

BBVA



adelante.

Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Diciembre 2007



Tras la desaceleración de la demanda,
la oferta también se ajusta.
El entorno de incertidumbre global,
un test para los soportes de la economía.

Indice

Fecha de cierre: 18 de Diciembre de 2007

En resumen 1

La oferta se alinea con la demanda 3

Recuadro 1: "Edificación y ajustes inmobiliarios en otras economías desarrolladas" 7

Recuadro 2: "El sector inmobiliario de EE.UU.: un comportamiento muy diferente de residencial y no residencial" 9

Los soportes en la economía acotan el grado de ajuste 12

Recuadro 3: "Revisión de las perspectivas de crecimiento para la economía española en 2008" 16

Incertidumbres globales por el lado financiero 18

Recuadro 4: "Inversión en vivienda y crédito para su adquisición" 21

Retos para el mercado hipotecario español en el nuevo contexto regulatorio 23

Recuadro 5: "La reforma de la normativa hipotecaria" 27

Han elaborado esta publicación:

Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Cristina Fernández	34 91 537 73 20	cristina.fvidaurreta@grupobbva.com
Juan Ramón García	34 91 374 43 39	juanramon.gl@grupobbva.com
Vicente Lloret	34 91 374 03 50	vicentejose.lloret@grupobbva.com
Daniel Navia	34 91 537 83 51	daniel.navia@grupobbva.com
Virginia Pou	34 91 537 77 23	virginia.pou@grupobbva.com
Tomás Riestra	34 91 537 35 88	riestra.giner@grupobbva.com
Jorge Rodríguez-Vález	34 94 537 48 90	jorge.rv@grupobbva.com
Ana Rubio	34 91 374 33 42	arubiog@grupobbva.com

Consejo de redacción:

Francisco Balcells, Jon Bilbao, Carlos Deprit, José Luis Escrivá, Rafael de Vicente, Ignacio San Martín

Disponible en la web:

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

En resumen

La oferta inmobiliaria se alinea con la demanda

El ajuste en el que se encuentra el sector inmobiliario español no es el primero ni será el último. La corrección actual se inició con el freno de la demanda de vivienda hace casi ya dos años, a la vez que comenzaba la subida de los tipos de interés hipotecarios. La intensificación de este proceso ha debilitado progresivamente la demanda residencial, a lo que la actividad ha respondido, como es habitual, de manera tardía, aunque cada vez más intensa. Así, los Visados de Vivienda, una vez corregidos los efectos del Código Técnico de Edificación, mostraban en septiembre ritmos de caída anual del 30%, los mayores de la serie histórica. En cuanto a la demanda, el número de transacciones de vivienda se redujo el 16% anual en el tercer trimestre de 2007. Los precios, gracias al ajuste acompasado de oferta y demanda, mantienen su senda de desaceleración pausada y acotada.

Estas tendencias continuarán en los próximos trimestres: la demanda efectiva de vivienda seguirá moderándose a pesar del soporte que supondrá el descenso previsto de los tipos de interés hipotecarios. Además, en cuanto al resto de variables que determinan la accesibilidad a la vivienda de los hogares, el dinamismo de la renta será menos intenso y sí que se producirá una contribución menos negativa al deterioro del indicador por el aumento del precio de la vivienda. El comportamiento de la demanda llevará a caídas adicionales a las ya producidas en la oferta residencial.

Con todo ello, se espera que en 2008 la inversión en vivienda caiga el 3,5% y que se visen aproximadamente 500.000 viviendas, 175.000 menos de las que se terminarán registrando en 2007. La inversión en vivienda creció en 2007 el 3%, por lo que el ajuste planteado puesto en perspectiva con los que se pueden dar en otros países desarrollados, no es especialmente acusado. Así, como se ilustra en la publicación, en aquellos países en los que predomina la construcción de viviendas en bloque frente a las unifamiliares, como ocurre en España, las oscilaciones del gasto en vivienda tienden a ser menores que en aquellos (Estados Unidos, Irlanda) en los que predomina la vivienda unifamiliar. Del mismo modo, la inercia de los cambios es más intensa en los países con mayor peso de la vivienda en altura.

Los soportes de la economía acotan el grado del ajuste inmobiliario

El ajuste inmobiliario actual, a pesar de que va a seguir intensificándose, continúa contando con mayores soportes que en experiencias pasadas, algo que se refleja en su ritmo, con todo, más gradual. Así, la inversión y los precios de la vivienda se están desacelerando desde hace cuatro y tres años respectivamente y mantienen en estos momentos crecimientos reales todavía positivos. En el anterior ajuste del sector, a comienzos de los años 90, bastaron cuatro trimestres desde los crecimientos más elevados de ambas variables para que se registrasen caídas reales tanto en precios como en inversión.

De hecho, la evolución comparativamente mejor a lo que ocurría a comienzos de los 90 del resto de la economía va a constituirse como el principal soporte del actual ajuste inmobiliario. La economía española no es sólo vivienda y, a pesar de encontrarse en una etapa de moderación de su crecimiento, va a ser capaz de continuar generando empleo y de compensar, por tanto, la destrucción que se derivará del cambio de tamaño del sector residencial. El mejor funcionamiento del mercado laboral, con cotas relativamente elevadas de movilidad intersectorial de unos trabajadores que tienen unas mejores características

socioeconómicas son elementos de soporte en un entorno de desaceleración que, con todo, no es especialmente intensa de acuerdo a nuestras previsiones para 2007-08.

Así, la economía española crecerá en 2008 a un ritmo del 2,6%, lo que supone una desaceleración de 1,2 pp desde el 3,8% de crecimiento previsto para el año 2007 que está a punto de finalizar. El crecimiento esperado ahora para 2008 es inferior en 0,2pp a nuestra previsión de septiembre. Dos factores están detrás de esta revisión. En primer lugar, el deterioro de las perspectivas globales, en un contexto de elevada incertidumbre, con precios del petróleo más elevados y un euro más apreciado. Adicionalmente, las previsiones actuales incorporan los datos más recientes de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre conocidos hace cuatro semanas, que reflejan un escenario en el que el ajuste del gasto de los hogares en consumo y de inversión en vivienda es más intenso de lo esperado.

A la fortaleza del mercado laboral, clave para que se mantenga el proceso de generación de renta de los hogares, se añade el hecho de que las familias disfrutan de una situación patrimonial saneada, con ratios de deuda sobre riqueza neta comparativamente muy reducidos. Ello supone disfrutar de margen de actuación en coyunturas de evolución de la renta desfavorables.

Adicionalmente, el sector de la construcción, su actividad y su empleo, ante el menor impulso de la demanda residencial cuenta con el soporte de las relativamente mejores perspectivas existentes de la inversión pública. Además, la situación de las finanzas públicas permite, en caso de que fuese necesario, afrontar políticas decididamente contra cíclicas.

Incertidumbres globales por el lado financiero

Desde el pasado verano, los mercados financieros han experimentado un giro hacia una situación caracterizada por una menor liquidez y una menor confianza de los inversores. En este entorno de mayores incertidumbres, los bancos han adoptado una gestión más prudente de la liquidez, lo que se ha reflejado en tensiones significativas en los mercados interbancarios. Se espera que las tensiones de liquidez se corrijan, aunque la posibilidad de un impacto sobre el crédito y la actividad real sigue siendo motivo de preocupación.

En este contexto de incertidumbres por el lado financiero, el mercado español no es ajeno a los potenciales impactos de una prolongación de la actual crisis de liquidez, si bien los fundamentales de la financiación mayorista del mercado hipotecario español continúan siendo sólidos. El mercado hipotecario español se financia principalmente a través de depósitos de clientes, pero en los últimos años, se ha producido una importante y positiva diversificación de la base de recursos a través de la emisión de fondos de titulización y de cédulas hipotecarias. Estos títulos, en un escenario de incertidumbres financieras continuarán siendo atractivos para el inversor dadas sus características. Así, el colateral que respalda las cédulas hipotecarias es la propia entidad emisora, lo que les da una ventaja sobre otro tipo de activos financieros dada la solvencia y rentabilidad del sistema financiero español.

En lo que respecta a los fondos de titulización, tampoco es previsible un deterioro significativo de la calidad de sus colaterales, los propios préstamos hipotecarios concedidos por el sistema bancario. Estos fondos se constituyen a partir de los créditos de menor riesgo de la cartera, ya de por sí gestionados con criterios rigurosos.

La oferta se alinea con la demanda

Los datos más recientes del sector inmobiliario muestran una intensificación del ajuste iniciado hace ya casi dos años en la demanda de vivienda de los hogares. La actividad ha respondido, como es habitual, de manera tardía, aunque cada vez más intensa a esta desaceleración de la demanda. En este contexto, los precios han continuado desacelerándose muy gradualmente.

Estas tendencias continuarán en los próximos trimestres: la demanda efectiva de vivienda seguirá moderándose a pesar del soporte que supondrá la caída prevista de los tipos de interés hipotecarios, dado que este descenso no será suficiente para revertir las subidas de los últimos dos años. Además, el dinamismo de la renta será menos intenso y, adicionalmente, es previsible un endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos, al menos para algunos tramos de la demanda, hasta que se resuelva la crisis de liquidez en marcha tras las turbulencias financieras globales que se están viviendo desde el verano. El comportamiento de la demanda llevará a caídas adicionales de la actividad residencial. Con todo, existen soportes tanto para la demanda de vivienda de los hogares como para la actividad en construcción, lo que limita la severidad del ajuste en marcha.

La demanda manda: freno intenso y generalizado de la demanda de vivienda, más intenso en la usada, que recoge mejor el tono actual del mercado.

La demanda residencial de los hogares intensificó su ritmo de caída durante el tercer trimestre de 2007, tendencia que continuará si se considera que los plazos de venta continúan alargándose y que las principales empresas promotoras señalan descensos significativos del número de sus preventas.

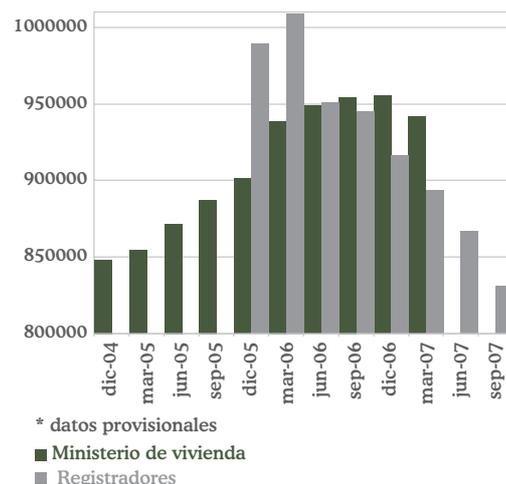
De hecho, como muestran los datos de transacciones del tercer trimestre publicados por los Registradores de la Propiedad, el acumulado de 2007 registra una caída del 12% respecto al mismo periodo de 2006, cifra que es del 16% si se compara únicamente el tercer trimestre del año. En el caso de la vivienda usada, que es más sensible al momento del mercado, las variaciones son del 10% y del 20% respectivamente.

El ajuste de la demanda está siendo generalizado. Así, por CC.AA., tan sólo en Navarra se da una variación positiva del número de transacciones durante los nueve primeros meses de 2007. No obstante, existen importantes diferencias en la magnitud de las caídas, con descensos mayores en los principales mercados inmobiliarios del país (Aragón, Cataluña, Madrid y Valencia). En lo que respecta al momento de mercado, la desaceleración del último trimestre de las transacciones de vivienda usada habría sido más acusada en las CC.AA. de Cataluña y Baleares, con caídas superiores al 30%, seguidas del País Vasco, Aragón, Valencia y Murcia, donde las caídas han superado tasas del 20%.

La accesibilidad a la vivienda de las familias españolas es la clave del freno de la demanda: el deterioro de la primera, cada vez más rápido desde comienzos de 2007 por la subida de los tipos de interés, intensifica el ritmo de descenso de la segunda.

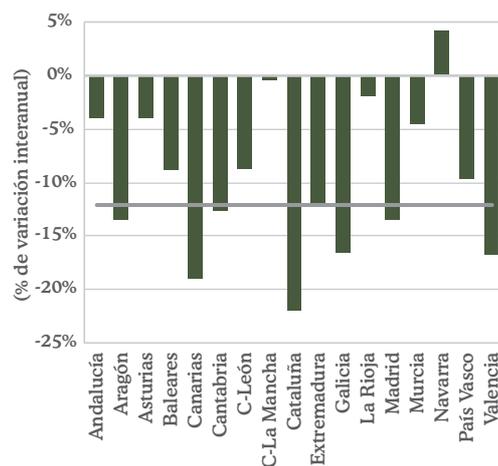
La subida del principal tipo de interés de referencia del mercado hipotecario, el EURIBOR 12 meses, desde niveles del 2% a mediados de 2005 hasta niveles cercanos al 4,8% en la actualidad, ha provocado

Gráfico 1.
Transacciones de vivienda
(acumulado 12 meses)



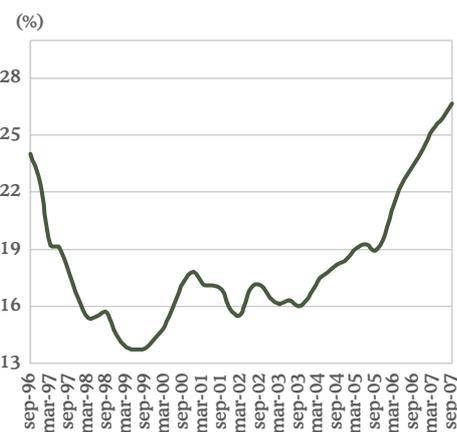
Fuente: Ministerio de la Vivienda y Registradores

Gráfico 2.
Variación del número de transacciones de vivienda acumuladas a septiembre



Fuente: Registradores

Gráfico 3.
Accesibilidad a la Vivienda en España
Esfuerzo sobre ingresos ponderados ajustado de fiscalidad



Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 4.
Contribución a la variación del esfuerzo de acceso a la vivienda

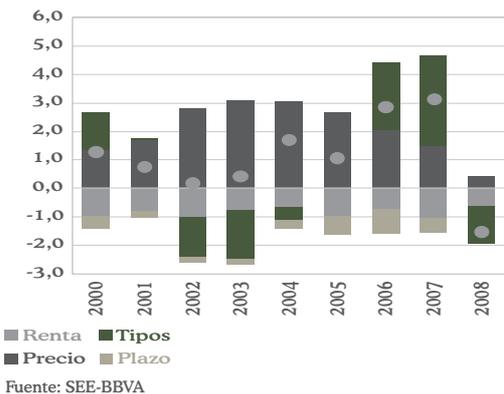


Gráfico 5.
TAE de las nuevas operaciones de crédito a la vivienda y Euríbor 12 meses



Gráfico 6.
Evolución de las nuevas operaciones de crédito a la adquisición de vivienda

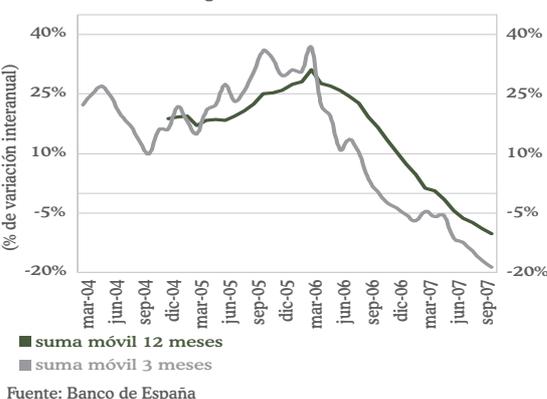
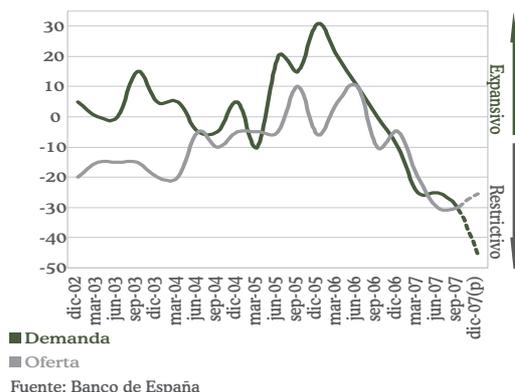


Gráfico 7.
Encuesta sobre préstamos bancarios Crédito a la vivienda



un intenso deterioro de los ratios de accesibilidad a la vivienda de las familias españolas.

A pesar de que el BCE ha detenido el proceso de subidas de los tipos oficiales, siendo previsible incluso una bajada de 25 puntos básicos en el primer semestre de 2008, la incertidumbre financiera vigente ha provocado que los tipos interbancarios mantengan con aquellos diferenciales históricamente elevados. Ello ha provocado que los tipos de interés de las nuevas operaciones de préstamo para la adquisición de vivienda alcanzaran en octubre niveles del 5,6%, no observados desde hace seis años. Todo ello, sin que el *spread* entre el tipo Euríbor y el tipo finalmente pagado se haya ampliado.

Así, los indicadores de esfuerzo de acceso a la vivienda se han deteriorado más de tres puntos porcentuales durante el último año, de modo que la adquisición de una vivienda media de mercado representa el 27% de la renta familiar promedio. Además, este deterioro de la accesibilidad se ha venido intensificando ya que sólo en el último año se ha acumulado la cuarta parte del empeoramiento registrado desde el mínimo observado en el segundo trimestre de 1999.

Al descomponer el indicador de accesibilidad por factores para ver la contribución de cada uno de ellos al mismo, se observa que siguiendo la tendencia iniciada durante el año anterior, los tipos de interés han ido ganando peso como factor explicativo en detrimento de los precios de la vivienda. La subida de tipos ha provocado también una menor contribución positiva a la accesibilidad del alargamiento de plazos de concesión. De hecho, según las estadísticas del Colegio de Registradores la duración media de las hipotecas contratadas en el tercer trimestre fue de 28,3 años, 12 meses superior al mismo periodo del año anterior, mientras que durante 2006 el alargamiento de plazos fue de 23 meses.

