

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación Inmobiliaria España

JULIO 2017 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL & UNIDAD DE REAL ESTATE



Índice

1. Editorial	3
2. Buen inicio de año del mercado inmobiliario	5
3. El mercado no residencial al alza, en sintonía con el residencial	13
4. Previsiones	16
5. El alquiler en España repunta	17

Fecha de cierre: **17 de julio de 2017**

1. Editorial

La economía española crece a un ritmo superior al esperado hace tres meses. De hecho, BBVA Research acaba de anunciar en el último número de Situación España¹ una subida de la previsión de crecimiento de la economía hasta el 3,3% en 2017 y hasta el 2,8% en 2018, que se traducirá en la creación de algo más de un millón de empleos en el bienio. Por su parte, el sector inmobiliario no sólo se beneficia de la buena marcha de la economía, sino que también contribuye a ello, tal y como revela la evolución de **la inversión en vivienda** que, previsiblemente, **será la partida responsable del 9,4% del crecimiento del PIB en 2017 y de casi el 11% en 2018.**

En el arranque de 2017, el sector inmobiliario ha continuado sacando músculo. A ello han contribuido tanto la demanda doméstica como la demanda externa. Desde el punto de vista interno, **la creación de empleo**, que se ha mostrado más dinámica que en 2016, sobre todo a lo largo del primer trimestre; **la confianza del consumidor**, que se mantiene en niveles máximos; **el tipo de interés hipotecario**, que permanece anclado en torno al 2,3%; y la impresión cada vez más generalizada, y razonablemente fundada, de que **la vivienda se va a revalorizar en un futuro**, estarían **apoyando el crecimiento de la compra de viviendas.** Por otro lado, **una evolución de la economía europea mejor a la esperada** en los últimos compases de 2016 y el primer trimestre de 2017 **está favoreciendo el crecimiento de la demanda extranjera.** Al respecto, las dudas en torno al *brexit* y la depreciación de la libra esterlina han seguido materializándose en una reducción del peso de los ingleses entre los compradores extranjeros, lo que se presagiaba en números anteriores de esta publicación, algo que se está más que compensando con la mayor afluencia de compradores procedentes de otros países como Italia y Bélgica.

Paralelamente, los empresarios del sector, constructores y promotores, continúan trabajando en la puesta en marcha de nuevos proyectos inmobiliarios con el objetivo de satisfacer la demanda existente y, tal y como revelan los datos de precios, ejercen más presión en los enclaves más atractivos para el turismo extranjero y en aquellos con una mayor actividad económica. Así, **en los primeros meses de 2017 la firma de visados de vivienda de obra nueva volvió a crecer** y el empleo en el sector mostró un mejor desempeño que la media. Por su parte, la moderación del crecimiento del precio de la vivienda que tuvo lugar en los últimos tres meses de 2016 fue transitoria, tal y como aguraba la marcha del mercado. En el primer trimestre de 2017 tanto los valores de tasación del Ministerio de Fomento como el Índice de Precios de la Vivienda del INE mostraron una **aceleración de la revalorización del precio de la vivienda.**

El buen arranque del año junto con la mejora de las previsiones económicas ameritan también una **revisión al alza de las previsiones del mercado inmobiliario para el año en curso.** De este modo, se espera que la venta de viviendas en 2017 crezca en torno al 10% respecto a 2016, gracias al mejor comportamiento de la demanda interna y al buen tono de la demanda extranjera. Una mayor demanda, en un contexto en el que la vivienda terminada sigue en mínimos, se trasladará a precios, los cuales subirán alrededor del 3,0% en promedio anual. Por su parte, la iniciación de viviendas mantendrá su crecimiento por

1: Véase la revista Situación España 3^{er} trimestre 2017: <https://www.bbva.com/es/wp-content/uploads/2017/07/Informe-Situacion-Espana-3T17-BBVA-Research.pdf>

encima del 20%, un comportamiento que será muy diferente por geografías habida cuenta de la heterogeneidad que muestra el mercado a lo largo y ancho del país.

