en México
Fuente: SEE BBVA

⁹ El mayor peso de la construcción no residencial en Japón, menos intensiva en empleo que la residencial, justifica el menor efecto sobre el empleo (véase Gráfico 4).

Gráfico 4. Composición de la inversión en construcción

Promedio 2000-2008(*) (%)



(*) Promedio 2000-2007 para Japón y EE.UU. Promedio 2003-2008 para México
Fuente: SEE BBVA a partir de AMECO, OCDE e INEGI

Nótese que el sector de actividades inmobiliarias no se encuentra entre los más impulsados por el de construcción, excepto en Alemania, Reino Unido y México, mientras que el de construcción sí es uno de los más afectados por alteraciones en la demanda del sector de actividades inmobiliarias en todos los países considerados, tal y como indica el Cuadro 5. Este resultado sugiere que, en el sector inmobiliario, es la demanda (entendida como la actividad inmobiliaria) la que estimula la oferta (entendida como la construcción) y no al contrario. Por lo tanto, la existencia de sobreproducción de vivienda en algunos de los países considerados vendría explicada, en parte, por el hecho de que la oferta sobreestimó la demanda durante el último ciclo inmobiliario expansivo.

Cuadro 5. Construcción y actividades inmobiliarias. Posición ocupada por cada actividad en el ranking de efectos de arrastre (*)

	Construcción: ranking de efectos de arrastre	Act. inmobiliarias: ranking de efectos de arrastre
	Posición ocupada por las act. inmobiliarias	Posición ocupada por la construcción
Alemania	5º	2º
EE.UU	16º	7º
España	8º	1º
Francia	21º	3º
Italia	9º	3º
Japón	22º	2º
México	6º	9º
R. Unido	5º	2º

(*) 42 ramas de actividad (ISIC) en Alemania, EE.UU., España, Francia, Italia, Japón y R. Unido; 77 (NAICS) en México
Fuente: SEE BBVA

La cuantificación de la capacidad de cada sector para beneficiarse de los aumentos de la demanda final de la economía sugiere que el sector de construcción se verá más beneficiado que la media ante una futura expansión en la demanda final, principalmente en España

Cuando el ciclo es expansivo, para que un sector económico sea considerado relevante dentro de la estructura económica de un país no sólo es necesario que tenga una capacidad de arrastre significativa sobre el resto de la economía, sino que también debe experimentar un impulso comparativamente elevado cuando la demanda final del conjunto de la economía crece. Sin embargo, en una etapa recesiva como la actual –caracterizada por una escasez de demanda– los sectores con más sensibilidad a cambios en la demanda de la economía son los que se están viendo más afectados.

Para analizar conjuntamente el efecto de arrastre hacia atrás de cada sector con las consecuencias que cambios en la demanda final de la economía tienen sobre la producción de dicho sector, se ha optado por utilizar los índices de Rasmussen¹⁰. Éstos miden la capacidad (normalizada) de cada sector para difundir o absorber la actividad productiva y permiten caracterizar cada rama de actividad como clave, impulsora, estratégica o independiente. Así, un valor superior (inferior) a la unidad indica que la capacidad de difusión/absorción de la actividad productiva es superior (inferior) a la del promedio de la economía.

Los resultados del Cuadro 6 indican que la caracterización sectorial de la construcción es heterogénea. Se distinguen tres grupos de países:

El primer grupo está integrado por Francia, Japón y México, economías en las que el sector de la construcción se clasifica como impulsor

¹⁰ Véase Pulido y Fontenla (1993) para más detalles.

del crecimiento económico, dado su mayor potencial relativo para estimular la producción del resto de actividades y su menor capacidad relativa para absorber los cambios en la demanda final de la economía.

El segundo tan sólo estaría formado por EE.UU., en donde la construcción se considera un sector independiente ya que tanto su capacidad para impulsar la producción del resto de actividades, como los posibles cambios experimentados ante alteraciones en la demanda final de la economía son menores que la media.

En el tercero se agrupan Alemania, Reino Unido, Italia y España. En todos ellos, la construcción se considera un sector clave: los efectos de arrastre, hacia atrás y hacia delante son superiores al promedio nacional.

En síntesis, estos resultados sugieren que el sector inmobiliario en Alemania, Reino Unido, Italia y, sobre todo, en España –*ceteris paribus*– se podría ver más beneficiado que la media ante un crecimiento futuro de la demanda final de la economía cuando el próximo ciclo expansivo comience¹¹.