La caída de la demanda residencial lleva a descensos en las nuevas operaciones de financiación para la adquisición de vivienda.

El crecimiento del saldo de crédito a la adquisición de vivienda continuó moderándose a lo largo del año hasta niveles del 16% en el mes de septiembre, el crecimiento más bajo registrado desde el inicio de la expansión inmobiliaria a mediados de 1997. Además, la desaceleración ha ganado en intensidad en el último año, con un crecimiento en septiembre que ha sido casi nueve puntos porcentuales inferior al máximo alcanzado a mediados de 2005. Esta desaceleración se ha debido, más que a un aumento de las amortizaciones, a un descenso de la entrada de nuevos préstamos en la cartera de las entidades de crédito. De hecho, el importe de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda lleva un año cayendo cada vez más intensamente. Así, en octubre, las nuevas operaciones para este tipo de créditos eran, en promedio de tres meses, un 19% inferiores a las del mismo periodo del año anterior.

Pero el crédito a la vivienda no sólo afronta una desaceleración derivada de la menor presión de la demanda, sino que se están produciendo cierto tensionamiento de las condiciones financieras de oferta de acuerdo a la Encuesta de Préstamos Bancarios del Banco de España. Esta restricción se está produciendo en mayor medida a través de un aumento de las garantías requeridas, así como con la reducción de la relación préstamo-valor de las operaciones. Por el momento, no se ha observado un tensionamiento de los diferenciales de tipos ofrecidos por los bancos debido a la enorme competencia en este tipo de financiación, principalmente por las operaciones de menor riesgo.

La actividad, que ha ido por detrás de la demanda, ya muestra claras señales de corrección en la mayor parte de España

Durante 2006 no dejaba de sorprender el dinamismo de la actividad inmobiliaria frente a los signos de desaceleración que mandaba la demanda residencial. Así, mientras que el número de transacciones mostraba ya caídas, las viviendas iniciadas alcanzaban un máximo histórico. De este modo, y dada la intensificación de la moderación de la demanda, comentada anteriormente, era deseable observar una corrección del número de viviendas a construir de cara a evitar una fuerte acumulación de *stock* en venta que pudiera afectar a la evolución normal del mercado.

En este sentido, los últimos datos de Visados muestran una clara corrección de la iniciación de proyectos en la práctica totalidad de España. Los Visados acumulados a septiembre muestran una caída del 22% en el agregado nacional. Sin embargo, hay que tener en cuenta que los datos están afectados por el efecto anticipo que tuvo la introducción del Código Técnico de Edificación. De hecho, al excluir este efecto anticipo (tanto en septiembre como en marzo) se observaría que la caída de visados en ese periodo habría sido aproximadamente del 13%.

Como se comentaba anteriormente, la corrección se está dando de manera generalizada, así a excepción de Badajoz, Vizcaya, Teruel y Lugo, en todas las provincias españolas se ha experimentado una contracción en los visados de obra nueva. Así mismo, se observa que las principales ciudades españolas han tenido una contracción, por lo general, superior a la media y, por ejemplo, en Madrid y en Barcelona los niveles alcanzados por los visados en el tercer trimestre del año representan el mínimo de la última década.

Los precios de la vivienda continúan en la etapa de desaceleración más gradual de la historia

El precio medio de la vivienda en España se situó en el tercer trimestre de 2007 en 2.061 euros por metro cuadrado, un 5,3% por encima del precio del mismo periodo del año anterior, casi cuatro puntos porcentuales por debajo de la cifra de finales de 2006. Se registra así el decimoquinto trimestre consecutivo de desaceleración de precios.

A pesar de la intensificación del ajuste inmobiliario tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta, los precios han mantenido la tendencia de desaceleración que llevaban. De hecho, como se observa en el gráfico adjunto, el dato de septiembre no representó una sorpresa estadística¹.

La ralentización continúa siendo generalizada. Así, a excepción de las CC.AA. del Cantábrico occidental, Canarias y Murcia, todas las CC.AA. registran desaceleraciones de precios respecto al mismo periodo del año anterior. Asimismo, como indica el gráfico adjunto, se continúa observando una reducción en la contribución de las principales CC.AA. (Andalucía, Cataluña, Madrid y C. Valenciana) respecto al resto a la hora de explicar el crecimiento de los precios.

Durante 2008 se intensificará el ajuste de la demanda y de la actividad en vivienda, mientras que los precios mantendrán su tendencia de ajuste más gradual

Como se detallará más adelante, actualmente existe un alto grado de incertidumbre a causa de las turbulencias financieras que están afectando a los mercados interbancarios y de crédito, de cuya intensidad y

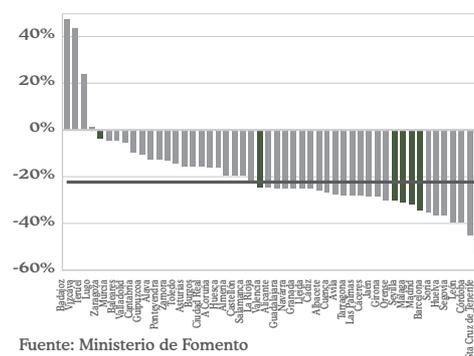
¹Es importante tener en cuenta la estacionalidad de la serie a la hora de analizar el crecimiento intertrimestral del precio (0,3%) ya que septiembre es un trimestre que recurrentemente es inferior al resto. No obstante, esto no quita para que los precios continúen su senda de desaceleración.

Gráfico 8.
Visados de viviendas
(suma móvil 12 meses)



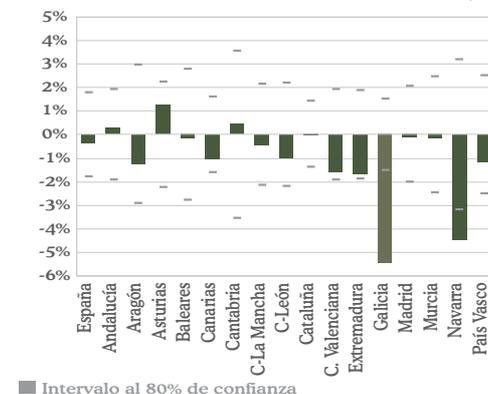
Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 9.
Visados enero-septiembre 2007 vs. 2006



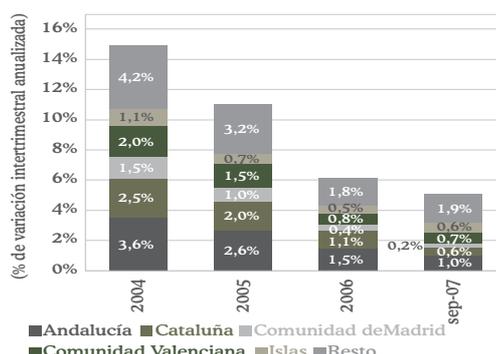
Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 10.
Error en la previsión del precio de la vivienda en el 3º trimestre de 2007



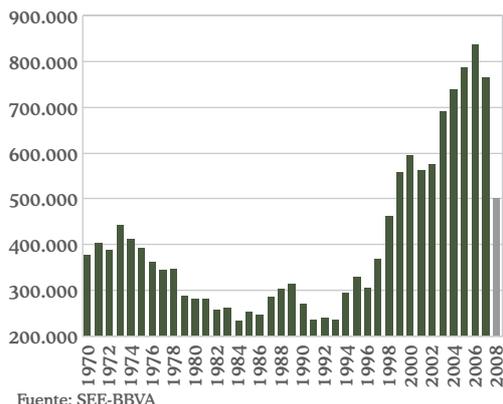
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 11.
Contribuciones a la tendencia de los precios de la vivienda



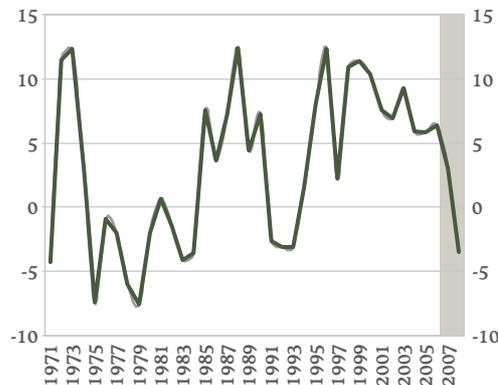
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 12.
Visados de vivienda
(corregido de CTE)



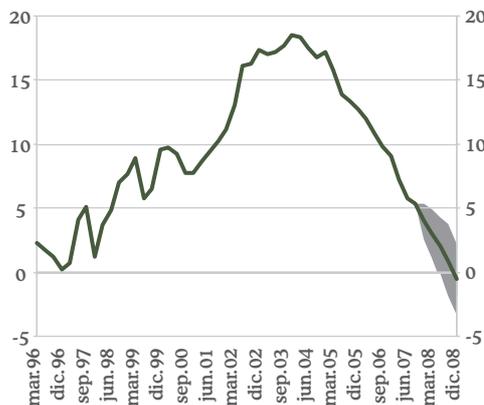
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 13.
Evolución de la inversión en vivienda



Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 14.
España: evolución del precio de la vivienda
(tasa de variación interanual)



Fuente: SEE-BBVA

duración depende la magnitud de los efectos que finalmente puedan registrarse sobre la economía real a nivel global. Además, el mercado inmobiliario es relativamente más sensible al comportamiento de los mercados financieros dada la importancia de la financiación tanto para la promoción inmobiliaria como para la demanda final de los hogares. Aún así, en ausencia de un *shock* adicional de carácter exógeno, es de esperar que el ajuste inmobiliario se mantenga durante el año que viene de manera no traumática y, como hasta el momento, afecte más a los volúmenes del mercado que a los precios.

A pesar de que la economía española se encuentra en una etapa de moderación de su crecimiento², se prevé que continúe generando empleo, lo que actuará como soporte en la actual desaceleración de la demanda.

Además, es de esperar que dada la fuerte apreciación del euro que aumenta los riesgos sobre el crecimiento europeo, y en un escenario en el que tensiones inflacionistas no aumentan y eventualmente se moderan, el BCE se verá incentivado a reducir los tipos de interés oficiales en el primer semestre del año que viene. Ello debería empezar a reflejarse en el Euribor a lo largo de 2008. En este contexto, y dada la desaceleración adicional que experimentarán los precios residenciales, es de prever una mejora en los ratios de accesibilidad durante el año que viene. No obstante, existen una serie de factores que no captura el ratio de accesibilidad, que pueden tener un efecto restrictivo sobre la demanda.

Como se ha comentado anteriormente, ante el cambio de ciclo inmobiliario, las entidades de crédito están solicitando más garantías a la hora de conceder préstamos hipotecarios, lo que dificultará la accesibilidad al mercado, principalmente a los primeros entrantes. Así, no es de esperar un cambio de tendencia en la evolución de la demanda, a pesar de que contará con importantes soportes que evitarán una mayor intensificación del ritmo de ajuste.

La actividad continuará su ajuste hacia un tamaño más acorde con el crecimiento de largo plazo del mercado, por lo que es de esperar que cierre el año con 675 mil visados nuevos (sin corregir de CTE) y no supere los 500 mil en 2008. Este ajuste en actividad es el más intenso observado en la historia reciente. No obstante, es importante tener en cuenta los tiempos de ejecución a la hora de evaluar el impacto del ajuste.

Como se desprende del recuadro adjunto³, en España, la elevada proporción de edificación en altura provoca que el impacto de una caída en la iniciación de viviendas se traslade a la economía y al empleo con mayor intensidad con un desfase de entre uno y dos años, al estar en 24 meses el periodo medio de construcción. Esto es muy distinto a lo que ocurre en EE.UU. o Irlanda, donde la mayor parte de la edificación es de vivienda unifamiliar y los impactos de un freno en la actividad se trasladan contemporáneamente.

Debido a la mayor inercia, no es de esperar que la destrucción de empleo en construcción supere las 90 mil personas en 2008 (alrededor de un 3%). De igual manera, la inversión residencial irá absorbiendo gradualmente el ajuste en la iniciación de obras, y tras cerrar este año con un crecimiento del 3% registrará una caída del 3,5% en 2008, lo que implica una contribución negativa directa sobre el crecimiento económico de tres décimas en 2008.

En lo que respecta a los precios, es de esperar que mantengan la actual tendencia de desaceleración y, tras crecer un 5,5% de media en 2007, registren un aumento promedio del 1,4% el año próximo.

² Véase recuadro "Revisión de las perspectivas de crecimiento para la economía española en 2008".
³ Véase recuadro "Edificación y ajustes inmobiliarios en las economías desarrolladas"

Edificación y ajustes inmobiliarios en otras economías desarrolladas

Independientemente de cuáles son los determinantes específicos de los procesos de ajuste que están teniendo lugar en los precios de la vivienda en numerosos países de nuestro entorno, el origen siempre es el mismo: el desequilibrio entre la oferta y la demanda. Sin embargo, la inexistencia de un indicador de demanda de vivienda con un horizonte temporal lo suficientemente prolongado y equiparable entre países dificulta el análisis comparativo tanto de la corrección actual, como de las precedentes.

Por el contrario, sí existen variables de oferta y actividad homogéneas (el número de viviendas iniciadas en cada período, por el lado de la oferta, y la inversión en vivienda, por el lado del gasto¹) que permiten identificar similitudes y diferencias entre países. Así, la finalidad de este recuadro es analizar la relación que ha existido entre los cambios experimentados por la oferta de vivienda y por la actividad durante las últimas décadas y compararlos con el que está teniendo lugar en la actualidad.

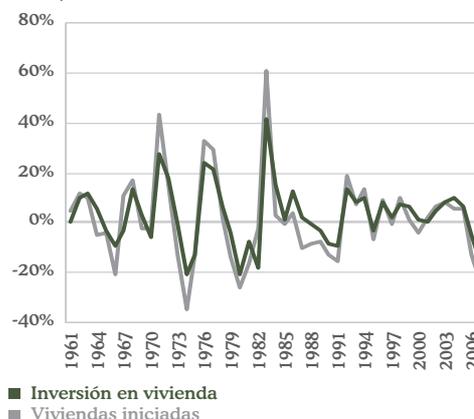
Cuando analizamos ambas series conjuntamente observamos, en primer lugar, que las fluctuaciones de la oferta han sido significativamente más intensas que las de la actividad en la totalidad de países considerados. Este resultado se debe, entre otros factores, a la mayor persistencia en el crecimiento de las viviendas iniciadas, lo que provoca ajustes más bruscos cuando la inversión residencial varía.

En segundo lugar, un análisis de la correlación entre ambas series nos permite diferenciar dos grupos de países: aquellos en los que la relación es fuertemente contemporánea (EEUU, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Reino Unido, Irlanda y Japón) y aquellos en donde la relación contemporánea es más débil y las fluctuaciones de la oferta se adelantan a las de la actividad, al menos, un año en etapas de ajuste precedentes (España, Francia, Alemania, Dinamarca y Países Bajos). Uno de los determinantes principales de la divergencia entre países es la **diferente composición de las viviendas completadas por tipo de edificación**: en el primer grupo de países, el peso de la vivienda unifamiliar es significativamente superior al de la vivienda en bloque, lo que reduce el tiempo medio de edificación. Esto favorece que el efecto de un cambio en el número de viviendas iniciadas se traslade contemporáneamente a la inversión y, por tanto, a la economía en su conjunto². En el segundo grupo de países, la participación de la vivienda en altura en el total de viviendas completadas es mayor, lo que extiende el tiempo medio de construcción y, por tanto, retrasa el impacto sobre la inversión residencial de una caída en la iniciación de viviendas (Gráficos 3 y 4).

¹ Por convención contable, se imputa a los hogares la oferta nueva de vivienda, independientemente de que se haya hecho o no su adquisición efectiva. Con ello, el gasto en inversión residencial es más una variable de actividad que de demanda. Un indicador genuino de demanda es el número de transacciones realizadas, pero de él solamente existen datos desde 2004 en España.

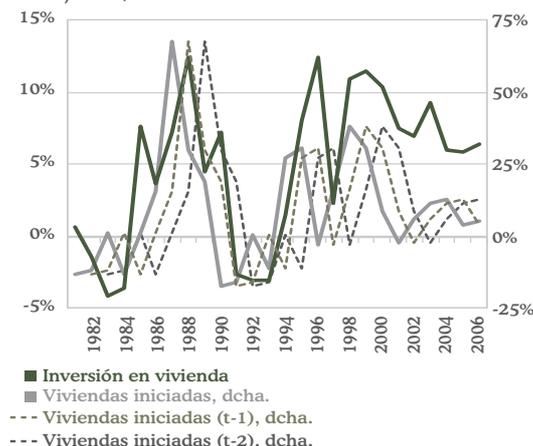
² Véase la edición de junio de 2007 de la revista Situación Inmobiliaria para una revisión del impacto de los ajustes inmobiliarios sobre el crecimiento del PIB en varios países desarrollados.

