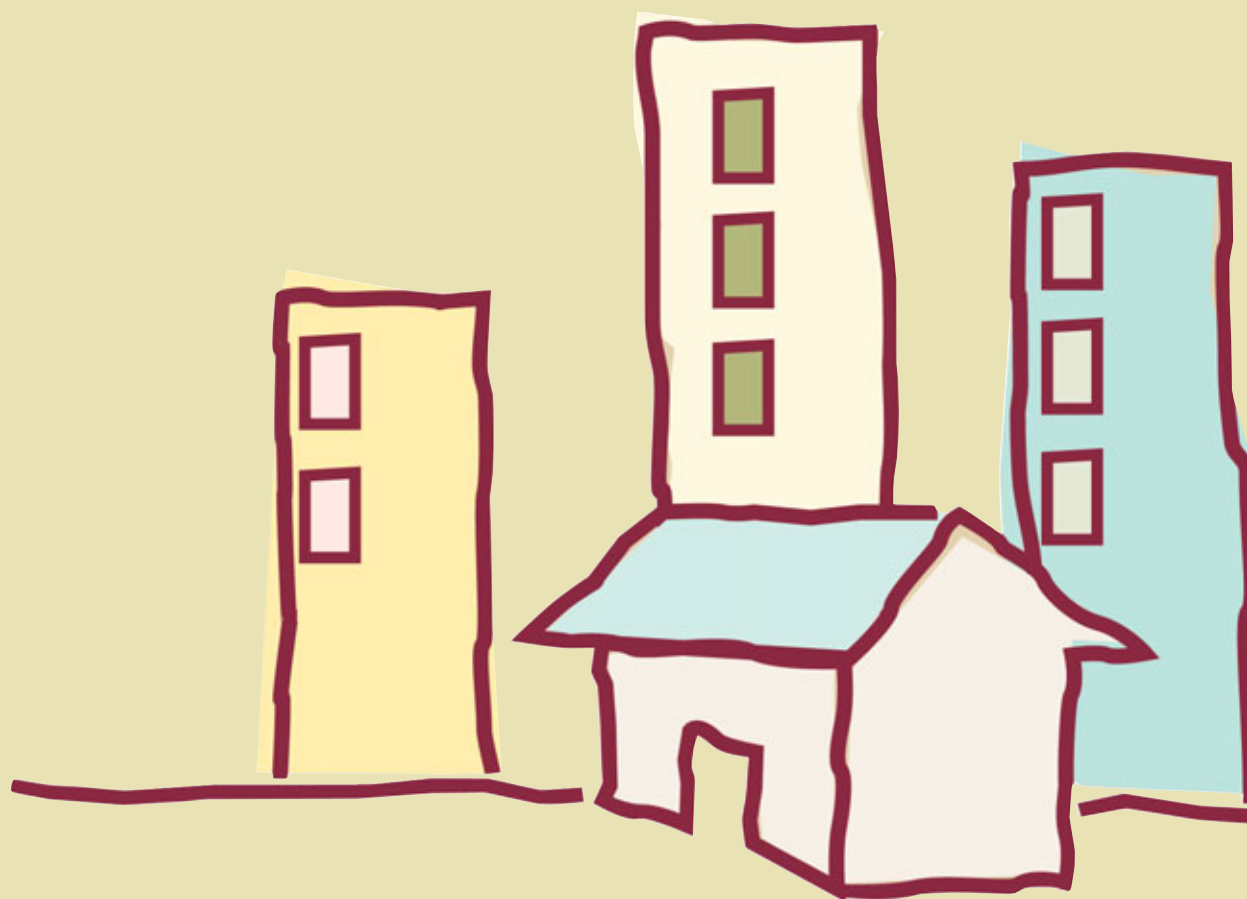


# Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Julio 2006



Se retrasa el ajuste inmobiliario

Se aceleran los precios en algunas CC.AA.

Los hogares se acomodan a las nuevas condiciones financieras

Factores complementarios impulsan la financiación hipotecaria

# Indice

Fecha de cierre: 14 de julio de 2006

<b>Editorial</b>	<b>1</b>
<b>1 Contexto Económico</b>	<b>3</b>
<b>2 La actividad en la construcción</b>	<b>8</b>
Recuadro 1: "Urbanismo y Economía"	12
<b>3 El mercado inmobiliario</b>	<b>14</b>
Recuadro 2: "Un indicador de crisis inmobiliarias"	17
<b>4 Financiación inmobiliaria</b>	<b>18</b>
Recuadro 3: "Carga financiera de las familias: un incremento asumible"	22
<b>5 Tema del Trimestre: La eficiencia en la producción de viviendas</b>	<b>25</b>

## Han elaborado esta publicación:

Editor: Ignacio San Martín	34 91 537 48 90	jisanmartin@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Carmen Hernansanz	34 91 374 61 22	carmen.hernan@grupobbva.com
Elena Nieto	34 91 537 37 76	enieto@grupobbva.com
José Ramón Perea	34 91 374 72 56	jramon.perea@grupobbva.com
Tomás Riestra	34 91 537 35 88	riestra.giner@grupobbva.com
Gerardo Villoslado	34 91 537 66 83	jose.villoslado@grupobbva.com

## Consejo de Redacción:

Carlos Deprit, José Luis Escrivá, Carmen Hernansanz, Jesús del Pino, Tomás Riestra, Ignacio San Martín

## Disponible en la web:

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

## Editorial

La evolución de los datos más estructurales de la economía española de los últimos años dibuja un escenario de ajuste gradual y ordenado en el mercado residencial en el corto y medio plazo: la menor demanda de vivienda, derivada de unos precios más altos y unas condiciones financieras ligeramente más restrictivas, llevará a una significativa moderación de las revalorizaciones inmobiliarias y, todo ello, conducirá a un paulatino descenso en la edificación residencial.

Sin embargo, los datos más recientes del sector, correspondientes a los primeros meses de 2006, indican que se está produciendo un freno en el proceso de ajuste gradual mencionado, lo que eleva la incertidumbre sobre el ritmo y la intensidad de la futura corrección. En este contexto, cobra mayor probabilidad un escenario que llevaría a un aterrizaje brusco en precios y cantidades.

En relación con la promoción, desde septiembre de 2005 se ha producido un aumento del número de proyectos a desarrollar y el acumulado de los últimos doce meses contemplaba, en abril de 2006, la iniciación de más de 800.000 viviendas. Un aumento considerable de la oferta en momentos en los que la demanda puede descender, llevaría a un exceso de viviendas en el mercado y ralentizaría la promoción residencial en el medio plazo. De cualquier forma, las previsiones actuales son de una suave moderación hasta las 750.000 viviendas proyectadas en 2006.

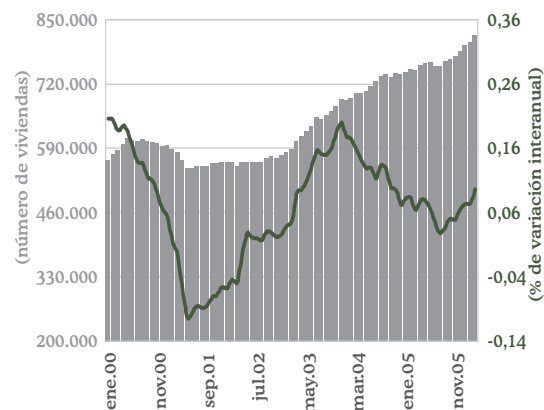
Por su parte, con los datos correspondientes a los precios residenciales de los primeros meses del año ponen de manifiesto que la tendencia de los mismos también ha dejado de moderarse. Los nuevos datos cuestionan la ralentización del mercado iniciada a finales de 2003: si bien los precios mostraron un crecimiento un poco más suave en el primer trimestre de 2006 que en el trimestre anterior, el análisis de la tendencia muestra que dicha desaceleración se ha frenado en las principales comunidades autónomas. La continuidad del proceso de revalorizaciones en 2006 aumentaría la probabilidad de que se produzca una corrección de precios en el medio plazo, como se concluye en el recuadro sobre el indicador de crisis inmobiliarias.

En este contexto, el crédito gestionado para adquisición de vivienda mantuvo en los primeros meses de 2006 un ritmo de crecimiento cercano al 24%, en línea con la evolución que esta variable viene mostrando desde 2004. Este dinamismo de la financiación se debió tanto al crecimiento del número de operaciones como al aumento del importe de la hipoteca media concedida y contrasta con el encarecimiento que se ha producido en la financiación hipotecaria, lo que pone de manifiesto que el cambio de ciclo experimentado por la política monetaria europea está siendo contrarrestado por otros factores como son: el hecho de que las condiciones monetarias en España distan aún de ser neutrales, un entorno macroeconómico que sigue siendo muy favorable, el desfase existente entre la decisión de compra de vivienda y la posesión de ésta cuando se trata de vivienda de nueva construcción y un mercado financiero fuertemente competitivo.

Por último, se presenta en este número un conjunto de reflexiones sobre la mejora de la eficiencia en la producción de viviendas en España en los últimos años así como las condiciones en las que se ha desarrollado la promoción residencial con objeto de detectar las fortalezas de la misma en un entorno internacional. Se concluye que la expansión inmobiliaria en otros mercados requiere disponer de cierto dominio sobre más elementos que aquellos relacionados estrictamente con la industria de la promoción inmobiliaria.

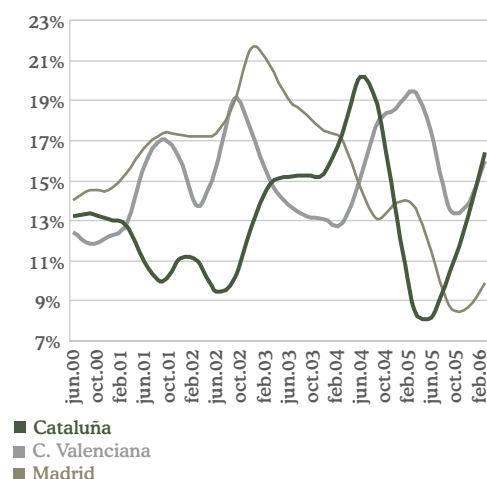
## Viviendas iniciadas

(suma móvil 12 meses y tasa de variación)



Fuente: Colegios de Aparejadores

## Precios Vivienda: Tendencia



Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA



# 1. Contexto económico

## Internacional

### La actividad mundial: más protagonistas

La primera mitad de 2006 termina con unos niveles de crecimiento económico global que han seguido superando las previsiones más optimistas. En el ámbito de países desarrollados, EE.UU. registró un ritmo de crecimiento anual promedio de los 3,5% durante el último año. Tanto Japón como la zona euro han dado signos que apuntan hacia tasas de crecimiento mayores. Por su parte, las principales economías emergentes se mantienen en niveles de crecimiento elevados.

Este contexto internacional sigue estando caracterizado por una inflación moderada, a pesar de la expansión económica y la escalada de precios en materias primas. Sin embargo, existe una creciente preocupación sobre la posibilidad de que presiones inflacionistas de los insumos puedan finalmente transmitirse hacia el resto de la economía. Ello ha provocado una mayor incertidumbre sobre la política monetaria, especialmente en EE.UU. Cuando se comparan los tipos de interés descontados por los mercados en mayo con los actuales, se observa un claro aumento. El escenario económico caracterizado por una menor liquidez global se ha traducido en que la volatilidad ha abandonado mínimos y el apetito por el riesgo ha disminuido.

En todo caso, las previsiones apuntan a que el crecimiento relativamente generalizado va a continuar. A pesar de que algunos indicadores económicos en EE.UU. han mostrado recientemente una moderación de la actividad, el ritmo de crecimiento observado y previsto es relativamente alto. El sector industrial y sus niveles de inversión siguen estando favorecidos por los beneficios empresariales, aunque la senda alcista en tipos de interés puede moderar esta tendencia. Por otro lado, el crecimiento del consumo tiende a cierta estabilidad. A pesar del comportamiento de los precios energéticos o de los activos inmobiliarios, los índices de confianza del consumidor se ven apoyados por la riqueza financiera acumulada en mercados bursátiles, y por unos niveles de desempleo bajos. Estos factores pueden ser un contrapeso a la desaceleración del sector inmobiliario, que propiciará una ligera moderación del consumo privado para la segunda mitad de 2006. En nuestro escenario central, esperamos que EE.UU. presente un crecimiento del 3,3% en 2006 y del 3,2% el próximo año.

En la UEM aparecen por fin los primeros signos de recuperación del gasto de las familias. En Alemania, una de las economías más retrasadas en esta expansión, los indicadores siguen siendo positivos y el optimismo es más generalizado. Por último, Japón continúa su camino hacia un crecimiento promedio del 3%. Al término del primer trimestre de este año, el output gap de la economía nipona tocaba territorio positivo por primera vez en más de ocho años. Las expectativas continúan siendo optimistas y sostenidas a lo largo del 2006 y 2007.

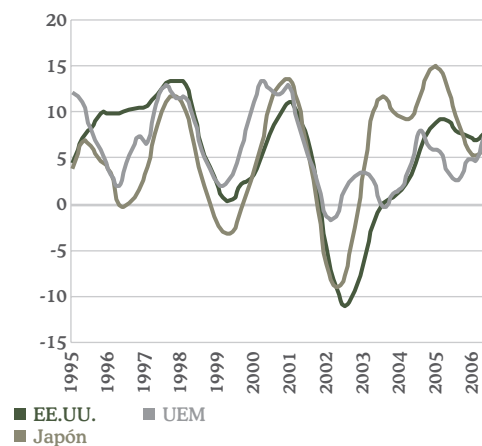
Este nuevo balance mundial, en el que se recupera la demanda interna de Europa y Japón, permite depender menos del crecimiento económico de EE.UU. y de China, y se vislumbra como un factor que ayudará en el ajuste gradual de los desequilibrios. Este contexto internacional favorable continuará siendo un motor de apoyo para el comercio mundial y para los sectores industriales exportadores.

Dado el crecimiento estable y la inflación relativamente controlada, los tipos oficiales en EE.UU. se mantendrán en el 5,25% en 2006 y 2007.

Gráfico 1.1.

### Exportaciones reales: EE.UU., UEM y Japón

En tasa interanual

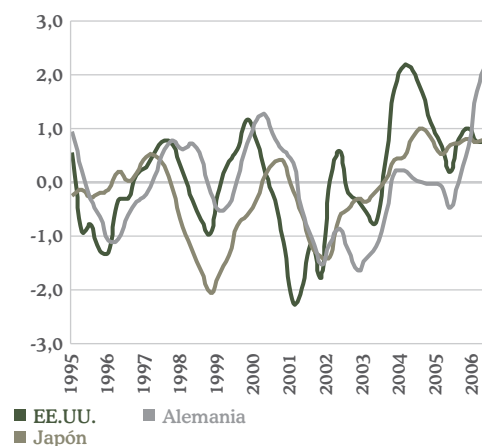


Fuente: BBVA y Estadísticas Nacionales

Gráfico 1.2.

### Confianzas industriales

(índices estandarizados)



Fuente: BBVA y Estadísticas Nacionales

Gráfico 1.3.  
IA-BBVA UEM



Fuente: BBVA

Mientras tanto, la UEM finalizará este año en 3,5% y el próximo año en 4,0%, dada la mejoría en las expectativas de crecimiento y la existencia de presiones inflacionistas. Con este escenario base, y en el supuesto de que el ciclo alcista en EE.UU. ha terminado, los tipos de 10 años oscilarían entre el 5,1%-5,2%, pero manteniendo un sesgo al alza en caso de presentarse sorpresas coyunturales en crecimiento o inflación. La previsión del escenario base para la zona euro deja los tipos a largo plazo entre el 4,0% y 4,3%. Esta evolución de los tipos de interés ya no favorecerá al dólar como hace unos trimestres. Ello junto al creciente consenso sobre la necesidad de un dólar más depreciado, lleva a prever que el dólar se situará entre el 1,25-1,30 con el euro.

No obstante, sigue existiendo preocupación por los desequilibrios que caracterizan a este ciclo de expansión. De hecho, y aunque en el corto plazo la economía mundial pueda convivir con estos desequilibrios (alto déficit por cuenta corriente en EE.UU., precios del petróleo), el consenso sobre la necesidad de un ajuste a medio plazo es cada vez mayor. A pesar de todo, y dado el ajuste de algunas variables financieras, el optimismo perdura y la redistribución geográfica del crecimiento mundial hace menos vulnerable el dinamismo observado hasta hoy.

## UEM

### Europa: en plena fase de aceleración

La buena marcha de la economía de la zona euro se ha consolidado en los últimos meses. Tras crecer a un ritmo del 2,0% en el primer trimestre del año, todo apunta a que en el segundo trimestre se va a registrar una nueva aceleración del crecimiento, previsiblemente hacia tasas cercanas al 2,3%-2,4%. A diferencia de lo que está ocurriendo en EEUU, donde hay dudas crecientes sobre la posibilidad de mantener un ritmo de crecimiento tan fuerte, en Europa no sólo se está acelerando la actividad, sino que la dinámica subyacente es favorable para apostar por su sostenibilidad en 2006 y 2007. Así, se espera que el dinamismo del comercio mundial siga apoyando las exportaciones europeas. La inversión en capital, a su vez, continuará soportada por unos altos beneficios empresariales y la elevada liquidez de las empresas. La aceleración del crédito a empresas no financieras, creciendo a tasas de dos dígitos, pone de manifiesto el interés inversor de las empresas, con unos fondos que se destinan cada vez más a la compra de bienes de capital y no a reestructurar deuda o financiar operaciones de fusiones y adquisiciones como en años anteriores. También se observan indicios de reactivación en el consumo privado, componente que más retraso lleva en la recuperación. La mejora del mercado de trabajo que se está produciendo a nivel europeo permite apostar por una aceleración del consumo privado más allá de los efectos puntuales derivados de la celebración del Mundial y del efecto anticipación por el aumento del IVA en Alemania. Con todo, se espera que la UEM crezca un 2,3% en 2006, la tasa más alta desde el año 2000, y un 2,2% en 2007.

Indudablemente, los factores de riesgo derivados de un aumento del precio del petróleo, o de un ajuste del crecimiento mundial (fundamentalmente por lo que respecta a EEUU o China) sesgan el balance de riesgos hacia un menor crecimiento. Pero en la medida en que la UEM base crecientemente el avance de la actividad en la demanda interna, el impacto debería de ser más pequeño. En cualquier caso, éstos son escenarios de riesgo a los que se asigna una baja probabilidad.

Gráfico 1.4.  
UEM: Indicadores de confianza



Fuente: BBVA y Estadísticas Nacionales

Por lo que respecta a la inflación, aunque no se perciben riesgos alarmantes al alza, todo apunta que no se situará por debajo del 2% en los próximos dos años. En junio se situó por decimosegundo mes consecutivo por encima del objetivo del BCE, impulsada por el componente energético. La inflación subyacente, en cambio, se mantiene en el entorno del 1,5% con un muy ligero grado de aceleración desde principios de año (1,3%), lo que parece indicar que todavía no se ha producido una transmisión de los precios energéticos al núcleo inflacionista. Otros indicadores de precios (precios de importación y de producción, así como las expectativas de inflación de los agentes) muestran señales algo más negativas, pero los salarios parecen controlados. Las actuales previsiones para 2006 y 2007 sitúan la inflación en el 2,2% y 2,1% respectivamente en promedio del año.

