

# Situación Inmobiliaria España

2º SEMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE ESPAÑA & UNIDAD DE REAL ESTATE



01  
La demanda impulsa  
la recuperación del  
sector

02  
La edificación  
residencial avanza

03  
Los precios se  
estabilizan en un  
número creciente de  
mercados

04  
La financiación  
hipotecaria está  
siendo una palanca  
para la demanda

## Índice

1 Editorial	3
2 La recuperación económica continúa, a pesar de la moderación en el corto plazo	4
3 La demanda impulsa el mercado inmobiliario	7
Recuadro 1. El precio de la vivienda inicia un nuevo ciclo	19
Recuadro 2. Un nuevo indicador: accesibilidad-riesgo	25

**Fecha de cierre: 26 de noviembre de 2015**

# 1 Editorial

---

BBVA Research y el área Real Estate de BBVA se enorgullecen de presentar el informe “Situación Inmobiliaria de España”. Esta publicación, de periodicidad cuatrimestral, tiene como objetivo analizar desde el rigor, pero de manera clara y concisa, la evolución de las principales variables del mercado inmobiliario español, siguiendo la tradición del Grupo BBVA de ayudar a reconocer oportunidades y riesgos del sector y contribuir, de este modo, al progreso del mismo.

Esta nueva edición destaca cómo la recuperación de la demanda inmobiliaria está incentivando moderadamente la actividad constructora, en unos momentos en los que el exceso de oferta se está liquidando de forma acompasada. La divergente evolución de oferta y demanda está contribuyendo a la estabilización paulatina de los precios residenciales que, desde mediados de 2015, ya presentan tasas de revalorización positivas en todas las comunidades autónomas.

Los datos disponibles indican que 2015 está siendo el año de la recuperación de la actividad constructora en el sector inmobiliario. En este sentido, las previsiones apuntan hacia una tendencia creciente en la iniciación de obra que llevará a un aumento de la inversión residencial y supondrá que la edificación tenga una contribución positiva al crecimiento del PIB en 2015, por primera vez desde 2007.

En los siete años de la crisis del sector se destruyeron dos de cada tres empleos en la industria de la construcción, según la Encuesta de Población Activa, y desaparecieron dos de cada tres empresas relacionadas con la misma. A lo anterior hay que añadir que la delicada situación financiera del sector, derivada de su elevado nivel de apalancamiento, en un entorno de devaluación de sus activos, y el impacto de la crisis en el sistema financiero han generado importantes dificultades en el sector para obtener los recursos necesarios para desarrollar su actividad.

Las salidas de las recesiones asociadas a crisis financieras e inmobiliarias han sido generalmente más lentas. En este sentido, el caso español no está siendo diferente del resto y el proceso de normalización del mercado inmobiliario comenzará a percibirse de una forma más intensa en 2016.

En el presente número se resume el entorno económico en el que se ha desenvuelto el sector a lo largo de 2015. Un entorno que se ha caracterizado por el tono positivo de la actividad y del empleo, cuyo impulso será determinante para la buena evolución de la demanda. También se repasan los principales elementos que sustentarán la positiva evolución de un sector que, prácticamente, acaba de estrenar un nuevo ciclo.

Esperamos que nuestros lectores encuentren esta publicación interesante y provechosa.

Atentamente

## 2 La recuperación económica continúa, a pesar de la moderación en el corto plazo<sup>1</sup>

La evolución de la economía española sugiere un crecimiento del PIB del 3,2% para 2015 y las previsiones indican el 2,7% para 2016, lo que supone una desaceleración de la actividad en la segunda parte de 2015 respecto a lo observado en el primer semestre. Las razones para la moderación son la ralentización de la demanda mundial, el agotamiento de algunos factores cíclicos y el aumento de la incertidumbre, en parte ligada al ciclo electoral español. En todo caso, se espera que los vientos de cola, que apoyan la recuperación, prevalezcan.

### Desaceleración del crecimiento global en 2015 y ligera mejora en 2016

El PIB mundial podría cerrar 2015 con un avance anual del 3,2%, el más reducido desde 2009. Esto se explica por la progresiva desaceleración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China provocaron un repunte de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas. Así, la recuperación gradual del bloque desarrollado no lograría compensar la moderación del emergente que, de confirmarse nuestras previsiones, avanzaría apenas el 4% anual tras un crecimiento medio en los cinco años precedentes superior al 5,5%.

Las perspectivas para 2016 son más favorables, sustentadas en un mejor comportamiento relativo de las economías desarrolladas y emergentes. Como resultado, el crecimiento mundial podría repuntar hasta el 3,5%. Sin embargo, la intensificación reciente de algunos de los focos de riesgo como la desaceleración del sector manufacturero chino y sus repercusiones sobre el ciclo de materias primas y el comercio mundial, eleva la incertidumbre y acentúa los riesgos a la baja para la recuperación de los países con mayor dependencia de la demanda y el ahorro externos. El potencial deterioro en las perspectivas de crecimiento a medio plazo de economías desarrolladas como EE.UU. también es un factor a considerar en las perspectivas de crecimiento global.

En la eurozona la recuperación económica prosigue, aunque no se intensifica, lo que mantiene la expectativa de crecimiento anual en el 1,5% en 2015. La reducción del precio del petróleo, los bajos tipos de interés y la recuperación incipiente de los nuevos flujos de crédito privado explican el avance de la demanda doméstica y, en particular, del consumo. La mejora de la inversión en capital fijo continúa siendo tenue, pese a las señales positivas que arrojan los indicadores de confianza empresarial y la relajación de las condiciones de financiación. El buen comportamiento relativo mostrado por las exportaciones de bienes en el conjunto del área contrasta con el mayor estancamiento del comercio mundial, en parte debido a que el 60% del comercio de la eurozona se realiza con países desarrollados. La depreciación del euro también puede estar favoreciendo la competitividad de las ventas al exterior.

De cara a 2016, aunque el balance de riesgos para el crecimiento del área sigue sesgado a la baja, tanto por la incertidumbre que existe acerca del crecimiento global como por la persistencia de elementos de vulnerabilidad idiosincrásica (principalmente, la inestabilidad política asociada a los procesos electorales en marcha y cierto retraso en la implementación de reformas estructurales en algunas economías clave), el PIB podría incrementar su ritmo de avance hasta el 1,8%.

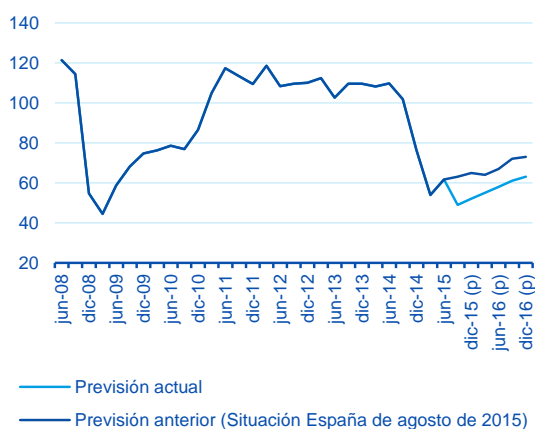
1: Para una información más detallada sobre la coyuntura económica de España véase la publicación Situación España cuarto trimestre 2015 disponible en: [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/11/Situacion\\_Espana\\_4T152.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/11/Situacion_Espana_4T152.pdf)

## Continúa el crecimiento a tasas relativamente elevadas en España

La economía española cerró el tercer trimestre de 2015 con una moderación de la tasa crecimiento que, probablemente, se extienda a los próximos trimestres. Los factores de la moderación son el deterioro de las expectativas de crecimiento global, el agotamiento de algunos impulsos cíclicos y el aplazamiento de algunas decisiones de gasto dado el intenso calendario electoral. En los próximos trimestres la economía seguirá registrando unas tasas de crecimientos sólidas (entre el 2,5% y el 3,0%), apoyada en elementos tanto externos como internos, que permitirá cerrar 2015 con una tasa de crecimiento económico del 3,2% que se verá reducida hasta el 2,7% en 2016.

Entre los elementos externos se encuentran la mejora del crecimiento mundial durante los próximos trimestres, si bien se mantendrá en 2015 y 2016 por debajo de su promedio histórico. De especial importancia será el mejor desempeño relativo de las economías desarrolladas, en particular de la europea. Además, el precio del petróleo continúa en niveles relativamente bajos, lo que debería contribuir a mantener la competitividad de las empresas españolas y la renta disponible de los hogares. Por último, el cambio de tono en las políticas de demanda se consolida, en particular en la monetaria, donde el Banco Central Europeo podría anunciar en diciembre medidas adicionales que garanticen una recuperación más intensa del crédito y de la demanda interna, además de la convergencia al objetivo de inflación y un contexto favorable de tipo de cambio del euro y de tipos de interés.

Gráfico 2.1  
**Escenario de precios del petróleo (US\$ por barril Brent)**



(p): previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de BCE

Gráfico 2.2  
**Escenarios de tipo de cambio del euro (euro/dólar)**

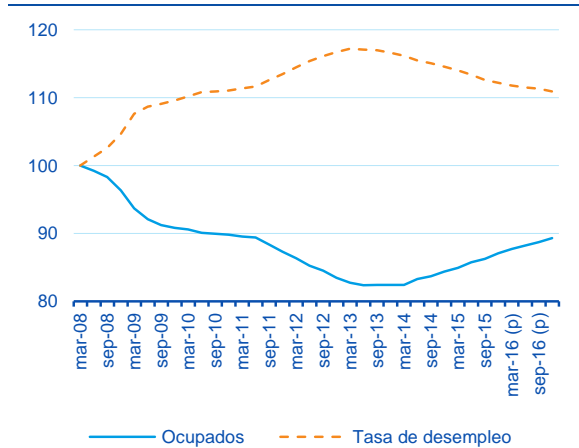


(p): previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de BCE

Entre los condicionantes internos, cabe notar que la recuperación de la demanda, desde mediados de 2013, se apoya no sólo en elementos transitorios (como los impulsos fiscales), sino en elementos estructurales que seguirán fomentando el crecimiento de la actividad en el medio plazo. Entre estos, se encuentran las reformas y, también, los cambios en la estructura productiva: por ejemplo, la reorientación de la inversión hacia los componentes de equipo y maquinaria o el incremento de la presencia de productos españoles en el exterior.

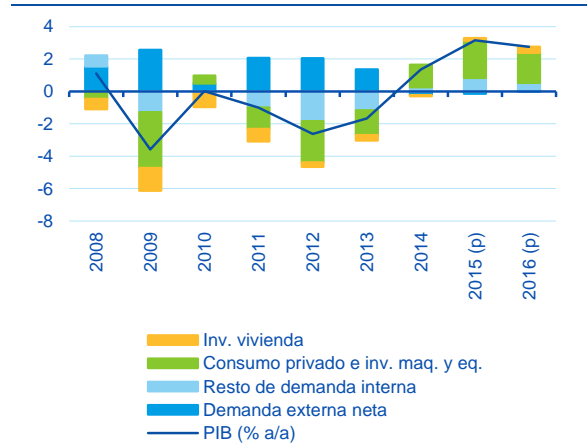
Este ritmo de expansión de la economía dará lugar a una creación neta de empleo de un millón de puestos de trabajo al final del periodo, con una tasa de paro cercana al 20% a finales de 2016.

Gráfico 2.3  
España: nivel de empleo y tasa de paro  
(1T08 = 100. Datos CVEC)



(p): previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.4  
España: contribuciones al crecimiento interanual del PIB (%)



(p): previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Es posible que durante la recuperación, una parte del aumento del gasto en consumo de las familias se haya producido gracias a una demanda potencial acumulada durante un largo período de incertidumbre. El aumento de dos dígitos que se ha observado en algunas partidas del gasto privado, como la compra de automóviles, es muy superior a la mejora que muestran la renta bruta disponible o la riqueza de las familias.

Más aún, la recuperación del consumo ha sido desigual: ha aumentado en aquellos hogares con ingresos medios o elevados y se ha mantenido o, incluso, reducido en los de menores recursos. El agotamiento de esta demanda embalsada, concentrada en cierto tipo de hogares, hará que dichas partidas del consumo exhiban aumentos más en línea con sus fundamentales durante los próximos trimestres.

Finalmente, aunque ha revertido parcialmente en las últimas semanas, el deterioro relativo en la percepción de riesgo sobre la economía española, producto de la incertidumbre política, ha supuesto un aumento del coste de emisión de deuda para el Tesoro español en relación con el italiano. De mantenerse o empeorar esta situación durante los próximos meses, la economía española podría empezar a sacrificar crecimiento y creación de puestos de trabajo.

España se encuentra en un círculo virtuoso donde confluyen crecimiento, baja inflación y desapalancamiento frente al resto del mundo. Aunque las medidas estructurales, cuya continuación sigue siendo necesaria, han permitido llegar a este punto, hacia delante es importante reconocer qué parte de esta situación es temporal y responde a la disminución del precio del petróleo y de los tipos de interés. Así, aunque el ahorro de las Administraciones Públicas muestra cada vez un desequilibrio menor, por delante todavía queda un importante camino por recorrer. Asimismo, las mejoras que se han observado en el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios durante los últimos años explican que el comportamiento de la inversión sea mejor que el exhibido por otras economías del entorno.