Referencias

OCDE (2009): STAN SStructural ANalysis Database.

http://www.oecd.org/document/62/0,3343,en_2649_34445_40696318_1_1_1_1,00.html

Pulido, A. y E. Fontenla (1993). *Análisis Input-Output: modelos, datos y aplicaciones*. Ed. Pirámide. Madrid.

SEE BBVA (2007): “Un análisis de la relación de la construcción con otras ramas de actividad”, *Situación Inmobiliaria*, junio 2007.

http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/SIES_0706_SituacionInmobiliaria_21_tcm346-176831.pdf

SEE BBVA (2008): *Situación Inmobiliaria*. Diciembre 2008.

http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/ESIES_0812_Situacioninmobiliaria_24_tcm346-183823.pdf

SEE BBVA (2009): *Situación Inmobiliaria*. Junio 2009.

http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/0906_Situacioninmobiliariaespana_tcm346-195370.pdf

¹¹ Nótese que para extraer conclusiones referidas a períodos distintos al del año de referencia de cada TIO es preciso asumir que no han tenido lugar cambios relevantes en la estructura productiva de la economía.

Cuadro 1. Valor añadido, empleo y productividad del factor trabajo en el sector de la construcción (*)

	Total economía				Construcción													
	Tasa media de variación anual				Tasa media de variación anual				Peso en el total (real)					Peso en el total (nominal)				
	70-80	80-90	90-00	00-08	70-80	80-90	90-00	00-08	1970	1980	1990	2000	2008	1970	1980	1990	2000	2008
Alemania																		
VAB	2,9	2,4	2,2	1,4	0,7	-0,2	-0,9	-2,5	11,2	9,1	7,0	5,2	3,8	8,8	7,6	6,1	5,2	4,3
Empleo	n.d.	1,0	0,1	0,4	n.d.	-0,7	-0,1	-2,9	n.d.	8,0	7,3	7,1	5,4					
Productividad	n.d.	1,3	2,0	1,1	n.d.	0,5	-0,7	0,4										
España																		
VAB	4,0	3,0	2,5	3,1	0,0	3,5	1,8	4,4	12,5	8,4	8,9	8,3	9,2	8,9	8,0	8,6	8,3	11,4
Empleo	n.d.	1,1	1,7	2,8	n.d.	1,5	3,0	3,5	n.d.	9,4	9,8	11,1	11,7					
Productividad	n.d.	1,9	0,7	0,2	n.d.	2,0	-1,2	0,8										
Francia																		
VAB	3,8	2,5	2,0	1,7	0,3	1,3	-0,8	1,6	10,8	7,6	6,8	5,2	5,1	8,7	7,9	6,6	5,2	6,7
Empleo	0,5	0,3	0,6	0,8	n.d.	-1,5	-1,5	2,9	n.d.	8,9	8,1	6,0	7,1					
Productividad	3,3	2,2	1,4	0,9	n.d.	2,8	0,7	-1,3										
Italia																		
VAB	3,9	2,4	1,5	0,9	0,2	0,7	-0,4	1,8	10,4	7,2	6,0	5,0	5,4	9,3	7,2	6,2	5,0	6,2
Empleo	0,7	0,6	0,1	1,2	-1,4	-1,2	0,3	2,8	9,9	8,0	6,7	6,8	7,7					
Productividad	3,2	1,9	1,4	-0,3	1,6	1,9	-0,6	-1,0										
Japón																		
VAB	4,7	4,0	1,4	1,3	2,9	3,1	-2,7	-2,4	13,9	11,7	10,7	7,1	5,5	7,4	9,0	9,7	7,1	5,9
Empleo	0,8	0,9	0,2	-0,2	n.d.	0,5	0,4	-2,3	n.d.	10,0	9,6	9,8	8,4					
Productividad	3,9	3,0	1,2	1,5	n.d.	2,6	-3,1	0,0										
México																		
VAB	6,6	1,8	3,5	2,6	6,7	-0,5	2,7	2,5	8,6	8,7	6,9	6,4	6,4	6,6	7,9	4,8	6,4	6,9
Empleo	n.d.	n.d.	n.d.	1,9	n.d.	n.d.	n.d.	2,1	n.d.	n.d.	n.d.	8,0	8,2					
Productividad	n.d.	n.d.	n.d.	0,7	n.d.	n.d.	n.d.	0,4										
Reino Unido																		
VAB	1,6	2,6	2,4	2,3	-1,1	4,3	-0,3	2,4	7,7	5,9	6,9	5,3	5,3	6,2	6,1	6,7	5,3	6,2
Empleo	n.d.	0,7	0,2	0,8	n.d.	2,0	-2,3	2,6	n.d.	7,1	8,1	6,3	7,3					
Productividad	n.d.	1,9	2,2	1,5	n.d.	2,3	2,1	-0,1										
Estados Unidos																		
VAB	2,6	2,9	3,3	2,3	-0,5	1,7	2,1	-2,9	8,1	6,0	5,3	4,7	3,3	5,2	4,9	4,6	4,7	4,7
Empleo	2,0	1,8	1,7	0,5	2,6	1,7	3,0	0,3	5,3	5,6	5,6	6,4	6,3					
Productividad	0,5	1,2	1,6	1,8	-3,0	0,0	-0,9	-3,2										