En este contexto, el BCE parece decidido a acelerar el ciclo alcista de tipos de interés. Las subidas se justifican principalmente por la necesidad de ir retirando el elevado grado de laxitud monetaria y no tanto porque se perciban fuertes presiones inflacionistas. Las expectativas de inflación parecen bien ancladas y las desviaciones al alza se atribuyen básicamente a la energía. Sin embargo, el riesgo de transmisión persiste, particularmente en un contexto de aceleración del crecimiento. Así, en el escenario central de crecimiento por encima del 2% en 2006 y 2007, cabe esperar que el BCE suba los tipos hasta el 3,5% en 2006, y otros 50 puntos básicos adicionales a principios de 2007.

## España

### Un ajuste gradual que se retrasa

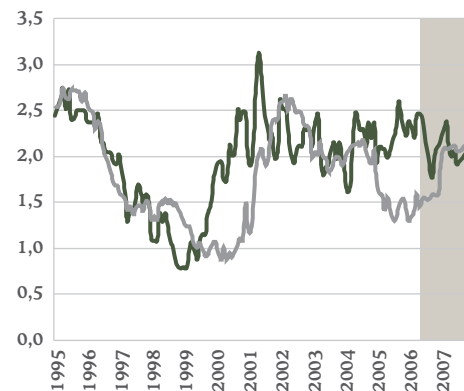
A pesar del renovado dinamismo en la primera mitad de 2006, el vigente ciclo de crecimiento, el más duradero e intenso de los últimos 35 años, se moderará gradualmente en próximos trimestres respondiendo al menor brío de los factores que soportan el gasto de empresas y hogares. Aunque el incremento del empleo seguirá sosteniendo la renta real y la riqueza en manos de los hogares, existen factores que apuntan a su moderación. En primer lugar y, a pesar de que las condiciones financieras seguirán teniendo un carácter acomodaticio, se está registrando su paulatino endurecimiento. Con ello, la mayor sensibilidad de la economía a cambios en los tipos de interés dado el mayor nivel de endeudamiento, limitará la expansión de la demanda de los hogares. Además, la desaceleración de los precios de la vivienda y el sostenido aumento de la inflación en tasas entre el 3,5% y el 4%, frenan el aumento de riqueza y la renta real en manos de los hogares. La moderación del gasto doméstico será más intensa que el impulso que está proporcionando ya la mejora de la demanda externa. Su impulso a las exportaciones de bienes y servicios enmendará el freno impuesto por el deterioro de la competitividad-precio de las ventas exteriores. Sin embargo, el continuado aumento de los precios en el mercado doméstico frente a los de las importaciones favorecerá el crecimiento de las compras de bienes y servicios del exterior. Con todo ello, se espera que el PIB crezca en 2006 por encima del 3,4% de 2005, registrándose en 2007 una desaceleración hasta el 3,0%.

### Mejora de la situación coyuntural: empleo, endeudamiento y demanda exterior

Con un crecimiento del PIB del 3,5% anual en el primer trimestre del año, la economía española mantuvo el dinamismo de periodos anteriores, apoyado en una contribución de la demanda nacional del 5,0% parcialmente compensada por el drenaje del sector exterior de 1,5 puntos. A lo largo de la primera mitad de 2006, distintos indicadores de activi-

Gráfico 1.5.  
UEM: Inflación

En tasa interanual



■ IPCA  
■ Subyacente  
Fuente: Eurostat

Gráfico 1.6.  
IA BBVA España

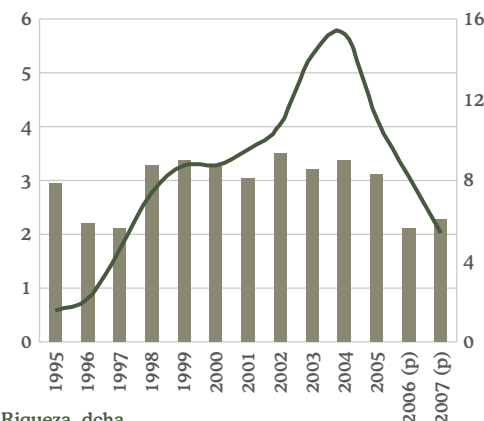
Indicador sintético del estado de la economía española



■ may.06  
■ dic.05  
Fuente: Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

Gráfico 1.7.  
Renta y riqueza real en manos de los hogares

Crecimiento anual



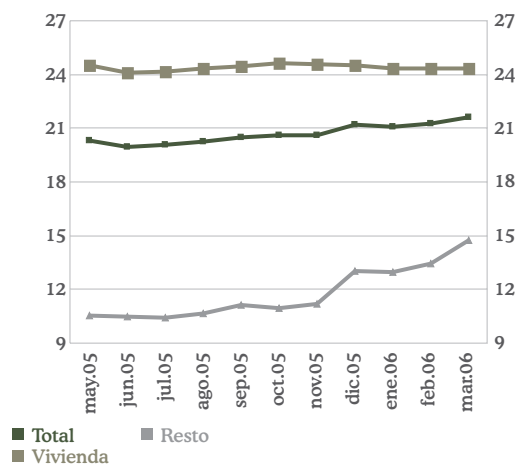
■ Riqueza, dcha.  
■ Renta Disponible, izqda.

Fuente: INE, Banco de España y Servicio Estudios Economicos BBVA



Gráfico 1.8.  
Crédito a Hogares

crecimiento anual



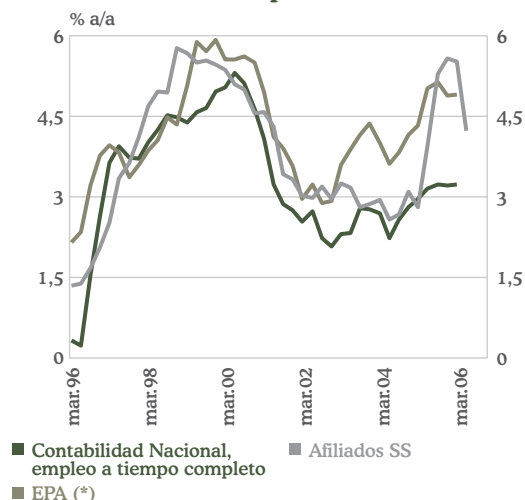
Fuente: Banco de España

Cuadro 1.1. Resumen de previsiones economía española  
(tasas de variación anual en porcentaje, excepto indicación expresa)

	2003	2004	2005	2006	2007
PIB a precios de 2000	3,0	3,1	3,4	3,6	3,0
Consumo Privado	2,6	4,4	4,4	3,8	3,2
Consumo Público	4,8	6,0	4,5	4,9	5,0
Inversión	5,6	4,9	7,3	6,5	4,6
Bienes de equipo	2,5	3,7	9,5	8,3	6,4
Construcción	6,3	5,5	6,1	6,1	3,7
Vivienda	9,5	6,0	6,0	7,5	4,5
Resto	3,5	5,1	6,1	4,9	3,0
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	3,8	4,9	5,3	5,1	4,2
Exportación	3,6	3,3	1,0	6,7	8,7
Importación	6,0	9,3	7,1	9,5	9,7
Saldo exterior (*)	-0,8	-1,8	-1,9	-1,5	-1,2
IPC	3,0	3,0	3,4	3,7	2,7
Diferencial con la UEM	1,0	0,9	1,2	1,5	0,8
Empleo CNTR (tpo. completo)	2,5	2,6	3,1	3,1	3,0
Tasa de Paro	11,5	11,0	9,2	8,4	7,9
Saldo C. Corriente (% PIB)	-3,5	-5,3	-7,4	-8,0	-8,1

Fuente: organismos oficiales y BBVA  
(\*) Contribución al crecimiento del PIB

Gráfico 1.9.  
Crecimiento del empleo



Fuente: INE, M° de Trabajo y Servicio Estudios Economicos BBVA

dad, especialmente en el sector inmobiliario, el empleo y endeudamiento evolucionaron por encima de las perspectivas vigentes a finales de 2005, que eran coherentes con un escenario de desaceleración gradual ya desde la primera mitad de 2006. Así, el indicador de estado de la economía española elaborado por BBVA, IA BBVA<sup>1</sup>, mantiene una tendencia de aumento desde comienzos de 2005 que, aunque parece frenarse a mediados de 2006, supera las expectativas vigentes a finales de 2005.

Los factores determinantes del consumo de los hogares, su renta disponible y su riqueza, están moderando sus incrementos en línea con la evolución de la renta salarial real (empleo y salarios reales) y la continuada desaceleración de los precios de la vivienda. Con ello, se consolida el escenario de desaceleración del consumo de los hogares que se viene registrando desde el segundo semestre de 2004 y que continuará en 2006 y 2007. Sin embargo, el rápido ritmo de aumento del crédito al consumo en la primera mitad de 2006 podría estar contribuyendo a frenar la moderación del gasto, que será menos acusada de lo que se preveía.

También se está dando un aumento sostenido del crédito hipotecario, que en un entorno de precios de vivienda desacelerados sugiere un aumento del volumen de demanda de financiación por parte de los hogares. A la vez, se observan repuntes en algunos indicadores de demanda inmobiliaria (tasaciones) y actividad (viviendas iniciadas) que resultan coherentes con un mayor dinamismo del previsto en la construcción de vivienda. Los factores de demanda doméstica, los mismos que los del consumo de los hogares, justifican un escenario de medio plazo de ajuste gradual para el sector. Así, es previsible que la inversión en vivienda consiga en 2006 su mayor aumento desde 2003, para desacelerarse también más acusadamente en 2007, cuando el tensionamiento de las condiciones financieras se haga sentir con más intensidad. Sin embargo, el empleo se mantendrá como el principal factor de soporte de la renta disponible de los hogares, con crecimientos cercanos al 3% registrado en 2005 en términos de Contabilidad Nacional, el más elevado de los últimos tres años. Los continuados descensos del coste laboral unitario real favorecen el uso más intensivo del factor trabajo. Además, el proceso extraordinario de regularización de inmigrantes de 2005 normalizó la situación de 573.000 trabajadores, el 3% de los afiliados a la Seguridad Social al finalizar el año.

Frente a este escenario de moderación doméstica, la demanda externa contribuirá positivamente al crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios y de la inversión empresarial. El fuerte aumento de las exportaciones mostrado por la Contabilidad Nacional en el primer trimestre de 2006, con el mayor crecimiento de los últimos cinco años, responde a la mejora del comercio mundial de bienes. Además, los incrementos de las ventas de bienes están siendo especialmente intensos en los destinos ajenos a la UE y entre los bienes de equipo de transporte. En esta situación, el efecto renta de la mayor demanda más que compensará el freno de la tendencia de aumento de los precios relativos españoles. En cuanto a la inversión empresarial, en un entorno en el que el reducido nivel del coste de uso del capital comenzará a repuntar y se mantendrá la positiva situación financiera de los negocios, continuará creciendo a ritmos históricamente elevados aunque sin alcanzar la tasa de 2005. En este sentido, los indicadores cualitativos reflejan un mayor empuje de la cartera de pedidos industriales procedente del exterior que de la procedente del mercado doméstico.

<sup>1</sup>Refleja el estado de la economía española agregando en una única serie la información proporcionada por distintos indicadores de producción, gasto, expectativas, inversión, empleo y construcción. Es un indicador estandarizado con media cero y desviación típica unitaria, de modo que niveles positivos (negativos) se equiparan a crecimientos superiores (inferiores) al tendencial.



### Inflación: efectos indirectos, pero no de segunda ronda

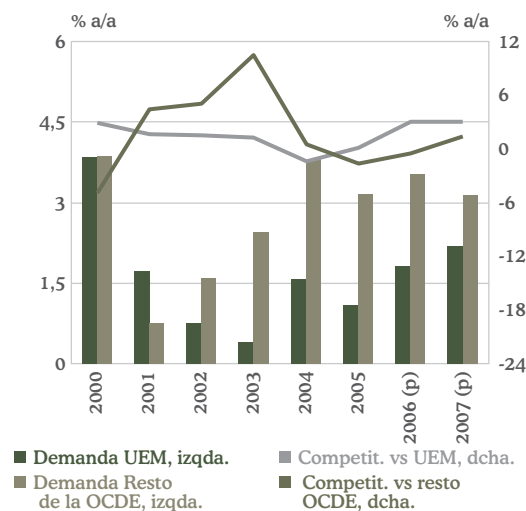
En un entorno en el que se retrasa el comienzo del ajuste del gasto en la economía y dada la sostenida presión de los precios de las materias primas en los últimos trimestres, y en particular del petróleo, la inflación esperada para 2006 se eleva hasta el 3,7%, 0,3 puntos más de lo registrado en 2005, y el 2,7% para 2007. El perfil esperado se ajusta a las perspectivas de precios del petróleo, que desde los niveles actuales, superiores a 70 \$/barril, debería caer hasta el entorno de 60 dólares en diciembre de 2006 y 55 dólares a finales de 2007.

Más allá de la evolución del IPC total, el Índice Tendencial BBVA, que elimina de la cesta la incidencia directa de la energía y otros elementos volátiles, crecerá en 2006 y 2007 el 3,0% y 3,2% respectivamente, tasas que no se registran desde 2003. Entre 2002 y 2005, los precios de las manufacturas industriales, que representa casi la mitad del IPC Tendencial, se desaceleraron desde el 2,5% al 1%, como resultado del práctico estancamiento hasta 2004 de los precios en euros de las materias primas y de la creciente globalización comercial. Los efectos indirectos de los mayores precios de los "commodities" desde mediados de 2004 se están transmitiendo hacia los precios de consumo de las manufacturas en un escenario de sostenido crecimiento del gasto. Con todo, no son previsible efectos de segunda ronda a través de una espiral de precios-salarios, de la que no existe evidencia. El fuerte aumento de la tasa de actividad con la llegada de inmigrantes y la incorporación de la mujer al mercado laboral han facilitado una deriva salarial negativa que ha permitido que el crecimiento del coste salarial por trabajador sea inferior al negociado en convenio colectivo. Ello modera la rigidez del proceso de formación salarial de la economía española, que con todo sigue sin facilitar el ajuste de costes laborales y productividad y favorece la persistencia inflacionista a través de las cláusulas de salvaguarda.

Gráfico 1.10.

### Exportaciones de bienes, demanda y competitividad

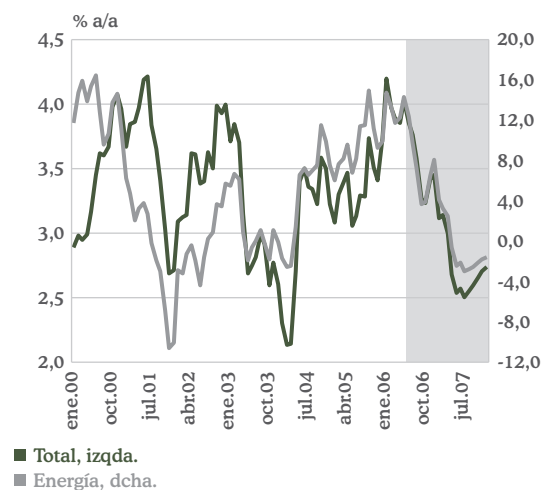
Respecto a la UEM y al Resto de la OCDE



Fuente: Ameco y Servicio Estudios Economicos BBVA

Gráfico 1.11.

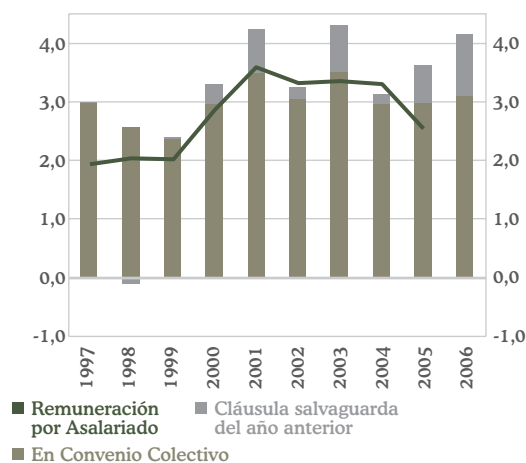
### Inflación



Fuente: INE y Servicio Estudios Economicos BBVA

Gráfico 1.12.

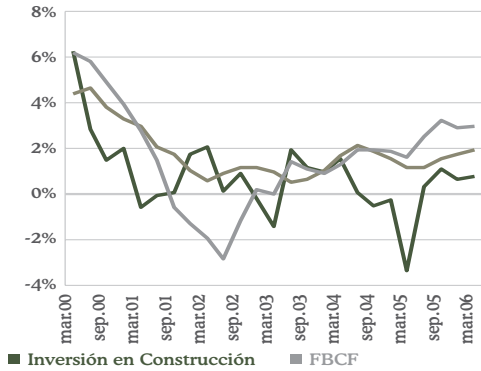
### Crecimiento salarial



Fuente: M° Trabajo y Servicio Estudios Economicos BBVA

Gráfico 2.1.  
Actividad en la Construcción. UEM

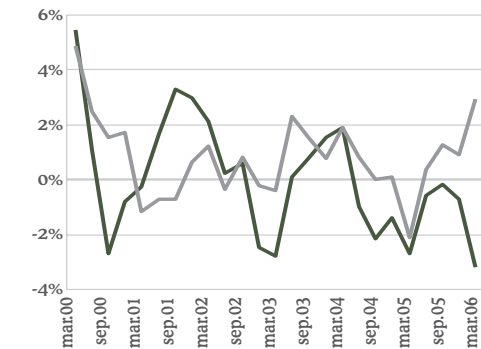
Tasas de variación anual



Fuente: Eurostat y Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 2.2.  
Evolución de la Construcción

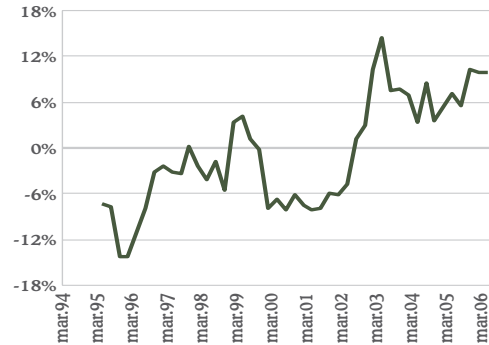
Edificación y Obra Civil.