Persistir en la reducción del déficit y de la deuda pública, así como reducir el desempleo y mantener la ventaja competitiva que se ha logrado a través de la implementación de reformas ambiciosas, constituyen los retos más importantes a los que se enfrentará el nuevo Gobierno.

### 3 La demanda impulsa el mercado inmobiliario

Ignacio San Martín – Unidad de Real Estate | Félix Lores – Unidad de España

En 2015, el sector inmobiliario está mostrando un tono positivo y los datos disponibles indican una mejora significativa de la demanda en un entorno de estabilización de precios. Además, la escasa salida al mercado de vivienda de nueva construcción está permitiendo la reducción significativa del inventario y, en los mercados más activos, terminar con el exceso de oferta. Este año también se está produciendo una mejora relevante de la actividad promotora. Para 2016 se espera que el sector consolide su fase de crecimiento, apoyándose en el impulso de la demanda y la vuelta de la edificación residencial, en un escenario de expansión del crédito.

Tanto los indicadores de actividad como los de mercado y los financieros, correspondientes al sector inmobiliario, han tenido un comportamiento positivo en los tres primeros trimestres del año. Así, la iniciación de obra repuntó de forma intensa, si bien se parte de un nivel muy bajo, en un entorno de mejora paulatina de ventas y estabilización progresiva de precios. Los nuevos flujos de financiación hipotecaria a minoristas también están mostrando un crecimiento sustancial y consolidando la tendencia creciente a lo largo de 2015.

Desde el punto de vista espacial, la recuperación no está siendo homogénea, pero sí progresiva, con un número creciente de mercados en los que las ventas mejoran, el exceso de oferta se va eliminando y comienzan a darse las condiciones para el desarrollo de la promoción inmobiliaria. En este sentido, la confianza de los promotores y la percepción del riesgo inherentes a las operaciones inmobiliarias han mejorado gradualmente desde que la economía española tocara fondo en 2013. Este mayor optimismo de los agentes se ha traducido en un aumento del número de transacciones de suelo, un creciente número de promociones residenciales iniciadas y el incipiente regreso de la financiación hipotecaria al segmento promotor.

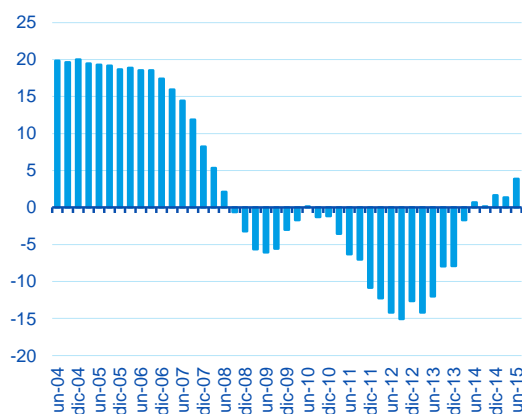
#### La demanda impulsa al sector, apoyándose en los fundamentales

En 2015, la venta de viviendas superará las 400.000 unidades. El cambio de tendencia de la demanda se inició en 2014 y se ha consolidado a lo largo de 2015. De hecho, en los tres primeros trimestres del año, la venta de viviendas aumentó el 10,9% hasta superar las 283.000 unidades. Este ritmo de ventas se acelerará en el cuarto trimestre y la tendencia continuará, también, en 2016. Varios son los factores que están apoyando la positiva evolución de la demanda.

- En primer lugar, la trascendente recuperación que se ha producido en el mercado de trabajo. En este sentido, y según la EPA, entre 2014 y 2015, el número de ocupados aumentará en algo más de un millón de personas y todo hace pensar que la mejora continuará también en 2016 y se generarán alrededor de medio millón de empleos netos adicionales, lo que supone un fuerte impulso para la demanda residencial, tanto de vivienda principal como vacacional.
- Además, y en consecuencia con lo anterior, la renta disponible de los hogares comenzó a registrar crecimientos interanuales positivos a partir del verano de 2014. Esta tendencia ha continuado también en 2015 hasta alcanzar un aumento del 4% interanual a mitad de 2015. En este sentido, la mejora de los ingresos de los hogares, al tiempo que ha descendido la presión fiscal, da lugar a un avance en la renta de las familias, lo que supone la existencia de otro elemento positivo que apoya la demanda residencial. Hacia adelante, se espera que la renta de las familias se recupere también en 2016 vía recuperación del empleo.

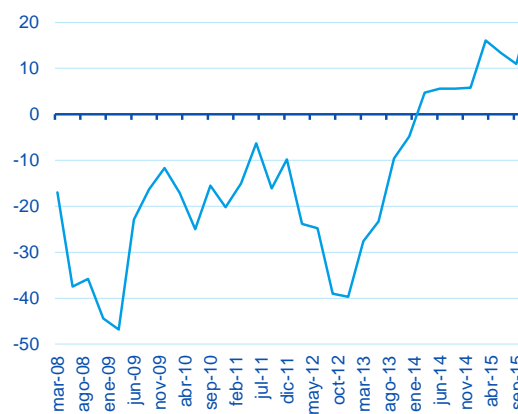
- Un tercer factor es la evolución de la riqueza de las familias que, por primera vez desde 2007, presenta tasas de crecimiento positivas desde el segundo trimestre de 2014, como puede verse en el Gráfico 3.1. La positiva evolución de los mercados financieros y la estabilización de los precios residenciales están permitiendo la recomposición de la riqueza de las familias, lo que facilita la vuelta a la inversión residencial por parte de los hogares.
- A los factores anteriores hay que añadir la positiva evolución de la confianza de los consumidores que, a finales de 2015 presenta niveles similares, e incluso superiores, a los anteriores a la crisis. Así, al final del tercer semestre de 2015, los indicadores de percepción por parte de los hogares de la situación económica en los próximos doce meses muestran valores máximos previos a la recesión (gráfico 3.2). La mejora del empleo, la renta y la riqueza de las familias están contribuyendo a una visión más optimista por parte de las familias.

Gráfico 3.1  
España: riqueza neta de los hogares (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.2  
España: confianza del consumidor (situación económica en los próximos 12 meses)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

- En quinto lugar, hay que mencionar la positiva evolución del proceso de formación de hogares. De hecho, desde el primer trimestre de 2007, se han formado en España un total de 1,9 millones de nuevos hogares, con un avance interanual del 1,4% de media<sup>2</sup>.
- A todos estos factores domésticos debe unirse la buena progresión mostrada por la demanda foránea. En 2014 las compras de viviendas realizadas por extranjeros crecieron el 38% y en el primer semestre de 2015 el 11,7% en tasas interanuales. De cualquier modo, este segmento de la demanda no tiene la misma relevancia en todas las regiones. De hecho, en los últimos años, ha ido ganando peso hasta representar en torno al 17,7% del total de las transacciones, proporción que en algunas comunidades autónomas como Baleares, Canarias o la Comunidad Valenciana supera el 33% del total.
- Por último, y tras varios años de convulsión y tensión en los mercados financieros, 2014 trajo cierta estabilidad a los mismos. La rebaja de la prima de riesgo y la puesta en marcha de una política monetaria más expansiva por parte del BCE dio lugar a un notable descenso de los tipos de interés, que se ha prolongado hasta después del verano de 2015. En particular, el tipo de interés de nuevas operaciones para la adquisición de vivienda cerró en el 2,2% a finales de septiembre, frente a tasas del 2,6% con las que cerró 2014.

2: Si bien el ritmo de formación de hogares a lo largo de la crisis ha ido descendiendo, el cambio de tendencia en el mercado laboral y la mejor percepción de la situación económica por parte de los hogares favorecerá la emancipación de los jóvenes y, con ello, la demanda residencial.



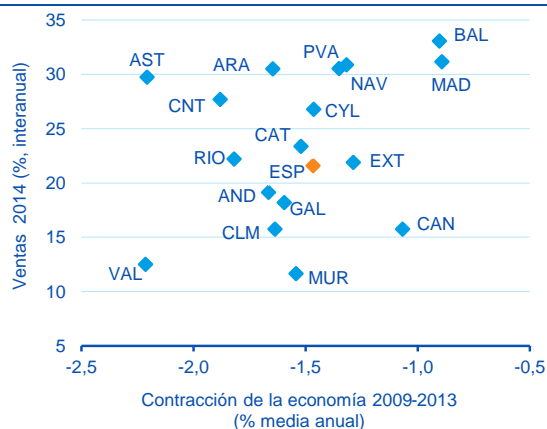
## La demanda está teniendo un impacto espacial heterogéneo

Las comunidades más expuestas a la demanda externa, como Baleares o Canarias, y aquellas con las mayores áreas metropolitanas fueron las primeras en reflejar el cambio de tendencia de la demanda y donde las ventas crecieron más intensamente en los primeros trimestres de este nuevo ciclo. A final de 2014, el aumento de la demanda se percibió en todas las comunidades autónomas. Sin embargo, en la primera mitad de 2015, las ventas se han moderado en Navarra, Extremadura y Castilla-La Mancha al tiempo que han mostrado mayor dinamismo en La Rioja, Murcia o la Comunidad Valenciana. Lo anterior sugiere que cada comunidad autónoma se encuentra en un momento de mercado particular, definido por sus propias características. De cualquier modo, las ventas acumuladas hasta septiembre de 2015 aumentaron el 10,9% en el conjunto del territorio.

En un principio, el aumento de las ventas mostró una mayor intensidad en aquellas comunidades menos golpeadas por la crisis: se apreció una mayor recuperación de las ventas de viviendas en aquellas regiones en las que menos cayó el PIB durante la crisis. Así, Madrid, Navarra o País Vasco, donde la actividad cayó menos que la media nacional, mostraron una demanda más dinámica y un mayor crecimiento de las transacciones de viviendas en 2014 (Gráfico 3.3).

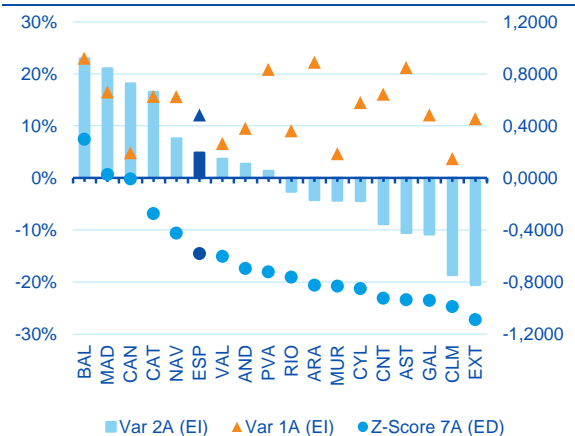
En 2015, el comportamiento de la demanda está siendo algo más heterogéneo desde el punto de vista geográfico. Analizando la dinámica de mercado de cada una de las comunidades autónomas<sup>3</sup>, como se refleja en el Gráfico 3.4, se observa cómo en algunos mercados, como Baleares, Madrid o Canarias, la demanda ya ha superado el proceso de ajuste de estos años pasados y se encuentra en un momento de normalización mientras que otros mercados, tales como Extremadura, Castilla La Mancha o Galicia, se encuentran aún en fase de ajuste.

Gráfico 3.3  
**Crisis económica y recuperación de la demanda de vivienda en 2014**



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.4  
**Venta de viviendas. Indicador de normalización**



Fuente: Notariado y BBVA Real Estate

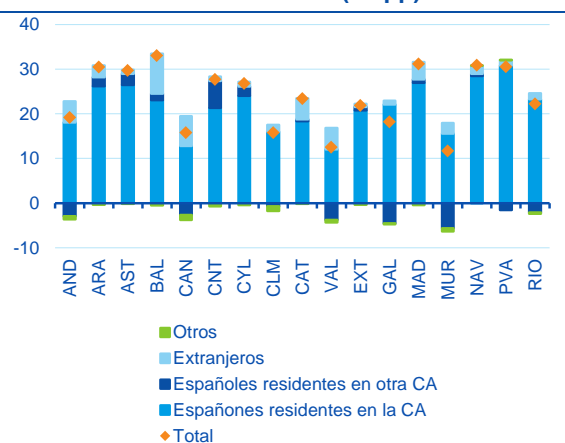
Además de la evolución de la demanda interna, que sigue siendo el principal segmento de compra de vivienda en todas las autonomías, otro de los factores que está incidiendo en la diferenciación espacial de los mercados tiene que ver con la demanda de los extranjeros. Desde 2010, las ventas de viviendas a extranjeros han crecido ininterrumpidamente, aumentando su peso en más de diez puntos porcentuales hasta alcanzar el 17,7% del total de las transacciones de viviendas en la primera mitad de 2015.

3: Para analizar la dinámica de mercado de la demanda, se parte del periodo de ajuste, que ha sido en este caso de siete años, y se compara la media del periodo de cada comunidad autónoma con la del último valor y se estima la distancia a la media en desviaciones típicas. Cuando los valores se sitúan por encima de la media indican que es un mercado normalizado y cuando están por debajo que está aún en proceso de ajuste.

En cualquier caso, la heterogeneidad regional en torno los compradores extranjeros es muy elevada: así, mientras hay comunidades en las que el protagonismo de este segmento es prácticamente nulo, en otras como Baleares, Canarias y Cataluña, es muy relevante (Gráfico 3.5).