(*) Datos en paridad de poder de compra. Precios constantes. VAB 2000-2007 en Japón y EE.UU. Empleo equivalente a tiempo completo en EE.UU.
Fuente: SEE BBVA a partir de OCDE (incluida STAN)

Cuadro 2. Efectos de arrastre de la demanda de cada sector sobre la producción del conjunto de la economía. Multiplicadores de demanda (MD) (*)

Alemania		
Ranking	Sector	MD
1	Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques	2,05
2	Actividades anexas a los transportes; actividades de agencias de viajes	2,02
3	Industria de la alimentación, bebidas y tabaco	1,99
4	Extracción de productos energéticos	1,96
5	Industria de la madera y del corcho	1,90
6	Otros productos minerales no metálicos	1,81
7	Metalurgia	1,80
8	Construcción	1,80
9	Intermediación financiera	1,80
10	Fabricación de maquinaria y material eléctrico	1,77
11	Industria del papel; edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados	1,76
12	Transporte terrestre; transporte por tuberías	1,76
13	Fabricación de maquinaria y equipo	1,75
14	Muebles, otras industrias manufactureras y reciclaje	1,75
15	Fabricación de productos metálicos (exc. maquinaria)	1,75
...		

España		
Ranking	Sector	MD
1	Construcción	2,35
2	Industria de la alimentación, bebidas y tabaco	2,35
3	Muebles, otras industrias manufactureras y reciclaje	2,07
4	Metalurgia	2,05
5	Otros productos minerales no metálicos	2,03
6	Industria textil	1,96
7	Actividades anexas a los transportes; actividades de agencias de viajes	1,94
8	Captación, depuración y distribución de agua	1,90
9	Industria de la madera y del corcho (exc. muebles)	1,88
10	Fabricación de maquinaria y material eléctrico	1,88
11	Extracción de otros minerales excepto productos energéticos	1,87
12	Extracción de productos energéticos	1,87
13	Fabricación de productos metálicos (exc. maquinaria)	1,86
14	Producción y distribución de energía eléctrica	1,84
15	Fabricación de maquinaria y equipo	1,83
...		

Italia		
Ranking	Sector	MD
1	Transporte aéreo	2,24
2	Industria de la alimentación, bebidas y tabaco	2,22
3	Captación, depuración y distribución de agua	2,22
4	Transporte marítimo	2,14
5	Actividades anexas a los transportes; actividades de agencias de viajes	2,11
6	Construcción	2,10
7	Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques	2,09
8	Fabricación de maquinaria y equipo	2,04
9	Industria textil	2,04
10	Muebles, otras industrias manufactureras y reciclaje	2,04
11	Industria de la madera y del corcho	1,99
12	Construcción y reparación naval	1,99
13	Otros productos minerales no metálicos	1,98
14	Metalurgia	1,97
15	Industria del papel; edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados	1,97
...		

México		
Ranking	Sector	MD
1	Electricidad, agua y suministro de gas por tubería al consumidor final	1,79
2	Construcción	1,66
3	Correos y almacenamiento	1,65
4	Industrias manufactureras	1,60
5	Dirección de corporativos y empresas	1,54
6	Servicios financieros y de seguros	1,50
7	Agricultura, ganadería, aprovechamiento forestal, pesca y caza	1,48
8	Información en medios masivos	1,46
9	Transportes	1,40
10	Servicios de esparcimiento culturales y deportivos, y otros servicios recreativos	1,38
11	Servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas	1,37
12	Actividades del Gobierno y de organismos internacionales y extraterritoriales	1,34
13	Servicios profesionales, científicos y técnicos	1,33
14	Comercio	1,30
15	Servicios de salud y de asistencia social	1,29
...		