Gráfico 1.
EEUU. Inversión en vivienda y viviendas iniciadas, % a/a



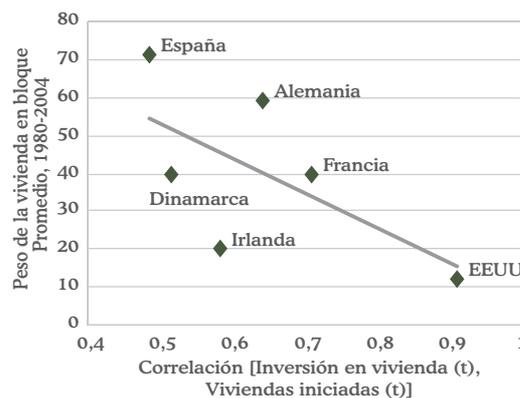
Fuente: AMECO, Datastream y SEE BBVA

Gráfico 2.
España. Inversión en vivienda y viviendas iniciadas, % a/a



Fuente: AMECO, Datastream y SEE BBVA

Gráfico 3.
Peso de la vivienda en bloque y correlación contemporánea de los crecimientos de la inversión en vivienda y del número de viviendas iniciadas

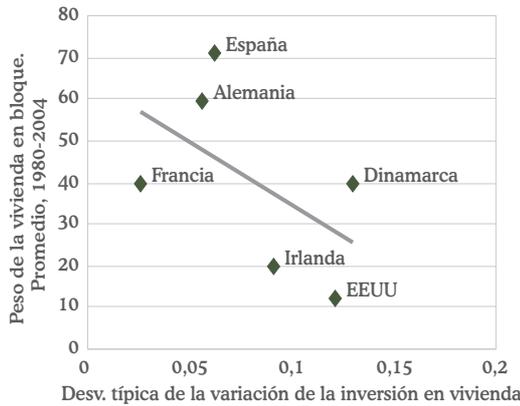


Fuente: Datastream, AMECO, Housing Statistics in the EU, 2005-2006, y SEEBVA.

En tercer lugar, se observa que la volatilidad de la inversión en vivienda es mayor en aquellos países en donde la correlación contemporánea entre el crecimiento de la oferta y del gasto es más alta. De nuevo, este resultado es debido al menor peso de la vivienda en altura en los países anglosajones, lo que se traduce en un ajuste más brusco de la inversión residencial cuando el número de viviendas iniciadas frena su crecimiento (Gráfico 5).

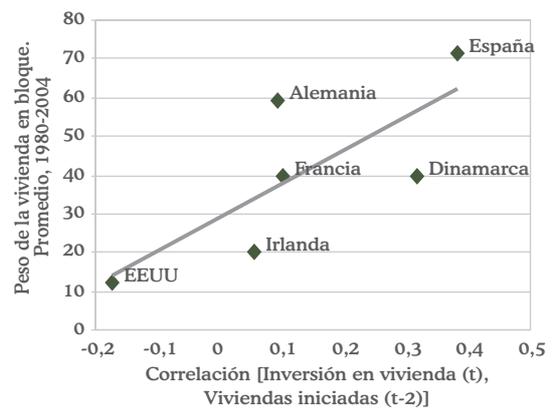
En síntesis, los resultados indican que en aquellos países en donde el peso de la construcción en bloque ha sido mayor, la inversión en vivienda ha exhibido un comportamiento más inercial y menos volátil, por lo que, en comparación con los países en donde la vivienda unifamiliar es preponderante, la magnitud del impacto contemporáneo de una disminución del número de viviendas iniciadas ha sido relativamente menor.

Gráfico 4.
Peso de la vivienda en bloque y la desviación típica de la tasa de variación de la inversión en vivienda



Fuente: Datastream, AMECO, Housing Statistics in the EU, 2005-2006 y SEEBBVA

Gráfico 5.
Peso de la vivienda en bloque y correlación entre los crecimientos de la inversión en vivienda en t y el número de viviendas iniciadas en t-2



Fuente: Datastream, AMECO, Housing Statistics in the EU, 2005-2006 y SEEBBVA

Cuadro 1. Evolución reciente de la actividad y la oferta en algunos países desarrollados

Correlación [Inversión en vivienda (t), Viviendas iniciadas (t - j)]		
Alemania	j = 0: 0,64 j = 1: 0,45 j = 2: 0,10	En 1994, la tasa de crecimiento del número de viviendas iniciadas superó el 38%, su máximo desde comienzos de la década de los 60. Del mismo modo, la variación de la inversión en vivienda se sitúa en el 12%, el mayor crecimiento experimentado por la oferta desde mediados de los 70. A partir de este momento, ambas magnitudes sufren un ajuste brusco; durante la última década, el número de viviendas iniciadas ha disminuido en más de un 35%, mientras que la inversión lo ha hecho en un 15% en términos reales.
EE.UU.	j = 0: 0,92 j = 1: 0,45 j = 2: -0,17	La correlación contemporánea entre las tasas de crecimiento del número de viviendas iniciadas y la inversión bruta es la más elevada del conjunto de países analizados (0,92). En términos de actividad, la ralentización actual del crecimiento comenzó, aunque de forma leve, en el año 2004 y, un año después, lo hizo la oferta. Desde 2006, ambas variables exhiben tasas de variación negativas ¹ (gráfico 1).
Dinamarca	j = 0: 0,52 j = 1: 0,54 j = 2: 0,32	Los datos no permiten establecer una relación temporal clara entre la oferta y la actividad: en algunos períodos, ambas magnitudes se mueven conjuntamente, mientras que en otros, la oferta adelanta a la actividad (y viceversa). En 1997 comenzó una ralentización del crecimiento del número de viviendas iniciadas que continuó en los años siguientes y no retornó a tasas positivas hasta el año 2001. A partir de ese momento, la serie exhibe una gran volatilidad y escasa persistencia. La desaceleración de la inversión se originó un año antes, en 1996, pero hasta 2002 no muestra un perfil de crecimiento monótono.
España	j = 0: 0,49 j = 1: 0,74 j = 2: 0,38	La relación entre la tasa de crecimiento de la inversión bruta en vivienda en un período y la variación del número de viviendas iniciadas en el período precedente es significativamente mayor que la contemporánea. Incluso la correlación con la oferta retardada dos períodos es positiva y significativa. Este comportamiento se debe a que la inversión exhibe una mayor inercia: i) continúa aumentando cuando la tasa de crecimiento de la oferta ha comenzado a caer y ii) se recupera después de haberlo hecho la oferta (gráfico 2).
Francia	j = 0: 0,71 j = 1: 0,82 j = 2: 0,10	Tras alcanzar tasas de variación del 14% en 2004, el crecimiento del número de viviendas iniciadas comenzó a desacelerarse en 2005 y un año después lo hizo la inversión. A diferencia de los restantes países analizados, el ajuste no ha alcanzado cifras negativas. De hecho, tal y como sucedió en el ajuste precedente, se espera una recuperación de la oferta para 2007.
Irlanda	j = 0: 0,58 j = 1: 0,24 j = 2: 0,06	Si bien la oferta y la actividad se habían movido de modo contemporáneo hasta mediados de los 90, desde 1998 la inversión en vivienda comienza a adelantarse a la actividad, principalmente debido a la mayor inercia de esta variable. Por este motivo, la tasa de crecimiento del número de viviendas iniciadas comienza a caer en 2005, un año después que la inversión.

¹ Para una revisión detallada de la naturaleza y el alcance del proceso de ajuste en EE.UU., véase el Recuadro 2.

El sector inmobiliario de EE.UU.: un comportamiento muy diferente de residencial y no residencial

Sector Residencial: caída de ventas, precios y actividad

Las ventas de viviendas están descendiendo significativamente en un entorno de ajuste generalizado de precios. La promoción de nuevas viviendas va camino de situarse en mínimos históricos.

En general, la inversión residencial ha sido históricamente pro cíclica en EE.UU., con momentos de expansión cuando la economía crece y de contracción cuando la economía entra en recesión, y más volátil. Sin embargo, el último periodo de expansión inmobiliaria (1992-2006) se vió muy poco afectado por la desaceleración económica de principios de la presente década, siendo, con mucho, el de mayor duración desde mediados del siglo pasado. Durante esta etapa, la inversión residencial creció un 135% en términos reales. Sin embargo, en el tercer trimestre de 2007 ya presentaba una corrección del 23,5% desde su momento más álgido, que fue en el último trimestre de 2005, sin expectativas de haber tocado fondo. Para 2008, prevemos que la inversión residencial continuará ajustándose, de modo que en un escenario como el actual de restricción de crédito, la caída de la inversión residencial podrá llegar a ser del 40% desde su punto máximo, la segunda mayor corrección en los últimos 40 años.

Cuadro 1.

Periodo	PIB		Inversión Residencial	
	Media	Desviación	Media	Desviación
2T1947-4T1969	4,0%	4,9%	6,1%	24,5%
1T1970-4T1984	3,2%	4,8%	6,4%	27,7%
1T1985-3T2007	3,0%	2,0%	2,1%	10,4%

Fuente: BEA y BBVA USA

Según indicaba la última encuesta de crédito publicada por la Reserva Federal en octubre 2007, las instituciones financieras están endureciendo las condiciones para la concesión de préstamos hipotecarios, tanto en el segmento de los clientes *subprime* como en el de los *prime*. Este endurecimiento de la financiación hipotecaria esta afectando negativamente tanto a la demanda residencial como a la promoción de nuevas viviendas. Dados los problemas de morosidad existentes en la actualidad y la tendencia creciente de la misma, en 2008, la actividad crediticia continuará moderándose en el mercado hipotecario.

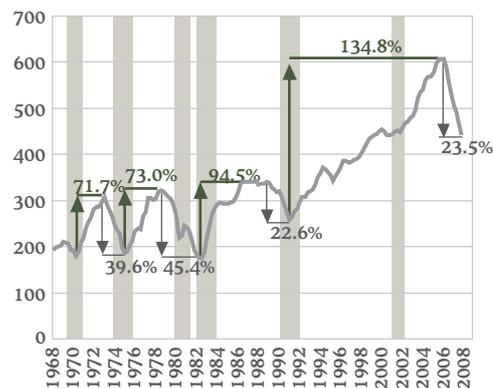
El descenso de la promoción de nuevas viviendas desde el máximo del primer trimestre de 2006 hasta el tercer trimestre de 2007 era del 43,3%. Nuestras previsiones indican que el descenso de la producción continuará en 2008 hasta algo más de un millón de viviendas nuevas al año, lo que repre-

sentaría una caída en la iniciación de viviendas del 53% desde los 2,2 millones de 2005. Téngase en cuenta que en los mínimos de ciclos pasados, la producción disminuyó ligeramente por debajo del millón de viviendas iniciadas al año.

Gráfico 1.

Inversión Residencial Privada

Serie Desestacionalizada, Miles de Millones de dólares 2000

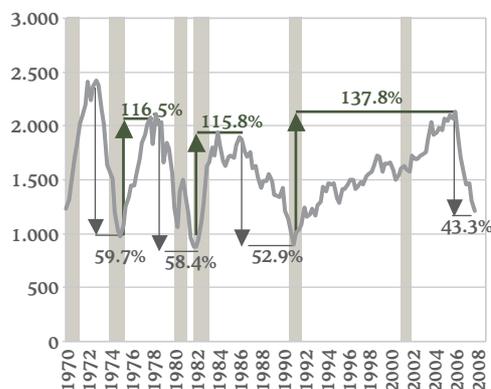


Fuente: BEA y BBVA USA

Gráfico 2.

Viviendas Iniciadas

Miles (Acumulado Doce Meses)

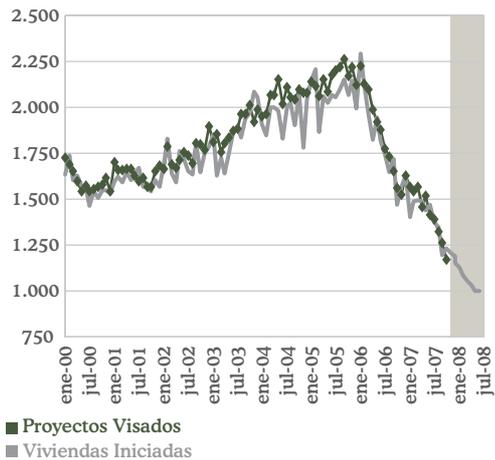


Fuente: Census y BBVA USA

El número de permisos de construcción, un indicador adelantado de actividad del sector, está mostrando también una clara tendencia descendente desde finales de 2005. El acumulado de los últimos doce meses del número de proyectos visados hasta octubre de 2007 fue un 25% inferior al observado un año antes, con 1,17 millones de viviendas visadas. La tendencia de este indicador está anticipando un descenso más intenso en la iniciación de viviendas de los próximos meses. El creciente número de viviendas a la venta en el mercado es un claro impedimento a la promoción de nuevas viviendas: en octubre de 2007, el parque de viviendas a la

venta alcanzaba los 4,32 millones de unidades, de las que 3,80 millones eran viviendas de segunda mano y 0,52 millones de nueva construcción. Al ritmo de ventas presente, la actual oferta de viviendas representa 10,5 meses de ventas en el mercado de segunda mano y 8,5 meses en el de viviendas nuevas.

Gráfico 3.
Viviendas Iniciadas y Proyectos Visados
Miles. (acumulado doce meses)



Fuente: Censos y BBVA USA

ción Nacional de promotores de Viviendas (NAHB), un indicador adelantado de ventas, está en el mínimo histórico, lo que sugiere que la debilidad de ventas es preocupante. Además, otros indicadores de mercado de la NAHB, como son los índices de ventas presentes y de ventas futuras, están también en sus niveles más bajos, lo que sugiere que la tendencia descendente de las ventas continuará en los próximos meses.

Gráfico 5.
Precios de las Vivienda. Índice 10 Ciudades
Variación anual %



Fuente: S&P y BBVA USA

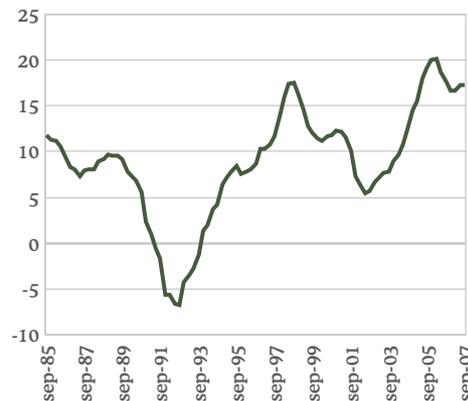
Gráfico 4.
Indicador de Confianza y Ventas de Viviendas
Índice NAHB y Variación anual



Fuente: NAHB y Censos

Hasta octubre de 2007, el acumulado de viviendas vendidas en los últimos doce meses alcanzó un total de 5,1 millones de unidades, un 21,7% por debajo de las ventas de un año antes. Nuestras previsiones indican que en 2007 se venderán una media de 5,7 millones de unidades, un 15% menos que las ventas de 2006. Para 2008 esperamos que este número descienda hasta los 4,6 millones de unidades, lo que representaría una caída del 20% en relación a la media de 2007. El índice de confianza del mercado de la Asocia-

Gráfico 6.
Inversión Inmobiliaria No Residencial
Rentabilidad Total (%)



Fuente: National Council Real Estate Investors Fiduciaries

El exceso de oferta de viviendas esta llevando a un descenso de precios de la vivienda a lo largo de 2007. Así, en el tercer trimestre del año, los índices de precios de Standard&Poors mostraban una disminución del 4,5% en el conjunto nacional, del 4,9% en las mayores 20 áreas metropolitanas y del 5,5% en las 10 mayores ciudades: a mayor tamaño de la ciudad, mayor está siendo el ajuste de los precios residenciales. Otros índices de precios, como los elaborados por OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight), NAR (National Association of Realtors) o los del Censo, también muestran descensos en los precios de la vivienda en 2007.

En resumen, unas condiciones de financiación hipotecaria más estrictas, una menor demanda de vivienda y un aumento de la oferta contribuirán a que los descensos de precios continúen en 2008. Así, nuestras previsiones indican un ajuste del 6,5% de media en el conjunto de las principales ciudades del país al final de 2008.

Cuadro 2. Índices de precio de la vivienda. Previsiones

% variación anual

	2007	2008
Chicago	-2,3%	-3,4%
L. Angeles	-6,8%	-6,0%
Miami	-12,4%	-10,7%
N. York	-5,4%	-6,6%
S. Francisco	-3,4%	-8,0%
Washington	-6,4%	-6,3%

Fuente: BBVA USA

Sector No Residencial: leves síntomas de agotamiento

En términos generales, el sector inmobiliario no residencial no se encuentra aún en proceso de ajuste; si bien han aparecido los primeros síntomas de agotamiento en el segmento de las superficies comerciales

La rentabilidad del segmento no residencial se encuentra en la parte más alta de los últimos veinte años. Si bien ha descendido desde finales de 2005, la rentabilidad total de las inversiones no residenciales, medida como la rentabilidad por alquiler más la revalorización de los precios, era del 17,3% septiembre de 2007, mas del doble de la rentabilidad media de los últimos veinte años, que es del 8,6%. La ralentización económica actual está llevando a una menor demanda tanto de superficies comerciales como de edificios para oficinas y de naves industriales, lo que sugiere que se desacelerarán las subidas de los alquileres y se desincentivará la generación de nueva oferta en el medio plazo, por lo que no es de esperar un ajuste brusco del sector no residencial.

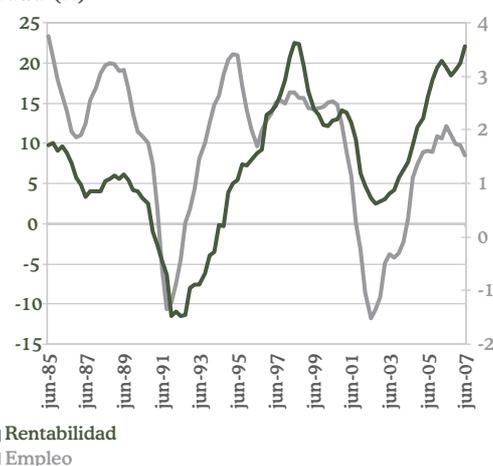
La generación de empleo de estos últimos años está favoreciendo el buen desarrollo tanto del mercado de edificios de oficinas, con rentabilidades totales que superan el 20%, como el de las naves industriales, que aunque mantiene rentabilidades más moderadas, del entorno del 17%, éstas se encuentran en la parte más elevada desde el punto de vista histórico. En el segmento de las superficies comerciales, sin embargo, el mercado viene dando claras muestras de agotamiento desde mediados de 2005, con una tendencia descendente de la rentabilidad, que fue del 12,9% en septiembre de 2007, 12 puntos por debajo de la observada dos años antes. La gran expansión de la oferta

de superficies comerciales en estos últimos años y la moderación del consumo de las familias están en el origen de esta evolución.