Fuente: Eurostat y Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 2.3.  
Edificación Residencial: permisos

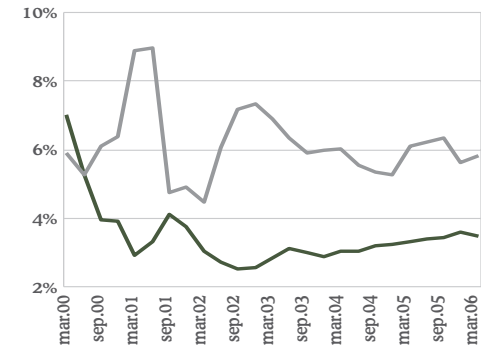
Variación anual



Fuente: Eurostat y Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 2.4.  
España: PIB y FBCF Construcción

Variación anual



Fuente: INE

## 2. La actividad en la construcción

### Evolución prometedora de la construcción en la UEM

En los primeros meses de 2006, los indicadores de actividad del segmento de la construcción mostraron un suave repunte en el conjunto de la Unión Monetaria Europea, motivado principalmente por el aumento de la inversión residencial. Este mayor dinamismo de la construcción está en línea con el mayor crecimiento económico y el aumento de la inversión en capital fijo que se produjo en la UEM en el primer trimestre del año. Las positivas opiniones de los agentes del sector sobre la evolución de la cartera de pedidos, que se sitúan en los buenos niveles que tenían a principios de la década, permiten esperar una senda creciente en la evolución de la actividad del sector a lo largo de 2006, apoyada en el buen momento del segmento residencial.

En la primera parte de 2006, la actividad del sector continuó mostrando tasas de crecimiento positivas, con un avance interanual del 0,9% en los tres primeros meses del año, por tercer trimestre consecutivo. Este avance fue posible gracias a la expansión de la actividad residencial, que creció a un ritmo del 2,9% en tasas interanuales y compensó con creces el descenso del 3,4% de la inversión en obra civil ejecutada en el primer trimestre del presente ejercicio.

El descenso de la obra civil se ha debido más a la incidencia de la negativa climatología, que azotó el centro de Europa a principios de año que a factores económicos, por lo que es de esperar una recuperación del segmento a lo largo del año. La positiva evolución de la cartera de pedidos de la industria constructora anticipa una mejora del sector en su conjunto a lo largo de 2006, que se prolongará hasta 2007, y contribuirá a un mayor crecimiento de la UEM, especialmente en los países centroeuropeos.

### Despega la promoción residencial en Europa

Esta mejora de la actividad del segundo semestre de 2005 se produjo por el aumento de la cartera de pedidos de la industria que, tras el receso del verano pasado, ha vuelto a mostrar un elevado dinamismo, especialmente el segmento residencial. La mejora de la inversión pública en infraestructuras y la mayor demanda residencial están llevando a un aumento de la actividad constructora en Europa y, especialmente, en los países de la UEM. De hecho, la reactivación de la obra pública en el Reino Unido y la menor caída de la producción en Alemania y los países de su entorno explican gran parte de esta recuperación del sector.

Esta situación está llevando a que la opinión de los empresarios del sector se encuentre en los niveles más optimistas de los últimos diez años, tanto en lo referente a la cartera de pedidos como al nivel de confianza en el sector. Este optimismo también ha tenido un claro reflejo en el número de nuevos proyectos inmobiliarios a desarrollar, como pone de manifiesto el incremento del 9,8% en el número de viviendas visadas para su construcción en el primer trimestre de 2006 en el conjunto de la UEM.

Desde el punto de vista geográfico, el mayor impulso del segmento residencial llegará de las principales economías del centro de Europa, que en el primer trimestre del año han presentado aumentos del número de visados de vivienda del 12% en Francia o del 17% en Alemania. Por el contrario, ha sido en las economías de menor tamaño donde la promoción residencial más se ha retraído, como en el caso de Grecia, Portugal, Finlandia o Suecia, donde el número de viviendas a iniciar en 2006 será inferior a las de 2005.

## Renovado dinamismo de la construcción en España

En los primeros meses de 2006 la construcción mostró una renovada energía en España, lo que se ha traducido en una tasa de crecimiento más dinámica que el trimestre anterior y todo apunta a que se mantendrá la tendencia a lo largo del año. La construcción continúa comportándose como uno de los segmentos más activos de la economía española.

En los meses transcurridos de 2006, los indicadores adelantados de actividad muestran un mayor ritmo de crecimiento, especialmente en el segmento residencial. En el conjunto del año, es de esperar una reactivación del segmento de la edificación mientras que el de la obra civil moderará ligeramente su ritmo de expansión, por lo que el sector avanzará, en términos de Contabilidad Nacional, a una tasa media del 6,1% en 2006, similar a la registrada en 2005. En 2007, la tendencia indica un menor ritmo de crecimiento tanto en la edificación como en la obra civil, lo que llevará a una moderación de la construcción hasta el entorno del 3,7% en tasas de variación anual.

Apoyando esta evolución, los datos tanto del aumento de la mano de obra en la construcción como los de consumo de materiales en los primeros meses de 2006 muestran tasas de crecimiento más dinámicas que en 2005, con avances del 7,3% en el empleo en el primer trimestre o del 9% en el consumo de cemento en los cinco primeros meses del año.

Esta buena situación se refleja con claridad en los indicadores de confianza del sector, que se encuentran en unos momentos relativamente optimistas, a lo que contribuye el hecho de que la carga de pedidos por desarrollar asegura un total de casi 600 jornadas de trabajo para el conjunto del sector, un 50% por encima de la carga media que tenían las empresas durante la segunda mitad de los noventa. La visión de las empresas del sector es positiva tanto en el segmento de la edificación como en el de la obra civil y la encuesta de opiniones apunta a que esta situación se extenderá a lo largo del año, si bien es más positiva para la vivienda que para el resto del sector.

El aumento de la actividad constructora ha llevado a un incremento de los costes en el sector por encima de los del conjunto de la economía, especialmente en el caso de los materiales y consumos diversos, que han crecido a un ritmo del 7% de media en los cuatro primeros meses de 2006. El coste de la mano de obra, sin embargo, ha evolucionado más en línea con la del resto de los sectores, creciendo ligeramente por debajo de la inflación. A lo largo de 2006 es de esperar que continúen las tensiones de costes en el sector de la construcción, especialmente por el lado de los materiales.

## Se modera la inversión en ingeniería civil

La creciente participación de la iniciativa privada en la financiación de infraestructuras está permitiendo desligar el ritmo de inversión en obra civil del ciclo presupuestario de las distintas administraciones, lo que está posibilitando mayor estabilidad a un segmento que, en el pasado, se ha caracterizado por tener una evolución con fuertes oscilaciones. Esta situación conlleva mejoras para la inversión que redundan en mayor actividad.

Así, en el primer trimestre del presente ejercicio, la inversión en obra civil creció a un ritmo del 4,1%, mostrando un perfil de suave moderación en relación con 2005, según se desprende de los datos de la Contabilidad Nacional. Para el conjunto del año, el segmento crecerá a una tasa media cercana al 5%, un punto por debajo de la tasa media observada en 2005.

## Cuadro 2.1. Construcción

Tasas de variación anual

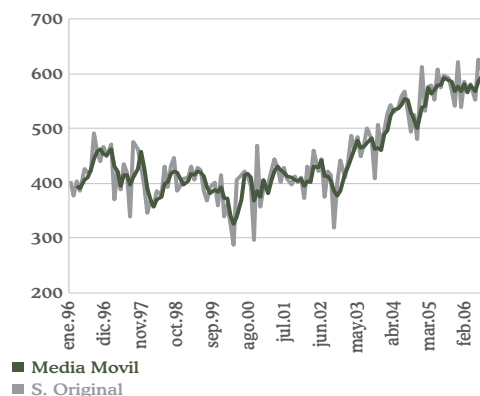
	2004	2005	2006	2007
FBCFc	5,5%	6,1%	6,1%	3,7%
Residencial	6,0%	6,0%	7,6%	4,5%
Resto	5,1%	6,1%	4,9%	3,0%

Fuente: INE y BBVA

Gráfico 2.5.

## Días de Trabajo Asegurado

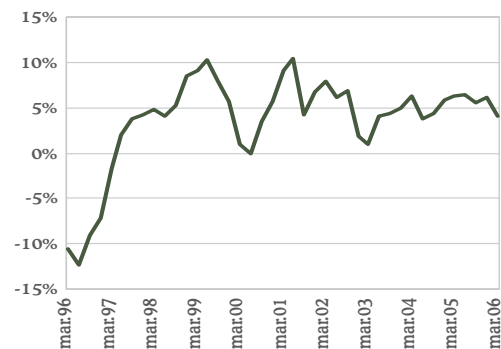
Sector de la Construcción



Fuente: M° I.C y T. Servicio Estudios Económicos BBVA

Gráfico 2.6.

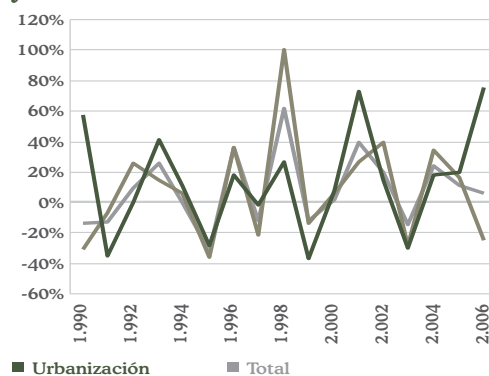
## Construcción: Inversión No Residencial Variación Anual (%)



Fuente: INE

Gráfico 2.7.

## Licitación Oficial: Total, Infraestructuras y Urbanización Variación anual %



Fuente: INE

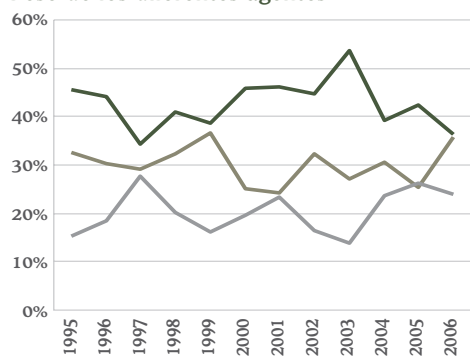
**Cuadro 2.2. Licitación Oficial. Ingeniería civil**  
Millones de euros

	Total	Ferrocarril y Vías Urb.	Puertos y Aeropuertos	Regadíos, Abastecimientos y Sanitarios	Urbanización de Suelo	Resto
2.000	11.739.811	7.577.927	508.472	1.487.826	900.486	1.265.100
2.001	16.340.638	9.612.257	835.376	1.894.958	1.557.370	2.440.677
2.002	19.610.613	13.472.499	458.953	2.013.820	1.787.786	1.877.555
2.003	16.706.348	9.665.804	1.086.387	2.515.502	1.268.329	2.170.326
2.004	20.862.956	13.003.771	2.164.058	2.241.450	1.492.524	1.961.153
2.005	23.100.681	15.126.997	1.172.354	3.066.620	1.799.661	1.935.049
01/05/05	7.405.999	5.213.166	575.705	669.132	502.939	445.057
01/05/06	7.864.891	3.906.157	374.327	1.649.619	884.190	1.050.598
Variación	6,20%	-25,07%	-34,98%	146,53%	75,80%	136,06%

Fuente: M<sup>o</sup> Fomento

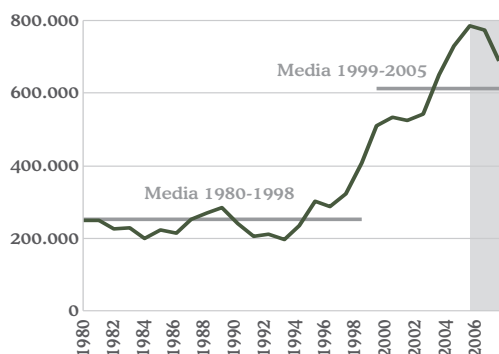
**Gráfico 2.8. Licitación Obra Civil**

Peso de los diferentes agentes



Fuente: M<sup>o</sup> Fomento y Servicio Estudios Economicos BBVA

**Gráfico 2.9. España. Viviendas Iniciadas**



Fuente: M<sup>o</sup> Fomento y BBVA

**Cuadro 2.3. Viviendas iniciadas España**

	Total España n <sup>o</sup>	Grandes Ciudades n <sup>o</sup>	Ciudades/Total (%)	Costa Turística n <sup>o</sup>	Costa/Total (%)
2000	594.820	58.060	9,8%	333.231	56,0%
2001	561.186	59.958	10,7%	312.857	55,7%
2002	575.546	62.748	10,9%	310.517	54,0%
2003	690.206	64.814	9,4%	377.832	54,7%
2004	739.620	50.461	6,8%	399.012	53,9%
2005	786.714	50.556	6,4%	419.264	53,3%
2006 (*)	775.000	45.000	5,8%	410.000	52,9%

(\*) Los datos del conjunto de 2006 son estimaciones con datos a abril 2006

Fuente: Colegio de aparejadores y BBVA  
Costa: Mediterráneo, Canarias, Cadiz, Huelva  
Grandes Ciudades: Madrid, Barcelona, Valencia, Sevilla, Zaragoza y Malaga

Este aumento de la actividad provendrá tanto de la inversión privada como de la pública. En este sentido, tras un año en el que la oferta de obra pública creció por encima del 10% en términos nominales, en los cuatro primeros meses de 2006 aumentó a un ritmo del 6,2% en tasas interanuales, continuando el perfil de suave moderación que comenzó en 2004. El descenso de la inversión en infraestructuras y en puertos y aeropuertos se ha visto relativamente compensada por el importante aumento de las partidas más relacionadas con el tratamiento de aguas o con la urbanización de suelo, que muestran un intenso crecimiento desde mediados de 2003.

En el primer cuatrimestre de 2006, los contratos de obra ofertados por las administraciones públicas y los organismos autónomos alcanzaron un volumen de más de 7.850 millones de euros, lo que supuso un aumento del 6,2% respecto del volumen licitado en los cuatro primeros meses de 2005. El aumento de casi el 150% en el importe de las inversiones destinadas a regadíos, saneamiento y abastecimiento de agua y del 75% en el destinado a obras de urbanización de suelo junto con los descensos del 25% del volumen de inversión destinada a infraestructuras y del 35% del destinado a puertos y aeropuertos son las principales características de la oferta de obra pública realizada en los primeros meses de 2006.

En los últimos quince años el mayor peso de la oferta pública ha recaído en la Administración Central, con el 45% del total, manteniéndose las CC.AA., con el 30%, y los Ayuntamientos, con el 19%, en un segundo plano. Sin embargo, la mayor proximidad de las elecciones municipales se está traduciendo en un nuevo impulso inversor por parte de los entes locales, que en el presente año, suponen casi el 60% del total. Así, en los primeros meses de 2006, el protagonismo en la licitación se ha realizado por partes iguales, entorno al 36%, para el Estado y las CC.AA. y en menor medida, el 24%, para los ayuntamientos. Este aumento de la licitación pública en 2006 se verá apoyado también por la financiación proveniente de los fondos estructurales europeos y por la financiación privada de algunos proyectos en marcha, de tal forma que la actividad en el segmento de la obra civil continuará aumentando a lo largo de 2006, si bien a un ritmo menor que en 2005.

**Aumenta la inversión residencial: se proyectan construir más de 800.000 viviendas**

La promoción inmobiliaria en España ha mostrado nuevos bríos en los primeros meses de 2006, lo que ha tenido un claro reflejo en el aumento de la actividad en el segmento residencial, que en el primer trimestre se expandió a un ritmo del 7,4%, casi un punto y medio por encima del promedio de 2005. A la vista de la fuerte iniciación de viviendas de trimestres anteriores, la inversión residencial continuará expandiéndose en 2006 a un ritmo del 7,6% y el número de viviendas terminadas será creciente a lo largo del año. Desde el último trimestre de 2005 y en los primeros meses de 2006 se ha producido un repunte en la iniciación de viviendas en España que apoyará esta tendencia.

En los doce meses acumulados hasta abril de 2006, el número de viviendas visadas ha superado las 807.000 unidades, mostrando un incremento del 6,6%. El menor empuje de la demanda llevará a una suave ralentización del ritmo de iniciación de viviendas, que descenderán hasta las 775.000 en el conjunto de 2006, y a un proceso de ajuste moderado del sector. Este ajuste será más palpable los mercados de la costa mediterránea y en el de las grandes ciudades.

En el caso de algunas grandes ciudades, la falta de suelo urbano es uno de los elementos que está llevando a un descenso de la promoción inmobiliaria, que se está trasladando a municipios o provincias limítrofes. En este sentido, el ejemplo de Madrid es claro: mientras que



en la capital el número de visados se ha reducido casi un 30% en los últimos 3 años, en las provincias colindantes han aumentado hasta duplicarse en el mismo periodo. Este efecto frontera también puede observarse en ciudades de menor tamaño.

Tanto en Baleares como en Canarias, la promoción inmobiliaria se ha mostrado menos dinámica que en el conjunto nacional. En el caso de Baleares, en los cuatro primeros meses del año se ha producido un descenso del 7,6% en el número de viviendas visadas mientras que las islas canarias el aumento ha sido del 1,1%. En la costa mediterránea el comportamiento es desigual, con un avance de casi el 25% en Murcia y estabilidad en la comunidad Valenciana.

Sin embargo, de continuar la tendencia creciente observada en los primeros meses del año, se podrían alcanzar un total de 850.000 iniciaciones en 2006, lo que supondría un importante aumento de la oferta residencial en un año en el que se moderará la demanda. Este último escenario implica un mayor riesgo de que se produzca un ajuste brusco en el mercado residencial español.

En línea con la tendencia de trimestres anteriores, el número de viviendas terminadas en los cuatro primeros meses de 2006 aumentó un 14% en relación con los mismos datos del año anterior, superando con ello las 175.000 unidades. En el conjunto del año se entregarán más de 550.000 nuevas viviendas para aumentar hasta casi 600.000 en 2007.

### Mejora la edificación no residencial

En los cuatro primeros meses de 2006 se han visado un total de más de 7,5 millones de metros cuadrados de superficie no residencial en España, lo que ha supuesto un incremento del 5,8% en tasas interanuales; la tendencia indica que se visarán un total de 23 millones de metros cuadrados en 2006, de los que el 19% corresponderá a instalaciones industriales, el 32% a superficie destinada a usos comerciales o de almacenaje y el 10% a oficinas.

En el primer cuatrimestre del año, la superficie a construir para usos comerciales aumentó el 42%, superando los 3 millones de metros cuadrados, mientras que la destinada a oficinas descendió el 33% y supuso un total de algo más de medio millón de metros cuadrados. Es de esperar que, si bien a una tasa menor, la tendencia continúe en ambos segmentos. La promoción de espacios industriales se beneficiará del aumento esperado de la inversión en bienes de equipo por parte de las empresas y, tras un año de moderación, cambiará de tendencia, volviendo a mostrar tasas positivas.