Pero, ¿qué factores sostienen el crecimiento de la demanda extranjera? El primero tiene que ver con la corrección del precio de la vivienda en las zonas costeras debido, sobre todo, al inventario de viviendas sin vender. A éste hay que unirle la evolución de los tipos de cambio: la depreciación del euro en los últimos años frente a otras divisas ha supuesto un descuento añadido a la vivienda, lo que ha podido ser un atractivo inversor para ciudadanos de países como Reino Unido y los países escandinavos, donde el golpe de la crisis ha sido menor. También hay que considerar el perfil de parte de los demandantes extranjeros, compradores de una segunda vivienda que, por lo general, cuentan con una mayor solvencia que los demandantes de primera vivienda. En los últimos años se ha asistido a un cambio en la procedencia de los demandantes extranjeros y una mayor dispersión hacia países no pertenecientes a la eurozona y, por tanto, más ajenos a la atonía de la economía europea (Tabla 3.1).

Gráfico 3.5  
Contribución al crecimiento interanual de la demanda de vivienda en 1S15 (en pp)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Tabla 3.1  
Nacionalidad de las compras de viviendas realizadas por extranjeros en 2015 (1S2015)

	% Total	% Extranjeros
Europa/Euro	4,8%	38,9%
Europa/No Euro	3,5%	28,6%
Rusia/Asia	1,3%	11,0%
África	0,6%	4,5%
Resto	2,1%	17,0%

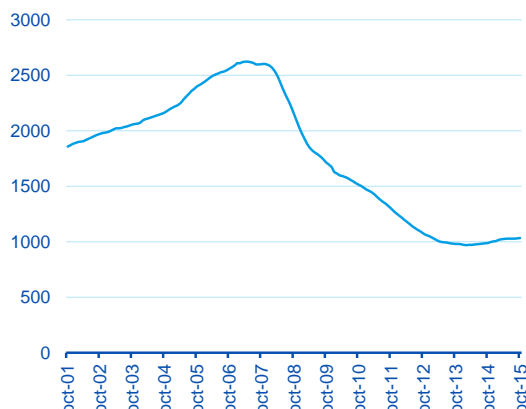
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM y Registradores

## Se consolida la reactivación de la edificación de viviendas

Desde el inicio de la crisis, la actividad constructora fue descendiendo hasta situarse en mínimos históricos en 2013. Ya en 2014 se visaron un total de 35.600 nuevas viviendas, lo que supuso un ligero avance interanual del 1,7%. Sin embargo, no ha sido hasta 2015 cuando la recuperación de la promoción de viviendas está tomando forma y se consolida. De hecho, en los nueve primeros meses del año se han visado algo más de 36.000 viviendas, lo que ha supuesto un aumento del 31% en relación con el mismo periodo de 2014. Todo indica que la tendencia continuará hasta cerrar el año con unos 45.000 visados de vivienda.

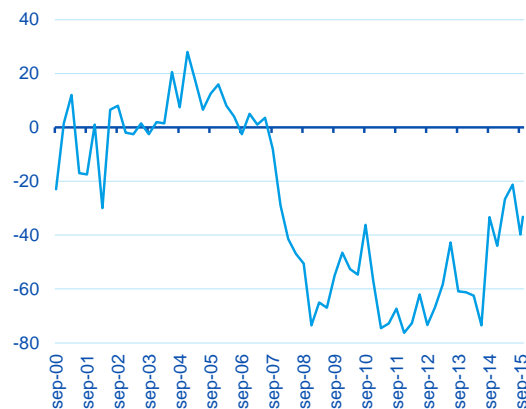
Este progreso de los visados de vivienda está avalado por la positiva evolución del mercado de trabajo en el sector de la construcción que, al cierre del tercer trimestre de 2015, contaba con 61.000 ocupados más que en la primavera de 2014, una vez corregida la serie de variaciones estacionales. A su vez, el paro registrado en el sector se redujo en más de 170.000 personas (Gráfico 3.6) en el mismo periodo. Lo anterior es reflejo de que los empresarios están recuperando la confianza en el sector, tal y como revela la mejoría del Índice de Clima Industrial de la Construcción Residencial, que a mediados de 2015 ha ganado 44 puntos respecto al cierre de 2013 (Gráfico 3.7).

Gráfico 3.6  
**España: ocupados en el sector de la construcción (en miles, datos desestacionalizados)**



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.7  
**España: indicador de clima de la construcción residencial (diferencia de respuestas)**



Fuente: BBVA Research a partir de MINETUR

Sin embargo, la recuperación de la actividad edificadora también muestra una elevada heterogeneidad geográfica. A pesar de que la contracción de la iniciación de nuevas viviendas se generalizó en el conjunto de las comunidades autónomas durante la crisis, la recuperación no ha llegado aún a todas. Así, mientras en la Comunidad Valenciana o Madrid los visados acumulan dos años de crecimiento, en otras regiones como Canarias, Asturias, Galicia o La Rioja, el descenso de los mismos es todavía palpable.

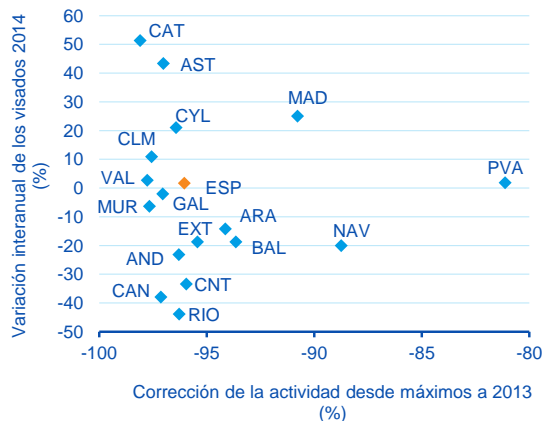
En el Gráfico 3.8 se aprecia la corrección de la actividad durante la crisis y la evolución de la iniciación de viviendas en 2014, sin observarse una relación clara entre la intensidad de la corrección y el comienzo de la recuperación. Pero no sólo eso, el volumen de inventario en una región no parece tampoco el principal determinante de la evolución de la actividad constructora, tal y como se aprecia en la ausencia de una relación clara entre la sobreoferta y la iniciación de nuevas viviendas (Gráfico 3.9).

En consecuencia, la recuperación de la actividad está ligada a factores que van más allá de la caída experimentada durante la crisis o al volumen de inventario, como pueden ser las características de la propia sobreoferta, la evolución de la demanda de vivienda, doméstica y extranjera, o la previsión de crecimiento económico, entre otros.

La corrección de la actividad constructora en la última crisis ha sido mucho más profunda que en crisis anteriores<sup>4</sup>. Ello podría deberse, entre otras causas, a la coexistencia de dos factores de gran relevancia que no estuvieron tan presentes en anteriores crisis y que han condicionado el curso de la recuperación de la actividad constructora, como son: el exceso de inventario y la delicada situación financiera de las empresas del sector, derivada del elevado endeudamiento.

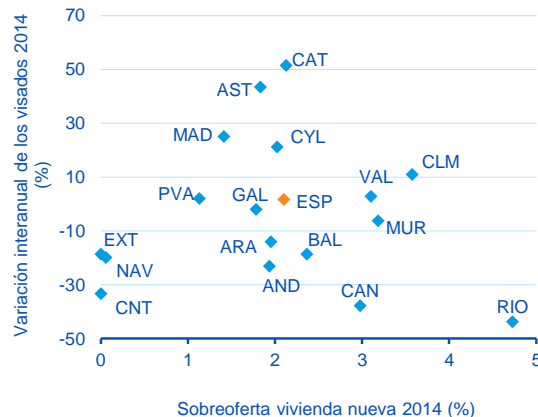
4: En la crisis de los 80 la inversión en vivienda acumuló 11 trimestres consecutivos de crecimiento trimestral negativo, mientras que en la de los noventa el número de trimestres en negativo se elevó a 14. Sin embargo, en la última crisis la inversión en vivienda registró caídas trimestrales durante 26 trimestres seguidos.

Gráfico 3.8  
**Corrección de la actividad constructora y crecimiento interanual de visados en 2014**



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.9  
**Sobreoferta de vivienda nueva y crecimiento interanual de visados en 2014**



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

La existencia de un volumen relevante de viviendas sin vender ha limitado la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión, retrasando la recuperación de la actividad. Además, la complicada situación financiera en la que se han tenido que desenvolver algunas de estas compañías en los últimos ejercicios ha condicionado su actividad promotora. A día de hoy, los procesos de saneamiento que se han realizado en el sector y la reducción de los costes financieros, como consecuencia de la rebaja de los tipos de interés, han dado lugar a una situación más desahogada. Sin embargo, el alto grado de apalancamiento del sector podría limitar la llegada de financiación para el desarrollo de nuevos proyectos, dado el elevado peso del crédito al sector de la construcción en la composición de la cartera de activos de las entidades financieras.

Pese a todo ello, las últimas cifras de transacciones de suelo urbano no hacen más que corroborar el escenario de recuperación del segmento residencial de la construcción. En los tres primeros trimestres del año, la superficie total de suelo vendido ha sido el 15,6% superior al del mismo periodo de 2014. Un incremento que ha venido acompañado de un aumento del número de transacciones en un 3,4% interanual que ha dado lugar a un ascenso de la superficie media de cada una de las operaciones de compraventa de suelo, todo ello según los datos del centro de información estadística del notariado. Así, teniendo en cuenta que el suelo es un indicador adelantado de la actividad constructora y la duración del proceso de construcción de una promoción de viviendas<sup>5</sup>, puede decirse que, a buen seguro, la tendencia creciente que viene mostrando la construcción residencial se extenderá a los últimos compases de 2015 y a 2016.

## Los precios residenciales se estabilizan en todos los segmentos en un número creciente de mercados

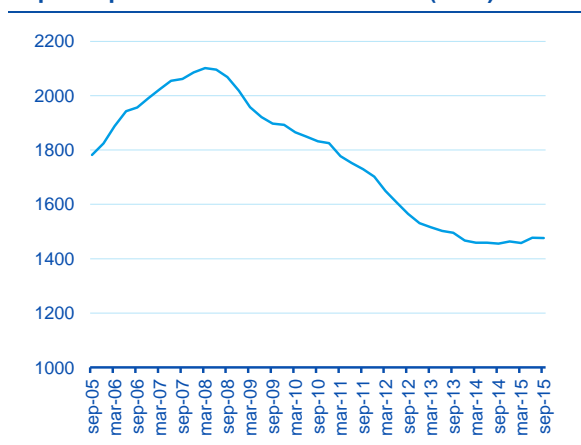
En el primer semestre de 2015, las distintas fuentes que recogen la evolución de los precios residenciales han mostrado una estabilización de los mismos en un número creciente de mercados. Esta tendencia se está generalizando de tal forma que los valores medios comienzan ya a presentar ciertas revalorizaciones tanto en el ámbito nacional como en el de las comunidades autónomas. En este sentido, al cierre del tercer trimestre de 2015, el valor de tasación medio de las viviendas en España presentaba un precio de 1.476 euros/m<sup>2</sup>, el 1,4% por encima del mínimo observado en el tercer trimestre de 2014, según se desprende de los valores de tasación del Ministerio de Fomento (Gráfico 3.10).

5: Se estima que el proceso de construcción de una promoción de viviendas desde el momento en que se adquiere el suelo tiene una duración de 18 a 24 meses. Véase: <http://www.factica.es/uploaded/actualidad/AYUDA%20AUTOPROMOTORES.pdf>

La dinámica de precios residenciales muestra una evolución positiva desde mediados de 2014, cuando comenzaron a observarse las primeras revalorizaciones. De acuerdo con el índice de precios de la vivienda del INE (elaborado a partir de los datos de los notarios), la vivienda se ha revalorizado ya un 5,8% en los cinco trimestres de avance positivo que se han observado desde mínimos hasta el segundo trimestre de 2015.

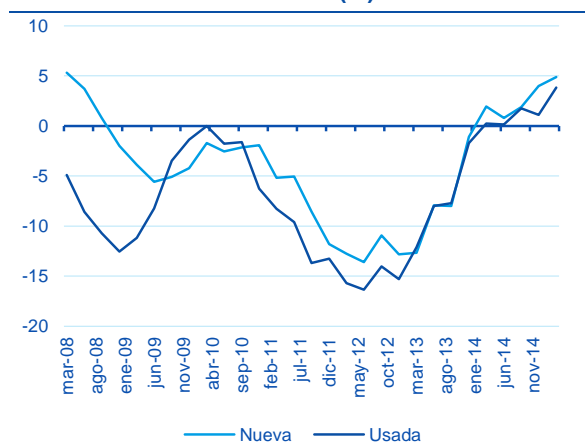
Por tipología, se observa una evolución similar tanto en la vivienda nueva como en la usada, si bien, mientras el ajuste ha sido más intenso en el segmento de la vivienda usada, la recuperación se ha iniciado con más rapidez en la vivienda nueva. En este sentido, tomando como base los datos del INE, durante la crisis los precios de la vivienda nueva se corrigieron algo menos del 30% desde máximos, mientras que los de la vivienda usada lo hicieron por encima del 40%. Además, el cambio de tendencia de los precios comenzó antes en la vivienda nueva, cuyo mínimo se alcanzó en junio de 2013, que en la vivienda usada, donde el mínimo se observó a mediados de 2014. Así, desde el mínimo hasta el segundo trimestre de 2015, la vivienda nueva se ha revalorizado casi el 7%, mientras que la vivienda de segunda mano lo ha hecho el 5,8%. A ello ha contribuido la evolución del precio en el primer semestre del año: aunque la recuperación se ha observado en los dos segmentos; la revalorización del 4,7% interanual de la vivienda nueva ha superado al incremento del precio del 3,7% de la vivienda usada (Gráfico 3.11).