Si bien para el conjunto de la economía el mercado se encuentra en un momento positivo, a nivel local existen situaciones muy heterogéneas. En este sentido, hay áreas metropolitanas donde ya se está produciendo una sobreoferta de algunos productos no residenciales, con un estancamiento de los alquileres y un aumento de la superficie vacante. En estas áreas metro, la desaceleración económica actual tendrá un impacto significativo en la rentabilidad, pudiéndose generar ajustes de precios en algunos segmentos.

Gráfico 7. Inversión Inmobiliaria Oficinas

Rentabilidad (%)



Fuente: NCREIF

Gráfico 8. Inversión Inmobiliaria Comercial

Rentabilidad (%)



Fuente: NCREIF

Gráfico 1.
Inversión en vivienda
(% del PIB)

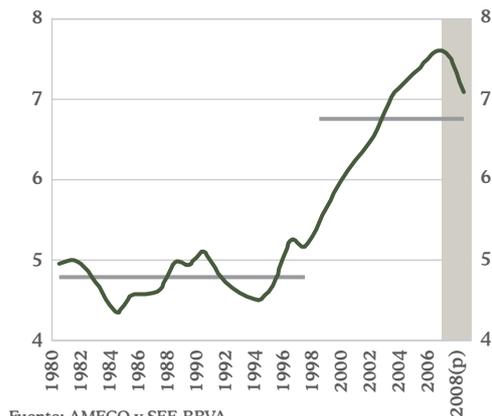


Gráfico 2.
Crecimiento del PIB y contribución directa de la inversión en vivienda

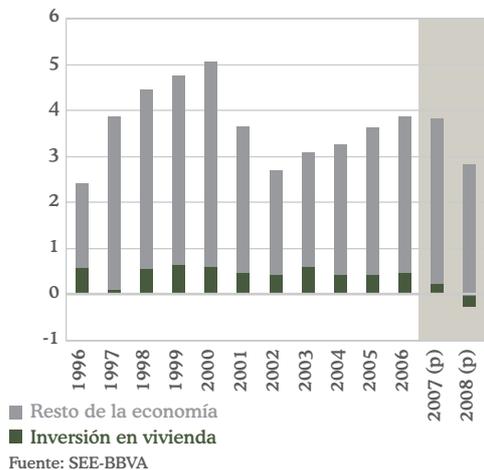


Gráfico 3.
Formación Bruta de Capital Fijo



Los soportes en la economía acotan el grado de ajuste

El ajuste inmobiliario actual, a pesar de que va a seguir intensificándose, continúa contando con mayores soportes que en las experiencias pasadas, que limitarán el impacto sobre el resto de la economía. De hecho, la evolución comparativamente mejor del resto de la economía va a constituirse como el principal soporte del actual ajuste. La economía española no es sólo vivienda y, a pesar de encontrarse en una etapa de moderación de su crecimiento, va a ser capaz de continuar generando empleo en su conjunto.

Además, la buena salud fiscal de la economía española augura un crecimiento más dinámico de la inversión en infraestructuras y, de ser necesario, permite tener margen de maniobra para llevar a cabo políticas contracíclicas. Este mayor dinamismo del segmento no residencial puede servir de cierto soporte para la actividad.

Por último, la situación patrimonial de las familias continúa siendo saneada, sobre todo en un contexto de tipos de interés a la baja, que augura una caída de la carga financiera.

Un modelo de crecimiento que es algo más que vivienda

La primera fase del proceso de corrección del sector inmobiliario, que finalizó en la primera mitad de 2007 y estuvo caracterizada por su suavidad, fue simultánea con una aceleración del crecimiento del conjunto de la economía. Sin embargo, la intensificación del proceso de ajuste (que acaba de comenzar en esta parte final de 2007) va a coincidir con una desaceleración de la economía española que irá ganando ritmo a medida que avancen los trimestres. Este hecho introduce un elemento de incertidumbre, ante la posibilidad de que el ajuste del sector de la construcción pueda tener un impacto en el resto de la economía en un momento de mayor vulnerabilidad para ésta, y que, a su vez, la moderación prevista para el conjunto de la economía pueda precipitar la actividad y la demanda del sector inmobiliario. Sin embargo, la positiva evolución de la economía española en estos últimos años de expansión, permite identificar elementos diferenciadores en el proceso actual, que harán que el ajuste del sector inmobiliario sea acotado y que limite su impacto en el resto de la economía.

El principal elemento que servirá de soporte al sector de la vivienda lo constituye el comportamiento previsto para el resto de la economía. Se prevé un claro desacoplamiento entre la evolución del sector inmobiliario y el conjunto de la economía, al contrario de lo ocurrido en otros momentos históricos. Así, la economía española inicia un período de desaceleración, aunque ésta dista de la magnitud de la que se espera en la inversión residencial. El hecho de que el resto de sectores corrijan sus crecimientos recientes de una forma suave, supondrá el mejor apoyo para el inmobiliario.

Efectivamente, pese a que la construcción en general, y la vivienda en particular, han contribuido de una forma muy destacada a la expansión de la economía española en los últimos años, lo cierto es que el patrón de crecimiento de España no es tan dependiente de la vivienda como a veces se afirma, tal y como se puede ver en el gráfico adjunto. Es cierto que la vivienda ha ido ganando peso en el total del PIB durante los últimos años (de un 5,2% en 1996 a un 7,5% en 2007). Pero también lo es que del crecimiento medio del PIB en ese mismo periodo

(3,7%), 0,5 puntos se deben a la inversión en vivienda, es decir, un 14%. Por tanto, aunque no es ni mucho menos una cifra despreciable, ésta no parece definitiva para marcar el ritmo del ciclo del total de la economía. Algo parecido puede decirse al analizar el peso de la vivienda en el conjunto de la inversión de la economía. En los últimos años, la formación bruta de capital fijo ha ido aumentando su participación en el PIB de la economía española, hasta situarse cerca del 25%, desde un nivel en el entorno del 20% en 1998. Pero, pese al período de expansión del sector inmobiliario, lo cierto es que comparado con sus medias históricas desde 1970, ha sido mayor el aumento de la inversión en equipo en el total, con un incremento frente a su media histórica de 2,6 puntos, claramente superior al aumento de 1,7 puntos de desviación de la inversión en vivienda.

En definitiva, todo ello pone de manifiesto que la vivienda no lo es todo en el crecimiento español, y que las mejoras estructurales producidas en este período de expansión del actual ciclo permiten mayor flexibilidad en los mercados y que sea factible una reorientación de los recursos productivos hacia otros sectores. Las perspectivas para el resto de sectores de la economía son más favorables. De hecho, los servicios de mercado, que representan más de la mitad del VAB de la economía, muestran todavía un dinamismo notable, sin haberse resentido por ahora sus ritmos de crecimiento, como se puso de manifiesto en los datos de Contabilidad Nacional del tercer trimestre. Para la industria, por su parte, se mantienen unas perspectivas de moderación muy suave, sin que se descarte una reanimación de su producción en algún momento a partir de mediados de 2008, si la demanda exterior de la economía española, especialmente la europea, se recupera.

Así, las perspectivas de crecimiento de la economía española (un 2,6% para 2008) suponen una significativa desaceleración desde el 3,8% estimado para 2007 (ver recuadro "Revisión de las perspectivas de crecimiento para la economía española en 2008"). En ese escenario, la vivienda drenará 0,3 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. Pero aún así, esta cifra de crecimiento es todavía superior en 0,8 pp a nuestra previsión de crecimiento para la zona euro.

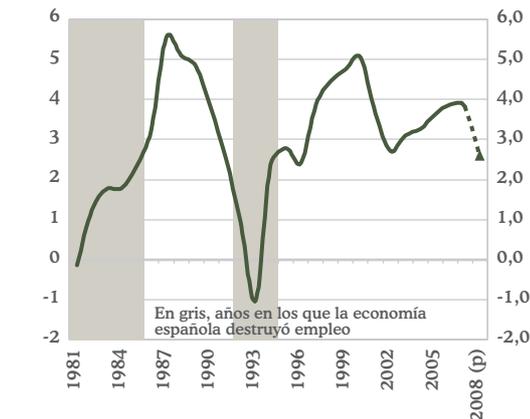
La creación de empleo, soporte clave en el ajuste

En ese marco de crecimiento previsto, la capacidad de la economía española para seguir creando empleo es un elemento clave para que el proceso de ajuste en el sector inmobiliario no sea brusco y desordenado, y que el impacto en el resto de la economía sea acotado. En este sentido, nuestras previsiones muestran que la economía española seguirá creando empleo, aunque moderará sus ritmos de crecimiento, tal y como empieza a notarse en los indicadores recientes de empleo. Efectivamente, un crecimiento del 2,6% como el previsto para 2008, se sitúa ligeramente por debajo de su potencial y, como se puede ver en el gráfico, holgadamente por encima de las tasas de crecimiento por debajo de las cuales la economía registra disminuciones de la ocupación.

En el último Situación España del pasado mes de octubre¹, se mostraban los principales resultados de un amplio estudio realizado por el SEE-BBVA, donde se simulaban los impactos de una desaceleración como la actual sobre los flujos de trabajadores en la economía. La existencia de movilidad intersectorial y la mejora en los últimos años de las características socio-económicas de la población auguran un impacto en el empleo acotado. En los resultados se muestra que en un momento de desaceleración (moderada en perspectiva histórica), la

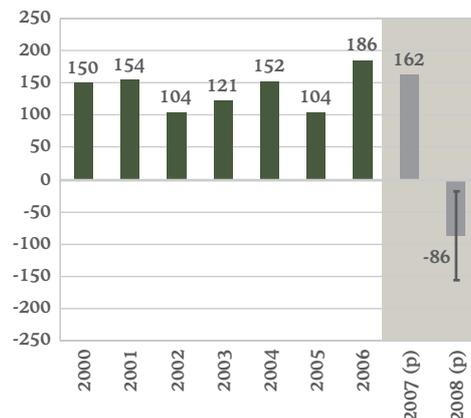
¹ Disponible en <http://serviciodeestudios.bbva.com>

Gráfico 4. España, crecimiento económico y destrucción de empleo



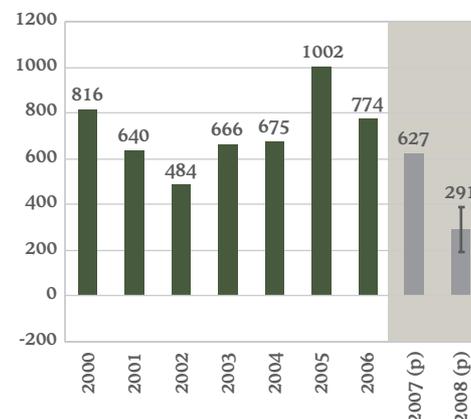
■ Crecimiento
Fuente: INE y SEE-BBVA

Gráfico 5. Construcción. Creación neta de empleo (en miles)



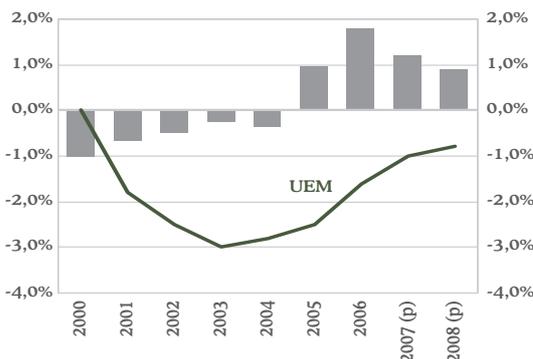
Fuente: INE y SEE-BBVA

Gráfico 6. España, creación neta de empleo total (en miles)



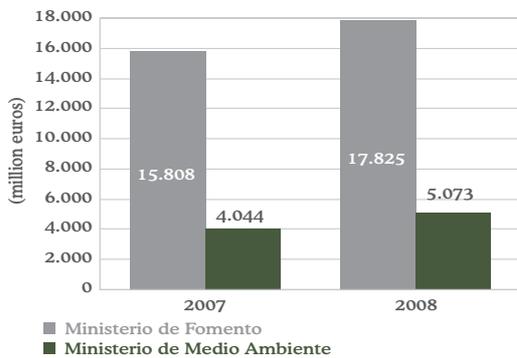
Fuente: SEE-BBVA

Gráfico 7.
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación de las AA.PP
(En porcentaje del PIB)



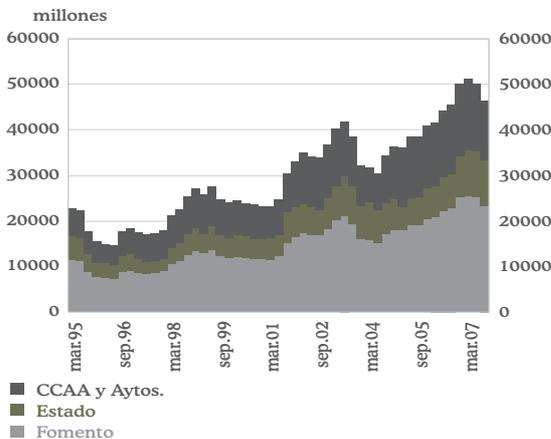
Fuente: AMECO y SEE-BBVA

Gráfico 8.
Inversiones presupuestadas



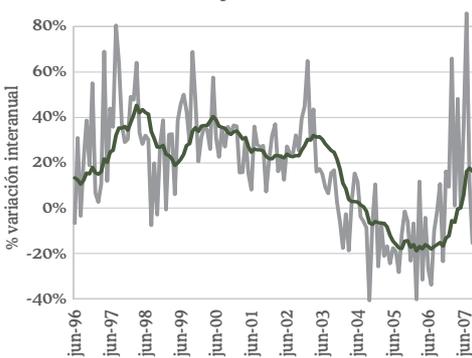
Fuente: Seopan

Gráfico 9.
Licitación Pública, volumen
Suma móvil de 12 meses



Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 10.
Inversión extranjera en inmuebles



Media móvil 12 meses
Fuente: Banco de España

probabilidad de un ocupado de perder su empleo es significativamente inferior a la de cambiar de sector, y ello para cualquiera de los sectores de la economía, incluida la construcción.

Con todo, resulta razonable esperar que la construcción pierda en 2008 algo más de 80 mil empleos netos. Lo moderado de esta cifra (comparado con el grado de ajuste en actividad del sector) se debe a que no toda la destrucción de empleo bruta en la construcción se convertirá en desempleo, sino que una proporción será absorbida por otros sectores. De esta forma, para el total de la economía se prevé un crecimiento del empleo (en términos de la Encuesta de Población Activa) de 291 mil empleos, algo menos de la mitad de los estimados para 2007.

En definitiva, la generación de empleo, que tradicionalmente se ha constituido como uno de los elementos determinantes de la evolución del sector de la vivienda, seguirá siendo un factor que contribuya como soporte de su actividad, en la medida en que la evolución del empleo garantiza que la renta de los hogares continúe creciendo y soporte las decisiones de adquisición de vivienda de los hogares.

Inversión pública, una ayuda apreciable

Tampoco es desdeñable el papel de las AA.PP. como fuerza que pueda contrarrestar el enfriamiento de la inversión residencial. El sector público español tiene actualmente capacidad para manejar la política fiscal de un modo contra-cíclico, en caso de ser necesario. Efectivamente, el proceso de saneamiento de las cuentas públicas llevado a cabo en los últimos años, ha dado resultados muy apreciables, con un claro superávit fiscal, aun estando prevista su moderación cíclica en los próximos años. Esta posición saneada de las cuentas públicas, permite afrontar la desaceleración económica con un amplio margen de actuación de la política fiscal. Gran parte de esas hipotéticas medidas contra-cíclicas de gasto público pueden concretarse en obra civil y VPO, que contrarreste la evolución de la vivienda en el conjunto de la construcción.

De hecho, ya se prevé un incremento de la inversión en el próximo año, tanto en infraestructuras como en VPO. A pesar de que, como se observa en el gráfico adjunto, se ha observado una desaceleración durante el tercer trimestre del año de la licitación oficial, probablemente asociada al ciclo electoral, la atenuación de ese efecto por las transferencias a las CC.AA. y los planes de inversión para 2008, hacen prever que la obra civil mantenga su dinamismo en el próximo ejercicio. De hecho, la inversión presupuestada para el Ministerio de Fomento y el Ministerio de Medio Ambiente aumenta un 15% respecto a la de 2007.

Además, a pesar de que también se ha apreciado una moderación en los visados de obra para fines no residenciales, este sector va a mantener un mayor dinamismo que la vivienda durante el próximo año. Si bien, la desaceleración económica tenderá a moderar el comportamiento del sector no residencial, las bajas ratios de desocupación en el mercado de oficinas de las principales ciudades españolas, hacen prever un acomodamiento muy suave a las nuevas condiciones económicas. Por otro lado, gran parte de la recuperación de la inversión extranjera en inmuebles (IEI) que se ha observado a lo largo del año, debería achacarse a inversiones en este segmento, ya que según los datos de transacciones de vivienda del Ministerio de Vivienda, las compras por parte de extranjeros se redujeron un 44% durante el primer trimestre del año, mientras que los flujos mensuales de IEI han crecido a un ritmo promedio cercano al 30%. Aún así, el dato de septiembre ha mostrado un cambio de tendencia respecto a los meses anteriores,

por lo que habrá que esperar a los próximos para evaluar cuál ha sido el impacto de las turbulencias financieras en la inversión transfronteriza en el sector inmobiliario español.