Gráfico 2.10. Madrid y Provincias Limítrofes: Viviendas iniciadas. Número

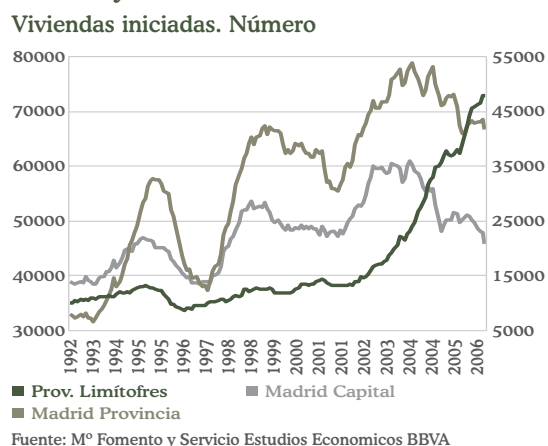


Gráfico 2.11. Viviendas Terminadas. Datos trimestrales. Nº y % variación anual

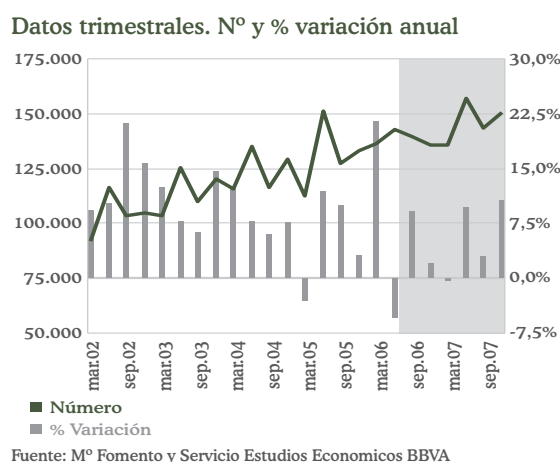
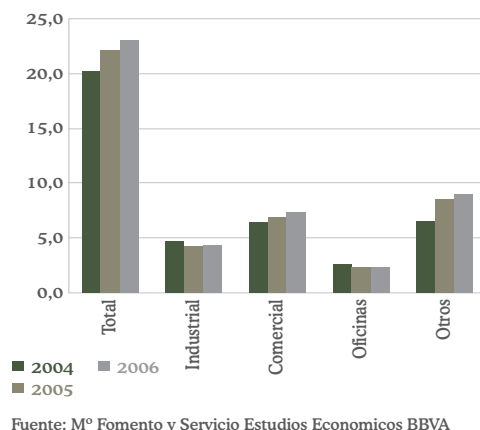


Gráfico 2.12. Edificación No Residencial. Millones de m² a construir



# Urbanismo y Economía

## Introducción

En los últimos treinta años, tres han sido las reformas que se han producido sobre la normativa del suelo: la Ley de 1976, el texto refundido de 1992 y la Ley de valoraciones en 1998. Las dos primeras normas se promulgaron tras unos años de intensas revalorizaciones inmobiliarias y con una demanda menguante y tuvieron como principal objetivo “acabar con la especulación del suelo”. Ambas se caracterizaron por ser relativamente restrictivas y dotaron a las administraciones locales de las facultades necesarias para una intensa intervención en el mercado del suelo. La Ley de 1998 nació en un contexto diferente, tras unos años de ajustes de precios y en un momento de crecimiento de la demanda. Esta Ley ha tenido un carácter menos restrictivo, limitándose a establecer unos criterios comunes sobre las valoraciones urbanísticas y dejando a las administraciones locales las particularidades del desarrollo urbanístico. Bajo esta ley, en sus ocho años de vigencia, se han iniciado en España un total de casi 5 millones de viviendas, cifra equivalente al 80% de las iniciaciones correspondientes a los veinte años en los que han estado vigentes las dos leyes anteriores. De haber sido ésta Ley más restrictiva e imposibilitado el desarrollo inmobiliario, la intensa demanda de estos hubiera tensionado mucho más intensamente los precios en estos años pasados.

Si bien las tres leyes han permitido cierto desarrollo de las fuerzas del mercado y han posibilitado la transformación de una parte del suelo rústico en suelo urbano, ninguna de ellas puede otorgarse el merito de haber estabilizado completamente los precios de la vivienda.

## Intervención o mercado

El suelo urbano es un bien económico susceptible de diferentes usos por lo que es necesaria la existencia de un mecanismo de asignación de usos y densidades lo más eficiente posible para elevar al máximo la frontera de bienestar de la sociedad. Se puede dejar que el mercado realice esa función o se puede elegir la intervención, o una mezcla de ambas. Esta es una decisión política que ha de adoptar la sociedad en sus diferentes ámbitos.

La intervención pública en el mercado del suelo existe de una u otra forma en todos los países desarrollados del mundo y en la práctica totalidad de los de desarrollo medio. En el caso español, el mercado del suelo se encuentra intensamente intervenido y el marco legal dificulta el juego de las fuerzas de mercado.

## Bases para la intervención

Si definimos un mercado competitivo como aquel que cumple:

- Que haya muchos vendedores y compradores.
- Que sea posible la movilidad de factores.
- Que exista homogeneidad en el producto.
- Que los agentes tengan información suficiente.

Entonces, se puede decir que el mercado del suelo es típicamente no competitivo puesto que, a menudo, no se cumplen algunas de las condiciones mencionadas. Es claro que las características afines al bien suelo (tales como localización, inamovilidad, etc.) afectan al funcionamiento de su propio mercado, siendo éstas el origen y la justificación de la intervención pública para regular dicho mercado. En términos amplios, se ha afirmado que el libre mercado no es un sistema eficiente para determinar la mejor localización espacial que las actividades económicas demandan y que por ello la intervención administrativa es necesaria. El argumento básico es que la intervención administrativa evitaría los “fallos” que se producen en dicho mercado. Estos “fallos de mercado” se pueden agrupar dentro de las siguientes categorías:

- La existencia de externalidades asociadas a nuestras acciones sobre el suelo significa que se producen considerables diferencias entre la valoración de los costes y beneficios hecha desde el sector privado y el público. En muchos casos las intervenciones sobre suelo (por ejemplo, la creación de una carretera o de un espacio verde) implican la existencia de externalidades, tanto positivas como negativas, que son de difícil cuantificación y que no suelen reflejarse en los precios por lo que el mercado, basado en los precios como mecanismo de decisión, no se mostraría eficiente para la localización de las actividades.
- Algunas intervenciones sobre suelo y algunos bienes inmuebles poseen características de bien público (red de alcantarillado, parques, bibliotecas) por lo que el mercado no es el sistema más eficaz para su provisión ante la dificultad que existe de establecer un precio que refleje tal condición. El mecanismo del mercado no asigna adecuadamente los bienes públicos, mientras que la intervención de las administraciones, en cualquiera de sus niveles, puede establecer un nivel de dotación de bienes públicos que sea satisfactorio para todos. La provisión de bienes públicos justifica cierto grado de intervención administrativa.

### Precios de la vivienda y leyes del suelo

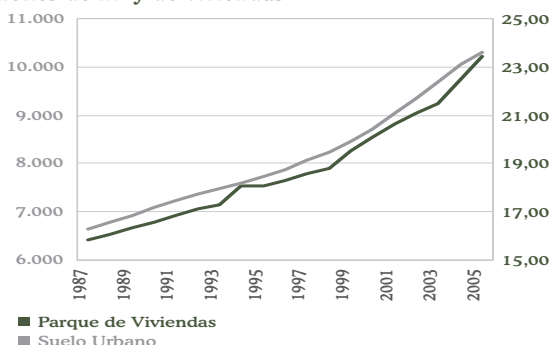
Tasa de variación real (%) y entrega en vigor



Fuente: SEE BBVA

### Suelo urbano y parque de viviendas

Millones de m<sup>2</sup> y de viviendas



Fuente: BdE, Catastro y BBVA



- Otro argumento utilizado es el de la falta de competencia en el mercado del suelo; es decir, la existencia de monopolios implica la no existencia de mercados de hecho. En muchas ocasiones se ha alegado que en el mercado del suelo existe monopolio de oferta de suelo porque la propiedad del suelo urbano suele estar concentrada en muy pocas manos. De esta forma, la capacidad monopolística de los pocos propietarios del suelo urbano conlleva la existencia de un fuerte control de la cantidad del suelo ofertado y, por lo tanto, de su precio. Esta idea se sustenta en que cada parcela de suelo es un bien único e irrepetible, que dota al propietario de la misma de cierto poder monopolístico sobre el destino y precio. La intervención, en este caso, trataría de evitar que los intereses individuales se antepusieran a los intereses colectivos.
- Por último, la falta de transparencia y la escasa información existente en lo referente al suelo y su desarrollo son dos obstáculos para el correcto funcionamiento del mercado y que la intervención administrativa podría solucionar. Se puntualiza que la persistente asimetría en la información no favorece la indispensable transparencia que se requiere para que un mercado maduro funcione adecuadamente y asigne los recursos de forma eficiente.

La voluntad de intervención pública en el mercado del suelo se ha apoyado principalmente en los argumentos citados, suponiéndose en demasiadas ocasiones que dicha intervención era benévola y beneficiosa sin calibrar los efectos reales que ha tenido a lo largo del tiempo.

### Los costes de la intervención

La regulación y la intervención por parte de la administración pública en el mercado del suelo han implicado unos costes y unas desventajas que conviene tener en cuenta a la hora de optar por una determinada política de suelo o por otras alternativas. Estos costes podrían resumirse:

- La intervención pública, o la del planificador en su defecto, también se enfrenta a problemas de información, especialmente a la hora de identificar las preferencias sociales así como de valorar por completo la totalidad de los costes y beneficios que ocasionan las políticas de suelo.
- Las políticas de suelo desarrolladas por las administraciones públicas suelen perseguir múltiples objetivos que podrían entrar, en ocasiones, en conflicto (por ejemplo: buscar la acolmatación de los cascos urbanos y la descongestión de tráfico al mismo tiempo, etc.). Establecer un conjunto de prioridades para la consecución de cada objetivo a lo largo del tiempo puede ocasionar distorsiones que producen efectos perniciosos en el mercado del suelo.
- La intervención administrativa no asegura la inexistencia de monopolios en el mercado del suelo; bien al contrario, si la intervención del planificador supone que la oferta de suelo urbano esté perfectamente cuantificada y delimitada por la «raya» o límite urbanístico, los propietarios del mismo verán incrementada su capacidad monopolística puesto que, ante incrementos de los precios, no estarán amenazados por la entrada de nuevos oferentes. Al delimitar los terrenos a desarrollar, se limita la capacidad de elección.
- En muchos casos, la administración no tiene una capacidad absoluta para desarrollar las políticas de suelo lo que puede suponer que los objetivos deseados (y con ello, los beneficios perseguidos) no se alcancen. En otros casos, la

administración es demasiado rígida y no se adapta con suficiente rapidez a cambios bruscos en la demanda y genera cierta escasez artificial de suelo urbano que afectará negativamente a los precios.

En definitiva, no está claro que la intervención administrativa en el mercado del suelo solucione los problemas que pretende. Incluso, a la vista de sus resultados en las últimas décadas en las ciudades españolas (donde existe una escasez obvia de suelo urbano, densidades urbanas de las más elevadas de occidente, congestiones de tráfico, precios inmobiliarios elevados, etc.) cabe pensar que han sido más los costes ocasionados por dicha intervención que los beneficios generados.

### La especulación y la búsqueda de rentas.

La legislación española minimiza el papel del mercado e introduce cierta opacidad en el proceso de desarrollo de nuestras ciudades. La fuerte intervención urbanística ha generado escasez de suelo. En este contexto de escasez, los agentes económicos especulan buscando el máximo beneficio en el marco legal y administrativo existente. Las administraciones locales no han sido ajenas a esta situación, participando igualmente en proceso.

Es de todos conocido que la intervención pública en la economía y sus propios mecanismos de funcionamiento pueden ser origen de extraordinarias y elevadas rentas económicas. En el caso del suelo esto no es una excepción: los procesos de calificación y recalificación de suelo son mecanismos que permiten, con un solo acto administrativo, la obtención de elevadas rentas. Y siempre que potencialmente exista una renta, aparecerá un buscador para intentar apropiársela, como indica el concepto de «buscadores de renta» apuntado por A. Krueger (1974).

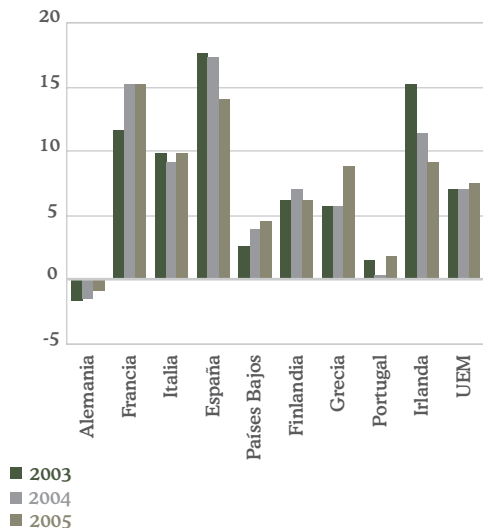
El hecho de que unos terrenos queden incluidos dentro de la «raya» urbanística les dota de cierta capacidad económica por cuanto que es en dichos solares y no en otros donde se puede desarrollar la actividad inmobiliaria. La renta potencial que de dichos terrenos se puede obtener depende de la edificabilidad que se les otorgue, del uso al que sean destinados y, principalmente, de su posición monopolística en el mercado. Es lógico pensar un buscador de rentas tendrá un fuerte incentivo para incidir en el proceso de decisión urbanística en favor de sus intereses e intentará que sean los terrenos por él seleccionados y no otros los incluidos dentro de la «raya».

Al mismo tiempo, las administraciones locales han recurrido con cierta frecuencia a las calificaciones y recalificaciones de suelo como fuente extraordinaria de obtención de ingresos desligando, de este modo, las decisiones urbanísticas de los objetivos de racionalidad que teóricamente justifican la intervención pública en el suelo.

Las plusvalías extras que van a parar a manos de los «buscadores de renta» y los ingresos municipales extraordinarios obtenidos por calificaciones y recalificaciones no suelen ser neutrales en el proceso de formación de los precios finales de los bienes inmuebles.

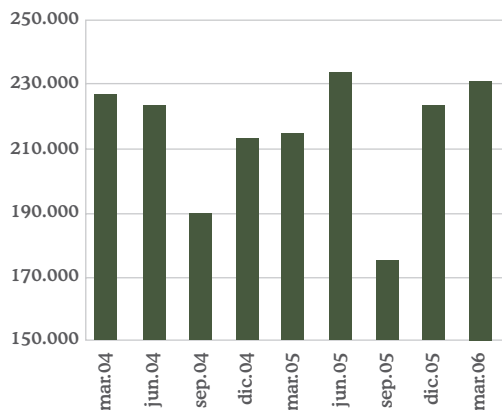
La regulación urbanística española debería ser más sensible al mercado y corregir sus fallos, si lo que se pretende es la eficiencia económica y social.

Gráfico 3.1.  
Crecimiento de los precios de la vivienda en la UEM



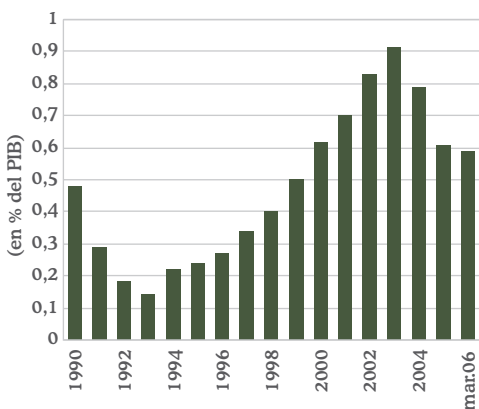
Fuente: Banco Central Europeo

Gráfico 3.2.  
Viviendas tasadas



Fuente: Ministerio de la Vivienda

Gráfico 3.3.  
Inversión extranjera en inmuebles



Fuente: Banco de España

### 3. El mercado inmobiliario

#### Se generaliza la moderación de los mercados inmobiliarios

A nivel global, desde mediados de 2005, se observan señales de moderación en los mercados inmobiliarios más dinámicos como el de EE.UU., Francia o Irlanda. Esta ralentización está asociada al endurecimiento de la política monetaria que se está produciendo en las principales áreas económicas y que ha comenzado a trasladarse gradualmente a los precios inmobiliarios que, no obstante, mantienen crecimientos elevados en términos históricos.

El enfriamiento de la demanda de viviendas que se observó a lo largo de 2005 y los primeros meses de 2006 en EE.UU., como consecuencia del cambio de sesgo de la política monetaria de la FED y el deterioro de los ratios de accesibilidad, está llevando a una moderación del mercado residencial en términos actividad, transacciones y ritmos de revalorización inmobiliaria. En este sentido, en el primer trimestre de 2006, la inversión residencial en EE.UU. aumentó el 5,8%, casi un punto y medio por debajo de la media de 2005, las transacciones de vivienda descendieron casi el 5% y los precios avanzaron a un ritmo del 8,4%, casi dos puntos por debajo del ritmo medio observado en 2005. Como consecuencia del menor empuje de la demanda, se ha observado un alargamiento de los plazos de venta de las viviendas de algo más de dos meses en el caso de la vivienda nueva, que necesita 6,3 meses para ser vendida, y algo más de un mes en caso de la vivienda usada.

En la UEM, en 2005, los precios de las viviendas continuaron avanzando a tasas similares a las de 2004, si bien la composición y naturaleza de este avance ha cambiado. Se está apreciando cierto proceso de homogeneización en el crecimiento de los precios entre los distintos países de la UEM desde la segunda mitad de 2005 por la moderación que se está produciendo en los mercados más dinámicos, como Francia, España o Irlanda, y por la aceleración de los menos activos, como en el caso de Alemania, Holanda o Portugal, si bien continúan observándose comportamientos relativamente heterogéneos entre los distintos mercados de la Unión. De acuerdo a los datos disponibles, esta tendencia de homogeneización parece haberse confirmado durante la primera mitad de este año.

En el Reino Unido, donde se produjo la moderación del mercado de manera anticipada, como se comentó en el anterior número, se ha observado un pequeño repunte en el crecimiento de los precios residenciales en 2006, tras experimentar una ligera caída en términos reales durante el último trimestre de 2005.

#### En España, el “renovado dinamismo” del sector.....

En España, en la primera parte de 2006, se ha producido cierto repunte de algunos indicadores del mercado inmobiliario: han aumentado el número de transacciones y los avances de precios se han situado por encima de su nivel tendencial. Así, la moderación en el número de transacciones de vivienda observada a lo largo de 2005 se frenó en el primer trimestre de este año, mostrando una tasa de crecimiento más elevada que en trimestres anteriores. La positiva evolución de la economía en general, y del empleo en particular, ha favorecido el suave incremento en el número de viviendas vendidas en el primer trimestre del año en España. No obstante, el aumento de las transacciones registradas se ha observado en el segmento de la vivienda nueva, que en ocasiones puede reflejar decisiones pasadas, mientras que las ventas registradas de vivienda usada mantienen crecimientos mucho más moderados. Este impulso de las ventas también se ha notado en el

número de viviendas tasadas, que en el primer trimestre aumentó el 8% hasta alcanzar las 231.000 unidades

A pesar de estos datos, el sentimiento del mercado aboga por un enfriamiento gradual de la demanda a lo largo de 2006, como pone de manifiesto el alargamiento de los periodos de venta de las promociones y el aumento de las viviendas en stock que continúan a la venta. De hecho, como muestran los datos del Ministerio de la Vivienda, no todas las viviendas que se construyen se venden, lo que se terminará reflejando con un cambio en el dinamismo de la demanda de vivienda.