EE.UU.		
Ranking	Sector	MD
1	Industria de la alimentación, bebidas y tabaco	2,31
2	Industria de la madera y del corcho	2,13
3	Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques	2,12
4	Agricultura y pesca	2,07
5	Industria textil	2,04
6	Metalurgia	2,00
7	Caucho y productos plásticos	2,00
8	Industria química (exc. farmacéuticas)	2,00
9	Transporte marítimo	1,99
10	Refino de petróleo y tratamiento de combustibles nucleares	1,97
11	Fabricación de maquinaria y equipo	1,94
12	Industria del papel; edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados	1,93
13	Industria de material y equipo eléctrico, electrónico	1,89
14	Fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos	1,88
15	Correos y telecomunicaciones	1,86
...		
21	Construcción	1,80

Francia		
Ranking	Sector	MD
1	Construcción y reparación naval	2,25
2	Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques	2,21
3	Industria de la alimentación, bebidas y tabaco	2,18
4	Actividades anexas a los transportes; actividades de agencias de viajes	2,16
5	Fabricación de material electrónico; fabricación de equipo y aparatos de radio, televisión y comunicaciones	2,11
6	Transporte marítimo	2,05
7	Metalurgia	1,98
8	Industria del papel; edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados	1,97
9	Muebles, otras industrias manufactureras y reciclaje	1,97
10	Transporte aéreo	1,97
11	Fabricación de maquinaria y equipo	1,96
12	Construcción	1,96
13	Industria química (excepto farmacéuticas)	1,96
14	Fabricación de maquinaria y material eléctrico	1,93
15	Industria de la madera y del corcho	1,92
...		