La situación patrimonial de las familias sigue siendo saneada a pesar del aumento de la carga financiera

El endeudamiento de las familias españolas alcanzó el 130% de su renta disponible en el tercer trimestre de 2007, un nivel comparable con las economías más desarrolladas financieramente aunque, comparativamente, con unos ritmos de aumento más elevados. La subida registrada por los tipos de interés ha provocado un importante aumento de la carga financiera de las familias, que habría pasado de representar el 12% de la renta disponible en 2003 a situarse por encima del 16% en 2007, principalmente debido al repunte de la carga por intereses que prácticamente se ha duplicado en los últimos años.

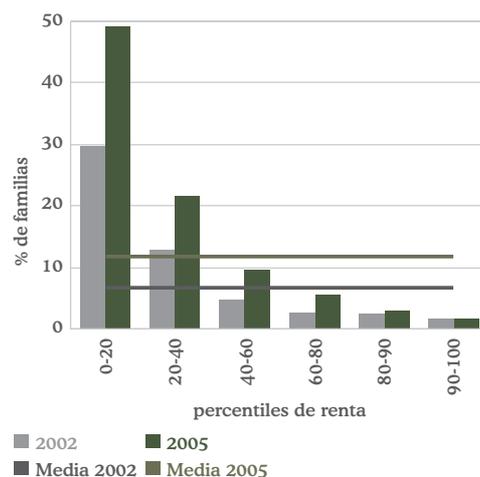
Además, la última Encuesta Financiera de las Familias (EFF) publicada por el Banco de España, muestra que la distribución y la evolución de la carga financiera de las familias no es igual por tramos de renta, con aumentos relativamente mayores entre los hogares de renta más reducida. Así, en 2005 el 12% de las familias endeudadas tenían cargas financieras superiores al 40% frente al 7% en 2002, siendo particularmente intenso el aumento en los tramos de renta más baja, donde prácticamente la mitad de las familias endeudadas tenía una carga financiera superior a esos niveles.

Aun así, y a pesar del incremento de la carga financiera de los últimos años, no se ha apreciado, como se verá en el siguiente capítulo, un repunte significativo de la morosidad, por lo que parece que las familias han sido capaces de absorber la subida de tipos de interés. Además, la prevista caída de los tipos de interés permitirá que la carga financiera de los hogares se modere.

Asimismo, es destacable, el aumento de la riqueza de las familias (un 68% entre 2002 y 2005). De hecho, cuando se relaciona la deuda con la riqueza de las familias, se observa que la situación patrimonial de las mismas es muy sólida. Así, si comparamos esta ratio internacionalmente se observa que tan solo Italia tendría un nivel comparable al de España, e incluso, que la de los tramos inferiores de renta estarían en una mejor situación que los tramos de rentas medias. Esto se debe a que en España la mayor parte de la deuda está destinada a la adquisición de propiedades inmobiliarias y las familias propietarias (el 81% del total) han capturado la ganancia del precio de la vivienda de la última década.

Gráfico 11.

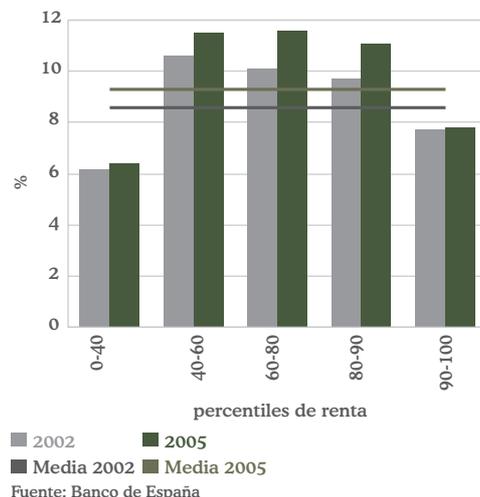
Encuesta financiera de las familias: porcentaje de hogares con ratios de esfuerzo superiores al 40%



Fuente: Banco de España

Gráfico 12.

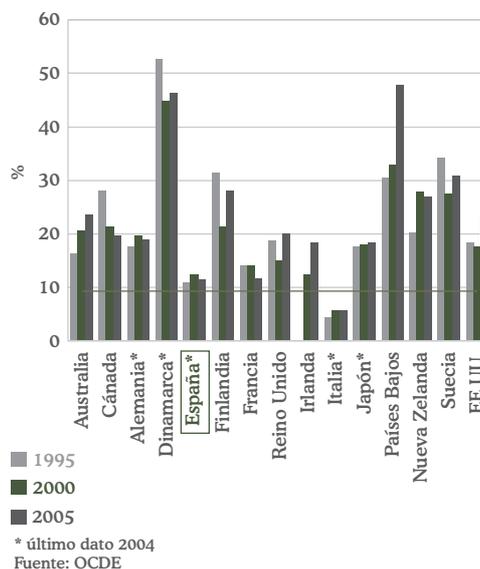
Encuesta financiera de las familias: deuda como porcentaje de activos totales



Fuente: Banco de España

Gráfico 13.

Apalancamiento familiar (Deudas financieras sobre riqueza neta)



* último dato 2004
Fuente: OCDE

Revisión de las perspectivas de crecimiento para la economía española en 2008

La economía española crecerá en 2008 a un ritmo del 2,6%, lo que supone una desaceleración de 1,2 pp desde el 3,8% de crecimiento previsto para el año 2007 que está a punto de finalizar. El crecimiento esperado ahora para 2008 es inferior en 0,2pp a nuestra previsión de septiembre. Dos factores están detrás de esta revisión. En primer lugar, el deterioro de las perspectivas globales, en un contexto de elevada incertidumbre, como consecuencia de los problemas que desde el verano están atravesando los mercados de crédito. Adicionalmente, las previsiones actuales incorporan los datos más recientes de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre conocidos hace cuatro semanas, que reflejan un escenario en el que el ajuste del gasto de los hogares en consumo y de inversión en vivienda es más intenso de lo esperado.

Cuadro 1. Previsiones de crecimiento económico (Tasa interanual)

	2003	2004	2005	2006	Previsión Dic-07		Previsión anterior	
					2007	2008	2007	2008
EE.UU. (%a/a PIB)	2,5	3,6	3,1	2,9	2,1	1,7	1,9	2,2
UEM (%a/a PIB)	0,8	1,8	1,6	2,9	2,6	1,8	2,7	2,0
Petróleo (\$)	28,8	38,2	54,7	65,6	71,9	67,7	57,48	55,5
Tipo de cambio €	1,13	1,24	1,24	1,26	1,37	1,44	1,35	1,39

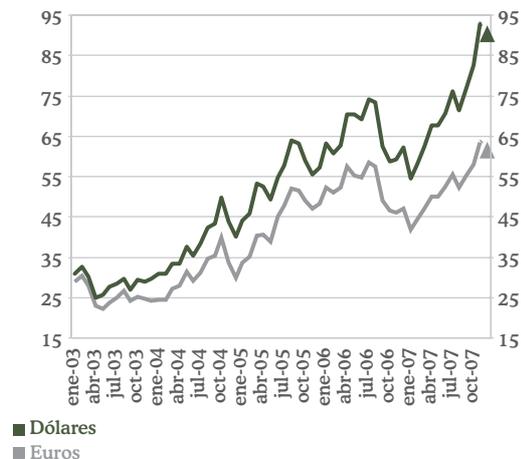
Fuente: SEE BBVA

Las expectativas globales han experimentado una revisión desde la anterior edición de Situación Inmobiliaria en junio pasado, como consecuencia de la incidencia de tres *shocks* simultáneos. En primer lugar, las turbulencias financieras surgidas en el verano están resultando más intensas y persistentes de lo esperado pese a las medidas tomadas por los bancos centrales. De hecho, y pese a que la situación en los mercados tendió hacia una normalización parcial en octubre, las tensiones se han intensificado recientemente. Por ello, ha aumentado la probabilidad de que lo que inicialmente se consideró como una crisis de liquidez (con escasez de papel comercial, aumento de los *spread* corporativos...), acabe convirtiéndose en una crisis de crédito (menor accesibilidad de los agentes privados a la financiación) con impacto en la economía real, especialmente en los EE.UU. El segundo *shock* considerado se refiere a la evolución del mercado petrolífero. Los precios del petróleo alcanzan sistemáticamente máximos históricos, que en el mes de noviembre llevaron a un precio medio de 92,7 dólares, lo que supone un incremento del 70% desde enero. Por último, es de destacar la intensa apreciación del euro (un 12,8% en lo que va de año), asociada a una creciente incertidumbre sobre el ajuste de la economía estadounidense.

Las primeras repercusiones de estos tres *shocks* ya se están notando. En primer lugar, asistimos desde octubre a un fuerte repunte de la inflación, como consecuencia de las tensiones inflacionistas globales en alimentos y energía. En

Gráfico 1.

Petróleo: cotización del barril de Brent



Nota: diciembre, media de datos disponibles

Fuente: Datastream y SEE BBVA

la UEM apenas en tres meses se ha visto cómo la inflación pasaba del 1,7% de agosto al 3,1% de noviembre. En España, en el mismo período, la inflación ha pasado del 2,2% al 4,1%. En segundo lugar, es necesario destacar el escaso impacto que la apreciación del euro ha tenido, hasta ahora, en las exportaciones, tanto en España como en Europa. No obstante, el impacto de una apreciación continuada del tipo de cambio sobre el crecimiento es negativo. En tercer lugar, se está reduciendo la confianza, más intensamente en los consumidores que en la industria. Además, a nivel global las tensiones de los mercados interbancarios han comenzado a trasladarse a la financiación mayorista empresarial. La información procedente de las encuestas sobre condiciones de los préstamos bancarios, tanto de España como de la UEM, muestra un endurecimiento de las condiciones de oferta de financiación para las empresas.

Derivado de todo lo anterior, el entorno global de la economía española será menos dinámico, puesto que las perspectivas de crecimiento mundial se han visto igualmente reducidas, sobre todo en EE.UU. y la UEM, mientras que las economías emergentes se mantienen relativamente inmunes al impacto de las turbulencias financieras.

Este entorno global menos dinámico, y con un balance de riesgos de sesgo bajista en función del desenlace final de la actual crisis de liquidez, ha sido incorporado a los datos de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre, que confirmaron las previsiones con un crecimiento del PIB del 3,8% interanual, apenas dos décimas menos que en el trimestre anterior. Sin embargo, del detalle de componentes sí se observan algunos elementos que parecen apuntar hacia una intensificación de la fase de desaceleración de la economía española, más allá de lo estimado con anterioridad.

El ajuste del gasto de los hogares (tanto en consumo como en vivienda) se está produciendo antes y más intensamente de lo esperado. Además, la sorpresa positiva del tercer

trimestre (inversión y exportaciones) se ha dado en componentes de los que cabe esperar una próxima moderación. Efectivamente, en un entorno de mayor incertidumbre, freno de la demanda nacional, desaceleración de la economía europea y tensiones de liquidez al menos en los próximos meses, es de prever que la inversión en equipo inicie a partir del cuarto trimestre de 2007 una senda de corrección coherente con la desaceleración cíclica de la demanda doméstica y exterior. El repunte de exportaciones también parece haber alcanzado sus cotas superiores, con un crecimiento esperado para la UEM en 2008 del 1,8% (0,8pp menos que el crecimiento estimado para 2007), y un euro muy apreciado frente al dólar hasta bien avanzado 2008.

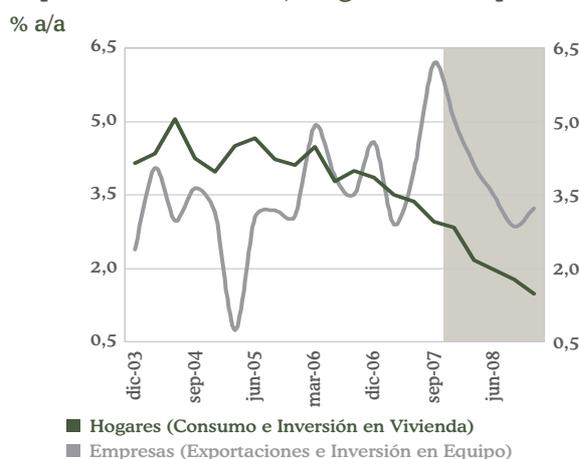
Gráfico 2.
UEM: Confianza



Fuente: Comisión Europea

En síntesis, el entorno económico actual es más incierto para la economía española. Aún así, el impacto que todo ello tendrá en su senda de crecimiento es relativamente acotado dados los soportes con lo que cuenta. En especial, su capacidad para continuar creando empleo (lo que garantiza el dinamismo de la renta de los hogares), la situación patrimonial de los hogares, un sistema financiero sólido y unas cuentas públicas saneadas, además de un sector empresarial diversificado sectorial y geográficamente.

Gráfico 3.
España: Crecimiento, Hogares vs Empresas



Fuente: SEE-BBVA

Cuadro 2. España, Componentes del PIB

tasas a/a	2004	2005	2006	2007 (e.)	2008 (p.)	Revisión (pp)
Consumo hogares	4,2	4,2	3,7	3,2	2,5	-0,3
Consumo AA.PP.	6,3	5,5	4,8	5,5	5,1	0,0
FBCF	5,1	6,9	6,8	5,9	1,7	-1,2
Equipo y Otros	4,6	8,1	8,2	8,7	4,0	0,1
Construcción	5,4	6,1	6,0	4,0	-0,3	-2,2
Vivienda	5,9	5,9	6,4	3,0	-3,5	-3,5
Resto	5,0	6,3	5,5	5,1	2,5	-1,2
Var. existencias (*)	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	4,9	5,3	5,1	4,7	3,0	-0,5
Exportaciones	4,2	2,6	5,1	5,7	4,2	0,2
Importaciones	9,6	7,7	8,3	7,0	4,3	-0,6
Saldo exterior (*)	-1,7	-1,6	-1,2	-0,8	-0,5	0,3
PIB pm	3,3	3,6	3,9	3,8	2,6	-0,2
Pro-memoria						
Inflación		3,4	3,5	2,8	2,9	0,2
Empleo total	2,7	3,2	3,2	2,9	1,3	-0,2
Del cual, en construcción	5,7	7,0	5,4	5,9	-3,0	-2,9

(*) contribuciones al crecimiento
Fuente: INE y previsiones BBVA

Gráfico 1.
Precio de las titulizaciones de hipotecas *subprime*. Serie diaria y promedio ene-jul

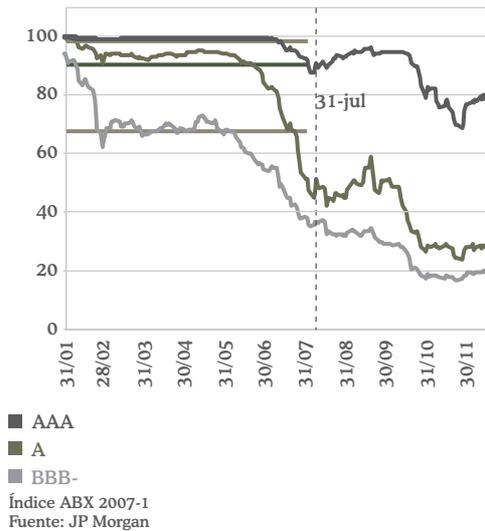


Gráfico 2.
EE.UU.: volumen de papel comercial
Variación Acumulada (mM\$)

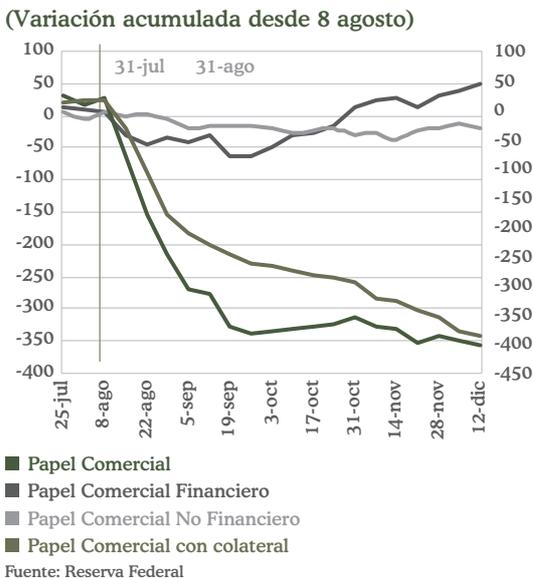
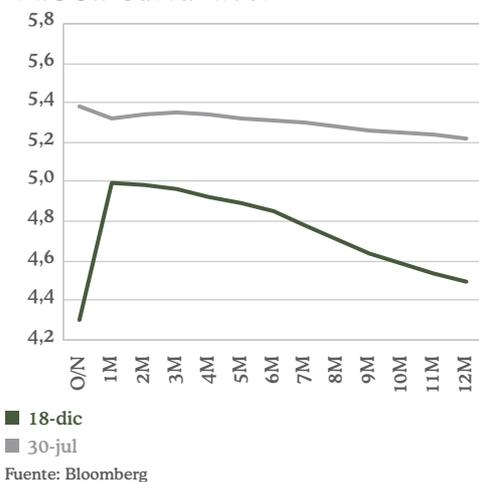


Gráfico 3.
EE.UU.: Curva Libor



Incertidumbres globales por el lado financiero

Desde el pasado verano, los mercados financieros han experimentado un giro hacia una situación caracterizada por una menor liquidez y una menor confianza de los inversores. La extensión de la crisis *subprime* ha provocado una reevaluación del riesgo de los productos estructurados y una retracción de la demanda de los mismos por inversores tradicionalmente más conservadores. En este entorno de mayores incertidumbres las tensiones de liquidez han perdurado y se han intensificado a pesar de las actuaciones de los bancos centrales.