Gráfico 3.10  
España: precio medio de la vivienda (€/m<sup>2</sup>)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 3.11  
España: precio de la vivienda nueva y usada. Tasa de variación interanual (%)

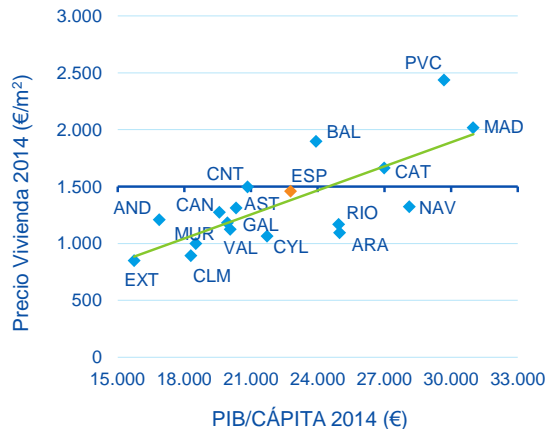


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los niveles de los precios de la vivienda están muy correlacionados con los niveles de renta de la población. En este sentido, las diferencias de precios entre comunidades autónomas o provincias están muy relacionadas con las diferencias entre sus producciones per cápita (Gráfico 3.12). Así, los precios de las viviendas más elevados corresponden a aquellas comunidades con mayor PIB per cápita, al tiempo que los más bajos pertenecen a aquellas con menores PIB per cápita. Esta relación se muestra relativamente estable a lo largo del tiempo, si bien a largo plazo los precios de la vivienda aumentarán más allí donde más crezca el PIB en relación con la población, que es donde crecerá más el empleo y la renta disponible.

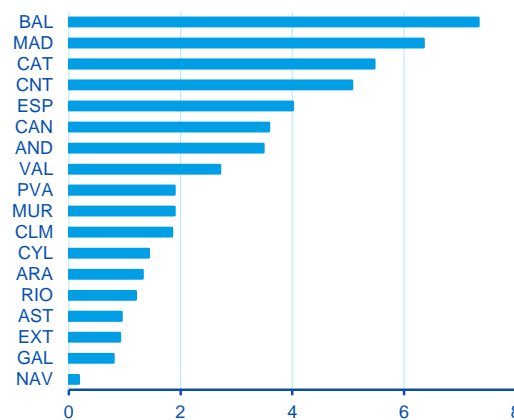
Desde el punto de vista espacial, a finales de la primera mitad del año, el índice de precios de la vivienda del INE crecía, en términos interanuales, en todas las comunidades autónomas y, salvo el caso de la vivienda usada en Navarra, en sus dos segmentos. Sin embargo, la evolución del precio está teniendo diferentes intensidades desde el punto de vista regional; así, el ritmo de aumento de los precios en Baleares o Madrid triplicaba el de comunidades como Asturias, Extremadura o Navarra (Gráfico 3.13).

Gráfico 3.12  
**PIB per cápita y precio vivienda por CC. AA. 2014**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.13  
**Índice del precio de la vivienda 2T/2015. Tasa de variación interanual (%)**



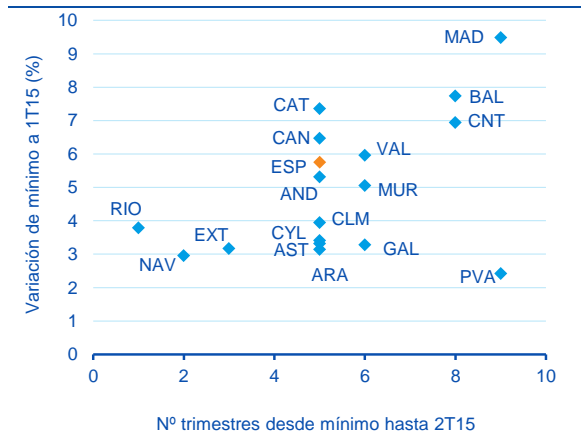
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Tras este comportamiento subyacen diferentes factores. Por un lado, las regiones con un mejor desempeño de sus economías muestran una mayor tendencia de crecimiento del precio de la vivienda. En este sentido, los mayores aumentos de precios de 2014 se produjeron en aquellas comunidades con mayores aumentos del PIB. Detrás de este factor descansa la recuperación de la demanda doméstica: el crecimiento económico en una etapa de estabilidad financiera está estrechamente ligada a la recuperación de los fundamentales de la demanda de vivienda.

Además, la intensidad de la recuperación de precios está asociada al momento en el que se inició la recuperación, de tal forma que las mayores revalorizaciones se están produciendo en las comunidades donde el precio comenzó a recuperarse antes, y viceversa (Gráfico 3.14).

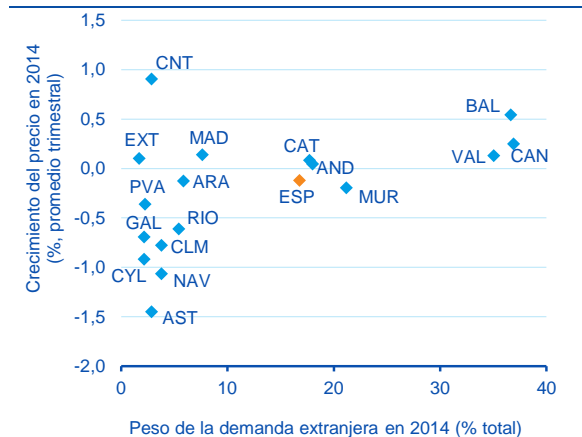
Por otro lado, la relevancia de la demanda extranjera podría estar explicando, en parte, el comportamiento del precio en algunas regiones: en la Comunidad Valenciana, Baleares y Canarias, regiones con un elevado nivel de inventario de viviendas, la importancia de la demanda extranjera explica que el crecimiento del precio haya superado a la media (Gráfico 3.15). Sin embargo, en otras comunidades como Madrid o Extremadura, el mejor desempeño de sus economías sería la respuesta a la mejor evolución del precio de la vivienda.

Gráfico 3.14  
**Precio de la vivienda. Tasas de variación y nº de trimestres en positivo**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.15  
**Precio de la vivienda y peso de la demanda extranjera. Tasa de variación y % del total**

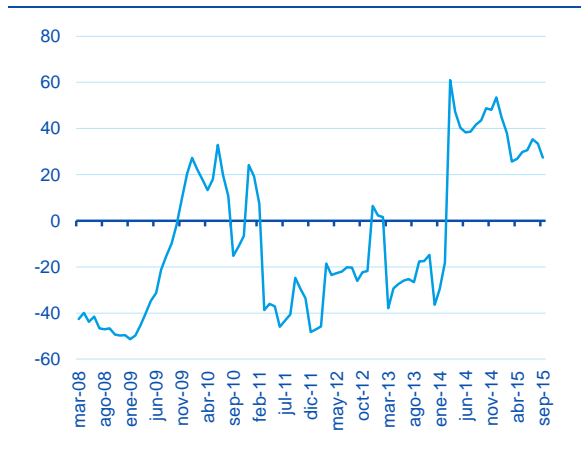


Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

## La financiación hipotecaria apoya la expansión de la demanda

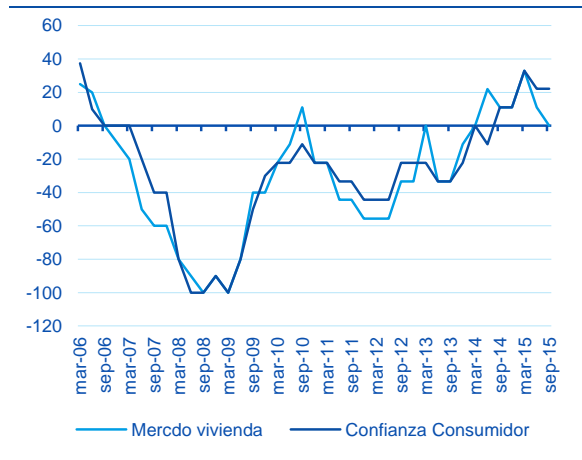
El regreso de la financiación al sector inmobiliario está facilitando tanto la expansión de la demanda como la vuelta de la promoción residencial y contribuyendo, con ello, a la recuperación del sector. En este sentido, el cambio de tendencia en la financiación hipotecaria comenzó a observarse en los primeros meses de 2014, en un contexto de intenso desapalancamiento financiero por parte de hogares y empresas. Si bien se partía de unos niveles muy bajos, el flujo de nuevos créditos para la construcción y adquisición de inmuebles mostró un dinamismo no visto desde el inicio de la crisis (Gráfico 3.16). La estabilización del mercado residencial, en lo que a precios y ventas se refiere, y una mayor confianza por parte de los hogares han sido los principales factores que han sustentado el aumento de la demanda de crédito hipotecario desde 2014, según se desprende de la encuesta de crédito elaborada por el Banco de España (Gráfico 3.17).

Gráfico 3.16  
**España: número de hipotecas concedidas. MM3 de la tasa de variación interanual (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

Gráfico 3.17  
**España: factores que condicionan la demanda de hipotecas (diferencia de respuestas)**

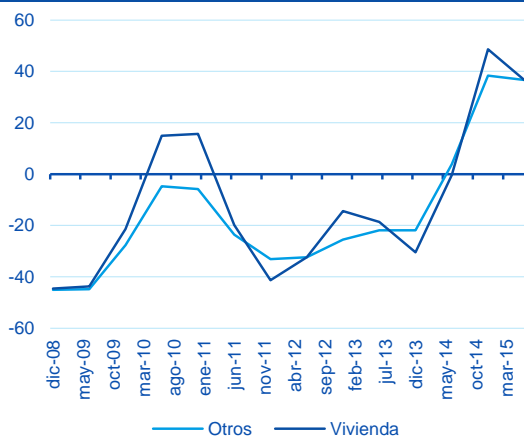


Fuente: BBVA Research a partir de Encuesta de Crédito del BdE

El cambio de tendencia en la financiación hipotecaria minorista comenzó a principios de 2014 y se ha asentado paulatinamente también en la primera mitad de 2015. De hecho, a mediados de 2015, el número de nuevos créditos para la adquisición de inmuebles aumentaba a una tasa interanual del 37,0%, hasta alcanzar un total de 159.000 créditos, de los que el 92% fue para adquisición de vivienda y el 8% restante para la adquisición de otro tipo de inmuebles (Gráfico 3.18).

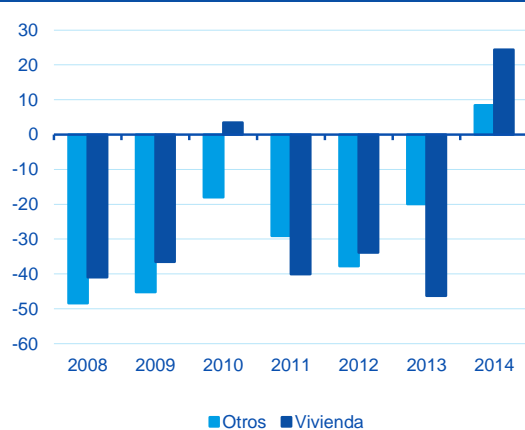
En el mismo periodo, el crédito para la construcción de inmuebles aumentó el 20,7% en tasas interanuales hasta situarse en 3.725 préstamos, de los que el 80% fue para la edificación de viviendas y el 20% para la construcción de otro tipo de inmuebles. Aun así, la financiación a promotores o a actividades productivas relacionadas con el sector inmobiliario se mantiene en sus niveles mínimos desde que comenzó la crisis (Gráfico 3.19).

Gráfico 3.18  
**España: hipotecas para la adquisición de inmuebles (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

Gráfico 3.19  
**España: hipotecas para la construcción de inmuebles (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de Encuesta de Crédito del BdE

La mejora del escenario macroeconómico en 2015, con mayor crecimiento económico y generación de empleo, junto con la posible intensificación de las medidas de estímulo que pondrá en marcha el BCE en los próximos meses, permitirán que se consolide la tendencia positiva de las operaciones de financiación a las familias. De hecho, el incremento de las nuevas operaciones será compatible con el desapalancamiento de los saldos hipotecarios, si el flujo de salida o amortizaciones es superior al flujo de entrada -nuevas operaciones-. En este sentido, las nuevas operaciones podrían superar a las amortizaciones a partir de finales de 2017.