A todo ello hay que añadir, además, que la inversión por parte de no residentes está descendiendo y continúa perdiendo peso en la economía hasta representar el 0,59 del PIB en el primer trimestre de 2006. De cualquier modo, el volumen de la inversión neta en inmuebles realizada por extranjeros fue de 1.115 millones de euros, lo que supuso un descenso del 10% en tasas interanuales. No obstante, por segundo trimestre consecutivo se ha moderado el ritmo de descenso de las entradas de inversiones en inmuebles; de hecho, los datos acumulados de doce meses, mostraron una caída del 15% durante los tres primeros meses frente a la caída del 18% que experimentó la serie en septiembre del año pasado.

**.....frena la desaceleración del precio de la vivienda**

Los datos correspondientes al primer trimestre de 2006 ponen de manifiesto que los precios de la vivienda fueron de 1.887,6 euros por metro cuadrado de media en España, lo que supuso un avance del 12% en tasas interanuales. Si bien la serie mostró un crecimiento un poco más suave que el trimestre anterior, el análisis de la tendencia muestra que dicha desaceleración se ha frenado, lo que supone un riesgo añadido al ajuste esperado.

La evolución de los datos de precios residenciales del primer trimestre de 2006 ha sorprendido al alza, con aumentos por encima de los esperados en las principales comunidades autónomas. Así, tanto en el caso de Cataluña, como de la Comunidad Valenciana o el País Vasco los precios de los primeros meses de 2006 presentaron avances superiores a los del último trimestre de 2005. Esta evolución rompe la senda de moderación de los precios que se venía observando en los últimos ocho trimestres.

En este sentido, cuando se agregan los datos de las tendencias de las distintas Comunidades Autónomas ponderando por el número de tasaciones, se observa un repunte en la evolución de la tendencia de los precios durante los dos últimos trimestres, que vendría explicado principalmente por la mayor contribución de Cataluña, que ha aumentado su peso en 1 punto porcentual en el periodo, y de Madrid y la Comunidad Valenciana, que lo han hecho en 0,6 puntos porcentuales.

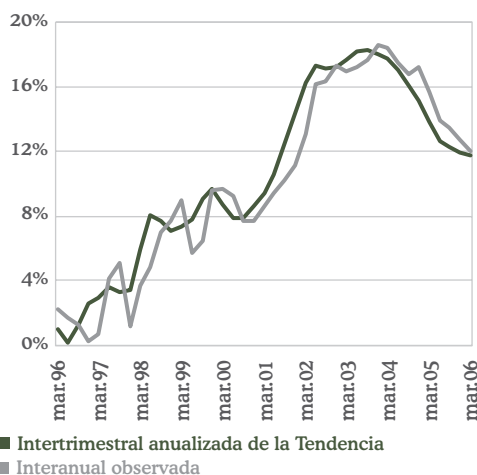
En relación con la tipología de vivienda, la variación de los precios en el primer trimestre de 2006 fue similar en el caso de la vivienda nueva y en el de la usada, con un avance del 12% en ambos casos. Las sendas de crecimiento de estas tasas, sin embargo, muestran una evolución diferenciada desde el último trimestre de 2005: si bien las viviendas usadas moderaron su tasa de crecimiento del 14% hasta el 12%, las viviendas nuevas vieron como se aceleraban las revalorizaciones dos puntos hasta alcanzar el 12%. Las viviendas usadas, menos sujetas a restricciones de costes, se muestran más flexibles a la evolución del mercado, con aumentos de precios superiores a los de la vivienda nueva en momentos de intensa demanda y aumentos inferiores a la nueva cuando la demanda se modera.

**Cuadro 3.1. Crecimiento intertrimestral anualizado de la tendencia**

	marz.06	dici.05	Variación
España	11,8%	12,0%	-0,2%
Andalucía	12,7%	12,7%	0,0%
Aragón	16,0%	13,3%	2,7%
Asturias	9,4%	9,6%	-0,2%
Baleares	13,5%	10,5%	3,0%
Canarias	9,1%	7,9%	1,2%
Cantabria	18,1%	12,2%	5,9%
C-La Mancha	12,1%	11,0%	1,1%
C-León	12,4%	10,7%	1,7%
Cataluña	16,4%	13,2%	3,2%
C. Valenciana	16,0%	13,8%	2,1%
Extremadura	9,4%	9,7%	-0,3%
Galicia	15,3%	15,4%	0,0%
Madrid	9,9%	8,6%	1,2%
Murcia	9,3%	10,2%	-0,8%
Navarra	8,7%	9,1%	-0,4%
País Vasco	14,8%	11,3%	3,4%
La Rioja	13,8%	13,3%	0,4%

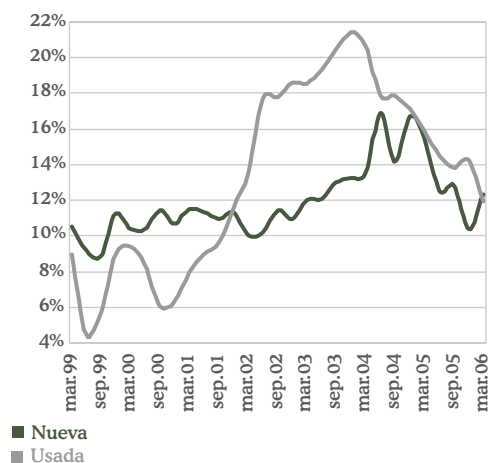
Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

**Gráfico 3.4. Evolución del precio de la vivienda libre % de variación interanual**



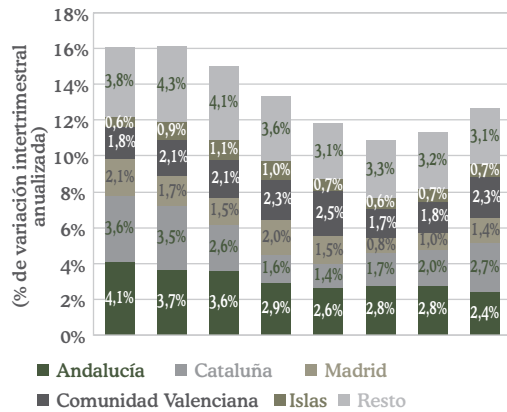
Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

**Gráfico 3.5. Evolución del precio de la vivienda % de variación interanual**



Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

Gráfico 3.6.  
Contribuciones a la tendencia de los precios de la vivienda



Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

## Los indicadores de accesibilidad registrarán en 2006 su mayor deterioro de la década

El ritmo de aumento de los precios de la vivienda y las subidas de los tipos de interés que se están produciendo en los mercados monetarios, están provocando un deterioro de los ratios de accesibilidad a la vivienda, el más intenso de los últimos 11 años. En este sentido, los datos de 2006 ponen de manifiesto que un hogar con ingresos medios necesitará el equivalente a los ingresos brutos de 5,6 años de para la adquisición de una vivienda media frente a los 5,2 años necesarios en 2005.

Al ponderar las condiciones financieras para calcular el esfuerzo para el acceso a una vivienda, se observa un deterioro superior al tener en cuenta el repunte que están experimentando los tipos de interés hipotecarios en los meses transcurridos de 2006. Así, el pago de las cuotas hipotecarias necesarias para adquirir una vivienda media de mercado supondrá en 2006 casi el 23% de los ingresos ponderados, cuando se ajustan por las condiciones fiscales, mientras que en 2005 la media no alcanzó el 20%. Para 2007 las previsiones indican que este indicador se deteriorará algo más de 2 puntos porcentuales.

De igual manera, la capacidad de compra de la familia media española acusará el endurecimiento de las condiciones financieras, lo que se traducirá en un descenso de la capacidad de compra de los hogares del 3% de media, hasta situarse en unos 210.000 mil euros, acercándose de esta manera al precio de la vivienda media observado en el mercado. Este estancamiento de la capacidad de compra de las familias supondrá un freno añadido a la demanda residencial, muy apoyada en expectativas.

## Continuará la desaceleración del mercado en 2006.....pero de manera más suave de lo esperado

Durante los dos últimos trimestres se ha observado un freno en la gradual desaceleración del precio de la vivienda. Este renovado dinamismo del precio responde a una reactivación de la demanda que se ha reflejado en el crecimiento de las transacciones y ha frenado la desaceleración del precio de la vivienda.

No obstante, los determinantes del mercado continúan apuntando a una moderación suave del mercado. El notable deterioro de los indicadores de accesibilidad como consecuencia del incremento de los tipos de interés, en un contexto de desaceleración económica y de agotamiento de los shocks extraordinarios de demanda (emancipación de baby-boom, inmigración, empleo y condiciones financieras) deberán favorecer una vuelta a la senda de desaceleración ordenada que se venía observando desde finales de 2003. De este modo, es de esperar que la promoción de viviendas se acomode a las nuevas condiciones de demanda de cara a permitir el aterrizaje suave del precio de la misma.

Cuadro 3.1. Indicadores de accesibilidad

	Salarios	Ocupados por hogar	Renta salarial familiar	Precio de una vivienda de 90m <sup>2</sup> (1)	Precio/Salarios	Préstamo		Cuota del préstamo/Renta salarial familiar	Vivienda adquirible (€)* (2)	Indicador BBVA (2)/(1)
						Tipo de interés	Plazo			
Promedio 1995-1999	14.574,6	1,36	19.916	65.710	3,30	7,7%	18	27,5	86.493	1,3
2000	15.776,4	1,51	23.835	79.220	3,32	5,8%	22	21,4	123.426	1,6
2001	16.248,2	1,54	25.038	87.030	3,48	5,8%	23	22,2	130.467	1,5
2002	16.855,4	1,58	26.548	100.719	3,79	4,9%	23	21,9	153.130	1,5
2003	17.538,9	1,58	27.740	118.465	4,27	3,7%	24	21,9	180.374	1,5
2004	18.076,2	1,59	28.801	139.136	4,83	3,4%	24	23,6	196.751	1,4
2005	18.549,8	1,63	30.325	158.490	5,23	3,4%	25	24,6	214.851	1,4
2006(e)	19.043,3	1,64	31.268	175.080	5,60	4,2%	27	28,0	208.738	1,2
2007(e)	19.548,0	1,64	32.096	186.425	5,81	4,9%	28	30,5	203.433	1,1

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



## Un indicador de crisis inmobiliarias

Paul van den Noord, economista de la OCDE acaba de publicar un working paper (“Are House Prices Nearing a Peak? A Probit Analysis for 17 OCDE Countries”) donde se propone un modelo econométrico para estimar la probabilidad de que se produzcan “picos” en los precios de los bienes inmuebles en los países desarrollados.

El modelo define “pico inmobiliario” como aquel que es precedido por seis trimestres en los que el incremento acumulado del precio de la vivienda haya sido superior al 15% en términos reales y seguido por seis trimestres en los que se hayan producido descensos en los precios reales de la vivienda. El modelo relaciona la probabilidad de que se produzca una crisis inmobiliaria con:

- a) la evolución pasada de los precios de la vivienda (como aceleración en la evolución del precio),
- b) el diferencial de precios frente al nivel de crecimiento a largo plazo o “tendencial” y
- c) los tipos de interés nominales a largo plazo (que incide en el coste de la deuda).

Los resultados para España se resumen en el gráfico 1, en el que se muestra la evolución de las probabilidades estimadas por el modelo, los periodos de “picos inmobiliarios”, la evolución del precio real de la vivienda y el crecimiento tendencial.

Como se observa en el gráfico, en el caso español, la serie muestra tres “picos”: el correspondiente al periodo 1973Q3-1974Q2, el de 1977Q2-1978Q1 y el último que se observo en 1990Q4-1991Q3, todos ellos sombreados en el gráfico. En dichos periodos, después de observarse subidas acumuladas en los seis trimestres precedentes en el precio real de la vivienda del 17%-20% hubo un cambio de régimen en la evolución del precio y en los seis periodos sucesivos se observaron caídas acumuladas del entorno del 10%-12% en términos reales.



Este crecimiento tendencial positivo observado es un patrón que se repite en 16 de los 17 países OCDE analizados, siendo Alemania la única excepción en el periodo observado (1970Q1-2005Q4). Para el cálculo del crecimiento a largo plazo, se ha usado un modelo de regresión simple, el de Mínimos Cuadrados Ordinarios, sobre el logaritmo del precio real de la vivienda. El crecimiento tendencial así calculado, para el caso de España se situaría en el entorno del 3,5% anual. Estas revalorizaciones tendenciales superan ligeramente las revalorizaciones promedio OCDE, que se sitúa en el entorno del 3% de media anual. Pese a la sencillez

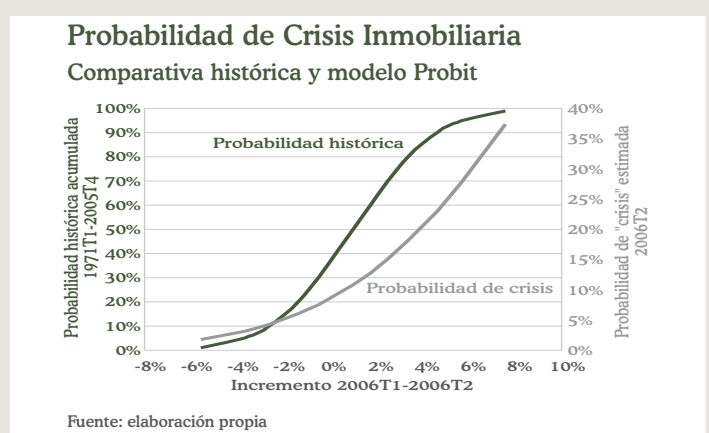
de la estimación y las limitaciones del modelo al no considerar la población, la positiva evolución del precio de equilibrio tendencial se convierte en uno de los factores fundamentales para explicar la existencia de sociedades y fondos de inversión inmobiliarios como instrumentos de inversión a largo plazo.

Según el modelo, con los últimos datos elaborados por el Ministerio de la Vivienda donde se observa un incremento del 12% en el precio del m<sup>2</sup> de las viviendas libres tasadas en el primer trimestre de 2006, la probabilidad de que en los seis próximos trimestres haya un descenso en el precio real de la vivienda es ligeramente superior al 10%.

Un ejercicio sencillo que permite realizar el modelo es inferir cuales son las posibles probabilidades de crisis inmobiliaria para el segundo trimestre de 2006, condicionadas a escenarios futuros del precio de la vivienda de dicho trimestre (todavía por publicar).

Suponiendo que la distribución futura del precio de la vivienda es similar a la observada en el pasado (caracterizada como una distribución normal), el modelo permite estimar probabilidades de crisis para los trimestres venideros de 2006. Dado el actual nivel de tipos de interés y la evolución reciente del precio de la vivienda, el modelo indica que debieran producirse incrementos del precio de la vivienda del entorno del 5% en tasas intertrimestrales o incrementos anuales de entorno del 20% en 2006 para que la probabilidad de que se produjera un ajuste de precios se elevara hasta el 40%.

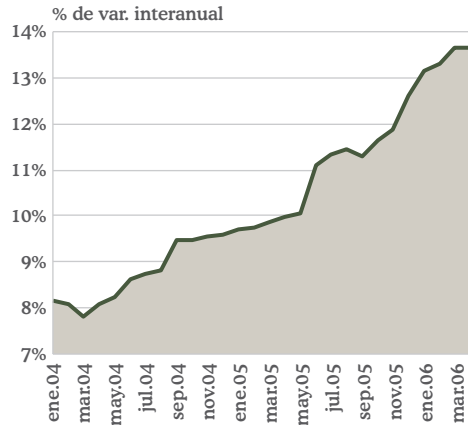
Los resultados del ejercicio se muestran en el siguiente gráfico, donde en el eje de la izquierda se muestra la probabilidad histórica acumulada de cada uno de los incrementos trimestrales del precio de la vivienda en España y en el eje de la derecha se muestra la probabilidad de crisis estimada por el modelo para cada uno de estos incrementos.



Conviene considerar sin embargo que, si bien el modelo “arroja” resultados intuitivos a la hora de estimar las probabilidades de crisis o picos inmobiliarios (ésta se incrementa ante subida de tipos de interés y aceleraciones en el precio de la vivienda) y se ajusta muy bien a las dos primeras crisis (1973-1977), no fue tan preciso en la de 1990, donde empezó a “mostrar” probabilidades significativas de crisis a partir de 1985, cinco años antes de materializarse el pico.

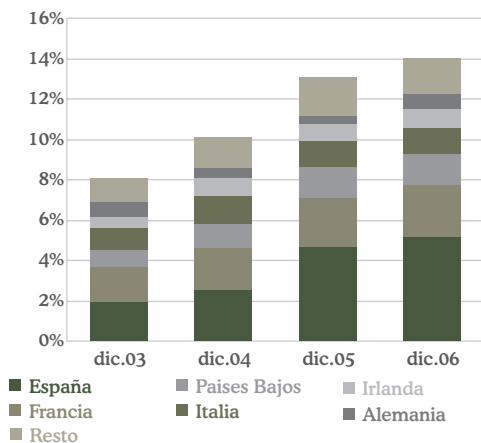
Mikel Sanz  
Riesgos - UCRAM - BBVA

Gráfico 4.1.  
Crédito para adquisición de vivienda en la UEM



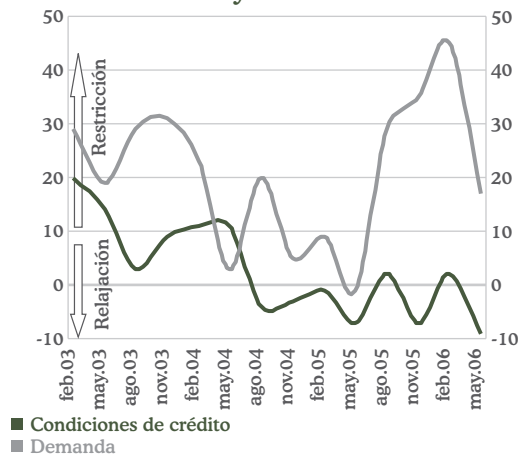
Fuente: Banco Central Europeo

Gráfico 4.2.  
Contribuciones al crecimiento del crédito a la vivienda en Europa



Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

Gráfico 4.3.  
Préstamos vivienda UEM: condiciones de crédito bancario y demanda



Fuente: Banco Central Europeo

## 4. Financiación inmobiliaria

### Expansión hipotecaria europea centrada en algunos países

El crédito al sector privado en la UEM continuó mostrando un perfil de aceleración, aproximándose en el caso de los hogares a tasas de variación cercanas a los dos dígitos. La financiación a la vivienda viene a representar en torno al 70% de los préstamos concedidos a las familias, por lo que la tendencia del crédito a los hogares de la zona euro refleja fielmente la evolución de la financiación hipotecaria. Así, el crédito para la adquisición de vivienda viene mostrando desde 2000 un crecimiento más intenso que el del resto de crédito, aumentando a ritmos del 12-13% en los primeros cinco meses de 2006.