Por primera vez desde el resurgimiento de esta publicación se incluye un apartado dedicado al segmento no residencial de la construcción, vinculado a la actividad comercial e industrial. El análisis pone de manifiesto que la buena marcha de la economía en los últimos trimestres y las buenas perspectivas económicas apoyan, como en el segmento residencial, el crecimiento de esta parte del mercado inmobiliario. La continuación en **el crecimiento de la demanda interna y de sectores ligados a la externa**, como la inversión en maquinaria y equipo, el turismo y los servicios profesionales, **auguran un dinamismo futuro en el mercado de naves industriales, locales comerciales y oficinas.**

El día a día en el mercado inmobiliario muestra una **subida importante de los precios del alquiler residencial**. Un mercado que, poco a poco, gana peso entre los hogares españoles, pero que sigue siendo menos relevante que en los países del entorno. Aunque son muchos **los factores** que influyen a la hora de decidir entre comprar y alquilar. En términos agregados, **los factores económicos apuntan que, actualmente, la opción de comprar tiene más valor que la de alquilar**. A ello han contribuido tanto la importante corrección del precio de la vivienda, como los bajos tipos de interés y la subida de los precios de alquileres.

En definitiva, la evolución de la economía en los próximos trimestres parece asegurar un buen tono para el mercado inmobiliario, tanto para su segmento residencial como para el comercial.

2. Buen inicio de año del mercado inmobiliario

Los datos disponibles revelan que el mercado inmobiliario ha iniciado el año siguiendo la buena estela con que despidió 2016. La buena marcha de la economía en el primer trimestre del año se ha dejado notar en el mercado inmobiliario y, a buen seguro, lo hará también en el segundo. De hecho, **la revisión al alza de la previsión de crecimiento económico ha llevado también a mejorar las perspectivas del sector.**

El buen tono de los determinantes de la demanda, sobre todo del empleo, sigue repercutiendo positivamente en la dinámica del segmento residencial. Así, **las ventas mantienen el ritmo de crecimiento, la iniciación de viviendas continúa vigorosa y el precio, tal y como se preveía, ha intensificado su revalorización.** Sin embargo, este comportamiento no es extensible a toda la geografía del país, ya que **la heterogeneidad del mercado residencial persiste** en los primeros compases del año. Por su parte, el mercado nacional siguió siendo atractivo para los extranjeros, de hecho, en los primeros tres meses las transacciones de extranjeros aumentaron el 15,3%.

La venta residencial gana tracción en la primera parte de 2017

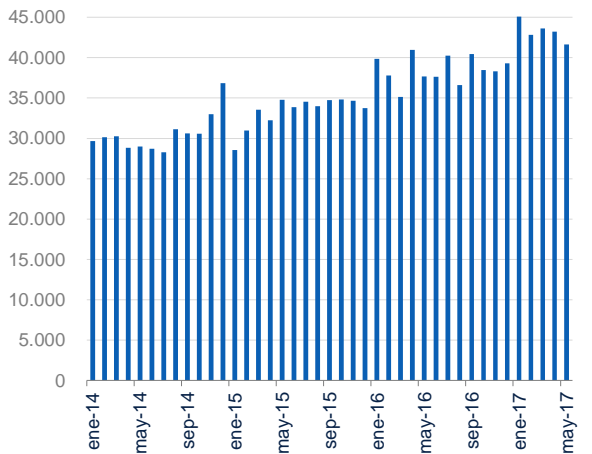
La venta de viviendas mantiene la tendencia de crecimiento con que finalizó el pasado año. **En los cinco primeros meses del año las transacciones residenciales se elevaron hasta las 212.073, lo que supone un incremento interanual del 14,5%.** Corrigiendo las variaciones estacionales y el efecto de calendario, las ventas en el primer trimestre experimentaron un crecimiento del 13,3% respecto al 4T16, el mejor registro trimestral desde el estallido de

La venta de viviendas comienza el año al alza

la crisis. Esto se debe, en gran medida, al buen desempeño que mostraron las ventas en el primer mes del año. En el mes de abril, las ventas corrigieron ligeramente (-0,4% m/m CVEC). Mientras, en promedio mensual, las ventas en marzo y abril se mantuvieron prácticamente estancadas, ya que el ascenso de marzo compensó la caída de abril y en mayo se contrajeron