### Perspectivas: el crecimiento se afianzará a lo largo de 2016

Las perspectivas del sector para el año en curso son positivas y todo apunta a que el mercado seguirá avanzando por la senda de recuperación iniciada en 2014. Por lo pronto, los fundamentales de la demanda de vivienda continúan apuntando hacia el crecimiento. En primer lugar, durante 2016 se crearán en torno a 500.000 puestos de trabajo y la tasa de paro volverá a reducirse para situarse en el 20,5%. El escenario central presupone un entorno dominado por la estabilidad financiera, lo que unido a la laxitud de la política monetaria prevista a lo largo del ejercicio, dará lugar a unas condiciones de financiación favorables con tipos de interés relativamente bajos: el Euribor a 12 meses, principal referencia de los préstamos hipotecarios, se situará, probablemente, en cotas ligeramente inferiores a las de 2014, en promedio anual. Este recorte del tipo de referencia hipotecario junto con la reducción de los diferenciales aplicados por las



entidades financieras, que se observa desde hace algunos meses, dará lugar a que el tipo del crédito asociado a las nuevas operaciones de adquisición de viviendas experimente nuevos descensos, marginales, también en 2016. Por otro lado, el incremento de la renta bruta disponible de los hogares observado en 2015 se intensificará durante 2016, alcanzando una tasa interanual del 3,1% en términos nominales, lo que se verá favorecido por el aumento de la riqueza de los hogares y por la reducción de la carga fiscal derivada de la rebaja del IRPF. Con esto, se espera que las ventas continúen avanzando por la actual senda de crecimiento y concluyan 2016 con un incremento interanual similar al de 2015.

Por su parte, el precio de la vivienda comenzará a crecer en términos agregados. De hecho, en algunas comunidades autónomas la recuperación de los precios, ya iniciada en 2014, se mantiene en 2015 y se intensificará en 2016; en otras, el precio volverá a recortarse en el presente año, aunque a tasas más moderadas y tenderá a estabilizarse en 2016. Entre estas últimas se encuentran aquellas regiones con menor actividad económica y con un mayor problema de sobreoferta. Por el contrario, en comunidades con un crecimiento de la actividad superior a la media, o en aquellas que cuentan con un importante soporte de la demanda externa y cuyas economías crecerán a tasas relativamente elevadas, se espera que el precio de la vivienda concluya el año en curso con repuntes. Con todo, puede decirse que el precio de la vivienda completará 2015 con el primer crecimiento anual desde el inicio de la crisis, yendo de menos a más. Así, la tendencia indica que a finales del año se apreciarán revalorizaciones ligeramente superiores a la inflación tanto en 2015 como en 2016.

Como ocurrió durante 2014, la oferta no se mostrará impasible y reaccionará a esta evolución creciente de la demanda, esperándose un incremento de la iniciación de viviendas también en 2016. Atendiendo a la previsión de visados de vivienda nueva, se espera que estos se incrementen en 2015 en torno al 15% respecto a 2014 y que continúen con la misma tendencia en 2016. Del mismo modo, no se prevé un aumento generalizado espacial de la actividad y, de nuevo, aquellas regiones con mayor actividad económica y menos expuestas al exceso de inventario serán las que liderarán la recuperación.

Sin embargo, la recuperación de la actividad constructora no está reñida con un elevado nivel de inventario, tal y como se observó en 2014 en algunas regiones como la Comunidad Valenciana. De hecho, dado el dilatado proceso de construcción de una vivienda, una media de dos años, la actividad constructora no requiere necesariamente que haya recuperación para reaccionar, basta con que existan perspectivas de recuperación. En este sentido, la actividad constructora debe comenzar a dar respuesta al crecimiento de la demanda previsto para los próximos años.

Así, la evolución del mercado residencial en 2015 está condicionada por una demanda al alza en un entorno de reducción de oferta residencial ya que la escasa obra iniciada en los dos años anteriores -menos de 38.000 viviendas anuales entre 2012 y 2014, de media- supondrá una reducción de las viviendas nuevas que llegan al mercado. Algo que también se verá en 2016 y que, por otro lado, favorecerá la absorción del stock de viviendas sin vender.

Con todo, la mayor actividad permitirá que el segmento residencial del sector de la construcción deje de drenar crecimiento a la economía y comience a sumar valor por primera vez desde 2007. Se espera que la inversión en vivienda crezca el 3,4% interanual en 2015, aportando 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del 3,2% del PIB previsto en 2015, y el 7,1% en 2016.

En general, las perspectivas del sector para 2016 son positivas. Las estimaciones de los fundamentales de la demanda residencial justifican nuevos aumentos de las ventas en el próximo año. Del mismo modo, alentada por el incremento de la demanda y por la reducción del inventario, la actividad constructora volverá a crecer en los próximos trimestres tratando de dejar atrás los niveles mínimos en los que continúa instalada.

Por el momento, el aumento de la superficie y de las transacciones de suelo urbano vendido hasta la fecha justifica un mayor dinamismo de la construcción residencial en el próximo año. Sin embargo, dada la duración del proceso de construcción de una promoción de viviendas, se espera que la oferta de vivienda en el mercado siga reduciéndose en 2016, lo que en un entorno de crecimiento de la demanda, justifica un escenario de incremento del precio de la vivienda. Por su parte, el comportamiento regional seguirá caracterizándose por una elevada heterogeneidad: las regiones con un mayor impulso de la actividad y más expuestas a la demanda foránea seguirán mostrando un mayor dinamismo del sector inmobiliario.

## Recuadro 1. El precio de la vivienda inicia un nuevo ciclo

David Cortés, CFA – Unidad de Real Estate | Félix Lores – Unidad de España

La existencia de los ciclos económicos es algo bien conocido y estudiado por la literatura económica, y el sector inmobiliario, al igual que otros sectores y activos, presenta también un comportamiento similar. Identificar los ciclos y la fase en la que se encuentra el sector inmobiliario es relevante puesto que las decisiones de inversión, política económica o estrategias empresariales, se pueden ver afectadas por el momento particular en el que se toman. Además, a diferencia de los activos financieros, los activos inmobiliarios son poco volátiles en el corto plazo y sus patrones cíclicos son mucho más suaves.

Las razones anteriormente comentadas, y los datos positivos que se están conociendo durante los últimos trimestres, invitan a reflexionar sobre si el sector finalmente ha dejado atrás la fase recesiva y ha comenzado un nuevo ciclo inmobiliario.

Identificar los ciclos económicos de los activos no es una tarea fácil. Estos no siempre se comportan de una forma homogénea, y resulta difícil valorar si los cambios observados son transitorios o permanentes. Por esta razón, en este recuadro se ha optado por abordar la cuestión haciendo uso de dos metodologías sencillas, pero que presentan algunas limitaciones. Tras identificar los ciclos, se lleva a cabo un estudio de los hechos estilizados del ciclo inmobiliario desde la óptica del precio, para ver cómo se han relacionado diferentes variables con el precio (tipos de interés, variables de oferta y de demanda) en los últimos 35 años. A partir de las relaciones encontradas y de la evolución de las mismas en los últimos trimestres, podremos identificar si el patrón de comportamiento de las variables seleccionadas es similar al de fases expansivas anteriores.

El análisis cuantitativo refleja que el precio de la vivienda podría estar iniciando un nuevo ciclo de expansión, si bien, a una velocidad más lenta que en ciclos anteriores. Por su parte, el análisis cualitativo muestra cómo en los últimos trimestres un buen número de variables registran un comportamiento que, tradicionalmente, ha favorecido el crecimiento del precio de la vivienda. Con todo, puede afirmarse que el precio de la vivienda en España da muestra de haber iniciado un nuevo ciclo.

### ¿Ha tocado fondo el precio de la vivienda?

El sector inmobiliario, al igual que el conjunto de la economía, avanza describiendo una serie de ciclos. El año 2008 marcó un antes y un después en la historia reciente del sector, iniciándose la más profunda y duradera etapa de recesión. Pero, desde hace algunos trimestres, el sector comienza a tomar pulso y, aunque partiendo de niveles históricamente reducidos, algunas variables muestran una evolución positiva que podría dar paso a un nuevo ciclo de recuperación.

En general<sup>6</sup>, tal y como ilustra el Gráfico R.1.1, se suele aceptar que un ciclo económico podría dividirse en cuatro etapas: una de crecimiento inicial, otra de crecimiento más tardío, otra de recesión y una última de suelo o ajuste. Para averiguar en qué parte del ciclo se encuentra el precio de la vivienda se van a llevar a cabo dos métodos de análisis.

El primer método de estimación del ciclo es la utilización de las tasas de crecimiento interanuales, suavizadas con medias móviles anuales<sup>7</sup>. Utilizando las tasas de variación de precios y sus ritmos de crecimiento se podrían identificar en cuál de las cuatro etapas del ciclo se

6: Burns y Mitchel (1946) dividieron el ciclo económico en 4 periodos: expansión, pico, contracción y recesión. Por su parte, Funning (2007) también dividió los ciclos del sector inmobiliario en cuatro etapas: recuperación, expansión, exceso de oferta y recesión.

7: Para el análisis se han utilizado medias móviles cuatro trimestres hacia atrás. Una de las limitaciones de esta técnica es el desfase que introduce respecto a la serie original.

encuentra el precio:

1. **Fase de estabilización/crecimiento inicial:** tasas de variación positivas y crecientes.
2. **Fase de crecimiento tardío:** tasas de variación positivas y decrecientes.
3. **Recesión:** tasas de variación negativas y decrecientes.
4. **Suelo:** tasas de variación negativas y crecientes.

El gráfico R.1.1 muestra gráficamente cómo serían las cuatro fases enunciadas anteriormente y que conjuntamente describen un ciclo inmobiliario. Mientras, en la tabla R.1.1 se resumen la cronología de los tres ciclos con sus respectivas etapas, que se obtienen a partir de las tasas de variación interanual suavizadas desde 1980.

Gráfico R.1.1  
Fases del ciclo inmobiliario



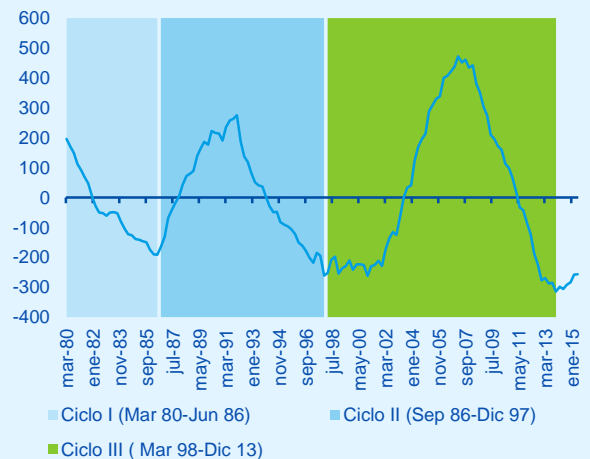
Fuente: BBVA Research

En el segundo método se lleva a cabo una descomposición de la serie a través del filtro de Hodrick Prescott<sup>8</sup>. Este filtro permite separar una serie económica en su componente tendencial (evolución a largo plazo) y en su componente cíclica, que es la que permite estudiar el

comportamiento cíclico de la serie económica que se esté estudiando. Aplicando estos filtros para la serie de precios reales de la vivienda en España, desde finales de los años 70 hasta hoy, se puede afirmar que el sector inmobiliario español ha pasado por tres ciclos inmobiliarios y que a partir de 2014 podría haberse iniciado uno nuevo.

Como puede verse en el la Tabla R.1.1 y Gráfico R.1.2, la identificación de los ciclos por ambos métodos son muy similares. Se identifican tres ciclos inmobiliarios desde marzo de 1980. Si bien los dos primeros ciclos son similares a los obtenidos a partir del filtro, el tercero muestra una duración sensiblemente mayor utilizando medias móviles, algo esperado dado el desfase que introduce esta técnica. Según estas medias móviles, el tercer ciclo inmobiliario español habría terminado en el último trimestre de 2014. En lo que sí que coinciden ambas técnicas es en apuntar que podríamos estar ante la iniciación de un nuevo ciclo.

Gráfico R.1.2  
España: desviación respecto a la tendencia\* índice del precio de la vivienda en términos reales



\*Nota: tendencia extraída a partir de un Filtro Hodrick Prescott  
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM e INE

8: El filtro de Hodrick Prescott es una técnica matemática que permite separar la componente cíclica de la componente tendencial de una serie temporal. En concreto calcula una serie temporal más suavizada y que responde a un patrón de largo plazo (tendencia), y una serie más cíclica y que tiene un perfil de más corto plazo (Ciclo). Cómo de suaves son estas componentes de ciclo y tendencia lo determina el multiplicador  $\lambda$ . Para este estudio se ha seleccionado un  $\lambda=100.000$ , que es el utilizado para datos trimestrales por Detken y Smet (2004) en su artículo "Asset Prices Booms and Monetary Policy". Una vez se ha calculado la serie temporal que recoge la componente cíclica, se estudian los distintos mínimos y máximos de la serie para delimitar los diferentes ciclos. Una de las limitaciones de este filtro es que presenta un sesgo a final de muestra, de forma que plantea incertidumbre sobre el momento presente del ciclo.