El mercado hipotecario español no está siendo ajeno a la situación en los mercados globales, y de hecho, el mantenimiento de las turbulencias financieras se convierte en el principal factor de incertidumbre para la evolución del sector durante el año que viene. No obstante, los principales mecanismos de financiación del crédito hipotecario a través de mercados mayoristas mantienen sólidos fundamentos.

La situación financiera internacional entra en una fase de incertidumbre, caracterizada por una menor liquidez y mayor aversión al riesgo.

El pasado verano marcó un punto de inflexión en la situación financiera internacional. Si los años previos estuvieron caracterizados por una abundante liquidez y una baja prima de riesgo, el contexto financiero ha venido marcado en los últimos meses por los rasgos opuestos: la desaparición de la liquidez en mercados de gran importancia y una actitud extremadamente cauta por parte de los agentes financieros, cuya tolerancia al riesgo ha disminuido sustancialmente.

Los orígenes de las dificultades actuales deben buscarse en las condiciones excepcionales que rigieron en el período anterior. Los bancos centrales mantuvieron políticas monetarias relativamente laxas durante un período prolongado de tiempo, mientras que los tipos de interés a mayor plazo se mantuvieron en niveles históricamente reducidos. Esto incentivó la búsqueda de rentabilidades en inversiones alternativas y potenció la demanda para productos financieros innovadores por parte de instituciones más conservadoras o menos sofisticadas, que habitualmente se habían orientado únicamente a productos tradicionales. Compañías de seguros, fondos del mercado monetario e instituciones públicas (incluyendo, por ejemplo, ayuntamientos o el fondo estatal de Florida) adquirieron montos sustanciales de estos productos, guiados en las opiniones favorables de las agencias de calificación crediticia, quienes no calibraron completamente los riesgos implícitos. La facilidad con la que empresas originadoras de hipotecas en EE.UU. pudieron titularizar sus préstamos y venderlos a inversores con una comprensión insuficiente de los mismos dio lugar a una relajación de los criterios habitualmente empleados en la concesión de hipotecas, como la verificación de la documentación o la limitación del monto del préstamo en relación al valor de la vivienda a adquirir. También facilitó la generalización de modalidades de endeudamiento hipotecario que reducen la carga financiera en los primeros años pero suponen un aumento posterior con frecuencia inasumible por el deudor.

Esta fase se agota cuando, desde finales de 2006, las tasas de morosidad hipotecaria *subprime* comienzan a repuntar en EE.UU.. Ante la evidencia de que esta morosidad supondrá pérdidas cuantiosas, las agencias de calificación crediticia revisaron al alza poco antes del verano de

2007 su estimación del riesgo de las titulizaciones *subprime*, con la consiguiente pérdida de valor no solo de estos activos (véase gráfico 1), sino también de productos estructurados derivados de ellas (como las obligaciones de deuda colateralizadas, CDOs por sus siglas en inglés). Este proceso conllevó una reevaluación del riesgo por parte de los inversores, que pasaron a mostrar una actitud mucho más cauta, proceso que continúa hasta el momento actual.

El impacto se dejó sentir desde las primeras etapas de la crisis en el mercado de papel comercial, especialmente en el estadounidense, que constituye una forma de financiación de gran importancia para la economía mundial. En particular, los inversores comenzaron a rechazar el papel comercial garantizado con activos titulizados (ABCP, por sus siglas en inglés), de forma que el saldo vivo de estos títulos ha caído más de un 30% (aproximadamente 400 mm. de dólares) (véase gráfico 2). Otras formas de financiación relevantes para el sector bancario, como los bonos hipotecarios también se vieron afectadas como consecuencia de las reticencias de los inversores a adquirir exposición hipotecaria en el contexto actual.

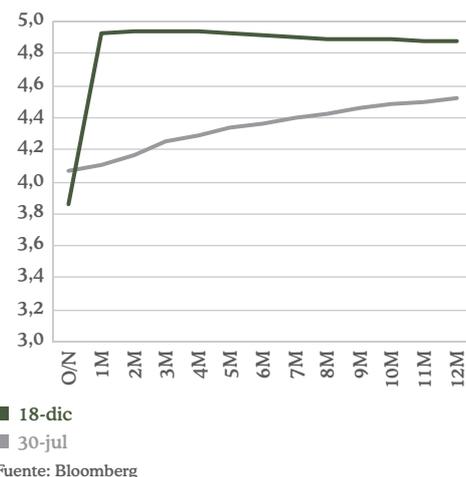
Los bancos, por su parte, se enfrentan a una menor disponibilidad de liquidez. Los mercados monetarios, se mostraron excepcionalmente tensionados desde inicios de agosto. Los tipos de interés en el mercado interbancario muestran primas respecto a los tipos oficiales a un día muy superiores a las observadas antes del inicio de la crisis, que no pueden justificarse por las expectativas de política monetaria (véase gráficos 3 y 4). La persistencia de esta situación es preocupante, por cuanto los mercados interbancarios juegan un papel fundamental en el correcto funcionamiento de otros mercados financieros, y sus tipos de interés son la referencia de otros instrumentos financieros, incluyendo las hipotecas.

A las presiones de liquidez se añadieron las incertidumbres ya comentadas respecto al posible impacto sobre los diferentes sistemas bancarios de las pérdidas asociadas a la crisis inmobiliaria en Estados Unidos. Desde el segundo trimestre de 2007, los bancos internacionales expuestos al *subprime* estadounidense se han visto obligados a ajustar a la baja la valoración de sus activos estructurados (en torno a 75 mm.us\$ hasta el momento). Además, el aumento de la morosidad ha tenido su correlato en las provisiones por préstamos de la banca estadounidense, e incluso las empresas patrocinadas por el gobierno (las conocidas Freddie Mac y Fannie Mae) han reconocido pérdidas cuantiosas por este concepto. El temor de que algunos bancos pudieran enfrentar un impacto significativo en su solvencia ha supuesto desde el inicio de las tensiones un continuo encarecimiento de los costes de la deuda emitida por entidades financieras (véase gráfico 5). Aunque el impacto es importante, los esfuerzos de las entidades financieras para mejorar sus ratios de solvencia en los últimos años deberían permitir afrontar esta situación.

En el escenario más probable las tensiones de liquidez serán temporales y no tendrán un impacto acusado sobre la actividad. A pesar de que el grado de incertidumbre sigue siendo elevado, los fundamentales de la financiación mayorista del mercado hipotecario español continúan siendo sólidos.

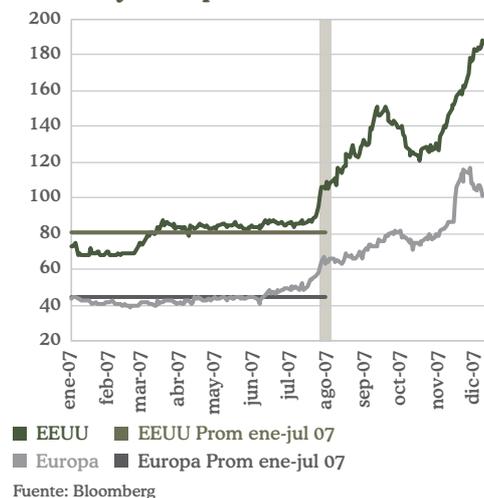
En el futuro, la conjunción de presiones de liquidez y presiones sobre el capital podría conllevar una ralentización del crédito en los mercados globales. A este respecto, las últimas encuestas bancarias comienzan a reflejar ya un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito que aplican las entidades (véase gráfico 6). En el escenario más probable, las tensiones de liquidez tendrían una duración reducida y consecuencias limitadas para la actividad real. La situación financiera se nor-

Gráfico 4.
UEM: Curva Euribor



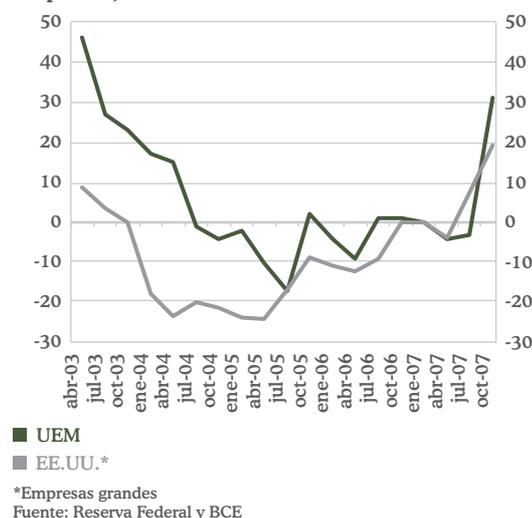
Fuente: Bloomberg

Gráfico 5.
Spread de crédito del Sector banca AA: EE.UU. y Europa



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6.
Estándares de crédito bancario (% neto de bancos restringiendo el crédito a empresas)



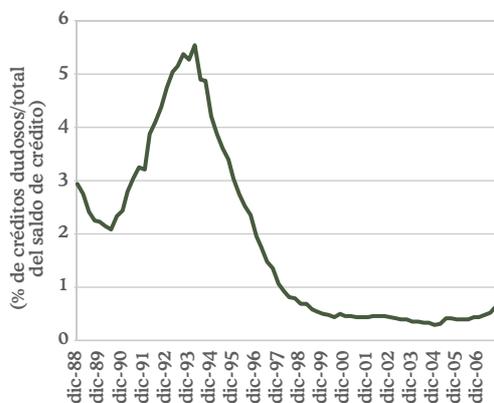
*Empresas grandes
Fuente: Reserva Federal y BCE

Cuadro 1. Ratios bancarios del primer semestre de 2007

	ROE	Eficiencia	Solvencia
España	21,4	44,7	11,8
UEM	20,19	58,4	11,2

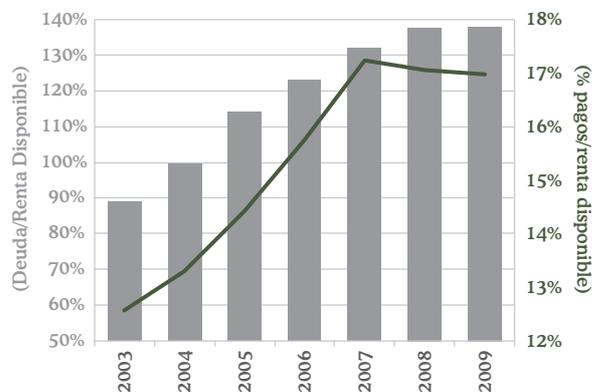
Fuente: Banco de España y BCE

Gráfico 7. Tasa de mora de los préstamos a la adquisición de vivienda



Fuente: Banco de España

Gráfico 8. Carga financiera y endeudamiento



Fuente: SEE-BBVA

malizaría a medida que las entidades financieras captan capital y los bancos centrales intensifiquen las acciones para proveer de liquidez suficiente a los mercados. No obstante, el panorama financiero está caracterizado por una elevada incertidumbre, pues si no se dan estas dos condiciones no puede descartarse que la restricción del crédito sea más profunda de lo anticipado y su impacto sobre la actividad más acusado.

En este contexto de incertidumbres por el lado financiero, el mercado español no es ajeno a los potenciales impactos de una prolongación de la actual crisis de liquidez, si bien los fundamentales de la financiación mayorista del mercado hipotecario español continúan siendo sólidos.

El mercado hipotecario español se financia principalmente a través de depósitos de clientes, pero en los últimos años, se ha producido una importante diversificación de la base de recursos a través de la emisión de fondos de titulización y de cédulas hipotecarias. Estos títulos, en un escenario de incertidumbres financieras continuarán siendo atractivos para el inversor dadas sus características.

Así, el colateral que respalda las cédulas hipotecarias es la propia entidad emisora, lo que les da una ventaja sobre otro tipo de activos financieros dada la solvencia y rentabilidad del sistema financiero español¹. Adicionalmente, no hay que olvidar que, según la consulta realizada por el Banco de España, la exposición directa e indirecta de las entidades financieras a la crisis *subprime* es muy reducida, apenas el 0,03% de los activos totales del sistema bancario².

En lo que respecta a los fondos de titulización, tampoco es previsible un deterioro significativo de la calidad de sus colaterales, los propios préstamos hipotecarios concedidos por el sistema bancario. Estos fondos se constituyen a partir de los créditos de menor riesgo de la cartera, ya de por sí relativamente estricta. La probabilidad de impago de la cartera titulizada es muy reducida y así se matendrá dado que no se considera posible un escenario en el que se den los tres factores que la reducen: macroeconómico, financiero e inmobiliario. El primero está ligado a un proceso de destrucción de empleo que no parece razonable dadas las perspectivas detalladas sobre la economía española. En un contexto, de creación neta de empleo, no es de esperar un repunte relevante de la morosidad, variable que de hecho, como se observa en el gráfico adjunto, se ha deteriorado mínimamente a pesar del entorno de cargas financieras elevadas y tipos de interés al alza. Así, dadas las perspectivas de caída del euríbor a 12 meses a lo largo de 2008 desde los niveles actuales, cercanos al 4,8%, es de esperar que la carga financiera haya tocado máximos, lo que descarta el segundo de los riesgos mencionados, el financiero.

Por último, la desaceleración gradual de los precios de la vivienda no va a disminuir la disponibilidad de pago de las familias españolas, que principalmente se han endeudado para adquirir su vivienda habitual, por lo que los riesgos que pueden afectar a la calidad de la cartera parecen muy acotados lo que debería mantener el atractivo inversor por estos títulos.

¹ Para un mayor detalle, ver la revista Situación España BBVA, octubre de 2007, disponible en Internet:

http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/ESTES_071018_SituacionEspanya_14bis_tcm268-138426.pdf

² Véase último "Informe de Estabilidad Financiera" publicado por el Banco de España.

Inversión en vivienda y crédito para su adquisición

Como se describe en esta publicación, el desarrollo del mercado inmobiliario y del crédito ha sido simultáneo, de modo que la evolución de la oferta y de la demanda de vivienda se ha visto favorecido por el desarrollo del crédito, tanto para su adquisición como para su promoción, y viceversa.

En el escenario en el que se desarrollan las previsiones de la economía española para 2008, se asume que las actuales tensiones en los mercados interbancarios y de crédito mayorista se disipan más pronto que tarde, por lo que no se considera que vaya a existir ningún tipo de restricción para la cantidad de crédito que necesiten empresas y familias, en particular para adquirir vivienda. Sin embargo, dado el alto grado de incertidumbre existente en los mercados, parece relevante analizar el impacto de una hipotética restricción de crédito para adquirir vivienda en relación al escenario sin este grado de restricción. Con este fin se presentan los resultados de un análisis cuantitativo utilizando modelos econométricos.

En primer lugar, se analiza el impacto de un *shock* de crédito para la adquisición de vivienda tanto sobre la inversión residencial como sobre el precio de la vivienda. El *shock* de crédito se define como una reducción de un 1% en términos reales del volumen de crédito para adquirir vivienda. Dicha reducción se ve acompañada de un aumento del tipo de interés real del crédito vivienda, que según las estimaciones del modelo aumentaría aproximadamente en unos 50 puntos básicos (anualizados) en el momento inicial del shock de crédito.

La dinámica de la respuesta del crédito vivienda se muestra en el Gráfico 1. Como se puede apreciar, dicha respuesta es relativamente persistente: tres trimestres después del impacto inicial, el volumen de crédito sigue siendo un 1% inferior al nivel existente en ausencia del shock. En el Gráfico 2 se puede observar la evolución estimada para el tipo de interés real del crédito vivienda. Los tipos de interés seguirían subiendo los dos primeros trimestres después del impacto del shock, alcanzando diferenciales superiores a los 100 puntos básicos.

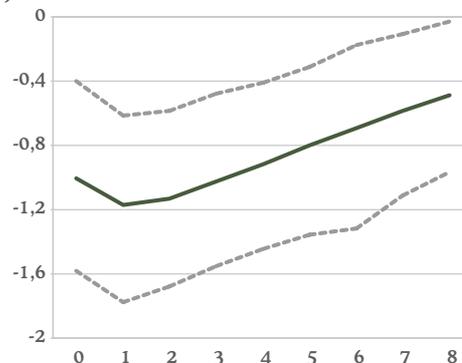
Este escenario de endurecimiento de las condiciones crediticias, se estima que tendrá un impacto negativo sobre la inversión en vivienda en España, como se refleja en el Gráfico 3, que muestra la senda de la respuesta estimada para dicha variable. Cabe mencionar que la magnitud del impacto inicial es relativamente baja. Este hecho resulta de una hipótesis de identificación del modelo econométrico, y se justifica sobre la teoría económica convencional según la cual las variables de la economía real responden con un cierto retraso a cambios en las variables financieras¹.

¹ Quizá el ejemplo más claro es la respuesta de la economía *real* a una medida de política monetaria. Desde el punto de vista metodológico, puede consultarse el trabajo de Vargas-Silva (2007) "Monetary policy and the US housing market: A VAR analysis imposing sign restrictions", publicado en el Journal of Macroeconomics.

Gráfico 1.

Respuesta del crédito vivienda a un shock inicial del -1%

(% desviación sobre un escenario sin restricción de crédito)

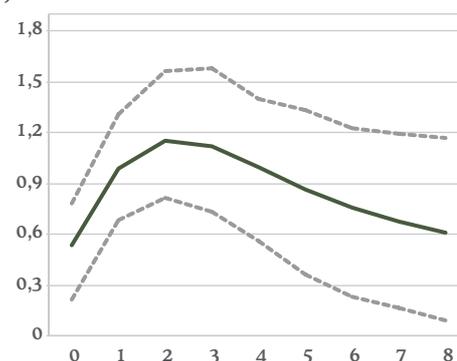


Fuente: BBVA

Gráfico 2.