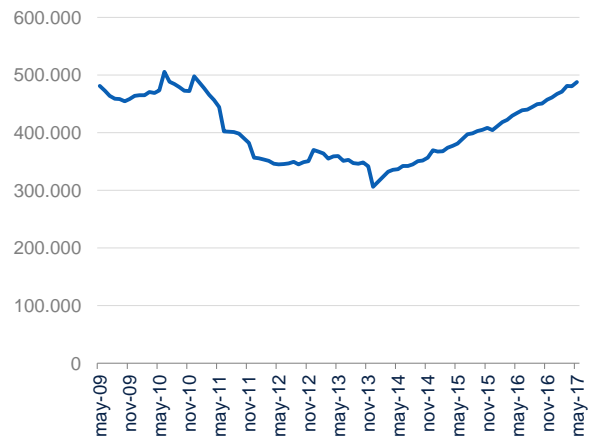
ligeramente (véase el Gráfico 2.1). El saldo de ventas acumulado en los últimos doce meses continúa mostrando una clara tendencia de crecimiento. En particular, en los últimos doce meses hasta mayo, las transacciones acumulaban un incremento del 12,3%, una tasa de crecimiento relevante pero algo más moderada que la del pasado año, tal y como se preveía, que eleva el número de operaciones de compra venta hasta las casi 488.000 (véase el Gráfico 2.2).

Gráfico 2.1 España: venta de viviendas (datos CVEC)



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

Gráfico 2.2 España: venta de viviendas (acumulado 12 meses)

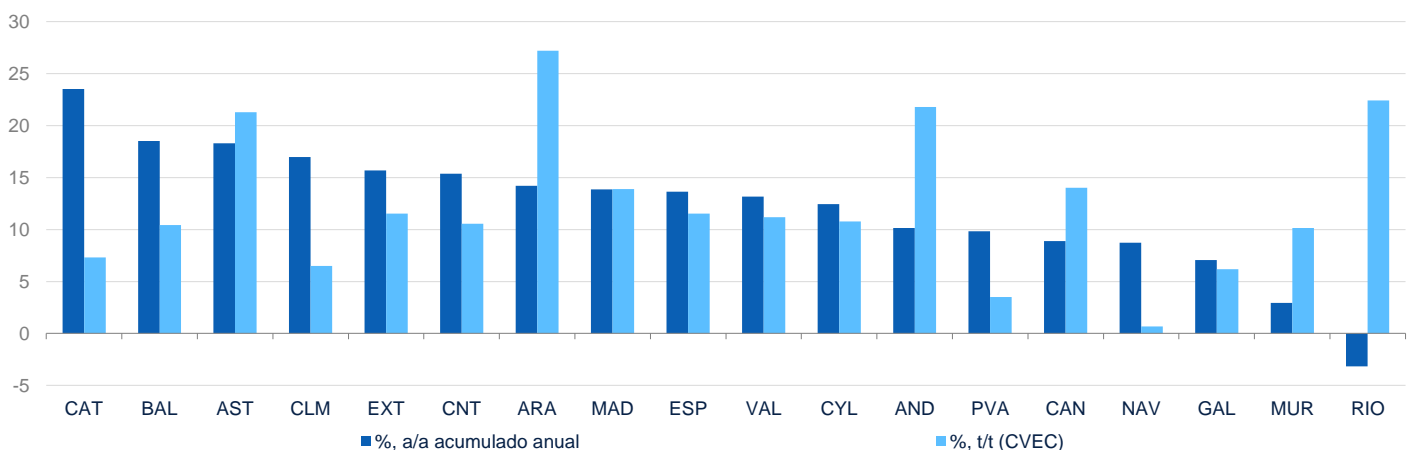


Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

Por comunidades autónomas, la venta de viviendas en el primer trimestre del año aumentó en todas ellas.

Tras corregir las ventas de las variaciones estacionales y los efectos de calendario, se aprecia que el incremento trimestral de las ventas osciló entre el 27,2% registrado en Aragón y el 0,7% de Navarra. En términos acumulados anuales, la suma de ventas de los últimos doce meses, hasta marzo de 2017, muestra un crecimiento superior a la media nacional en Asturias, Baleares, Cantabria, Castilla-La Mancha, Cataluña, Extremadura y Madrid. Los peores registros se localizan en La Rioja, donde el acumulado anual de las ventas cayó el 3,2% en el 1T17, y Murcia, con un aumento del 2,9%, muy por debajo del 13,9% de media nacional (véase el Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3 España: venta de viviendas en el 1T17 (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