Tabla R.1.1

**España: fases de los ciclos inmobiliarios a través del método de medias móviles anuales sobre tasas de variación**

	$\Delta P$ Total	$\Delta P$ promedio	Precio Promedio (€/m <sup>2</sup> )
<b>Ciclo I (Mar 80-Jun 86)</b>			
Recesión (Mar 80-Sept 82)	-21,52%	-10,58%	578
Ajuste (Dic 82-Jun 86)	3,83%	1,04%	537
<b>Ciclo II (Sep 86-Jun 97)</b>			
Crecimiento Inicial (Sep 86-Dic 87)	42,3%	24,68%	701
Crecimiento maduro (Mar 88-Jun 92)	35,8%	11,00%	1.086
Recesión (Sept 92-Mar 93)	-3,9%	-9,27%	1.116
Ajuste (Jun 93-Jun 97)	-1,1%	-2,18%	1.055
<b>Ciclo III (Mar 98-Mar 15)</b>			
Crecimiento Inicial (Sep 97-Mar 04)	63,7%	7,50%	1.284
Crecimiento maduro (Jun 04-Jun 08)	18,7%	6,86%	2.090
Recesión (Sep 08-Dic 12)	-31,8%	-7,69%	1.821
Ajuste (Mar 13-Mar 15)	-2,9%	-4,05%	1.411
<b>Ciclo IV (Jun 15)</b>			
Crecimiento Inicia (Jun 15- )			

Fuente: BBVA Research

**Hechos estilizados del ciclo inmobiliario español a partir del análisis del precio de la vivienda**

Hace un año ya comenzaba a vislumbrarse un punto de inflexión en el mercado inmobiliario español tras seis años de ajuste, tal y como se analizó en el Recuadro 4 de Situación España (cuarto trimestre 2014)<sup>9</sup>. El análisis de los hechos estilizados del ciclo inmobiliario en España reflejaba cómo alguna de las variables que se adelantaban al ciclo comenzaba a evolucionar en el sentido favorable al crecimiento de la inversión residencial. A continuación, utilizando la misma metodología desde la óptica del precio, se analiza qué variables preceden al ciclo del precio de la vivienda y su comportamiento para tratar de confirmar el cambio de ciclo que se identifica en

los dos apartados anteriores.

En la Tabla R.1.2 se muestran las correlaciones en el periodo  $t$  del precio de la vivienda en términos reales y las variables más representativas de oferta y demanda residencial, tanto en el periodo  $t$  como en trimestres anteriores ( $t-i$ ) y posteriores ( $t+i$ ). A través de este ejercicio se averigua si la variable en cuestión ha venido adelantándose a la recuperación del precio de la vivienda o, bien, si ha reaccionado después.

Tal y como indica la literatura<sup>10</sup>, la mayor parte de los factores relacionados con la demanda deberían mostrar una reacción anterior al precio, actuando como indicadores adelantados. Precisamente esto es lo que se observa en la Tabla R.1.2. Así, los hechos estilizados revelan que la compra de bienes inmuebles por parte de extranjeros es una de las primeras señales que apuntan al inicio de la recuperación. De hecho, esta mayor demanda externa suele anticiparse hasta en 2 años al inicio del cambio de ciclo en el precio de la vivienda. Por otro lado, la demanda de nacionales probablemente empieza a responder sólo a partir de que se observan puntos de inflexión en tres factores: por un lado, el incremento en el precio de bienes sustitutos a la compra (alquiler), por otro, el apoyo de la política monetaria y, finalmente, la recuperación del mercado de trabajo.

Respecto al primero, la evolución del precio del alquiler, presenta una correlación negativa con el de la vivienda, en línea con lo que se podría esperar. Lo mismo ocurre con el spread hipotecario (diferencia entre el tipo hipotecario y el Euribor 12 meses). En ambos casos, las variables preceden al inicio de la recuperación, aunque la correlación no es significativa.

Otras variables que afectan a la demanda de vivienda doméstica son las relacionadas con el ingreso de las familias. En particular, la máxima correlación del precio con el empleo y el paro<sup>11</sup> se

9: Para más información véase el Recuadro 4 de Situación España (cuarto trimestre 2014). Hechos estilizados del ciclo inmobiliario español: [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana\\_4T14-R4.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana_4T14-R4.pdf)

10: Tse, Ho y Gansean (1998), entre otros. Debido a la mayor agilidad de la demanda, ésta suele reaccionar con mayor rapidez a los cambios y tiende a adelantarse a la oferta.

11: Tal y como cabría esperar, la correlación del precio con el paro es negativa, lo que indica que reducciones en el paro preceden a una subida de precios.

produce con uno y tres trimestres de adelanto, respectivamente. Por otro lado, uno de los determinantes que se ha analizado pero que no ha alcanzado una correlación significativa ha sido la riqueza financiera, lo que probablemente apunta a que la demanda en el ciclo inmobiliario está más influenciada por la evolución del empleo que por la de los activos financieros.

Entre las variables asociadas a la oferta, tanto los visados como el consumo de cemento se adelantan al ciclo del precio. Es decir,

tradicionalmente los promotores y constructores han comenzado a reaccionar antes de que el precio de la vivienda haya comenzado a aumentar, tal y como refleja la correlación positiva y adelantada de estas dos variables con el precio. Tras ello, hay que tener en cuenta que el periodo de construcción de una vivienda puede dilatarse hasta dos años, margen que utilizan los empresarios para tomar las decisiones de inversión.

Tabla R.1.2

**España: Hechos estilizados. Series filtradas de Hodrick Prescott. Muestra 1980-2013\***

Variable X	Correlación trimestral cruzada del precio de la vivienda con											
	X(t-8)	X(t-4)	X(t-3)	X(t-2)	X(t-1)	X(t)	X(t+1)	X(t+2)	X(t+3)	X(t+4)	X(t+5)	X(t+8)
Inversión extranjera en inmuebles**	0,50	0,34	0,30	0,25	0,20							
Visados		0,61	0,54	0,51	0,47	0,43	0,35	0,27	0,18			
Inversión en vivienda		0,72	0,71	0,70	0,68	0,65	0,60	0,54	0,47	0,39		
Spread hipotecario***		-0,28	-0,30	-0,29	-0,28	-0,27	-0,25	-0,21	-0,16			
Paro		-0,56	-0,57	-0,57	-0,56	-0,55	-0,50	-0,44	-0,37	-0,30		
Consumo cemento		0,76	0,77	0,79	0,76	0,75	0,70	0,64	0,57	0,49		
Ocupados		0,76	0,79	0,80	0,83	0,81	0,77	0,72	0,66	0,58		
PIB		0,74	0,77	0,78	0,79	0,79	0,76	0,71	0,65	0,57		
Renta bruta disponible real		0,61	0,66	0,71	0,75	0,79	0,79	0,78	0,75	0,73		
Remuneración por asalariado				0,17	0,20	0,23	0,28	0,29	0,32	0,34	0,38	
Precio del alquiler****	-0,45	-0,22	-0,17						0,18	0,23	0,26	0,35

\*: La Tabla R.1.1 presenta las desviaciones estándar de varias variables respecto a la tendencia, una vez filtradas con un filtro de Hodrick Prescott.

Además, para evitar el sesgo de final de muestra, las series se cortan dos años antes de los datos que se tienen disponibles.

\*\* : Serie publicada hasta el cuarto trimestre de 2012.

\*\*\* : Diferencia entre tipo de adquisición y Euribor 12 meses.

\*\*\*\* : Construida a partir del IPC Alquileres.

Fuente: BBVA Research a partir de MFOM, INE y BdE

Ante estos hechos, la evolución de estas variables en los últimos trimestres daría información sobre el comportamiento del precio. Como puede observarse en la Tabla R.1.3, todas las variables analizadas muestran una evolución consistente con que la recuperación que se empieza a observar en los precios va a ser duradera.

En primer lugar, tanto los datos existentes de inversión extranjera en inmuebles como los que se han visto en la sección de coyuntura relativos a la compra de viviendas de extranjeros muestran

un crecimiento sostenido en los últimos años. En particular, la compra de viviendas por parte de ciudadanos extranjeros aumenta prácticamente de manera consecutiva desde comienzos de 2010. Por su parte, el spread ligado al tipo de interés hipotecario acumula cinco trimestres de caída con un retroceso de algo más de 50 puntos básicos<sup>12</sup> (pb).

Respecto a las variables asociadas a la demanda doméstica, se observa cómo la mejora del mercado de trabajo es palpable, tal y como revelan los datos de paro y ocupados de la

12: El tipo de interés asociado a nuevas operaciones de compra acumula un descenso de 132 puntos básicos desde 1T12. En términos reales, parte de este descenso no se observa debido al comportamiento de la inflación en los últimos trimestres.

Encuesta de Población Activa. El paro en España ha descendido en los últimos nueve trimestres el 19,1%, al tiempo que el nivel de ocupados ha crecido de manera consecutiva en los últimos seis trimestres, aumentando el 4,6%. A su vez la renta bruta disponible ha subido el 2,9% en los últimos seis trimestres.

En los últimos trimestres, las variables de oferta también evolucionan positivamente. Tanto el consumo de cemento, influenciado también por la obra pública, como, sobre todo, los visados para la construcción de vivienda nueva acumulan varios trimestres al alza. Así, desde el tercer trimestre de 2013 los visados han venido creciendo todos los trimestres, acumulado un incremento del 62,3% hasta el 2T15. A pesar de que se trata de una tasa de crecimiento muy elevada, hay que tener en cuenta que se da en un escenario de niveles mínimos históricos que hace que cualquier evolución al alza de lugar a tasas de crecimiento muy importantes.

Tabla R.1.3  
**España: evolución de las principales variables asociadas al ciclo inmobiliario**

Variable X	Variación desde mínimos (%)	Último dato observado
Inversión extranjera en inmuebles*	82,4	4T12
Visados	62,9	2T15
Inversión en vivienda	3,8	2T15
Spread hipotecario**	-53 pb	3T15
Paro	-19,1	3T15
Consumo cemento	9,7	2T15
Ocupados	4,6	3T15
PIB	4,3	2T15
Renta bruta diponible real	2,9	2T15

\*: Desde el 4T12 el Banco de España no publica la inversión extranjera en inmuebles. Sin embargo, a partir de la serie de compras de vivienda de extranjeros y de las entradas de capital extranjero en el sector, estimamos que esta variable podría haber mantenido su tendencia de crecimiento.

\*\* : Reducción en pútnos básicos (pb). Los spread hipotecarios llevan varios trimestres estrechándose.

Fuente: BBVA Research a partir de MFOM, INE y BdE

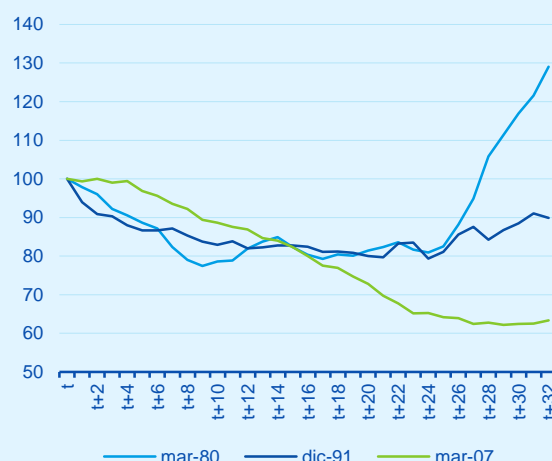
### La recuperación en contexto histórico

El análisis de los hechos estilizados del ciclo de la vivienda en España justifica, a partir de la evolución de algunas variables de oferta y

demanda, un cambio de tendencia del precio de la vivienda en España.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que tanto el final del último ciclo como el comienzo del nuevo se han desarrollado ante unas condiciones inéditas hasta ahora para el sector que podrían estar condicionando su evolución. De hecho, el arranque del nuevo ciclo está siendo mucho más suave que en anteriores ocasiones, tal y como puede observarse en el Gráfico R.1.3. Entre estas condiciones hay que destacar dos. La primera es el exceso de inventario acumulado: la acumulación de nuevas viviendas sin vender ha condicionado el funcionamiento del mercado en los últimos años retrasando la puesta en marcha de nuevos proyectos y agudizando la corrección del precio de la vivienda. La segunda tiene que ver con el proceso de desapalancamiento por el que están pasando las familias españolas. Por otro lado, los bajos niveles de los que parte este ciclo invitan a la prudencia a la hora de valorar los crecimientos iniciales de las variables. Así, en un contexto de mínimos, pequeños avances en los niveles pueden generar importantes tasas de crecimiento que hay que contextualizar teniendo en cuenta este efecto base.

Gráfico R.1.3  
**España: corrección desde máximos del precio de la vivienda en términos reales (máximo=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM e INE

## Conclusiones

A lo largo de este recuadro se ha comprobado cómo, a partir de diferentes metodologías, se está en condiciones de afirmar que el precio de la vivienda en España podría haber iniciado un nuevo ciclo, el cuarto de la historia reciente.

El análisis de los hechos estilizados del ciclo del precio de la vivienda en España revela que la evolución de las variables que anticipan el ciclo es positiva y se mueven en la dirección que, tradicionalmente, ha favorecido el crecimiento de los precios: se observa un aumento de la demanda por parte de extranjeros, el mercado de trabajo acumula varios trimestres consecutivos de recuperación, el spread hipotecario se reduce y la actividad constructora crece desde finales de 2013.

Sin embargo, el inicio de este nuevo ciclo está siendo más lento. En los dos casos anteriores, la

recuperación del precio fue notablemente más intensa. Ello puede responder a las particularidades que han condicionado al sector en los últimos años y que, en cierto modo, le siguen afectando. Entre ellas destaca el exceso de oferta y el gran proceso de desapalancamiento que han llevado a cabo las familias españolas.

Tampoco hay que olvidar que este nuevo ciclo se inicia tras la mayor etapa de corrección que ha sufrido en la historia reciente. Por ello todo análisis debe realizarse con cautela y teniendo en cuenta que se parte de unos niveles históricamente reducidos y que pequeños avances en pueden generar importantes tasas de crecimiento que hay que contextualizar teniendo esto en cuenta.