Respuesta del tipo de interés real hipotecario a un shock de crédito de vivienda

(% desviación sobre un escenario sin restricción de crédito)

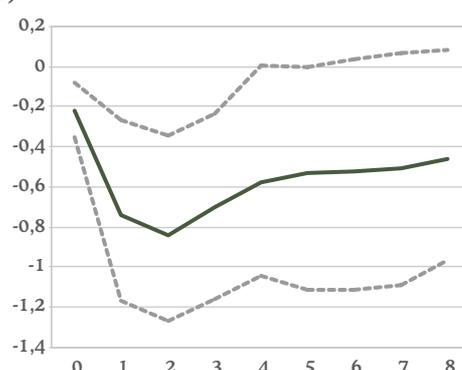


Fuente: BBVA

Gráfico 3.

Respuesta de la inversión en vivienda al shock de crédito de vivienda

(% desviación sobre un escenario sin restricción de crédito)



Fuente: BBVA

Volviendo al análisis del Gráfico 3, la caída de la inversión en vivienda es relativamente intensa y persistente². Tres trimestres después del shock, el volumen de inversión es 0,8% menor que el existente en ausencia del mismo. La respuesta negativa persiste, siendo significativa incluso dos años después del impacto inicial. Esta dinámica desfavorable en la inversión en vivienda se ve acompañada por un nivel real del precio de la vivienda más bajo del previsto en el escenario base, sin choque de crédito, como se muestra en el Gráfico 4. Como se puede observar, el nivel de precios es aproximadamente un 0,4% menor al que se obtendría de no existir el empeoramiento de las condiciones en el mercado de crédito. Esta respuesta es ciertamente persistente, aunque cabe señalar que el grado de incertidumbre sobre la misma es amplio.

Finalmente, se presenta un ejercicio adicional consistente en analizar el impacto de un shock de crédito agregado sobre la actividad económica, medida ésta a través del Producto Interior Bruto (PIB).

El Gráfico 5 presenta la evolución estimada de la desviación del volumen real del crédito total con respecto a su nivel en ausencia del shock. Al igual que en el caso del crédito vivienda, se ha normalizado el impacto a una magnitud de un 1%. Como resultado del endurecimiento general del crédito, la respuesta del PIB es negativa. Así, se observa en el Gráfico 6 que durante el primer año, el nivel del PIB es aproximadamente un 0,2% inferior al nivel que existiría si no se hubiese producido este cambio en la evolución del mercado crediticio.

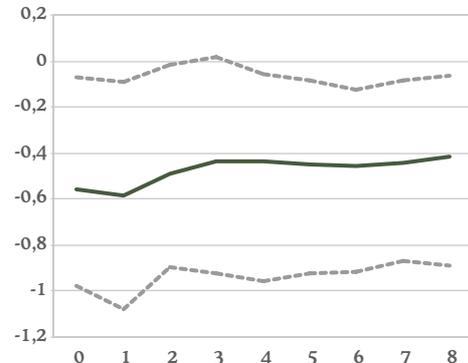
El resultado de este ejercicio muestra, por lo tanto, que el sector de la vivienda parece ser más sensible a cambios en las condiciones crediticias que el conjunto de la economía. Ello resulta coherente con que las familias, el principal agente demandante de inversión en vivienda, son relativamente más vulnerables ante posibles restricciones de crédito bancario que, por ejemplo, las empresas, puesto que éstas pueden tener más fácil acceso a fuentes alternativas de financiación.

² Este resultado es muy similar al documentado para los Estados Unidos por Ben Bernanke y Mark Gertler (1995) "Inside the black box: the credit channel of monetary transmission", publicado en el Journal of Economic Perspectives.

Pedro Alvarez Lois
Servicio de Estudios BBVA

Gráfico 4.
Respuesta del precio real de la vivienda al shock de crédito de vivienda

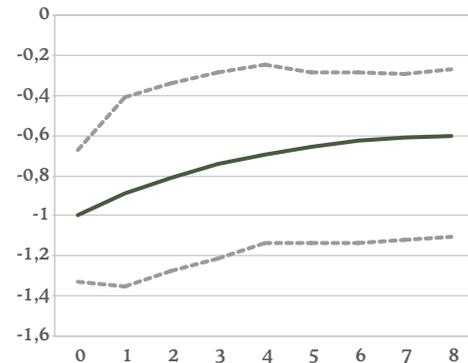
(% desviación sobre un escenario sin restricción de crédito)



Fuente: BBVA

Gráfico 5.
Respuesta del crédito total de la economía a un shock inicial del -1%

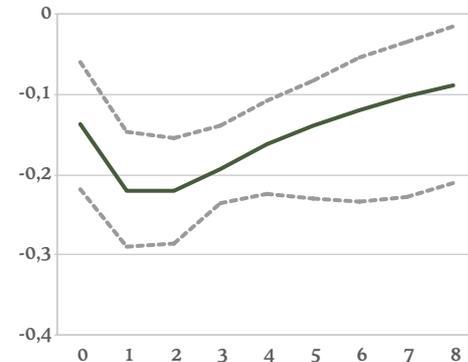
(% desviación sobre un escenario sin restricción de crédito)



Fuente: BBVA

Gráfico 6.
Respuesta del PIB a un shock de crédito total

(% desviación sobre un escenario sin restricción de crédito)



Fuente: BBVA

Retos para el mercado hipotecario español en el nuevo contexto regulatorio

Evolución histórica: la interacción entre el sector inmobiliario y el crédito

Los mercados inmobiliario y crediticio en España han alcanzado altos niveles de desarrollo en un periodo relativamente breve de tiempo. Así, se ha pasado de iniciar 349.000 viviendas en promedio anual en la década pasada a 701.000 viviendas en lo que llevamos de la actual. A la vez, el crédito para adquisición de vivienda ha pasado de representar el 16% del PIB al 43% en media en cada una de las décadas. La interacción entre ambos sectores ha permitido su impulso recíproco.

El **sector inmobiliario** español ha experimentado un auge sin precedentes que hay que atribuir principalmente al sub-sector de vivienda, cuyo peso sobre el PIB ha alcanzado en los últimos años un nivel promedio superior al de décadas anteriores como consecuencia fundamentalmente de impulsos estructurales, permanentes, sobre la oferta y la demanda¹. Por el lado de la demanda de vivienda, existen factores sociodemográficos como la inmigración, la emancipación de la cohorte del *baby-boom* de finales de los 70, la incorporación de la mujer al mercado de trabajo, el crecimiento del empleo y la consolidación de España como destino de turismo residencial de primer orden. Al mismo tiempo, la entrada de nuestro país en la Unión Monetaria Europea ha propiciado la reducción estructural del nivel de los tipos de interés, la convergencia de las principales magnitudes económicas españolas a niveles europeos y la obtención de una mayor estabilidad macroeconómica, factores que también contribuyen al desarrollo de la demanda inmobiliaria.

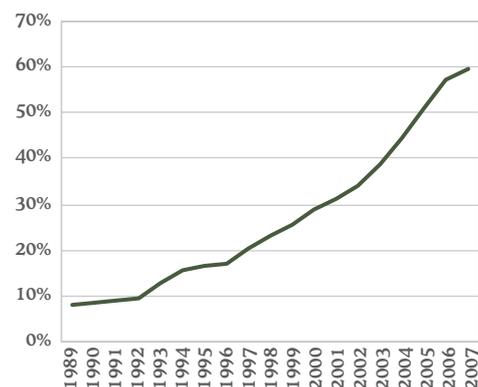
Por el lado de la oferta de vivienda, diversos elementos han permitido dar una respuesta adecuada al aumento de la demanda. Así, la planificación urbanística se ha adaptado en términos generales a la presión de la demanda, con una orientación más expansiva. Además, los promotores han podido impulsar proyectos de mayor volumen.

Tanto los promotores de vivienda como las familias demandantes se han beneficiado del fuerte desarrollo experimentado por el **crédito hipotecario**, propiciado por la rápida modernización del sistema bancario. Así, tras la crisis bancaria de 1977, se implementaron una serie de reformas tales como la entrada de la banca extranjera, la generalización del modelo de banca universal, la introducción de una adecuada gestión de los riesgos, la creación de un mercado monetario o la aceleración del proceso de consolidación.

Numerosos factores ayudaron a lograr esta fuerte y sostenida expansión del crédito. En primer lugar, la reducción estructural de los tipos de interés globales causada por factores permanentes como la entrada en la Unión Monetaria y la mayor competencia bancaria, ha sido más intensa en países como España, que partían de niveles más elevados. También se ha registrado el impulso de la innovación financiera, que ha posibilitado el creciente protagonismo de los tipos variables, el alargamiento de los plazos de concesión o la financiación de una mayor proporción del valor de los inmuebles. Todo ello ha ayudado a una disminución de las cuotas hipotecarias en términos reales. Adicionalmente, diversas reformas legales, como la regulación de la figura hipotecaria o la introducción de los Registros de la Propiedad, han ayudado al desarrollo del crédito hipotecario.

¹ Sin embargo, otros tipos de inversión han aumentado más respecto a su promedio, como ya se mencionó en esta revista.

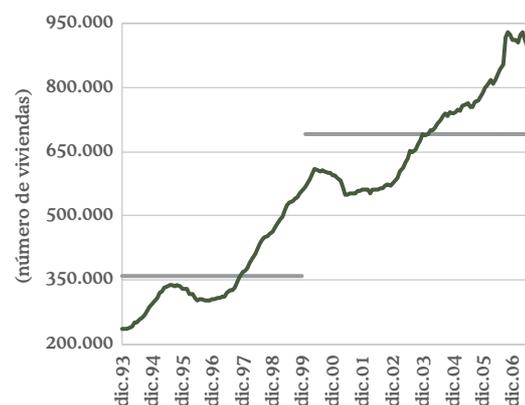
Gráfico 1.
Crédito vivienda sobre PIB*



*2007 Crédito vivienda a septiembre

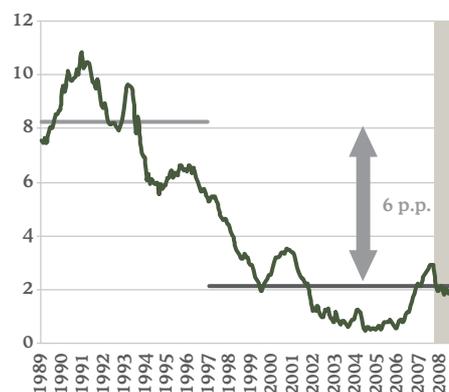
Fuente: BCE y Eurostat

Gráfico 2.
Viviendas iniciadas
(suma móvil 12 meses)



Fuente: Colegio de Aparejadores

Gráfico 3.
Tipo de interés hipotecario real



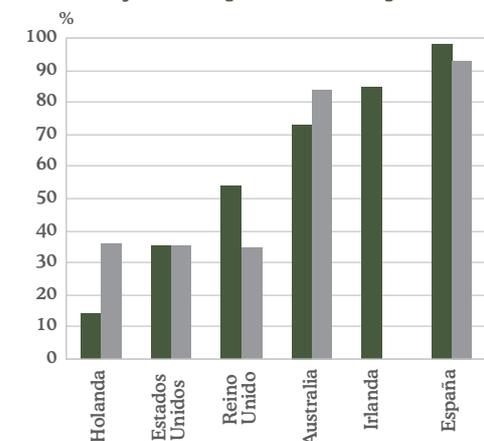
Fuente: SEE-BBVA

Cuadro 1. Condiciones de financiación

	Tipos de Interés (%)	Plazo Medio Años	Cuota €/mes	En términos reales Base 2006	Precio Vivienda (100m ²)
1990	14,0%	10	877	1.552€	56.500€
2000	5,8%	22	590	712€	88.023€
2007	5,2%	28	1.159	1.128€	205.084€

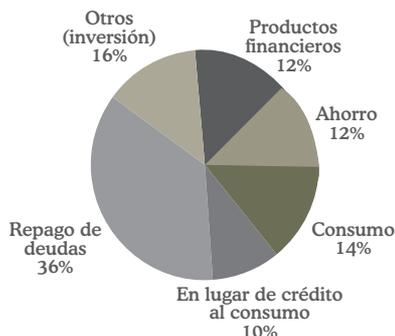
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4. Porcentaje de Hipotecas a Tipo Variable



■ Existentes
■ Nuevas Operaciones
Fuente: OCDE

Gráfico 5. Distribución de MEW en Estados Unidos



Fuente: Deutsche Bank, dic-2006

A pesar de la rápida transformación del sector, se ha logrado mantener un **crecimiento equilibrado**. Aunque el endeudamiento de los hogares ha alcanzado niveles relativamente elevados cuando se compara con su renta disponible, el nivel de deuda de los hogares es aún reducido en términos de riqueza, dado que el grueso de la deuda se ha dedicado a la compra de propiedades inmobiliarias. Además, en España no existe crédito *subprime* tal y como se define en Estados Unidos, ya que productos muy arriesgados, con tipos de interés crecientes o a muy largo plazo son marginales. Asimismo, dado que la venta de los créditos o su titulación completa no se dan, las entidades en general mantienen los préstamos concedidos en sus carteras, por lo que no existen incentivos a descuidar el perfil de riesgos de los prestatarios. Por otra parte, mientras que en EE.UU. aún los segmentos de emisión mas arriesgados tienen fácil colocación en los mercados, en España las entidades suelen conservar la primera pérdida. En el caso español la financiación de las entidades también es más diversificada, pues las cédulas hipotecarias (que exigen unos préstamos con alta calidad crediticia), los depósitos, la deuda *senior* y el interbancario juegan papeles importantes².

Ahora bien, la exitosa evolución de los mercados inmobiliario y crediticio españoles no se puede dar por concluida. Cambios regulatorios como la recientemente aprobada modificación de la normativa hipotecaria van encaminados a seguir proporcionando un marco favorable para que el sector siga contribuyendo al dinamismo económico, con miras a afrontar con sólidos fundamentos los retos que la actual normalización del mercado inmobiliario plantea.

Evolución futura del mercado hipotecario: Retos y oportunidades

En el contexto económico actual, en el que las condiciones de demanda y oferta del mercado inmobiliario se han vuelto más adversas, sería deseable que la oferta crediticia dejara de apoyarse fundamentalmente en un único producto relativamente estándar. En este sentido, la modificación de la normativa hipotecaria proporciona el marco legal que facilita la ampliación de la oferta hipotecaria con la introducción de productos innovadores. A continuación, se revisan tres productos que han tenido poco protagonismo en el mercado español, los préstamos a tipo fijo, las hipotecas para finalidades distintas a la adquisición de vivienda y las hipotecas inversas.

Una manera de diversificar la financiación para adquisición de vivienda sería la potenciación de los **préstamos a tipo fijo**, dada la preponderancia actual de los tipos variables. En el sistema actual, la situación financiera de las familias está expuesta a los vaivenes del tipo de interés de referencia, que a su vez depende de las decisiones que el Banco Central Europeo tome teniendo en cuenta las necesidades de la Zona Euro en su conjunto, y no las especificidades del mercado español. Este entorno es propicio para el surgimiento de una demanda potencial de préstamos a tipo fijo.

Actualmente, la oferta de préstamos a tipo fijo es relativamente limitada, a pesar de que, en principio, estos productos podrían resultar atractivos en periodos de subidas de tipos. Para que las entidades los incluyeran en su oferta, satisfaciendo así esta demanda potencial, debería cubrirse suficientemente el riesgo de tipo de interés que implican. La modificación de la normativa hipotecaria establece con mayor detalle las compensaciones por riesgo de tipo de interés para las entidades y, en su caso, para los clientes. Además, para evitar los desequilibrios

² Para más información, véase el Economic Watch: "Diferencias entre los mercados hipotecarios EE.UU. vs. España", sep-2007, Servicio de Estudios BBVA.

que en préstamos a relativamente largo plazo podrían surgir por el hecho de utilizar tipos fijos, se podría hacer uso de las refinanciaciones, cuyos aranceles han sido convenientemente reducidos en la modificación de la normativa hipotecaria. Sin embargo, no parece que los cambios introducidos sean suficientes como para compensar a las entidades ante el riesgo de tipo de interés que suponen unos contratos a tan largo plazo, por lo que será difícil que se abaraten de forma significativa para los clientes. La supresión del pago por Actos Jurídicos Documentados, que fue incluida en el borrador de la modificación y posteriormente descartada, hubiese sido una potente herramienta para impulsar la oferta de hipotecas a tipo fijo.

Otro producto que ha tenido hasta ahora un recorrido limitado en nuestro país es el **Mortgage Equity Withdrawal (MEW)**, o la utilización de garantías hipotecarias para finalidades distintas a la adquisición de vivienda. El MEW experimentó un considerable impulso durante los periodos de fuerte crecimiento del precio de la vivienda en Australia, Reino Unido y Estados Unidos. En este último caso, en el tercer trimestre de este año se calcula que se concedieron por esta vía 133.000 millones de dólares, un 5,2% de la renta disponible de las familias³.

Esta modalidad presenta claras ventajas para los demandantes, que pueden financiar sus gastos a tipos inferiores a los habituales del crédito al consumo o de los préstamos personales. Además, la utilización del MEW debería ser un soporte para el consumo, contribuyendo a moderar sus oscilaciones cíclicas. De hecho, un 14% del MEW estadounidense se destina a financiar gasto de consumo⁴. En cualquier caso, la popularización del MEW permitiría movilizar la riqueza inmobiliaria, que en España es muy superior a la de otros países de nuestro entorno. Según la última Encuesta Financiera de las Familias (2005), un 81,3% de los hogares poseen su vivienda principal, por un importe mediano de 180.300 euros, pero sólo un 26,1% del total de hogares españoles tienen deudas pendientes por dicha adquisición.