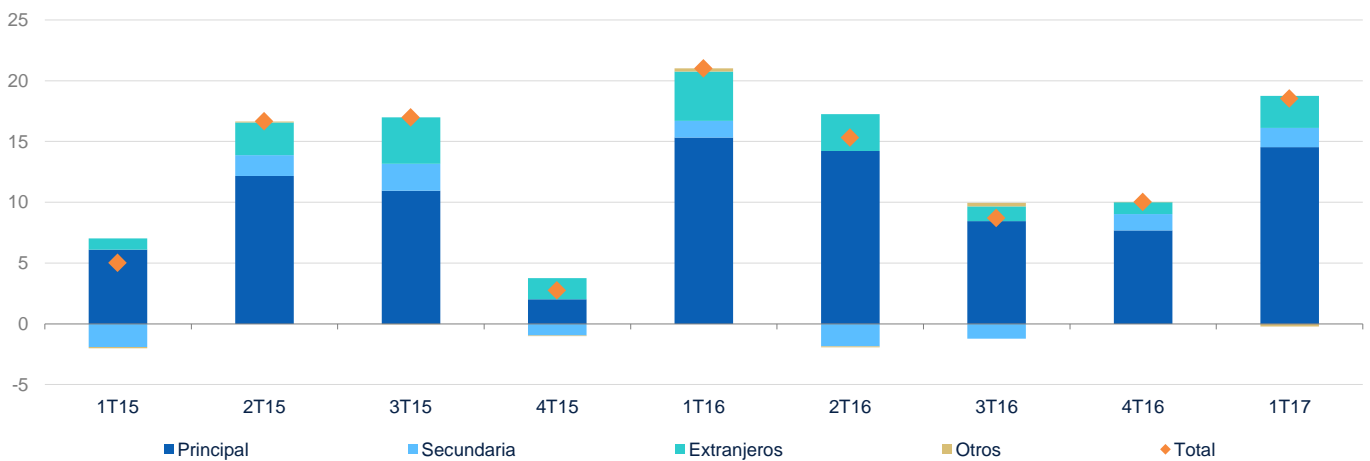
Tras este desempeño positivo está el **buen comportamiento tanto de la demanda interna como de la externa**. Desde el punto de vista doméstico, el **crecimiento sostenido del empleo** (en los seis primeros meses los afiliados a la Seguridad Social han crecido a una tasa media mensual del 0,3%), el **incremento de la confianza de los**

Los fundamentales de la demanda se mantienen en positivo

hogares (cada vez son más los hogares que se muestran optimistas en la evolución de la economía durante los próximos doce meses), las **buenas condiciones de financiación** (el tipo de interés hipotecario se mantiene en mínimos históricos, en torno al 2,2%, al igual que el Euribor a 12 meses, que cerró el mes de junio en el -0,156%) y las **expectativas de revalorización** favorecen la venta de viviendas. Por su parte, el **mayor crecimiento de las economías europeas**, principales demandantes foráneos, junto con las tensiones geopolíticas en otros países competidores, sigue propiciando la compra de viviendas por parte de los extranjeros.

Por segmentos de demanda, la compra de viviendas principales, aproximadas como aquellas adquiridas por ciudadanos que residen en la misma provincia en la que se localiza la vivienda, aumentaron significativamente en el primer trimestre: en el 1T17 la compra de viviendas principales creció el 20,8% interanual, por encima de la media de 1T17 (18,5%). Por su parte, la venta de viviendas secundarias, aproximadas como aquellas adquiridas por residentes españoles en una provincia distinta a la de residencia, creció el 13,1%, el segundo trimestre consecutivo de aumento tras dos seguidos de descensos. Por último, las compras de extranjeros experimentaron un incremento interanual del 15,3%. De este modo, se observa cómo en el 1T17 la contribución de la demanda extranjera al crecimiento de la venta de viviendas aumentó respecto a los dos trimestres anteriores, siendo la responsable del 14,2% del crecimiento de las ventas en el trimestre (véase el Gráfico 2.4).