## Recuadro 2. Un nuevo indicador: accesibilidad-riesgo

Ignacio San Martín – Unidad de Real Estate | Leopoldo Duque, CFA, FRM – Unidad de Real Estate

### 1. Introducción

La reciente crisis inmobiliaria ha puesto de manifiesto la falta de indicadores que ayuden a comprender el grado de exposición o riesgo en el que incurren las familias cuando financian la adquisición de una vivienda con un préstamo hipotecario. Si bien las entidades financieras discriminan individualmente la capacidad de reintegrar un crédito por parte de un prestatario, en general no se dispone de un indicador que revele el grado de exposición al riesgo en el que incurren las familias cuando compran una vivienda en un contexto financiero y de precios residenciales específico.

En este sentido, se ha elaborado un nuevo indicador de accesibilidad a la vivienda (que llamaremos “Indicador de Accesibilidad-Riesgo”) que refleja el nivel de concentración de riesgo de las familias en el sector inmobiliario cuando adquieren una vivienda. Este nuevo indicador utiliza un enfoque sensiblemente diferente a las tradicionales ratios de accesibilidad y, con ello, se pretende observar la relación existente entre la capacidad de endeudamiento de las familias y el precio de las viviendas.

En la actualidad, la relación entre el ingreso de las familias, su capacidad financiera y el precio de las viviendas ha mejorado significativamente. Esta mejora supone que, en 2015, una familia con ingresos medios puede adquirir una vivienda sin incurrir en un nivel de estrés financiero preocupante respecto al riesgo inmobiliario.

Si bien se ha producido un descenso del 15% de la renta familiar en estos años de recesión, lo que sugiere una mayor dificultad para acceder al mercado residencial, el mayor ajuste del precio de la vivienda, del entorno del 40%, y el descenso de los tipos hipotecarios han favorecido que todas las ratios con las que se mide la accesibilidad a la vivienda mejorasen.

### 2. Un nuevo indicador de accesibilidad: definición

En términos generales, la capacidad de las familias para poder adquirir una vivienda (accesibilidad a la vivienda) está en función de: los niveles de precios de los inmuebles, los ingresos y riqueza o ahorro previo que dispongan las familias y las condiciones del mercado financiero en cuanto a tasas de interés y maduración del crédito se refiere.

La accesibilidad puede ser vista desde perspectivas distintas y se puede medir con diferentes indicadores que proporcionan información complementaria sobre la relación existente entre los principales factores que determinan el esfuerzo económico de una familia para acceder a una vivienda en régimen de propiedad. A continuación se repasan los indicadores de accesibilidad que se manejan en el mercado y se presenta el nuevo indicador BBVA.

#### Indicador 1: Precios de la vivienda / Ingresos familiares

Un primer indicador de accesibilidad se elabora a partir del cociente del precio medio de las viviendas en el mercado y los ingresos brutos familiares, medidos a través de la renta disponible anual. Con ello, se pretende reflejar el número de años necesarios para poder comprar una vivienda media sin necesidad de financiación. Este indicador permite realizar una comparación directa de la accesibilidad a la vivienda entre regiones o países. Cuanto más bajo es este cociente, más fácil resulta el acceso a la vivienda.

#### Indicador 2: Esfuerzo financiero

Ante la dificultad de las familias de acceder a una vivienda por la brecha existente entre los precios de éstas y los ingresos anuales, los hogares suelen acudir a la financiación externa para poder afrontar una parte importante de la inversión. En estos casos, el total del crédito solicitado, las

tasas de interés y el número de años de maduración del préstamo determinan la capacidad de endeudamiento y, por consiguiente, la de adquisición de una vivienda por parte de las familias.

Con estas variables se puede construir un segundo indicador de accesibilidad —indicador de esfuerzo<sup>13</sup>—, que refleja el grado de esfuerzo económico para acceder a una vivienda que supone para una familia con ingresos medios realizar los pagos mensuales que se derivan del crédito necesario para adquirirla.

### Indicador 3: Vivienda adquirible

El tercer indicador de accesibilidad —vivienda adquirible— refleja el precio que debería tener una vivienda para que fuera adquirible por una familia media, que solicita un crédito hipotecario en condiciones de mercado y cuyos pagos no supongan un esfuerzo económico superior a la tercera parte de sus ingresos brutos anuales. Este indicador permite conocer el impacto de las variaciones de las condiciones financieras (tasas de interés y plazos de amortización) sobre la capacidad de compra de las familias y el tipo de vivienda que pueden adquirir. Cuanto más alto es este indicador, mayor es la capacidad financiera de las familias para la compra de una vivienda.

### Indicador 4: Indicador de Accesibilidad-Riesgo

Este último indicador indica el grado de exposición o riesgo de una familia en relación con su inversión en el sector residencial: una familia habrá alcanzado su límite de inversión inmobiliaria si destina la tercera parte de sus ingresos al pago de sus cuotas hipotecarias. Para ello, se calcula el importe teórico de la capacidad de financiación de una familia a partir de sus ingresos brutos, las tasas de interés y la maduración de los préstamos hipotecarios. Si dicho valor teórico es superior al precio de la vivienda en el mercado, las familias no estarán

sobreexpuestas al riesgo inmobiliario y se prevé que podrán hacer frente a condiciones adversas futuras. En sentido contrario, si el valor de mercado de la vivienda es superior a la capacidad financiera, las familias estarán concentrando demasiado riesgo en activos inmobiliarios y serán, por tanto, más susceptibles de presentar situaciones de impago.

Este indicador resulta del cociente de la capacidad de financiación teórica y el precio de mercado de la vivienda. Cuanto más elevada sea esta ratio, y siempre superior a cien, mayor será la probabilidad de que las familias puedan hacer frente a sus cuotas hipotecarias sin dificultades. Cuanto más próximo a cero sea este indicador, y siempre menor que cien, mayor es el riesgo de incumplimiento de las obligaciones financieras, ya que las familias podrían carecer de suficientes recursos económicos al destinar un porcentaje de su renta superior al considerado como prudente para la adquisición de vivienda.

Indicadores de accesibilidad a la vivienda similares al mencionado en este epígrafe se elaboran por otras entidades en otros mercados, como es el caso de Wells Fargo o BBVA Compass con sus propios indicadores de “Housing Affordability” para el mercado americano.

## 3. Metodología

Para elaborar el Indicador de Accesibilidad-Riesgo, se parte de tres conjuntos de datos: los relacionados con la renta de las familias, los relativos al mercado hipotecario y los datos de precios de la vivienda. Para estimar los primeros, se consideran como punto de partida los datos publicados por la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)<sup>14</sup> en 2014. Estos muestran la estructura de la distribución de la renta personal y/o familiar en los municipios españoles de más de 5.000 habitantes, obtenidos a partir de las declaraciones del IRPF de 2007<sup>15</sup>.

13: El esfuerzo financiero de accesibilidad a la vivienda se define como el porcentaje de los ingresos brutos destinado a cubrir los pagos de la hipoteca (pago de hipoteca anual/ingresos anual).

14: “Distribución de la renta personal en los municipios españoles: estimación a partir de microdatos de IRPF. Año 2007”. Miriam Hortas-Rico y Jorge Onrubia. Fedea (2014).

15: Nota: Debido a que el País Vasco y Navarra gestionan su propio impuesto sobre la renta, no es posible estimar el Indicador de Accesibilidad-Riesgo BBVA al carecer de datos sobre la renta en dichas comunidades.

Para estimar la evolución de la renta familiar por municipio en los diferentes años, se asume que la distribución espacial de la renta se mantiene constante a lo largo del tiempo y, con los datos de la evolución de la renta familiar disponible en el ámbito nacional del Banco de España, se infieren los niveles de renta municipal. El resultado es un conjunto de series temporales de renta media familiar por municipio.

El hecho de suponer que la distribución de las rentas familiares por municipio se mantiene constante a lo largo del tiempo supone una limitación del análisis y podría sesgar algunos resultados, pero es una forma sencilla, y la mejor aproximación posible, para estimar el impacto de los cambios en el mercado inmobiliario en las ratios de accesibilidad.

Los datos relativos al mercado hipotecario que se utilizan para elaborar el indicador son: la tasa de interés de los préstamos hipotecarios en el mercado en cada periodo y el periodo de maduración de los préstamos, que se fija en un periodo medio de 30 años.

En relación con los datos de precios de vivienda, se recurre a la información que ofrece el Ministerio de Fomento para municipios de más de 25.000 habitantes de manera trimestral y que refleja el precio medio de la vivienda en euros por metro cuadrado en cada municipio.

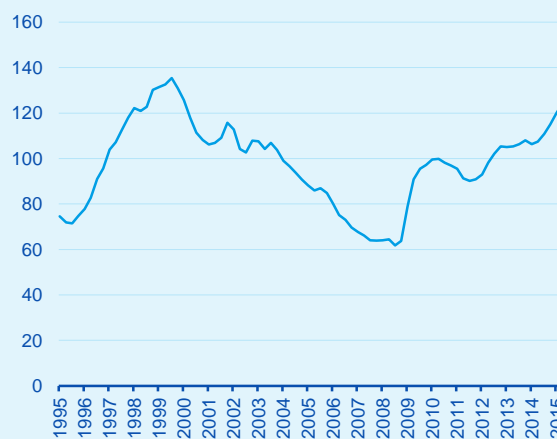
Combinando las tasas de interés de los préstamos hipotecarios, el importe equivalente a la tercera parte de la renta familiar y el periodo de maduración de la hipoteca se obtiene el importe teórico de la capacidad de financiación de una familia. Para ello se realizan cuatro supuestos: i) la duración de la hipoteca será de 30 años, ii) durante todo el periodo se aplicarán el mismo tiempo de interés fijado en la fecha de constitución de la deuda, iii) la renta de las familias no sufrirá cambios significativos y iv) destina una tercera parte de sus ingresos a los pagos hipotecarios (se considera este porcentaje siguiendo los criterios de buenas prácticas bancarias recomendadas por el Banco de España).

Con todo, el Indicador de Accesibilidad-Riesgo es el resultado de dividir la capacidad de financiación de una familia entre el precio medio de la vivienda. Un valor del índice igual a 100 indica el punto ideal máximo entre importe teórico de la capacidad de financiación y precio de la vivienda, es decir, el precio de la vivienda es exactamente igual a la cantidad que como máximo se puede pedir prestada. Cuanto más supere el índice a 100, menos recursos de la renta familiar serán dedicados al pago de una hipoteca, disminuyendo el riesgo de impago de la misma. Por otro lado, cuanto menor a 100 y con límite 0 esté el índice, más dificultades tendrán las familias a la hora de reembolsar las cuotas mensuales de la hipoteca en caso de tensiones económicas y reducción de rentas.

#### 4. Resultados

En el ámbito nacional, aplicando la metodología descrita anteriormente, se muestra la evolución del Indicador de Accesibilidad-Riesgo (Gráfico R.2.1) durante los últimos 20 años.

Gráfico R.2.1  
España: Indicador de Accesibilidad-Riesgo\*



\*: Datos trimestrales  
Fuente: BBVA RE

Analizando la serie, se observan tres periodos claramente definidos. El primero de ellos ocurre entre los años 1995 y 1999, que se corresponde con una mejora en el Indicador de Accesibilidad-Riesgo. Esta mejora se explica básicamente por el descenso de los tipos de interés hipotecarios,

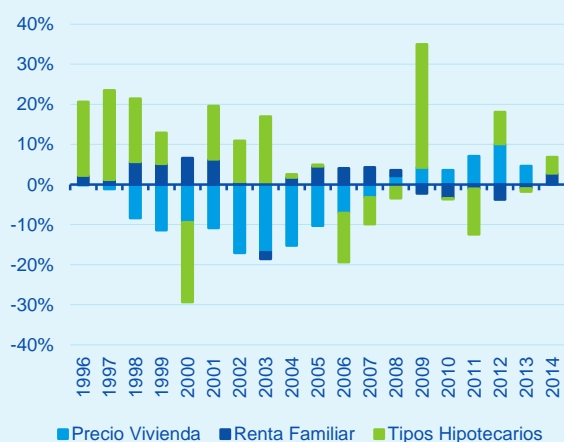
que pasaron del 11% en 1995 al 4,5% en septiembre de 1999.

El segundo periodo es el comprendido entre los años 2000 y 2007. Esta fase se corresponde con el comienzo y fin de la burbuja inmobiliaria, donde se produjo un empeoramiento substancial del Indicador de Accesibilidad-Riesgo. El factor clave para el deterioro del indicador fue el aumento del precio de la vivienda. Así, en marzo de 2000, el precio medio del metro cuadrado a nivel nacional era de 917€ mientras que en diciembre de 2007 había aumentado hasta los 2.069€.

Por último, en el tercer periodo, que abarca desde el comienzo de la crisis en 2008 hasta la actualidad, el Indicador de Accesibilidad-Riesgo ha pasado de niveles de elevado riesgo a situaciones en donde la probabilidad de impago está limitada, algo que se ha visto reflejado en todos los municipios analizados. Esta variación en el indicador está justificada, por una parte, por el descenso que se ha producido en el precio de las viviendas, y por otra, por la caída de los tipos de interés hipotecarios que, tras alcanzar un máximo en 2008, no han dejado de descender. No obstante, durante 2014, la mejora del indicador también se vio favorecida por un incremento de la renta familiar (Gráfico R.2.2).