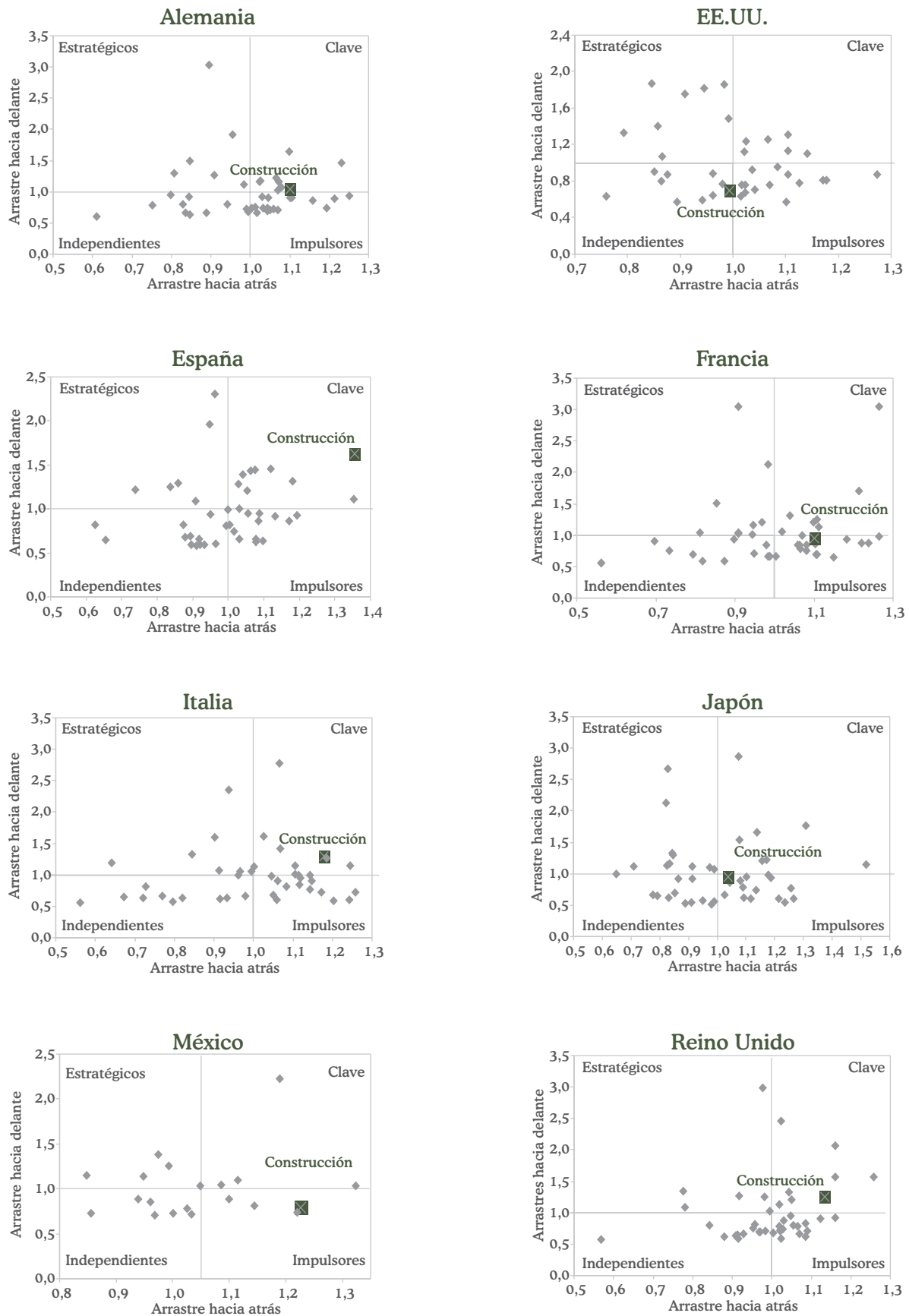
Japón		
Ranking	Sector	MD
1	Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques	2,96
2	Metalurgia	2,55
3	Fabricación de otro material de transporte	2,47
4	Metales no féreos	2,45
5	Construcción y reparación naval	2,41
6	Fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos	2,37
7	Muebles, otras industrias manufactureras y reciclaje	2,32
8	Fabricación de maquinaria y equipo	2,30
9	Fabricación de productos de caucho y materias plásticas	2,28
10	Fabricación de material electrónico; fabricación de equipo y aparatos de radio, televisión y comunicaciones	2,25
11	Hogares que emplean personal doméstico y organismos extraterritoriales	2,23
12	Industria química (excepto farmacéuticas)	2,22
13	Fabricación de maquinaria y material eléctrico	2,21
14	Fabricación de equipo e instrumentos médico-quirúrgicos, de precisión, óptica y relojería	2,18
15	Fabricación de productos metálicos (exc. maquinaria y equipo)	2,15
...		
22	Construcción	2,02

Reino Unido		
Ranking	Sector	MD
1	Producción y distribución de energía eléctrica	2,21
2	Industria de la alimentación, bebidas y tabaco	2,04
3	Intermediación financiera	2,04
4	Actividades anexas a los transportes; actividades de agencias de viajes	2,04
5	Construcción	2,00
6	Metalurgia	1,98
7	Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques	1,92
8	Transporte marítimo	1,91
9	Refino de petróleo y tratamiento de combustibles nucleares	1,91
10	Transporte aéreo	1,88
11	Industria de la madera y del corcho	1,87
12	Agricultura y pesca	1,85
13	Industria del papel; edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados	1,85
14	Industria química (excepto farmacéuticas)	1,84
15	Transporte terrestre; transporte por tuberías	1,83
...		

(*) Efecto del incremento de 1 millón de unidades monetarias en la demanda final de cada rama de actividad sobre la producción del conjunto de la economía. 43 ramas de actividad ISIC en Alemania, EE.UU., España, Francia, Italia, Japón y R. Unido; 20 ramas de actividad NAICS en México.

Fuente: SEE BBVA a partir de OCDE, INE e INEGI

Cuadro 6. Caracterización de cada sector según sus capacidades de arrastre. Índices de Rasmussen (*)



(*) Un valor superior (inferior) a la unidad indica que la capacidad de difusión/absorción de la actividad productiva es superior (inferior) a la del promedio de la economía. 43 ramas de actividad ISIC en Alemania, EE.UU., España, Francia, Italia, Japón y R. Unido; 20 ramas de actividad NAICS en México.
Fuente: SEE BBVA a partir de OCDE, INE e INEGI

En revistas anteriores...