Gráfico 2.4 España: contribución al crecimiento interanual de la venta de vivienda por tipología (en pp)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

A este respecto, la heterogeneidad dentro de las provincias españolas es máxima. Mientras hay provincias donde la demanda extranjera ha drenado crecimiento a la venta de viviendas, siendo el caso de Málaga el más representativo (donde la compra de viviendas de foráneos cayó el 3,1%, el tercer trimestre consecutivo de descensos, tras varios trimestres creciendo a tasas elevadas), en otras como Castellón, Alicante y Tenerife la contribución de la demanda extranjera al mercado inmobiliario ha sido muy sobresaliente. En particular, en Castellón el aumento de las compras de extranjeros fue del 39,0% y en las otras dos provincias el incremento fue superior al 20% en cada caso, incrementos muy significativos si además se tiene en cuenta la relevancia de este segmento en estos mercados.

Nueva reducción de la compra de viviendas por parte de los ingleses

En este ámbito hay que mencionar que **prosigue la desaceleración de la compra de viviendas de los ciudadanos ingleses**. En el primer trimestre del año, cuando las compras de extranjeros aumentaron a una tasa interanual del 15,3%, el peso de la demanda inglesa se situó en el 14,5% del total de extranjeros, según los datos del Colegio de Registradores de la Propiedad. Esta proporción es 7,4pp inferior a la del 1T16. La incertidumbre en torno al *Brexit* y la depreciación de la libra esterlina parecen haber tenido efecto en el mercado inmobiliario español. Aún así, hasta el 1T17, los ingleses siguen siendo los principales compradores entre los extranjeros que adquieren vivienda en España. En contraposición, **otras nacionalidades ganan peso en 1T17**. Por ejemplo, los ciudadanos franceses representan el 9,6% de los extranjeros que compran vivienda en España, 1,8pp más que en el 1T16; otra de las nacionalidades que más crece es la italiana que representa el 6,1% del total de compras de foráneos, 1,6pp más que en el 1T16. El peso de alemanes creció 0,7pp hasta el 7,7% y el de los belgas 0,8pp hasta el 6,9%.

Cuadro 2.1 España: nacionalidad de los compradores extranjeros (% total extranjeros)

	1T16	4T16	1T17
Reino Unido	21,9	16,4	14,5
Francia	7,9	8,5	9,6
Alemania	6,9	9,2	7,7
Bélgica	6,1	6,3	6,9
Suecia	6,3	6,4	6,3
Italia	4,5	5,7	6,1
Rumanía	4,2	4,5	5,3
China	4,2	4,2	4,3
Marruecos	3,0	3,4	3,6
Rusia	2,8	2,9	3,1
Países Bajos	2,4	2,7	2,7
Noruega	2,4	2,4	2,2
Resto	27,4	27,3	27,9

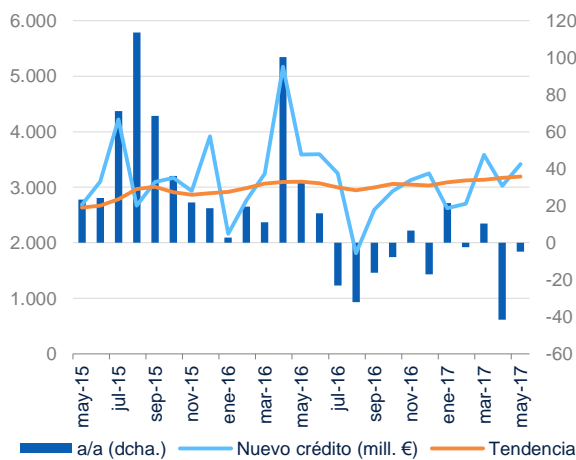
Fuente: Research BBVA RE a partir de Colegio de Registradores de la Propiedad

Las condiciones financieras siguen siendo favorables

Como se ha apuntado anteriormente, las condiciones de financiación siguen propiciando la venta de viviendas. Así se desprende de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España publicada el pasado mes de abril, donde se pone de manifiesto que **las buenas perspectivas del mercado de la vivienda y el incremento de la confianza de los hogares en un contexto de reducción de tipos de interés han incrementado la demanda de crédito**. Por su parte, la oferta de crédito ha evolucionado al alza gracias al incremento de la competencia entre las entidades, las mejores perspectivas económicas y la mayor solvencia de los hogares, aspectos que, sin embargo, no han conseguido relajar los criterios de aprobación, que se han mantenido relativamente estables. En cambio, los menores costes de financiación, la mayor disponibilidad de fondos y el incremento de la competencia sí han dado lugar a una suavización de las condiciones aplicadas a los préstamos. Hacia adelante, la encuesta apunta a que la demanda de crédito seguirá creciendo en los próximos meses, y a una cierta relajación de las condiciones de los préstamos.