Gráfico R.2.2

#### España: contribuciones a la variación de la ratio de Accesibilidad-Riesgo



\*: Variación de tipos hipotecarios, renta familiar y precio de la vivienda (1996/2014)

Fuente: BBVA RE

Cabe destacar que más de la tercera parte de los municipios tienen una ratio que se sitúa por encima de 100.

Como resumen, nos centraremos en el análisis de grandes municipios (Madrid y Barcelona), municipios de costa (Málaga, Valencia y La Coruña) y municipios de interior (Valladolid, Zaragoza y Sevilla). De esta manera mostraremos a grandes rasgos los centros más importantes del país.

En todos los casos el Indicador de Accesibilidad-Riesgo alcanza el mínimo en 2008, cuando la ratio se aproxima a valores de 60. A partir de este momento, el indicador mejora paulatinamente en todos los municipios. No obstante, esta mejora no es homogénea, obteniendo valores en el tercer trimestre de 2014 muy diferentes según la localidad de análisis.

En Madrid y Barcelona, Gráfico R.2.3, aunque el índice se ha duplicado desde mínimos, no logra superar la centena y se estabiliza en torno a 90/95. Esto se debe a que ambas ciudades son grandes polos de empleo, atrayendo más demandantes de vivienda que oferta existente en dichos municipios. Además, una gran parte de los puestos de trabajo generados son de alto poder adquisitivo. La combinación de estos factores provoca tensiones en los precios de las viviendas que no existen en otros municipios, traduciéndose en un Indicador de Accesibilidad-Riesgo inferior al resto de localidades.

Gráfico R.2.3

**Grandes municipios: Indicador de Accesibilidad-Riesgo**

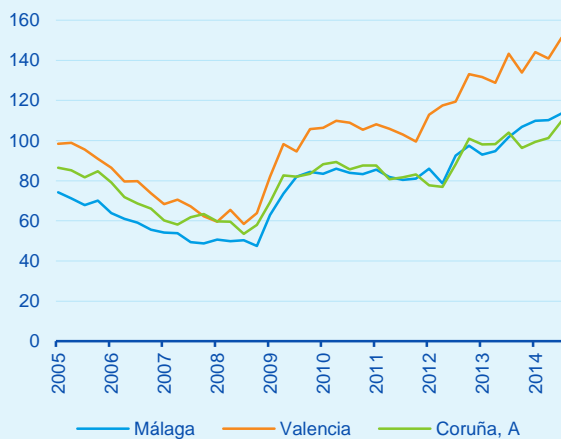


Fuente: BBVA RE

Entre las ciudades costeras destaca la recuperación de la ratio en la ciudad de Valencia que, tras multiplicarse por 3,5 desde 2008, alcanza un valor de 160, lo que se traduce en un riesgo mínimo para el sector inmobiliario. El descenso de precios en Valencia desde el 2008 ha sido de un 52,8% debido, en gran medida, al exceso de oferta existente. Por otro lado, Málaga y Coruña han seguido sendas similares, situándose en la actualidad por encima del punto de equilibrio (Gráfico R.2.4).

Gráfico R.2.4

**Municipios costeros: indicador de Accesibilidad-Riesgo**

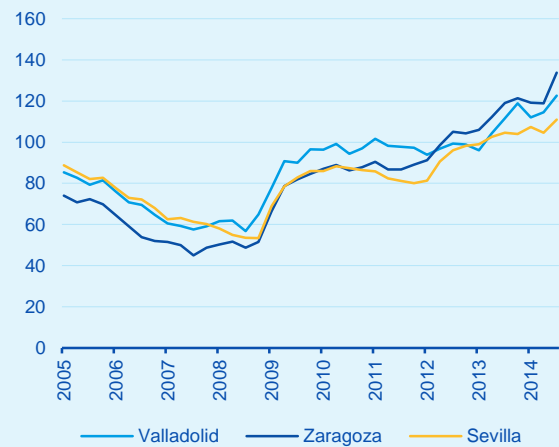


Fuente: BBVA RE

En el caso de las ciudades de interior, Zaragoza, en 2008, tenía con una ratio inferior a la de Valladolid y Sevilla. Sin embargo, el descenso de precios, en torno al 55%, ha sido muy superior al de Sevilla (37,5%) y Valladolid (39,8%). De todas formas, la evolución del Indicador de Accesibilidad-Riesgo en Zaragoza y Valladolid se sitúa en 2015 en ratios muy positivas. Sevilla sigue la misma tendencia.

Gráfico R.2.5

**Municipios de interior: Indicador de Accesibilidad-Riesgo**



Fuente: BBVA RE

Tabla R.2.1

## Capitales de provincia: Indicador de Accesibilidad-Riesgo BBVA

Municipio. Fomento	4T05	4T06	4T07	4T08	4T09	4T10	4T11	4T12	4T13	4T14	2T15
Almería	83,4%	69,2%	57,8%	56,2%	90,4%	93,7%	89,1%	97,9%	113,0%	128,7%	143,6%
Cádiz	55,6%	49,7%	44,8%	44,5%	67,1%	64,1%	61,5%	67,3%	82,9%	81,1%	92,7%
Córdoba	79,0%	61,8%	53,9%	55,0%	84,7%	86,0%	77,3%	83,4%	99,7%	117,4%	133,6%
Granada	82,8%	72,4%	57,5%	60,1%	96,9%	97,0%	91,9%	112,2%	109,2%	122,3%	135,4%
Huelva	88,6%	72,4%	65,5%	64,1%	96,1%	102,6%	92,4%	122,9%	123,0%	138,6%	152,6%
Jaén	89,8%	77,2%	68,7%	72,4%	105,6%	100,0%	96,2%	108,6%	124,9%	138,0%	148,4%
Málaga	70,1%	55,5%	48,8%	47,4%	84,4%	83,3%	81,1%	97,5%	106,9%	112,4%	125,4%
Sevilla	82,7%	68,0%	60,2%	53,3%	85,9%	86,4%	80,1%	98,2%	104,0%	106,8%	115,7%
Huesca	84,2%	63,7%	53,6%	64,2%	108,2%	108,7%	112,1%	121,0%	145,9%	148,8%	162,6%
Teruel	98,4%	73,6%	63,8%	67,8%	107,6%	104,0%	112,7%	116,9%	121,1%	145,5%	166,5%
Zaragoza	69,8%	51,9%	48,7%	51,5%	84,5%	87,9%	89,1%	104,3%	121,3%	131,9%	140,4%
Oviedo	90,8%	77,1%	66,8%	67,2%	100,9%	100,5%	96,4%	100,8%	114,5%	126,0%	138,8%
Palma de Mallorca	73,9%	59,6%	49,5%	54,6%	84,9%	86,2%	88,8%	96,0%	103,1%	110,8%	119,4%
Las Palmas	88,2%	71,4%	65,2%	64,9%	98,9%	99,0%	101,5%	111,6%	113,8%	119,3%	130,1%
S <sup>a</sup> Cruz de Tenerife	92,1%	78,6%	65,3%	70,8%	101,2%	102,6%	107,6%	119,2%	123,9%	132,0%	148,4%
Santander	73,2%	60,2%	56,3%	54,2%	79,3%	81,2%	76,4%	95,1%	96,1%	97,4%	113,1%
Ávila	89,6%	71,3%	61,2%	66,7%	110,1%	115,9%	97,4%	111,9%	154,8%	170,4%	192,4%
Burgos	74,8%	62,6%	54,9%	56,6%	83,7%	84,6%	82,7%	89,4%	110,9%	130,1%	145,3%
León	96,1%	81,9%	70,8%	71,8%	102,8%	109,4%	80,4%	111,2%	115,4%	130,0%	150,0%
Palencia	92,9%	70,4%	66,0%	66,2%	96,0%	94,0%	99,9%	97,6%	106,9%	126,1%	137,7%
Salamanca	70,0%	57,2%	52,1%	51,9%	83,1%	84,1%	73,4%	84,0%	94,0%	102,7%	111,6%
Segovia	69,9%	53,7%	47,9%	52,2%	79,4%	76,1%	81,8%	129,4%	102,5%	116,8%	120,1%
Soria	82,5%	69,9%	66,1%	59,3%	103,0%	102,9%	102,1%	107,2%	110,0%	120,7%	131,4%
Valladolid	81,4%	64,7%	59,1%	64,8%	96,5%	97,0%	97,2%	98,9%	118,9%	126,1%	140,6%
Zamora	95,5%	75,3%	69,3%	75,7%	114,9%	106,2%	101,3%	105,7%	122,9%	135,8%	152,4%
Albacete	83,1%	65,7%	59,8%	62,4%	102,7%	98,1%	98,3%	107,4%	130,6%	140,1%	143,1%
Ciudad Real	95,2%	77,1%	76,8%	75,0%	125,3%	116,4%	99,2%	121,8%	156,4%	176,6%	191,4%
Cuenca	92,0%	71,8%	77,3%	68,7%	113,2%	107,0%	99,4%	103,2%	133,8%	141,0%	156,9%
Guadalajara	72,2%	60,9%	60,7%	59,2%	98,0%	100,4%	79,7%	139,5%	152,6%	159,6%	187,8%
Toledo	81,3%	63,9%	59,4%	60,0%	101,5%	105,1%	99,1%	117,5%	120,0%	140,0%	154,6%
Barcelona	65,5%	53,0%	47,0%	47,1%	70,4%	71,5%	72,1%	83,2%	87,2%	90,9%	95,2%
Lleida	91,4%	71,3%	65,3%	70,7%	105,6%	104,3%	111,3%	111,6%	157,8%	169,8%	184,9%
Tarragona	93,0%	74,2%	63,9%	58,0%	103,0%	101,1%	94,6%	110,6%	148,1%	153,6%	167,4%
Alicante	87,3%	73,0%	66,9%	69,9%	118,5%	122,5%	117,7%	133,2%	144,6%	145,5%	155,7%
Castellón de la Plana	95,7%	75,0%	69,6%	72,0%	113,3%	112,3%	124,1%	140,2%	166,0%	180,6%	203,0%
Valencia	90,9%	73,8%	62,2%	63,9%	105,7%	105,4%	99,5%	133,1%	133,8%	151,2%	165,2%
Badajoz	98,5%	81,0%	67,6%	68,7%	109,8%	103,6%	98,7%	109,5%	129,3%	128,7%	142,5%
Cáceres	105,2%	79,9%	82,9%	74,5%	120,3%	120,7%	102,6%	121,8%	129,2%	134,6%	145,4%
A Coruña	84,7%	66,1%	63,3%	58,0%	83,5%	87,5%	83,1%	101,0%	96,3%	103,7%	112,7%
Lugo	118,9%	100,2%	78,5%	74,6%	108,1%	117,9%	111,6%	110,8%	132,5%	149,2%	165,2%
Ourense	98,0%	83,4%	74,6%	72,5%	102,8%	103,5%	86,1%	107,0%	105,8%	121,2%	123,8%
Pontevedra	88,4%	81,3%	63,8%	74,3%	101,3%	101,3%	106,5%	118,3%	136,1%	137,2%	154,0%
Madrid	57,6%	49,9%	46,3%	48,4%	74,0%	77,4%	72,4%	87,2%	87,3%	91,5%	96,0%
Murcia	98,1%	82,0%	70,4%	72,7%	119,4%	118,1%	115,2%	162,6%	139,5%	160,7%	180,4%
Logroño	74,7%	59,2%	56,7%	59,3%	95,8%	95,4%	99,4%	97,0%	128,3%	139,5%	151,6%
Ceuta	115,8%	94,8%	81,2%	77,5%	107,8%	104,9%	97,0%	114,4%	104,2%	107,7%	119,7%
Melilla	140,7%	108,2%	97,4%	87,4%	128,6%	126,0%	104,0%	119,1%	118,4%	121,4%	137,6%

Fuente: BBVA RE

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

## Este informe ha sido elaborado por la unidad de España

**Economista Jefe de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com  
+34 91 537 36 72

**España**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com  
+34 91 374 39 61

Joseba Barandiaran  
joseba.barandia@bbva.com  
+34 94 487 67 39

Alba Duchemin  
alba.duchemin@bbva.com  
+34 91 757 52 78

Juan Ramón García  
juanramon.gl@bbva.com  
+34 91 374 33 39

Guillermo García  
guillermo.garcia.alonso@bbva.com  
+34 91 757 52 78

Félix Lores  
felix.lores@bbva.com  
+34 91 374 01 82

Antonio Marín  
antonio.marin.campos@bbva.com  
+34 648 600 596

Myriam Montañez  
+34 954 24 74 86  
miriam.montanez@bbva.com

Virginia Pou  
virginia.pou@bbva.com  
+34 91 537 77 23

Juan Ruiz  
juan.ruiz2@bbva.com  
+34 646 825 405

Pep Ruiz  
ruiz.aguirre@bbva.com  
+34 91 537 55 67

Camilo Andrés Ulloa  
camiloandres.ulloa@bbva.com  
+34 91 537 84 73

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**España**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes****Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvarojorge.martin@bbva.com

**Áreas Globales****Escenarios Económicos**

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

## Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Calle Azul, 4  
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas  
28050 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)