No obstante, el mayor dinamismo que se aprecia en el crédito hipotecario agregado en el área euro viene explicado por la evolución de Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda y Países Bajos, países que han visto acelerarse la financiación inmobiliaria a familias en los primeros cinco meses del año. Por el contrario, Grecia, Italia, Portugal, Austria y Finlandia han mostrado ritmos de crecimientos similares o incluso inferiores a los de finales de 2005. Con todo, es importante señalar que en todos los casos, con la excepción de Alemania, las tasas de variación del crédito para la adquisición de vivienda continuaron registrando incrementos nominales de dos dígitos. De hecho, la significativa importancia del tamaño del mercado alemán, origen de casi un tercio de la financiación de la UEM, unida a su modesto, aunque acelerado, crecimiento (2,3% interanual en mayo frente a 1,2% en diciembre) sesga a la baja el agregado de la financiación para el conjunto del euro-área.

Por ello es interesante analizar en qué medida la recuperación de la financiación hipotecaria a la que estamos asistiendo es fruto del comportamiento de unos pocos países. En el gráfico 4.2 se presenta la contribución de los principales mercados del área euro a la tasa de crecimiento interanual del agregado. Como se puede apreciar, tan sólo tres mercados, el español, el francés y el holandés, explicaron 9 p.p. de los 13,5 p.p. en los que aumentó el crédito para la financiación de vivienda hasta mayo de 2006<sup>1</sup>. Por tanto, en un escenario de desaceleración gradual del crédito vivienda en España, el mantenimiento o la aceleración de los ritmos de crecimiento de la financiación hipotecaria en la UEM requerirá que otros países tomen de manera decidida el relevo en materia de financiación.

La probabilidad de que ello sea así es elevada teniendo en cuenta la evolución reciente de la encuesta de préstamos bancarios de la UEM. Entre enero y abril de este año, y tras mostrar un comportamiento ligeramente restrictivo en el período anterior, los bancos europeos relajaron sus condiciones de concesión de crédito hipotecario. En relación con trimestres anteriores, las entidades financieras consideraron que las mejoras en el coste de la financiación y el cambio en las perspectivas, tanto para la economía en su conjunto como para el sector inmobiliario, justifican una relajación de los estándares de crédito. Por el contrario, el tono fuertemente expansivo de la demanda que percibían a finales de 2005 se ha moderado, si bien sigue mostrando un tono claramente positivo. La encuesta de préstamos bancarios elaborada para Alemania refleja un perfil similar para la demanda de crédito, aunque cabe destacar el notable cambio que se ha producido en los estándares de crédito de las entidades financieras alemanas, que han evolucionado hacia umbrales mucho más relajados que a finales del pasado año.

<sup>1</sup> En el caso español hay que tener en cuenta que esta información sobreestima al alza el incremento observado como resultado del impacto que la circular 4/2004 ha tenido sobre el saldo de inversión crediticia hipotecaria.



Las perspectivas relativamente optimistas de los bancos europeos sobre el crédito hipotecario contrastan con un entorno macroeconómico en el que ha continuado el endurecimiento de las condiciones financieras. Sin embargo, las subidas de los tipos de interés oficiales que han tenido lugar desde finales de 2005 están afectando de manera diferente a las economías europeas. A pesar de que los países del área euro comparten una política monetaria común, la traslación de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés de las operaciones bancarias es un proceso en el que intervienen factores de diversa índole. Uno de los más importantes es la estructura de tipos de interés hipotecarios. Así, los países donde los tipos de interés variables son predominantes son mucho más sensibles a la evolución de los tipos de corto plazo, por lo que se ven mucho más afectados por el tono de la política monetaria que los sistemas hipotecarios donde los tipos fijos son el principal referente. Pero además, como señala un reciente estudio del BCE<sup>2</sup>, existen otros aspectos relevantes para explicar la rapidez de esta traslación, entre los cuales el análisis del BCE destaca el grado de competencia existente en el sector bancario.

En el gráfico 4.6 se presenta el repunte experimentado por los tipos de interés hipotecarios en diferentes países europeos entre el mínimo observado en junio de 2005 y abril de 2006. Así, frente a un incremento de 75 p.p. en el tipo oficial del BCE, se puede apreciar que el tipo hipotecario en la UEM ha aumentado tan sólo en 40 p.b. La lentitud en la incorporación de las nuevas condiciones monetarias al coste de los créditos y la remuneración de los depósitos es un resultado bien conocido en la literatura económica. Este fenómeno es aún más evidente si se considera que tipos de interés de mercado, como el Euribor 12 meses, a los que en algunos países como España están referenciadas buena parte de las hipotecas, han repuntado durante este período 112 pb. Además, como señalan los trabajos empíricos, la divergencia entre países es amplia como resultado de los efectos de la estructura y el entorno competitivo del mercado hipotecario ya señalados. Así, como se puede observar en el gráfico, los incrementos en tipos de interés hipotecarios de las nuevas operaciones en el período considerado han oscilado entre los 66 pb de Finlandia y los 7 pb de Francia. Dentro de este rango, España, con un incremento de 61 p.b., es uno de los países que en mayor medida está trasladando las subidas de tipos a las nuevas hipotecas que se están contratando.

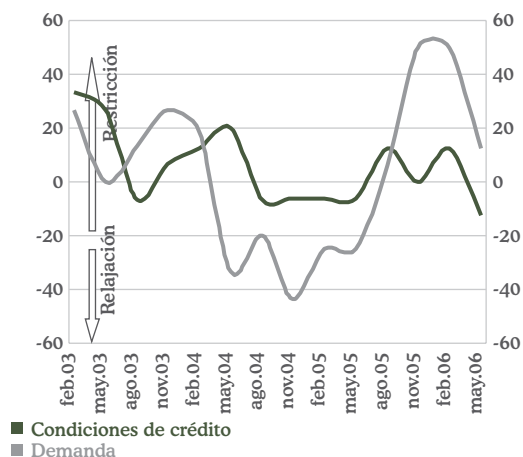
### El crecimiento del crédito hipotecario en España se mantiene en torno al 24%

En España, el crédito gestionado (incluyendo el crédito fuera de balance por titulización) al sector privado ha continuado acelerándose hasta superar el 22% en abril. En esta evolución está teniendo cada vez mayor importancia la evolución del crédito no hipotecario, que ha mostrado un perfil claramente acelerado desde el segundo semestre del pasado año. No obstante, el crédito para adquisición de vivienda ha seguido liderando el impulso del crédito familiar, puesto que casi tres de cada cuatro euros de financiación que las entidades financieras conceden a los hogares se destinan a esta finalidad.

El crédito gestionado para adquisición de vivienda mantuvo en los primeros meses de 2006 un ritmo de crecimiento cercano al 24%, en línea con la evolución que esta variable viene mostrando desde 2004. Según el INE, el importe de las hipotecas concedidas para vivienda en los cuatro primeros meses del año mostró un comportamiento aún más dinámico, puesto que se aceleró en torno a 2 p.p. hasta el 26,9%. La fortaleza en la actividad hipotecaria es resultado de un efecto cantidad y un efecto precio. Es decir, el dinamismo del mercado se derivó de la

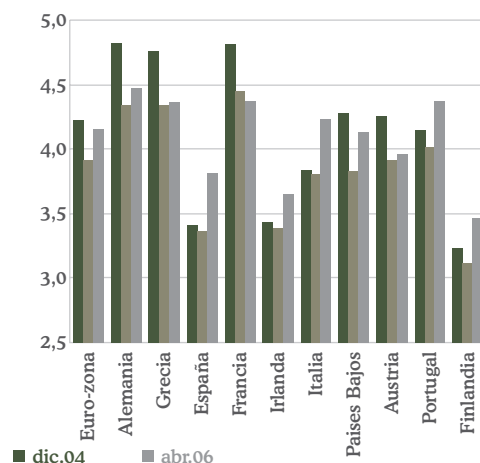
<sup>2</sup> Kok Sorensen, C., T. Werner (2006) Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross country comparison. ECB Working paper series n° 580/January 2006

Gráfico 4.4. Préstamos vivienda Alemania: condiciones de crédito bancario y demanda



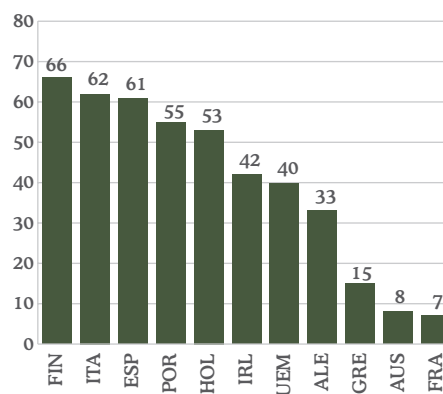
Fuente: Bundesbank

Gráfico 4.5. TAE de las nuevas operaciones de crédito a los hogares para adquisición de vivienda



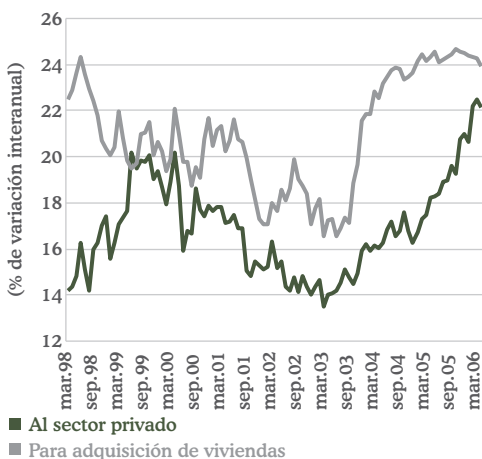
Fuente: Eurostat

Gráfico 4.6. Repunte en los tipos de interés hipotecarios (abril 2006-junio 2005)



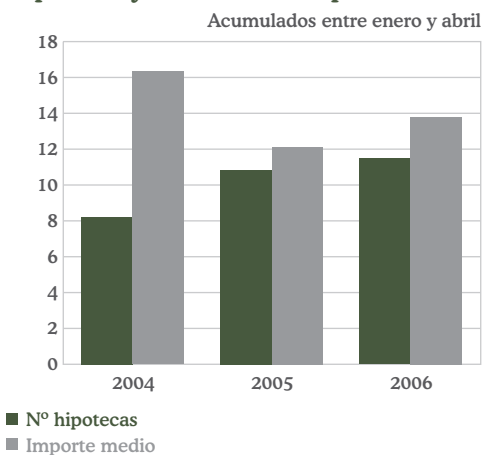
Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

Gráfico 4.7.  
Crecimiento del crédito gestionado



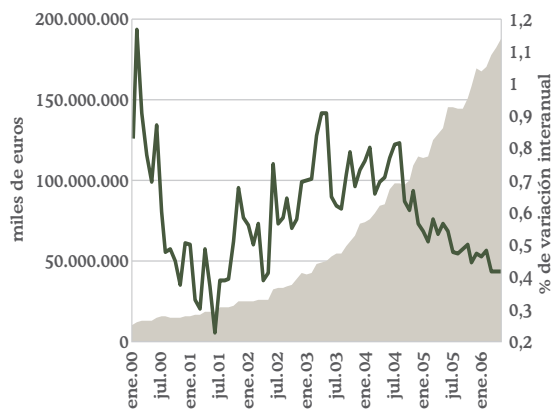
Fuente: Banco de España

Gráfico 4.8.  
Variación anual del importe medio por hipoteca y número de hipotecas



Fuente: INE

Gráfico 4.9.  
Fondos de titulización de activos



Fuente: Banco de España

conjunción tanto de un crecimiento del número de las operaciones nuevas que se realizaron (+11,5% en relación con el año anterior), como del aumento del importe de la hipoteca media concedida, cuyo crecimiento se aceleró 1,7 p.p. en lo que llevamos de año hasta el 13,8%. Este último incremento respondió fundamentalmente al mantenimiento de la senda de crecimiento de los precios de la vivienda por encima de los dos dígitos.

Ante una crecimiento de los depósitos bancarios insuficiente para para financiar este fuerte crecimiento del crédito hipotecario, las entidades bancarias han continuado apelando a los mercados de capitales. De esta forma, los fondos de titulización, que en buena medida se instrumentan sobre créditos hipotecarios, mantienen tasas de variación superiores al 40% en lo que ha transcurrido de 2006, aunque han desacelerado su ritmo de crecimiento. Más intensa aún está siendo la actividad en el mercado de emisiones de cédulas hipotecarias, cuyo saldo se ha incrementado en más de un 60% durante el mismo período.

El dinamismo del crédito para vivienda contrasta con el encarecimiento que se ha producido en la financiación hipotecaria ya comentado, lo que pone de manifiesto que el cambio de ciclo experimentado por la política monetaria europea está siendo contrarrestado por otros factores. En primer lugar, a pesar del tensionamiento de los tipos de interés, las condiciones monetarias en España distan de ser neutrales, lo que continúa favoreciendo el endeudamiento.

En segundo lugar, y en parte derivado del factor anterior, el entorno macroeconómico sigue siendo muy favorable especialmente en lo que respecta a la creación de empleo, uno de los principales soportes del sector inmobiliario.

En tercer lugar, es importante tener en cuenta que la evolución del crédito hipotecario a las familias se ve afectada en buena medida por el desfase existente entre la decisión de compra de vivienda y la posesión de ésta cuando se trata de vivienda de nueva construcción. Este tipo de transacciones se reflejan en la financiación hipotecaria familiar con un retardo, lo que, unido a la lenta amortización de este tipo de financiación como resultado de su elevado plazo, llevan al saldo de crédito hipotecario de las familias a mostrar una elevada persistencia.

En cuarto lugar, el mercado hipotecario se sigue desarrollando en un contexto fuertemente competitivo. De hecho, en la última encuesta sobre préstamos bancarios, de abril de 2006, se observa una ligera relajación de los estándares de crédito, aunque ésta se produjo principalmente a través de una ampliación de los plazos de concesión de las hipotecas, siendo el aumento de las presiones competitivas el principal motivo para esta ligera mejora de las condiciones de oferta. Asimismo, las entidades han observado un suave aumento de la demanda de este tipo de financiación que atribuyen sobre todo a las favorables perspectivas del mercado de la vivienda.

El fuerte incremento en la iniciación de viviendas en los últimos años ha propiciado un notable dinamismo de la financiación concedida al sector de la construcción y de los servicios inmobiliarios. Así, la primera experimentó en el primer trimestre de 2006 un incremento del 27%, en línea con el crecimiento mostrado a finales de 2005. Dentro de este sector, el crédito concedido a construcción de edificios y obras singulares experimentó una variación del 30%. Más llamativa resultó la evolución del crédito concedido a las empresas de servicios inmobiliarios, que durante el primer trimestre del año se aceleró hasta el 50% en relación con el mismo período del año anterior.

## Nuevas estadísticas de cambios en las condiciones de las hipotecas: de tipo fijo a variable

Recientemente el INE ha comenzado a publicar nueva información sobre los cambios y las cancelaciones de los contratos hipotecarios, que pone de manifiesto algunos resultados interesantes. En los primeros cuatro meses del año el número de hipotecas que modificaron sus condiciones creció un 32%. El 80% de estos cambios tuvieron lugar en la misma entidad financiera. Cabe destacar que en torno a la mitad de las modificaciones registradas en estas hipotecas se produjeron en los tipos de interés. Las tendencias generalizadas en este tipo de modificaciones apunta a que, paradójicamente y aún a pesar de la mayor restricción monetaria, se producen cambios de referenciación de las hipotecas desde tipo fijo hacia tipo variable. Igualmente, como ya se observa en la contratación de nuevas operaciones, el Euribor es la referencia hacia la que en mayor medida se orientan las modificaciones de los créditos de vivienda.

## La moderación del crédito, más evidente en 2007

El renovado dinamismo de la economía española y del sector inmobiliario, junto con la inercia que caracteriza la evolución del crédito hipotecario, llevarán a que éste mantenga su tono expansivo durante este ejercicio. No obstante, el ajuste gradual que experimentará el mercado inmobiliario unido a un entorno de tipos de interés menos favorable, conducirán a una ralentización de la demanda de la financiación hipotecaria que se hará sentir en mayor medida en 2007.

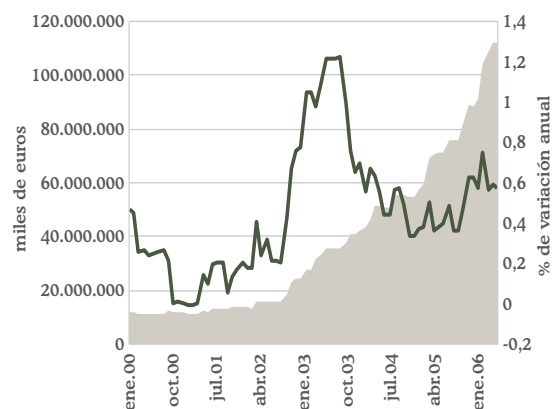
La continuada expansión crediticia que ha tenido lugar en los últimos años ha propiciado un incremento en el endeudamiento de las familias que reduce la capacidad de asumir nueva deuda en un entorno en el que los tipos de interés seguirán evolucionando al alza. Sin embargo, como se describe con detalle en el recuadro adjunto, las subidas de tipos de interés dada su gradualidad y su limitado alcance en comparación con los tipos de interés que prevalecían en la economía española con anterioridad a la entrada en el euro, posibilitarán que el endurecimiento de la política monetaria se absorba sin grandes tensiones para los hogares españoles.

No obstante, en este tipo de análisis es importante tener en cuenta que el impacto de unos mayores tipos de interés sí que podría dejarse notar en mayor medida en aquellos hogares que presentan una situación financiera menos holgada. De acuerdo con las estimaciones del Banco de España<sup>3</sup>, se observa que en el caso de la economía española el ratio de endeudamiento y la carga financiera muestran una relación negativa con el nivel de renta, lo que convierte al estrato de población con menores ingresos (hogares en el percentil 0-20) en particularmente vulnerable a los cambios en las condiciones de financiación. Sin embargo, según los cálculos realizados por el propio banco central, estas familias verían reducir su renta después de deducir su carga financiera en 2,5 p.p., 5,1 p.p. y 7,3 p.p. ante incrementos respectivos del coste de la financiación de 100 pb, 200 pb y 300 pb. Considerando lo moderado de estos impactos, cabe concluir que, aún para este segmento de hogares, el cambio en las condiciones de financiación será asumible.

<sup>3</sup> Análisis por segmentos de renta de la sensibilidad de la carga financiera de las familias a aumentos en los tipos de interés. Informe Anual del Banco de España 2005.

Gráfico 4.10.

### Saldo vivo de cédulas hipotecarias



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.11.

### Crédito al sector inmobiliario



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.12.

### España: Tipo de interés de los créditos a la adquisición de vivienda



Fuente: Banco de España

## Carga financiera de las familias: un incremento asumible

El endeudamiento de las familias españolas ha aumentado de manera notable durante los últimos años superando el 120% de su renta disponible. Esta asunción de un mayor nivel de deuda tiene un componente estructural derivado de la mayor estabilidad macroeconómica y financiera que la pertenencia a la UEM ha traído consigo.