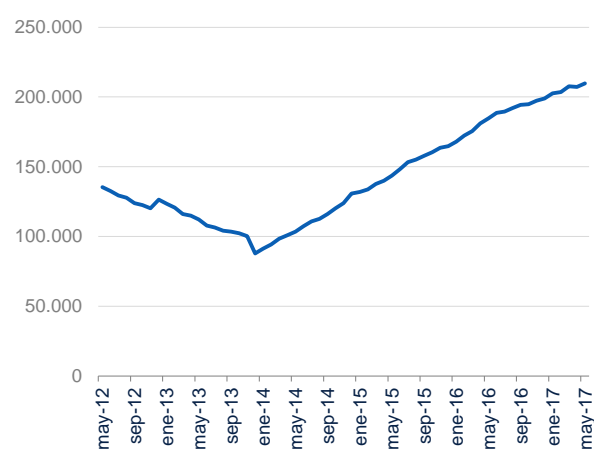
Las cifras de crédito para la compra de viviendas constatan un **crecimiento de las nuevas operaciones de financiación**. En particular, sin tener en cuenta las refinanciaciones, el crédito para compra de vivienda creció el 16,8% interanual en los cinco primeros meses del año (véase el Gráfico 2.5). La buena evolución del mercado hipotecario también queda reflejada en el **crecimiento del número de hipotecas firmadas durante los primeros cinco meses del año, del 13,2% respecto al mismo periodo de 2016** (véase el Gráfico 2.6).

Gráfico 2.5 España: concesión de crédito a nuevas operaciones de adquisición de vivienda



Fuente: Research BBVA RE a partir de BdE

Gráfico 2.6 España: firma de hipotecas (acumulado 12 meses)

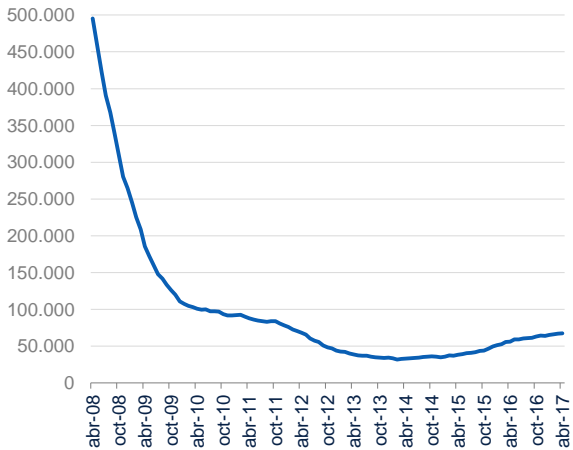


Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

Los permisos para iniciar nuevas viviendas crece

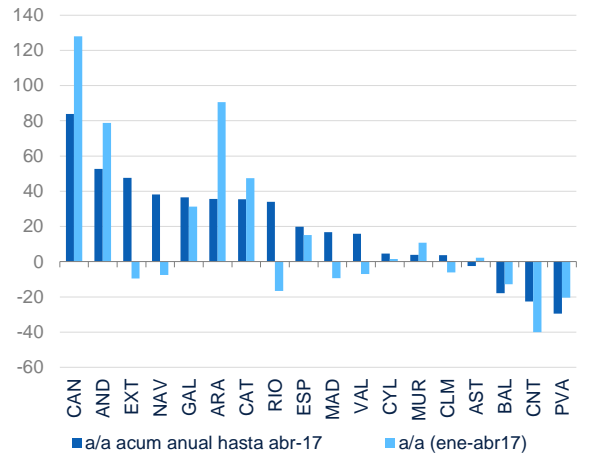
Por su parte, **la actividad constructora sigue respondiendo al buen desempeño de la demanda** y los visados de construcción de vivienda de obra nueva siguen creciendo (véase el Gráfico 2.7). En particular, **en los cuatro primeros meses del año la firma de permisos creció a una tasa interanual del 15,1%**. En cualquier caso, **el volumen de iniciación de viviendas sigue estando en niveles cercanos a mínimos**. Por comunidades autónomas se mantiene una elevada heterogeneidad y una gran volatilidad dentro de los datos de cada región. Aunque, en general, las comunidades autónomas parecen ir dejando atrás el mínimo, en algunas de ellas las recuperaciones vienen seguidas de correcciones. Tal es el caso de Baleares que, tras duplicar los visados en 2015, mostró una contracción en 2016 que se ha extendido al primer cuatrimestre de 2017. En la Comunidad de Madrid, después de tres años en los que los visados han crecido a tasas elevadas, en los primeros cuatro meses del año en curso han experimentado un recorte interanual. En La Rioja y Extremadura, las caídas interanuales del primer cuatrimestre del año preceden a un intenso crecimiento en 2016 (véase el Gráfico 2.8).