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA JUNIO 2009

- Los ajustes en el sector inmobiliario, tanto en España como a nivel global, aún van a requerir tiempo...
- ...A pesar de la mejora de la accesibilidad de las familias...
- ...Y de las medidas contracíclicas adoptadas.

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA DICIEMBRE 2008

- La sobreoferta de vivienda seguirá aumentando en 2009, lo que lleva a esperar un periodo de ajuste prolongado del sector...
- ... con ajustes de precios en los próximos dos años ...
- ... que favorecerán la opción del alquiler con respecto a la compra

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA JULIO 2008

- El ajuste inmobiliario, generalizado e incipiente en la OCDE ...
- ... lo que en España se traduce en un ajuste intenso de actividad, con heterogeneidad regional ...
- ... y que sólo será compensado parcialmente por obra pública

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA DICIEMBRE 2007

- Tras la desaceleración de la demanda, la oferta también se ajusta.
- Entorno de incertidumbre global: un test para los soportes de la economía.

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA JUNIO 2007

- El ajuste gradual continúa:
- en línea con otros países más adelantados cíclicamente
- marcado por la demanda
- sin impacto significativo sobre el resto de la economía

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA ENERO 2007

- Mercado inmobiliario, un ajuste muy gradual
- La demanda se calma
- La actividad, en máximos
- Ingresos públicos y vivienda, una dependencia limitada

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA JULIO 2006

- Se retrasa el ajuste inmobiliario
- Se aceleran los precios en algunas CC.AA.
- Los hogares se acomodan a las nuevas condiciones financieras
- Factores complementarios impulsan la financiación hipotecaria

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA FEBRERO 2006

- 2006, punto de inflexión en la producción residencial
- Se extiende el aterrizaje suave a lo largo de 2006
- El hipotecario supondrá el 65% del total del crédito a finales de año
- Nuevas tendencias en el turismo residencial

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA 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

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA SEGUNDO TRIMESTRE 2005

- La oferta responde: ¿nuevo record de promoción de viviendas en 2005?
- Comprar puede ser más accesible que alquilar
- Amplias diferencias entre CC.AA.

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA ENERO 2005

- España 2005: más viviendas terminadas que nunca
- Ralentización ordenada de precios
- Suave desaceleración del crédito
- Riqueza inmobiliaria: una garantía de consumo futuro.

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA JULIO 2004

- 2004: un año de desaceleración para el inmobiliario
- La ralentización de las ventas moderará el avance de precios
- La capacidad de endeudamiento en máximos históricos
- Hasta 2005, los tipos alimentarán el crecimiento

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA OCTUBRE 2003

- Iniciación de viviendas, hacia niveles más sostenibles
- Aterrizaje suave de precios
- La accesibilidad 'da de sí'
- Sistema de viviendas en España en proceso de convergencia

SITUACIÓN INMOBILIARIA ESPAÑA ABRIL 2003

- Nuevo censo, más hogares, más viviendas
- ¿Desaceleración en 2003?
- Inflexión a la baja de las revalorizaciones inmobiliarias
- Vivienda: un riesgo controlado para los bancos

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:

Economista Jefe:

José Luis Escrivá

Economistas-Jefe de las Unidades:

España y Europa: Rafael Doménech - r.domenech@grupobbva.com

España: Miguel Cardoso - miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa: Miguel Jiménez - mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México: Jorge Sicilia - j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos: Nathaniel Karp - nathaniel.karp@compassbank.com

México: Adolfo Albo - a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México: Julián Cubero - juan.cubero@bbva.bancomer.com

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo - teresa.ledo@grupobbva.com

Análisis Sectorial: Ana Rubio - arubiog@grupobbva.com

Escenarios Financieros: Daniel Navia - daniel.navia@grupobbva.com

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido - giovanni.diplacido@grupobbva.com

Tendencias Globales: David Tuesta - david.tuesta@grupobbva.com

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero - alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal: Sonsoles Castillo - s.castillo@grupobbva.com

Sudamérica: Joaquín Vial - jvial@bbvaprovida.cl

Argentina: Gloria Sorensen - gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile: Alejandro Puente - apuente@bbva.cl

Colombia: Juana Téllez - juana.tellez@bbva.com.co

Perú: Hugo Perea - hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela: Oswaldo López - oswaldo_lopez@provincial.com

Asia: Ya Lan Liu - yalan@bbva.com.hk

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.