No obstante, el crecimiento de los pasivos de las familias tiene importantes efectos económicos. Así, la posición financiera de los hogares y de la economía se ha vuelto más sensible a *shocks* en los tipos de interés y en los precios de los activos. En general, el empleo y la carga financiera son los principales detonantes en el incremento de impagos por parte de las familias<sup>1</sup>. En este recuadro se presenta una estimación de esta última.

Aprovechando la publicación de los datos micro-económicos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) y las estadísticas de tipos de interés disponibles tanto para el agregado de la UEM como para alguna de sus principales economías, se ha elaborado una carga financiera que, a pesar de ser un indicador que debe ser tomado con cautela debido a las grandes diferencias entre el análisis macro y el análisis micro de este tipo de variables, permite realizar una comparativa internacional así como aproximar el impacto que la futura senda de la política monetaria va a tener sobre la economía familiar.

### Cálculo de la carga financiera

La carga financiera no es más que el importe de las cuotas de los préstamos que tienen pendientes las familias en relación a su renta disponible. Para su cálculo, es necesario conocer el importe de la deuda pendiente<sup>2</sup>, los plazos de vencimiento de esos préstamos, los tipos de interés que los hogares pagan por estas deudas y la renta disponible de las familias.

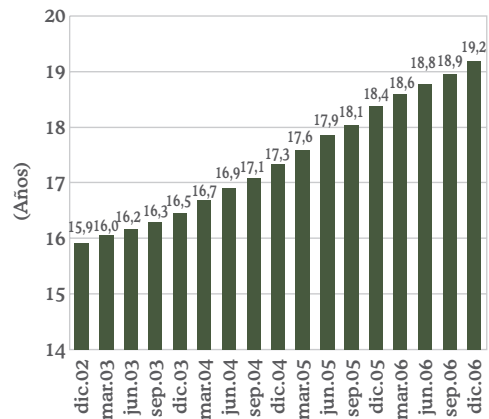
El principal problema a la hora de estimar la carga financiera de las familias es la falta de estadísticas sobre el plazo de los diferentes préstamos existentes en la cartera de las entidades financieras. Así, el Banco de España<sup>3</sup> utiliza en sus estimaciones datos no públicos aportados por las entidades de crédito. No obstante, la publicación de los datos micro de la EFF, a pesar de presentar la situación financiera de los hogares tan sólo para el ejercicio 2002, permite estimar la vida media de la cartera de préstamos diferenciando entre los préstamos a la vivienda y el resto.

En base a esta encuesta, se ha extraído el perfil de amortización de la deuda de las familias por tipo de préstamo en 2002, lo que se ha utilizado para calcular la vida media de la cartera de crédito en esa fecha. A partir de ahí, se ha estimado el crecimiento de la cartera bruta de préstamos a la vivienda que se supone que se concede al plazo medio que ofrecen las estadísticas de los Registradores, lo que permite estimar la senda de la vida media de cartera. Así, a diciembre de 2006, el plazo medio de los préstamos a la vi-

vienda en la cartera de los bancos se estima en 19,2 años. Esta cifra podría estar sesgada a la baja ya que, según una encuesta realizada en el primer trimestre del año para la Agencia Negociadora de Productos Bancarios, los préstamos hipotecarios en vigor de las familias tenían ya un plazo medio de 21 años. Esta discrepancia se puede deber a la falta de datos sobre las cancelaciones anticipadas y los plazos de los préstamos que se cancelan. En el caso del resto de préstamos, al no contar con el plazo medio, a partir de 2002 se ha dejado constante a los niveles existentes en la encuesta<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Este supuesto es razonable dado que se asume que se ha compensado el mayor peso de la financiación a corto plazo con el alargamiento de los plazos en los préstamos para la adquisición de bienes de consumo duradero

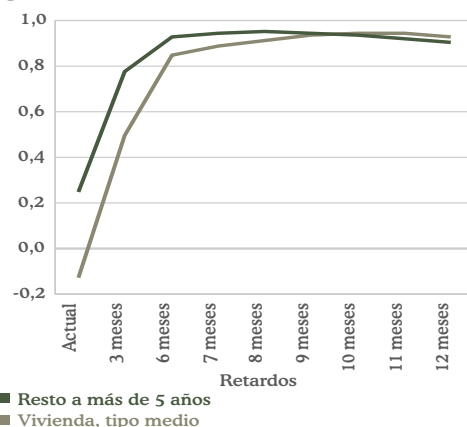
### Estimación de la vida media de la cartera de préstamos a la vivienda



Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA en base a encuesta financiera de las familias

En cuanto a los tipos de interés, a diferencia de la metodología del Banco de España, se han utilizado los de los saldos vivos en lugar de los tipos de las nuevas operaciones, ya que reflejan mejor el impacto de los tipos de interés en la cartera de préstamos. De hecho, al analizar la correlación entre la evolución de los tipos de interés de mercado y el tipo de interés de los saldos vivos de crédito se observa que los tipos de interés de la cartera de crédito tardan 6 meses en acoger la evolución de los tipos de mercado.

### Correlación entre los tipos de interés de mercado y los tipos de los saldos vivos de crédito\*



\* Coeficiente de correlación entre el tipo de interés de los saldos vivos y su tipo de mercado de referencia (12 meses para vivienda y 3 meses para el resto). Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

<sup>1</sup> Tal y como se apunta en "Household debt and the macroeconomy". BIS Quarterly Review. March 2004.

<sup>2</sup> Incluyendo los préstamos dados de baja en el balance por titulación

<sup>3</sup> Véase Del Rio, A. "El endeudamiento de las familias". Documento de trabajo n° 0228 del Banco de España (2002).



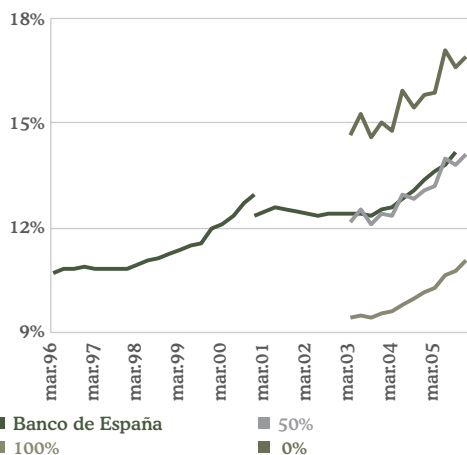
Otro problema a la hora de analizar la carga financiera de las familias es el tratamiento de la deuda a menos de un año, ya que existen deudas que al llegar su vencimiento se renuevan, sin necesidad de realizar el pago del principal, como las líneas de crédito o las tarjetas.

En este sentido, se ha optado por calcular tres tipos de carga financiera en base a tres supuestos. En primer lugar, se asume que las familias sólo pagan intereses por las deudas menores a un año. En segundo lugar, se asume que se paga durante el ejercicio el 100% del principal de la deuda inferior a un año y, en tercer lugar, se hace un supuesto intermedio en el que se paga la mitad.

## Evolución de la carga financiera de las familias españolas

Como se observa en el gráfico 2, la carga financiera ha aumentado de manera continuada en la última década. No obstante, no se observa una relación directa con el nivel de endeudamiento debido a la evolución de los tipos de interés y al alargamiento de los plazos de concesión de los préstamos. De hecho, al descomponer la carga financiera en principal e intereses, se observa que el pago de intereses se ha mantenido muy estable alrededor del 4%, mientras que el pago de su principal, influenciado por el incremento en el volumen de deuda, ha sido lo que ha provocado el aumento de la carga financiera.

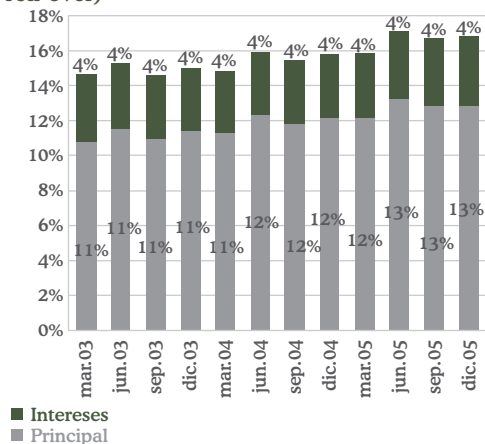
### Evolución de la carga financiera (Banco de España y propia según porcentaje de roll-over)



Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

De hecho, las contribuciones a la carga financiera del aumento de la deuda, la renta, el plazo y los tipos de interés, reflejan que durante los últimos dos años, el aumento de la carga financiera viene explicado principalmente por el fuerte aumento del crédito concedido a las familias, contrarrestado, en parte, por la positiva evolución de la renta familiar. Los tipos de interés y el plazo de los préstamos han contribuido también negativamente, aunque de manera más marginal.

### Descomposición de la carga financiera total (0% roll-over)



Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

## Comparativa internacional

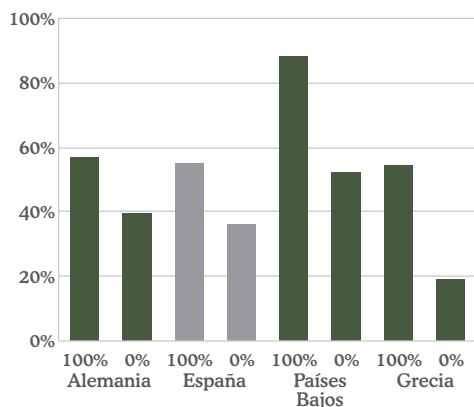
El aumento del endeudamiento en los últimos años ha venido impulsado por el proceso de convergencia de la economía española con otras economías europeas. Para ilustrarlo, se ha calculado la carga financiera de las familias para países que ofrecen el mismo tipo de estadísticas de préstamos y tipos de interés que el Banco de España (Alemania, Países Bajos y Grecia) y para el agregado de la UEM<sup>5</sup>.

Como se observa en el gráfico 4, la carga financiera total (con el pago del 100% del principal de la deuda a corto plazo) de las cuatro economías seleccionadas oscilaría entre el 23% de Países Bajos y el 15% de Alemania y, para la deuda de largo plazo (con un 100% de roll-over de deuda) entre el 14% holandés y el 5% griego. España, con un 16% en el primer caso y un 11% en el segundo, se situaría en una posición intermedia. No obstante, a la hora de comparar niveles de carga financiera hay que tener cautela, ya que existen notables diferencias entre países en la distribución de esa carga. Así, como pone de manifiesto el Banco Central Europeo en su Informe de Estabilidad Financiera de junio de 2005, mientras que existen economías como la británica o la holandesa donde aproximadamente el 65% de las familias mantiene alguna deuda, en Alemania este porcentaje se sitúa entre el 40% y el 50% y en Italia no llega al 20%, lo que marca importantes diferencias en la distribución de la carga financiera agregada. En el caso de España, según la EFF, en 2002, un 46% de las familias españolas tenían algún tipo de deuda.

Al analizar la carga financiera por adquisición de vivienda, sorprende ver que en España ésta presenta una menor importancia sobre el total que en Países Bajos o Alemania. En el caso holandés, se puede deber al uso frecuente de la disposición de riqueza inmobiliaria a través de hipoteca, es

<sup>5</sup> Ante la falta de información sobre los plazos de los préstamos a más de 5 años, se ha recurrido a utilizar los mismos que para España, por lo que esta comparativa debe ser tomada con cautela.

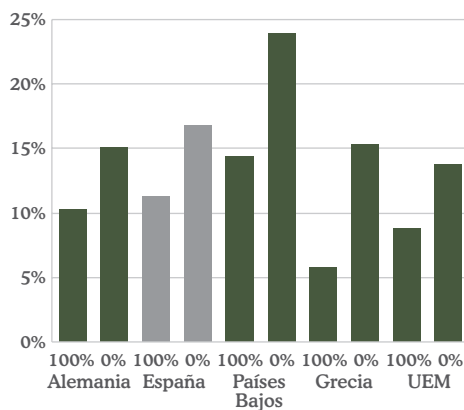
### Peso del crédito a la vivienda en la carga financiera (2005)



Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

decir, a la financiación del consumo a través del crédito hipotecario, en cambio en Alemania este producto está tan poco desarrollado como en España.

### Comparativa internacional de carga financiera según % de roll-over



Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

Por otro lado, al poner en relación la carga por intereses y la carga por principal en este tipo de financiación, se observa que las familias españolas tienen unos pagos por intereses hipotecarios inferiores en relación a la carga por principal, poniendo en evidencia el menor nivel de los tipos de interés hipotecarios en España. No obstante, hay que tener en cuenta que el coste de la financiación se ha situado en mínimos históricos durante los tres últimos años y que el elevado peso de la financiación hipotecaria a tipo variable lleva a que la carga financiera sea mucho más sensible al nivel contemporáneo de los tipos de interés a corto plazo.

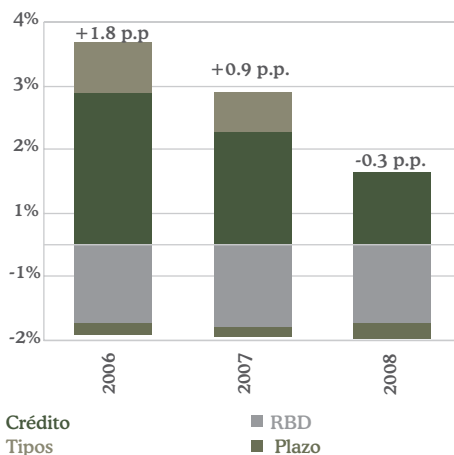
### Perspectivas de la carga financiera

El aumento del endeudamiento de las familias, sitúa a éstas en una posición más vulnerable que en el pasado frente a variaciones en los tipos de interés. En este contexto, el cambio de sesgo de la política monetaria del BCE va a suponer mayor presión sobre la carga financiera de las familias. Al menos, el 72% de la deuda viva de las familias españolas está referenciada a tipo de interés variable, lo que supone que, aún sin la asunción de nueva deuda, las familias van a necesitar más recursos para hacer frente a su endeudamiento.

No obstante, el impacto de las subidas de tipos de interés en la cartera de préstamos será gradual, lo que permitirá a los hogares acomodarse al incremento de su carga financiera. Así, al incorporar el escenario de tipos de interés, renta y crédito del Servicio de Estudios del BBVA y manteniendo una senda de ampliación del plazo remanente de la cartera hipotecaria similar a la observada en los últimos años, se observa que entre 2005 y 2007, la carga financiera podría incrementarse en 2,7 puntos porcentuales de la renta disponible. Es de destacar que la mayor parte de este incremento vendría explicado, al igual que en los últimos años, por el dinamismo que seguirá manteniendo el crédito. De hecho, los mayores tipos de interés sólo van a presionar la carga financiera con un incremento acumulado de 0,8 puntos porcentuales sobre la renta disponible. Además, hay que tener en cuenta que la evolución de la financiación es, a su vez, función del escenario de tipos de interés, por lo que escenarios más agresivos de subidas de tipos reducirían la demanda de crédito y, por lo tanto, su contribución a la carga financiera.

En suma, desde una perspectiva macroeconómica, no cabe pronosticar que el cambio de tendencia de la política monetaria vaya a tener consecuencias severas sobre la situación financiera de los hogares españoles.

### Perspectivas de las contribuciones al crecimiento de la carga financiera



Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA



## 5. La eficiencia en la producción de viviendas

**Ignacio San Martín**

Servicio de Estudios Económicos BBVA

### Introducción

En los cuatro años transcurridos desde el último censo, realizado en 2001, se han proyectado la iniciación de un total de 2,8 millones de nuevas viviendas en España, lo que supone un ritmo de crecimiento del parque residencial del 2,7% de media anual, ritmo muy superior al observado en las décadas de los ochenta (1,9%) y noventa (2,3%) y más en línea con los ritmos observados en los sesenta y setenta, periodos de intensa edificación derivados del fuerte movimiento migratorio del campo a la ciudad que se produjo en España en aquellos años.

En 2005, se visaron un total de casi 790.000 nuevas viviendas, lo que supone una producción de más de 17 viviendas por cada 1.000 habitantes, volumen de producción solo superado en Irlanda en la actualidad o igualado en Finlandia o Grecia a principios de los noventa. Este elevado volumen de producción ha llevado a que la inversión residencial suponga ya casi el 9% del PIB Nacional.

En este entorno, las empresas promotoras españolas han aprovechado el importante aumento de demanda residencial para fortalecerse financieramente, aumentar su tamaño y expandirse territorialmente. Así, el volumen de facturación de las principales promotoras se ha triplicado en los últimos cuatro años y la capitalización de las mismas ha sido del 230% en el periodo.

Un siguiente paso para las empresas promotoras españolas está siendo la expansión internacional. En este sentido, varias son las cuestiones que se plantean en el sector: las empresas españolas ¿son más eficientes que la competencia en un entorno distinto del nacional?, ¿sabrán explotar sus ventajas competitivas?. ¿Cuales son los retos a los que se enfrentan?. ¿Obtendrán retornos similares a los de España?.

### Aspectos teóricos

#### a) Las ineficiencias en el mercado inmobiliario

Desde el punto de vista convencional, tanto el mercado del suelo como el de la vivienda suelen ser considerados como mercados relativamente ineficientes dada:

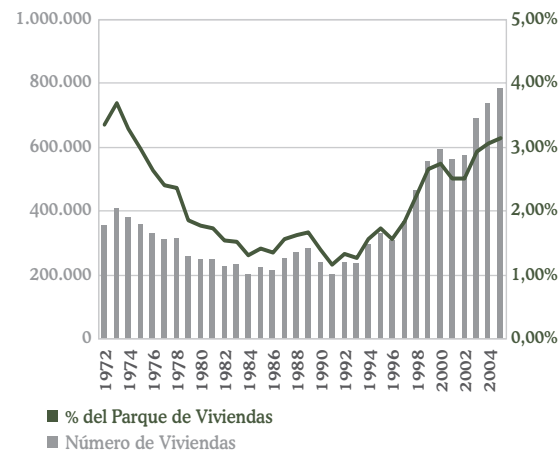
- la existencia de externalidades en el planeamiento y la construcción,
- la presencia de bienes públicos en el mercado o
- las dificultades para disponer de información veraz y completa, lo que conlleva a realizar asignaciones de recursos<sup>1</sup> relativamente ineficientes

En general, desde el punto de vista académico, es necesaria la existencia de: a) muchos compradores, b) muchos vendedores, c) productos relativamente homogéneos y d) completa información para que un

Gráfico 5.1.

### Viviendas Iniciadas en España

Número y % del parque



Fuente: Mº Fomento y Servicio Estudios Economicos BBVA

<sup>1</sup> Evans, A.W. (1995). The property market – ninety per cent efficiency?. *Urban Studies*, Vol 32, Nº 1, pp. 5-29. 1995

mercado funcione de forma eficiente. Considerando el mercado de vivienda en su conjunto, se observa que los productos son claramente heterogéneos, especialmente si se toman en cuenta las características de localización. Incluso, aunque se estratifiquen los productos de forma que existan diferentes segmentos de productos relativamente homogéneos, debe de existir abundante demanda y oferta y suficiente información para que se generen eficiencias en el mercado.