Gráfico 2.7 España: visados de vivienda de obra nueva (acumulado doce meses)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Gráfico 2.8 España: visados de vivienda de obra nueva (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

La vivienda terminada sigue en mínimos

El incremento que viene observándose en la iniciación de viviendas desde 2014 comienza a trasladarse a la vivienda terminada con timidez.

Según la estadística de certificacos de final de obra publicada por el Ministerio de Fomento, el número de inmuebles concluidos ha comenzado a mostrar síntomas de cambio de tendencia en los primeros meses de 2017. Así, en el primer cuatrimestre del año, el número de viviendas terminadas según los certificados de final de obra publicados por el Ministerio de Fomento creció en España el 1,2%. En este ámbito, la dispersión regional es muy elevada. Hay comunidades autónomas en las que las viviendas terminadas comienzan a recuperarse, como Canarias y Extremadura donde las viviendas nuevas que han salido al mercado crecen ininterrumpidamente desde 2015. Sin embargo, en otras como Asturias, Murcia y, en menor medida, Comunidad Valenciana, los certificados de final de obra también crecieron en 2015 y 2016, pero experimentan una corrección acusada en el arranque de 2017. Por el contrario, en Cataluña y País Vasco, las viviendas terminadas no han mostrado crecimiento alguno todavía.

El buen tono de la actividad constructora también se refleja en la evolución que muestra el mercado de suelo.

Entre enero y mayo de 2017 el número de transacciones de solares aumentó el 18,2% respecto al mismo periodo del año anterior, según los datos de CIEN. Por su parte, el dinamismo en el número de transacciones vino acompañado de un incremento del 10,6% interanual de la superficie de suelo vendida en el primer cuatrimestre del año.

La construcción sigue generando empleo

Además, no hay que olvidar que **el sector de la construcción sigue siendo un generador de empleo**, muestra inequívoca de que en el sector inmobiliario la actividad constructora está activa, sobre todo **teniendo en cuenta el escaso dinamismo que se observa en**

otros segmentos del sector como la construcción de otras edificaciones (la firma de visados para la construcción no residencial cayó el 5,9% interanual en el primer cuatrimestre de 2017) **y la obra pública** (los datos de licitación revelan un descenso del 10,7% interanual de la obra pública en los primeros cuatro meses del año). Así, entre enero y junio de 2017, los afiliados a la Seguridad Social del sector de la construcción crecieron a un promedio

mensual del 0,6% (CVEC), por encima de la media (0,3%). Por otro lado, en los últimos meses se ha asistido a una recuperación del Indicador de Clima de la Construcción elaborado por el Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital. Este Indicador revela un mayor optimismo de los empresarios del segmento residencial en torno a su evolución en los próximos meses, algo que se desprende del crecimiento de la cartera de pedidos (15,5 puntos en los seis primeros meses del año) y de la tendencia positiva del empleo en el segmento (23,4 puntos en el mismo periodo). Así, el dinamismo observado en el mercado de suelo, el mayor optimismo de los empresarios y el crecimiento del empleo en la construcción, ante la atonía de la obra pública y la edificación no residencial, justifican el buen tono de la edificación residencial en el corto y medio plazo.