La ampliación del importe de las hipotecas ya concedidas, en momentos de dificultades financieras (la llamada "hipoteca recargable"), podría ayudar a las familias a sostener su gasto en consumo en momentos de mayor dificultad. En este sentido, la modificación de la normativa hipotecaria apoya esta posibilidad con una sensible reducción de los aranceles aplicados a subrogaciones, novaciones modificativas y cancelaciones de hipotecas. En cualquier caso, el menor crecimiento esperado del valor de los activos inmobiliarios durante los próximos años llama a ser cautos en la utilización del MEW en el corto plazo, que sólo sería recomendable para los hogares que gocen de una situación financiera relativamente holgada.

Otra opción para la evolución futura del crédito vivienda español es la **hipoteca inversa**, que consiste en la cesión de la vivienda a la entidad bancaria, después del fallecimiento del propietario, a cambio de una renta o un pago único cuyo límite máximo sería el valor de la vivienda. Se trata, por tanto, de un préstamo que se resuelve cuando el suscriptor (y su cónyuge, en su caso) fallecen, momento en el que los herederos de la vivienda pueden liquidar la operación, lo que puede hacerse vendiendo la vivienda o hipotecándola, para pagar lo prestado más los intereses. Dado que una porción significativa de la riqueza de los individuos es de tipo inmobiliario, como es el caso especialmente en los países del sur de Europa, el hacer líquido ese ahorro sería muy conveniente para aquellos hogares con problemas de liquidez pero con una gran riqueza inmobiliaria.

³ Estimación de James Kennedy en base a: "Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One to Four Family Residences", Federal Reserve Board FEDS working paper n.º. 2005-41, Alan Greenspan y James Kennedy.

⁴ Deutsche Bank Global Markets Research, dic-2006.

Gráfico 6. Hogares y Vivienda Principal, 2005

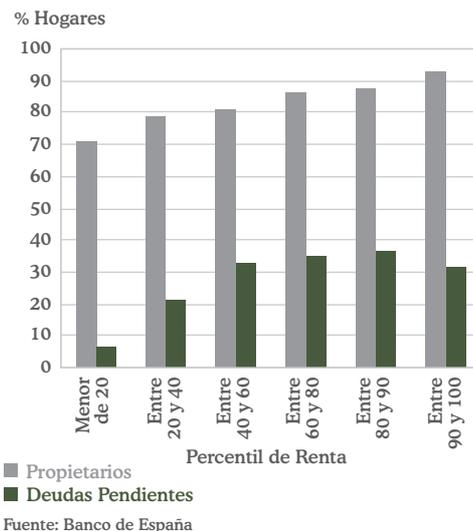


Gráfico 7. Hogares que poseen el activo, 2005

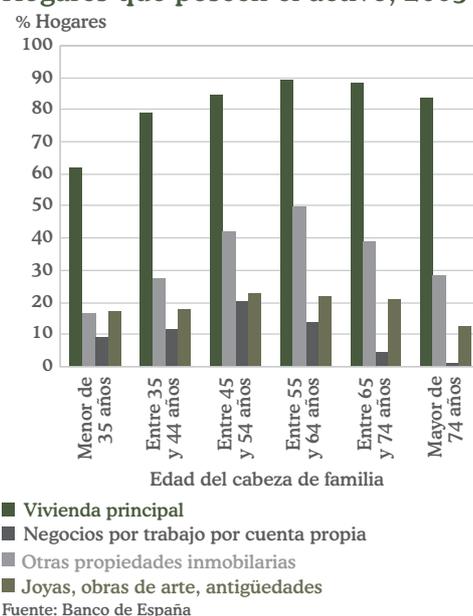
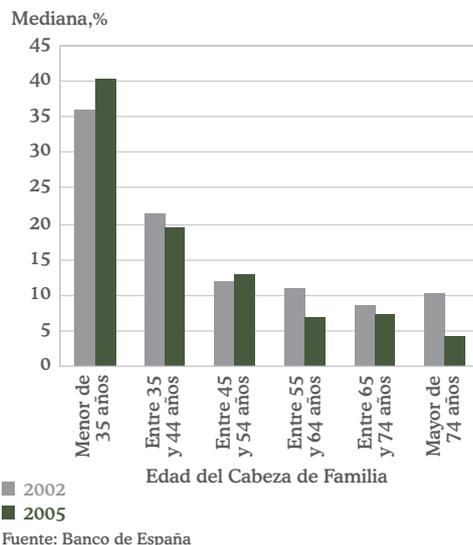


Gráfico 8. Deuda / Riqueza Bruta de los Hogares con Deudas



Una de las razones del poco desarrollo en España de este producto, cuando se compara con los países anglosajones, es la reticencia de las personas de mayor edad, pues surgen temores a un excesivo endeudamiento, a perder su vivienda o a no poder dejársela como herencia a sus familiares. Para paliar, al menos parcialmente, estas reticencias, la modificación de la normativa hipotecaria exige que los prestamistas suministren servicios de asesoramiento independiente, aunque la concreción de esta exigencia está pendiente del desarrollo que haga el Ministerio de Economía y Hacienda. En cualquier caso, el asesoramiento no debería traducirse en un sobre-coste para el cliente, garantizándose al mismo tiempo la imparcialidad del asesor.

Otro de los frenos para la extensión de la hipoteca inversa es su mayor coste en relación con la hipoteca convencional, lo que se deriva de la complejidad del producto (sobre todo por la necesidad de un seguro de longevidad, para seguir abonando las cuotas a los clientes que superen su esperanza de vida), de los elevados costes administrativos, legales y fiscales y del pequeño número de operaciones existentes aún, que han impedido el aprovechamiento de las economías de escala. Para aliviar estos costes, en países como Estados Unidos es una entidad estatal, la Administración Federal de la Vivienda (FHA), la que proporciona los contratos de seguro subvencionados. Por otra parte, dentro de los costes administrativos, los arancelarios han sido rebajados en la modificación de la normativa hipotecaria. Las ventajas introducidas por la modificación no se aplican al caso de hipotecas inversas sobre inmuebles distintos de la vivienda habitual, lo que limita el potencial desarrollo del producto.

En resumen, es cierto que el panorama para el mercado hipotecario se presenta incierto en estos momentos. Sin embargo, más allá de esta situación, el sistema financiero ha de seguir evolucionando para continuar contribuyendo al crecimiento y a la estabilidad de la economía.

La reforma de la normativa hipotecaria

(Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981 de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y del seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria)

Durante 2006 (anteproyecto de ley) y 2007 (proyecto de ley y finalmente, publicación de la ley 41/2007) se ha acometido la reforma de la normativa hipotecaria, coincidiendo en el tiempo con una fase de transición del mercado hipotecario español tras muchos años de ciclo altamente expansivo. Así, 2006 se cerró con un saldo hipotecario de 911.423 millones de euros y casi 1.600.000 de nuevas hipotecas constituidas. No obstante, la necesidad de acometer una reforma de cierta profundidad era reclamada por la práctica totalidad de los sectores implicados, para evitar el agotamiento del modelo. Baste recordar que el informe Oliver-Wyman, a instancias de la Comisión Europea, calificó al sistema hipotecario español como el último de los sistemas europeos en cuanto a capacidad de desarrollo cualitativo, y lo situaba en las penúltimas posiciones en Europa en cuanto a capacidad de desarrollo de nuevos productos y para atender nuevas necesidades.

Las razones que aconsejaban esta reforma eran, entre otras, la necesidad de superar la aplicación rígida del principio de accesoriedad; la necesidad de que se pueda llevar a cabo refinanciación sin pérdida de prioridad, dándose ciertas condiciones; y la implantación de nuevos productos, como se puso de manifiesto en el III Congreso Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España (Noviembre de 2006)

Las principales novedades de la reforma son las siguientes:

1. Mecanismos de refinanciación

Los préstamos o créditos que sirvan de cobertura para la emisión de títulos hipotecarios deberán cumplir con una relación préstamo - valor del 60% (antes, 70%), que llegará hasta el 80 % cuando se financie la construcción, rehabilitación o adquisición de vivienda. Reglamentariamente se han de determinar las condiciones y supuestos en los que se podrá exceder de los porcentajes antes indicados, que podrá alcanzar hasta el 95% (cuando se trate de "vivienda hipotecada", establece equivocadamente la ley, pues lo importante es la finalidad y no la clase del inmueble que se hipoteca), mediante garantías adicionales prestadas por aseguradoras o entidades de crédito.

Igualmente, se traslada al desarrollo reglamentario la determinación de la equivalencia de las garantías reales que gravan inmuebles situados en otros estados miembros de la Unión Europea.

Se crean unos registros contables especiales, uno para cédulas y otros para bonos hipotecarios, que han de llevar las entidades emisoras de los mismos, de los créditos y préstamos que sirven de garantía a las emisiones y, si existen, de los activos de sustitución, los cuales pueden respaldar, en el caso de los bonos, hasta el 10 % del principal de cada emisión.

En la emisiones de bonos en serie, la constitución del sindicato de tenedores ya no es preceptiva, sino facultativa. Tampoco se requiera ahora la inscripción registral de la escritura en la que se afectan los créditos y préstamos hipotecarios a la correspondiente emisión de bonos.

2. Entidades de tasación

Preocupan al legislador los mecanismos que aseguren la independencia de las entidades de tasación respecto de las entidades financieras de su mismo grupo o con aquellas con las que su relación de negocio represente unos ingresos totales de al menos el 25%, los cuales se especifican reglamentariamente. Con el mismo fin, se regulan las relaciones e incompatibilidades y los conflictos de interés entre los directivos y administradores de las entidades de tasación y los de la entidad de crédito. También se regula extensamente un nuevo régimen sancionador de las entidades de tasación.

3. Régimen de la compensación por amortización anticipada

Una de las más importantes innovaciones de la ley es la regulación del régimen de compensación por amortización anticipada (que sustituye a la comisión por reembolso o cancelación), y que se aplica a todo préstamo o crédito hipotecario, sea a interés variable o fijo, formalizado a partir de la entrada en vigor de la ley, siempre que concurra alguna de las siguientes circunstancias:

- Que se trate de un préstamo o crédito hipotecario y la hipoteca recaiga sobre una vivienda y el prestatario sea persona física.
- Que el prestatario sea persona jurídica y tribute por el régimen fiscal de empresas de reducida dimensión en el Impuesto sobre Sociedades. (actualmente, aquellas con una facturación no superior a ocho millones de euros).

La inclusión en el ámbito del nuevo régimen de compensaciones, cuya finalidad es claramente proteccionista, de esta clase de personas jurídicas se realizó en la fase final de la tramitación legislativa, y quizás por esa urgencia parece poco equitativo que a una persona física que actúe como consumidor no le sea de obligada aplicación este régimen, cuando la garantía ofrecida es, por ejemplo, un pequeño local comercial, régimen que sí se aplicará a una empresa sujeta al régimen de reducida dimensión sin importar que clase de inmueble hipoteca ni la finalidad de la financiación.

En la legislación anterior, las limitaciones a la comisión por reembolso se aplicaban exclusivamente a los préstamos hipotecarios (no a los créditos) a interés variable, y lo hacían con independencia de que la prestataria fuera persona física o jurídica y sin distinción por el bien hipotecado.

Las compensaciones que se pueden pactar en los supuestos de amortización anticipada son dos:

- Compensación por desistimiento, por un importe equivalente al 0,5% del capital amortizado anticipadamente cuando la amortización se produzca dentro de los cinco prime-

ros años de vida de la operación, préstamo, o al 0,25% de dicho capital cuando la amortización anticipada se produzca en un momento posterior al indicado.

- **Compensación por riesgo de tipo de interés:** Sólo se aplicará en los supuestos de amortización anticipada que se produzcan dentro de un período de interés que comprenda una duración superior a 12 meses, y siempre que la cancelación genere una pérdida de capital para la entidad acreedora. La ley establece cómo ha de determinarse la pérdida o ganancia generada por la cancelación, y cómo calcular el valor de mercado del préstamo o crédito. Ofrece al acreedor la posibilidad de optar por dos formas de cobrar la compensación (opción que ha de tomar al formalizar la escritura de préstamo o crédito en el correspondiente pacto): cobrar el porcentaje que se pacte o cobrar la pérdida generada, en cuyo caso la entidad se obligará a compensar al prestatario de forma simétrica cuando la cancelación genere una ganancia de capital para aquella.

4. Mejora y flexibilización del mercado hipotecario

La ley tan solo modifica tres artículos, y añade uno nuevo, de la Ley Hipotecaria, más los dos artículos que reforma de la Ley 2/1994 de subrogación y modificación de préstamos hipotecarios. De los primeros, destacamos que las cláusulas de vencimiento anticipado y demás cláusulas financieras, en caso de calificación registral favorable, se harán constar en el asiento registral en los términos que resulten de la escritura de formalización.

La ley crea (nuevo artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria) una nueva figura de hipoteca que permite garantizar bajo la cobertura de la hipoteca de máximo una o diversas obligaciones, presentes y/o futuras, sin necesidad de pacto novatorio de las mismas. Estas hipotecas sólo pueden constituirse a favor de las administraciones públicas y de las entidades financieras que pueden operar en el mercado hipotecario, y sin duda puede facilitar y flexibilizar la financiación integral de determinadas empresas y autónomos.

Respecto a la reforma de la ley 2/1994 antes citada, la ley incluye la necesidad de acudir a la vía notarial en todo proceso subrogatorio para evitar así algunas malas prácticas del pasado que no garantizaban el ejercicio efectivo del derecho a enervar por parte del acreedor inicial.

Un acierto de la reforma es la obligatoriedad, para las entidades que pretenden subrogarse, de hacerlo en todos los préstamos o créditos garantizados con la misma finca.

Se enumeran con más amplitud los supuestos que pueden ser objeto de novación modificativa sujetos a las ventajas fiscales y arancelarias de la ley, entre los que destaca la ampliación y reducción de capital y la alteración de plazo (antes sólo se contemplaba la ampliación) y se regula, por primera vez en nuestro sistema hipotecario, la comúnmente llamada "hipoteca recargable" (nombre procedente de su antecedente francés "*hypothèque rechargable*", figura

creada por Ordenanza de 23 de marzo de 2006). Los préstamos hipotecarios que se constituyan desde la entrada en vigor de la ley, cuando sean objeto de ampliación de capital que no implique ampliar la responsabilidad hipotecaria, mantendrán el rango de la hipoteca inscrita. No cabe la ampliación cuando conste en el Registro de la propiedad la petición de información sobre la cantidad pendiente de ejecución de cargas posteriores,

5. La hipoteca inversa

Aunque la hipoteca en garantía de rentas periódicas existe desde hace muchos años en nuestro Derecho Hipotecario, la ley regula esta figura estableciendo la exención de impuestos (AJD) y la reducción arancelaria (notarial y registral) en las operaciones en las que, como características principales, resaltamos que el solicitante y beneficiarios han de tener 65 años o más o afectadas de dependencia severa o gran dependencia y la deuda solo podrá ser exigible y la garantía, ejecutable cuando fallezca el prestatario o el último de los beneficiarios. Se limita, sin razón aparente, la garantía ofrecida, que ha de ser la vivienda habitual.

Sólo pueden conceder estas operaciones las entidades financieras y las aseguradoras autorizadas para operar en España, y la transmisión del bien hipotecado es causa de vencimiento anticipado. El acreedor solo podrá obtener recobro hasta donde alcancen los bienes de la herencia cuando los herederos del deudor hipotecante deciden no reembolsar los débitos vencidos.

Conclusiones

Aunque el resultado final de la norma comentada ha sido bien recibido por los sectores sociales y económicos, no se puede obviar que tampoco ha reinado la euforia, quizás porque se han conocido potenciales reformas contenidas en el anteproyecto que desaparecieron finalmente en el seno legislativo, y especialmente porque los costes que conllevan las operaciones hipotecarias no se han visto finalmente reducidos significativamente; es verdad que lo han sido los costes financieros por la amortización anticipada y los aranceles notariales y registrales en algunos supuestos, pero la carga tributaria, especialmente la tributación por Actos Jurídicos Documentados, sigue pesando, y mucho, en los costes de nuevas operaciones y en algunos supuestos de novaciones, habiendo quedado exenta de tal gravamen tan solo la nueva figura de la hipoteca inversa.

Por otra parte, el texto de la ley deja muchas cuestiones jurídicas sin aclarar, por lo que además de esperar al desarrollo reglamentario, será muy interesante conocer los criterios de actuación e interpretación que puedan tener los Notarios y los Registradores de la Propiedad, y especialmente la Administración (Dirección General de los Registros y del Notariado) en la práctica diaria respecto a la implementación de las novedades introducidas en esta ley.

Rafael Sanz Company
Servicios Jurídicos de Negocio hipotecario y
Contratación Singular

Interesados dirigirse a:

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

Depósito Legal: M-3479-1994

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefe:

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo
 Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz
 España y Análisis Sectorial: Julián Cubero
 Europa: Sonsoles Castillo

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido
 Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

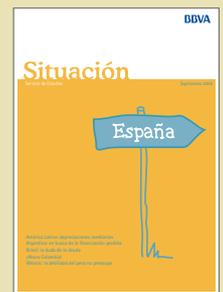
Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero
 Argentina: Ernesto Gaba
 Chile: Miguel Cardoso
 Colombia: Juana Tellez
 Perú: Hugo Perea
 Venezuela: Alejandro Puente
 China: Ya-Lan Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia
 Estados Unidos: Nathaniel Karp
 México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

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.