Sin embargo, lo que se observa es que, en los diferentes segmentos, en los mercados locales, no existen ni muchos demandantes, ni muchos oferentes y, además, existe cierta escasez de información relevante. En este sentido, y siguiendo a Evans (1995), tres son las razones para que se produzcan ineficiencias en el mercado de la vivienda: la primera, las diferencias en la localización de la oferta; la segunda, la importante segmentación del mercado y, la última, la existencia de un conjunto de características propias en cada vivienda que las hace diferentes entre sí.

Además de los factores mencionados, el escaso número de veces que una vivienda cambia de propietario en general y las limitadas veces en las que existen muchos compradores y muchos vendedores para un conjunto de viviendas hacen que se limite la competencia, por lo que las ganancias en eficiencia son difíciles de realizar en el mercado inmobiliario.

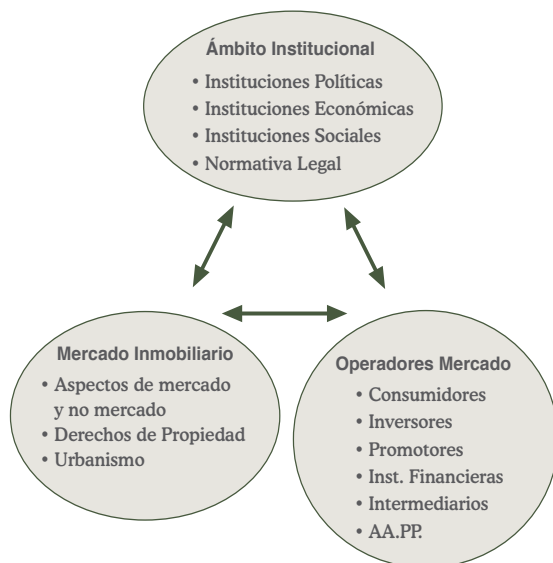
La existencia de ineficiencias conlleva a que, en el proceso de formación de precios, las valoraciones de los activos inmobiliarios no sean tan precisas como las de los otros activos, como por ejemplo las de los que se negocian en mercados bursátiles. De hecho, las valoraciones inmobiliarias reflejen más elementos que aquellos relacionados directamente con los costes. Y en ello radica parte de la dificultad de modelizar el comportamiento de los precios de la vivienda en los diferentes mercados.

*b) La visión institucional.*

Las ineficiencias del mercado inmobiliario implican que existe la posibilidad de explotar aspectos específicos del proceso inmobiliario que pueden generar beneficios extraordinarios. En este sentido, y para comprender mejor la naturaleza de las ineficiencias mencionadas<sup>2</sup>, el mercado inmobiliario es susceptible de ser jerarquizado en tres niveles: en el plano más elevado se situaría el ámbito institucional, delimitado por las reglas legales y las convenciones políticas, económicas y sociales. En el segundo nivel se situaría el mercado inmobiliario en sí mismo, que queda definido por su estructura, su dimensión y por sus protocolos en la forma de funcionar. Y en tercer lugar estarían los principales agentes que operan en este mercado, como pueden ser los consumidores, las instituciones financieras o los promotores inmobiliarios (gráfico 5.2.).

Bajo el punto de vista anterior, la eficiencia se transforma en un concepto relativo que va más allá de las restricciones técnicas o de la disponibilidad de recursos. En el caso del mercado inmobiliario, el enfoque institucional cambia el significado de eficiencia desde lo que es físicamente posible realizar o construir hacia el concepto de lo que es socialmente deseable construir. Así, puede ser técnicamente posible construir determinado tipo de edificios con una altura concreta, o urbanizar de forma eficiente ciertas zonas de la ciudad pero dichas oportu-

Gráfico 5.2.



Fuente: Keogh y D'Arcy. 1999

<sup>2</sup> Keogh, G y D'Arcy, E (1999) Property Market Efficiency: An Institutional Economics Perspective, *Urban Studies*, Vol 32, N°13, pp.2401-2414, 1999.

nidades pueden verse limitadas por los usos municipales, los planes urbanísticos o los propios deseos de los ciudadanos.

Los cambios normativos, sociales o económicos que van teniendo lugar en el medio y largo plazo redefinen constantemente esta frontera institucional y condicionan el desarrollo del mercado inmobiliario y, con ello, el de la industria que opera en el mismo. En este sentido, un entorno normativo que potencie y favorezca el desarrollo del mercado será más propicio para generar ganancias en eficiencia en la promoción inmobiliaria que entornos normativos más discrecionales, en los que se estimula la “búsqueda de rentas”<sup>3</sup> como fórmula para obtener beneficios extraordinarios, dejando en un segundo plano las mejoras en la eficiencia.

### *c) Los aspectos más locales.*

Los mercados inmobiliarios tienen un marcado carácter local. De una parte, la capacidad de las administraciones locales para determinar los usos del suelo así como para establecer los procesos de transformación del mismo o conceder las licencias de construcción lleva a que se produzcan amplias diferencias entre los distintos mercados locales. De otra, el grado de concentración de la industria constructora en cada municipio condiciona el nivel de competencia entre agentes.

En relación con la capacidad de las administraciones locales, en aquellos mercados donde las restricciones al desarrollo inmobiliario son menores, la disponibilidad de suelo es, en general, mayor y suelen existir menos barreras a la entrada de competidores en el mercado. En estos mercados, la actividad promotora puede responder más rápidamente a los impulsos de demanda, ganando en eficiencia y manteniendo los precios más estables.

En aquellos mercados donde existen limitaciones al desarrollo, bien por llevar una política de suelo restrictiva o por limitar el número de licencias de construcción, cuando se produce un impulso de la demanda, los promotores no pueden responder adecuadamente lo que genera aumentos de precios. En estas circunstancias, aquellos promotores que dispongan de suelo o licencia pueden obtener un “premium” por los mismos sin que se hayan producido necesariamente ganancias de eficiencia.

En estos mercados restrictivos, la tenencia de suelo para operar en el largo plazo se transforma así en un elemento estratégico y fundamental para las empresas, por lo que tenderán a acumular más suelo en su cartera que en aquellos mercados con menores restricciones. Dado que en estos mercados se suele obtener un margen mayor por la disponibilidad de suelo o licencias que por las ganancias en eficiencia, los esfuerzos de las empresas se orientan más a la consecución de suelo que a mejorar la eficiencia.

En relación con la concentración de la industria, en aquellos mercados en los que existe una menor concentración y un mayor número de promotores, la competencia estimula la mejora en eficiencia de las empresas. En aquellos mercados en los que existe una elevada concentración de la oferta y una menor competencia, los promotores tienen menos incentivos a mejorar sus procesos productivos.

<sup>3</sup> Para una discusión más profunda sobre el concepto de “búsqueda de rentas” y como afecta a la economía ver: Krueger, A.O. (1974), “The Political Economy of the Rent-Seeking Society”. *The American Economic Review*, nº 64, pp-gg 291-303.

## Aspectos técnicos

Una vez establecida la frontera de producción inmobiliaria en el contexto institucional, la búsqueda de la eficiencia en la edificación se centra en ampliar las posibilidades técnicas y en mejorar los procesos de producción de la industria en su conjunto. Para ello, sería deseable disponer de un grupo de indicadores internos de la propia industria, aplicables a las empresas del sector, que permitieran detectar las áreas y procesos que pueden admitir mejoras para, así, poder aumentar la eficiencia del sector<sup>4</sup> en general y de las compañías en particular.

Estos indicadores se pueden dividir en diferentes categorías y están orientados a medir: a) el tiempo que supone desarrollar y comercializar una promoción, b) los costes de producción de la misma, c) las calidades del producto final, d) la satisfacción del cliente, d) los resultados empresariales y e) otros aspectos relacionados con la promoción. A su vez, es posible enriquecer y desagregar aún más los indicadores anteriores si se diferencian los distintos estadios por los que se ha de pasar para desarrollar completamente una promoción; así, se pueden categorizar los tiempos de producción y los costes tanto en el proceso de diseño de la promoción como en el de urbanización o el de la edificación propiamente dicho.

### *a) tiempo de construcción*

En el caso español, pocos son los indicadores que pueden directamente ser utilizados como referentes para medir la eficiencia de la industria, o de empresas particulares, en sus distintas fases. Así, la información sobre el primer conjunto de indicadores, los relacionados con el tiempo de desarrollo de las diferentes etapas de la promoción inmobiliaria, es escasa. Si bien es fácil determinar el tiempo que se destinará a la construcción del inmueble, concretar el tiempo necesario para transformar un suelo en urbano o para obtener una licencia de construcción no lo es tanto. Además, los tiempos varían según la comunidad autónoma donde se desarrolle el proyecto.

En general, el proceso urbanístico en España requiere un tiempo estimado entre 3 y 10 años para transformar suelo rústico en suelo urbano; la obtención de la licencia puede variar entre 3 y 9 meses mientras que el tiempo consumido en construir el edificio puede suponer entre 18 y 28 o más meses, dependiendo de la complejidad del mismo.

El proceso de planificación urbanística en España es lento y rígido. Una vez que está completamente definida la normativa de planeamiento y delimitada el área física de intervención urbanística, el siguiente paso en el proceso es definir el tipo de actuación urbanística, en ambos momentos se suelen producir importantes retrasos temporales. Una vez establecido el sistema de actuación, queda por fijar el modelo de gestión urbanística. Dentro de las obras de urbanización se incluyen: las obras de vialidad, las de saneamiento, las de suministro de agua y energía eléctrica y la jardinería y parques.

### *b) los costes de producción*

En el caso de los indicadores de costes, estos son más sencillos de estimar dado que existe un mayor volumen de información disponible. De hecho, el Ministerio de Fomento elabora series con datos trimestrales sobre la evolución de los costes de los materiales y de la

<sup>4</sup> Se puede encontrar un interesante conjunto de indicadores en: DETR 2000 *Key Performance Indicators Report for The Minister of Construction*. Department of Environment, Transport and Regions (DETR). London 2000.

mano de obra por tipología de obra. De esta forma, las empresas disponen de una referencia para medir su eficiencia en este aspecto.

En este sentido, el análisis de la evolución de los costes de la edificación en los últimos años muestra como éstos se han ajustado a la evolución del índice general de precios desde la segunda parte de la década pasada, rompiendo con ello la tendencia que presentaba tasas de crecimiento de los costes más elevadas que la inflación en la década de los ochenta y la primera parte de los noventa (gráfico 5.3.). Dentro de los costes de la construcción, han sido los de la mano de obra los que han aumentado a un mayor ritmo desde el punto de vista histórico, si bien en los últimos años su evolución ha sido más parecida a la de los materiales utilizados en la edificación (gráfico 5.4.).

### c) calidad y satisfacción del cliente

En relación con la calidad de los productos finales en el mercado inmobiliario, no se dispone públicamente de ningún indicador que permita medir la eficiencia en este sentido; ni para la industria en su conjunto ni para las empresas particulares. Una situación similar se observa en relación con los indicadores de satisfacción de los clientes; si bien en este aspecto es posible disponer de información a nivel de empresas, por lo que es posible obtener mejoras este campo.

### d) Resultados empresariales

Por el contrario, sobre los resultados empresariales existe información suficiente como para poder elaborar una serie de indicadores que permiten medir la mejora que se ha producido en la eficiencia de las empresas y de la industria. En este sentido, los datos de los últimos años ponen de manifiesto: el intenso auge de los volúmenes de ventas de las empresas cotizadas, que se han multiplicado por tres en el periodo 2000-2004, el significativo aumento del margen bruto, que supone casi el 28% del total de ventas, y del beneficio neto, 25% de las ventas. En el mismo periodo, el valor de mercado de dichas empresas ha aumentado hasta el 575% de las ventas.

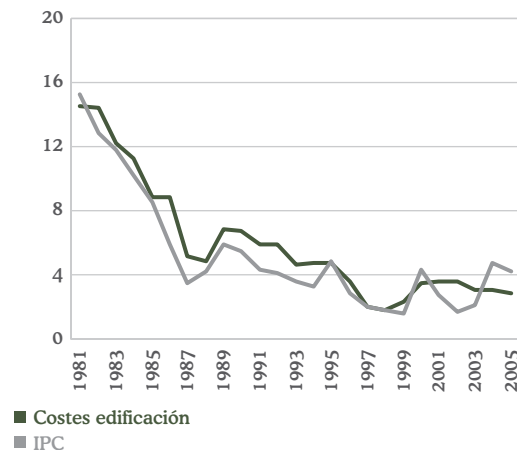
## Las ventajas competitivas en España. Aspectos del modelo español

La expansión de la inversión inmobiliaria que se ha producido en España ha llevado a un importante crecimiento de la industria de la promoción residencial que se ha apoyado en tres factores:

- 1 La existencia de una intensa demanda de vivienda.** La mejora de la renta real de las familias españolas, el importante aumento de la población inmigrante y la llegada de un creciente número de turistas que deciden pasar temporadas más o menos largas en sus propias residencias han posibilitado el intenso aumento de la demanda residencial de los últimos años. Así, mientras que en el periodo 1987-1997 el volumen de transacciones alcanzó una media ligeramente superior a 500.000 unidades al año, ésta se ha duplicado en el periodo comprendido desde 1998 hasta la actualidad.
- 2 La mejora de las condiciones de financiación.** El proceso de incorporación de la economía española a la disciplina de la moneda única europea permitió el descenso estructural de los tipos de

Gráfico 5.3.  
Costes de Edificación e IPC

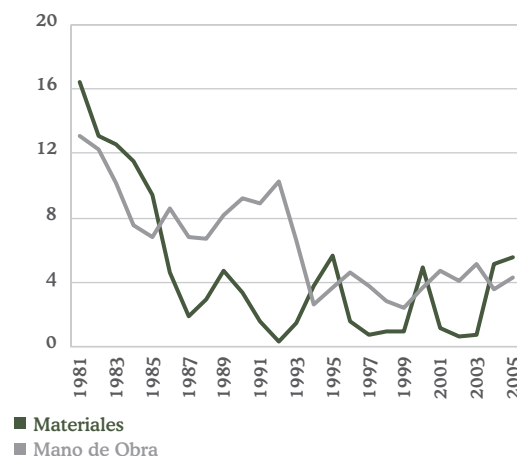
Variación anual



Fuente: INE, Mº Fomento y Servicio Estudios Economicos BBVA

Gráfico 5.4.  
Edificación: coste materiales y mano de obra

Variación anual



Fuente: Mº Fomento y Servicio Estudios Economicos BBVA

Cuadro 5.1. Empresas Inmobiliarias cotizadas

	2000	2004
Margen Bruto (% ventas)	20,9%	27,7%
Beneficio Neto (% ventas)	18,6%	24,9%
Valor Mercado (% ventas)	450%	575%
Ventas (mill. € de 2004)	1.075	3.325

Fuente: Servicio Estudios Economicos BBVA

interés en España, que junto con el alargamiento de los plazos de amortización y otras mejoras añadidas, han permitido intensificar la financiación a la vivienda en España, tanto desde el punto de vista de la producción como de la adquisición. En este sentido, el volumen de recursos financieros destinados al segmento de la vivienda creció hasta alcanzar un volumen equivalente al 80% del PIB en 2005, 50 puntos porcentuales por encima de su peso en 1997.

**3 Las mejoras del proceso de producción del suelo.** Los cambios normativos que se produjeron en la década de los noventa en relación con el urbanismo en España han permitido desarrollar sistemas de gestión que han ampliado la oferta y acelerado el proceso de producción de suelo urbano. Un elemento clave para este crecimiento ha sido la generalización de sistemas de colaboración entre agentes como los más idóneos para la incorporación del suelo al proceso urbano, lo que ha sido potenciado por la aportación de la iniciativa privada en la gestión urbanística.

La existencia de un impulso de demanda ha sido una condición necesaria para que produjera el intenso desarrollo de la industria promotora, pero no ha sido suficiente para que las empresas más eficientes ganen cuota de mercado. De hecho, parte de la mejora en los resultados de las empresas promotoras han provenido no tanto por las ganancias en eficiencia, sino porque han sabido aprovechar intensamente las mejoras y el aumento de la competencia que se ha producido en la industria financiera y se han posicionado estratégicamente en los nuevos procesos de generación de suelo.

En este sentido, algunas peculiaridades propias del sistema normativo español, como son el derecho a preinscribir la obra nueva y división horizontal al inicio de la misma o la posibilidad de subrogar la financiación del promotor al cliente final, han permitido potenciar de manera decisiva la interrelación existente entre la industria promotora y la industria financiera.

Este fuerte grado de colaboración ha sido uno de los aspectos claves para la expansión de la promoción residencial en España. De hecho, una relación más intensa de las promotoras con las entidades financieras ha proporcionado a las primeras mayores recursos para la acumulación de bolsas de suelo, disponer de una mayor capacidad de apalancamiento y, consecuentemente, un menor consumo recursos propios, lo que ha permitido mayores beneficios y la expansión territorial.

En relación con la generación de suelo, las mejoras que se introdujeron en la mitad de la década de los noventa en su proceso de producción han permitido que en el periodo 1998-2005 se clasificaran como nuevos suelos urbanos una media de 225 millones de metros al año, mientras en la década 1987-1997 esta media superaba ligeramente los 140 millones de metros cuadrados. A pesar de este aumento de la oferta, dada la intensa expansión de la demanda de vivienda, se han producido aumentos en los precios de los bienes inmuebles que han tenido un claro reflejo en los precios del suelo. De esta forma, parte de las rentas generadas en el mercado de la vivienda han llegado de forma residual al suelo, sin que necesariamente se hayan producido ganancias de eficiencia.



## Sugerencias

Si los promotores españoles quieren trasladar la experiencia propia y expandirse a otros países deberían orientarse hacia mercados con elevada demanda potencial de viviendas y con posibilidades de que se produzcan ganancias en eficiencia en las industrias complementarias o, también, amplias mejoras en el sistema financiero.

Además, en aquellos mercados más restrictivos, se recomienda disponer de un conocimiento profundo de la normativa al uso, especialmente la relacionada con los aspectos urbanísticos y las concesiones de licencias, así como de los procedimientos administrativos necesarios para el desarrollo de la promoción inmobiliaria. Existen otros aspectos propios de los mercados, como los relacionados con la comercialización de los productos o la defensa de los consumidores, que también condicionan las ventajas competitivas de los distintos agentes.

En resumen, la expansión en otros mercados requiere disponer de cierto dominio sobre más elementos que aquellos relacionados estrictamente con la eficiencia de la industria de la promoción inmobiliaria.





## Interesados dirigirse a:

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

Depósito Legal: M-3479-1994

## Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

España y Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Europa: Sonsoles Castillo

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Latam y Mercados Emergentes: Luis Carranza

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

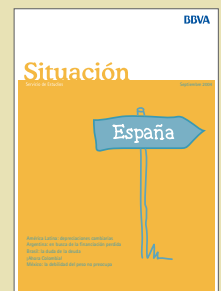
Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Escenarios Financieros: Maite Ledo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

## 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.