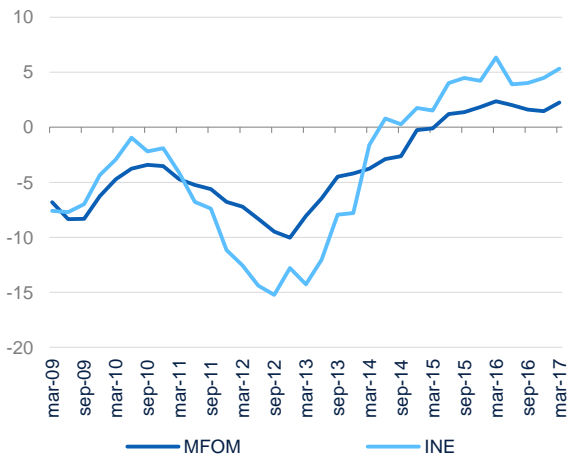
Se intensifica el crecimiento del precio de la vivienda en 1T17

En este contexto, **el precio de la vivienda evoluciona al alza**. Los nuevos datos conocidos entre marzo y julio de 2017, correspondientes al 1T17, apuntan a una nueva revalorización de la vivienda. Los valores de tasación indican que la moderación que había experimentado el precio en el 4T16 no se consolidó en los primeros tres meses del año, en los que el precio de la vivienda aumentó el 2,2% interanual. Esta tendencia de crecimiento también se denota en la estadística del Índice de Precio de la Vivienda del INE, que tras el crecimiento interanual del 4,5% en el 4T16, se elevó al 5,3% en el 1T17 (véase el Gráfico 2.9).

Al igual que sucede con las transacciones y los visados, **la heterogeneidad del precio de la vivienda es manifiesta entre las comunidades autónomas** españolas. Si bien, según el Índice de Precios de la Vivienda del INE en todas las regiones el nivel de precios en el 1T17 superaba el mínimo alcanzado a lo largo de esta última crisis. Pero la velocidad de recuperación sigue siendo muy desigual. Desde mínimos a el 1T17, la vivienda se ha revalorizado, de media, el 13,7%, según los datos del INE, que hace referencia a la información que extraen los notarios de las viviendas transadas. En este sentido, Madrid, Cataluña y Baleares siguen liderando esta recuperación de los precios. Por el contrario, en Navarra, Asturias y las dos castillas, la recuperación de los precios es todavía incipiente (véase el Gráfico 2.10).

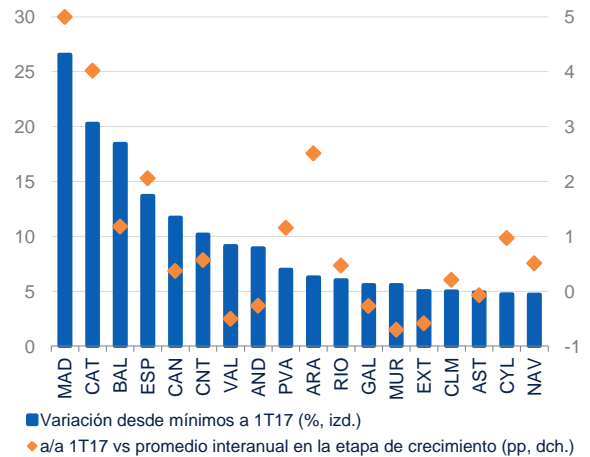
Por otro lado, la heterogeneidad de los precios también queda patente en el dinamismo que muestran los precios en el nuevo ciclo inmobiliario. Así, hay comunidades autónomas en las que el crecimiento interanual del precio de la vivienda en el 1T17 se mostró menos dinámico que el registrado, en promedio, durante los trimestres en los que el precio evoluciona positivamente. Es el caso de la Comunidad Valenciana, Andalucía, Galicia, Murcia, Extremadura y Asturias, donde el crecimiento interanual del precio en el 1T17 ha sido inferior al crecimiento promedio observado en los últimos trimestres de recuperación. Este menor dinamismo puede estar debido a un efecto base, derivado de fuertes crecimientos en los primeros trimestres de recuperación, como podría ser el caso de la Comunidad Valenciana y Murcia, o a que la recuperación del precio es todavía incipiente, como podría estar ocurriendo en Asturias. Por el contrario, en Madrid y Cataluña la tendencia del precio es claramente alcista. En este sentido también destaca el dinamismo que mostró el precio de la vivienda en el 1T17 en País Vasco, Aragón, Baleares y Castilla y León (véase el Gráfico 2.10).

Gráfico 2.9 España: precio de la vivienda (% a/a)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM e INE

Gráfico 2.10 España: precio de la vivienda por CC. AA. (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

El precio del suelo sigue ganando tracción

El mercado de suelo también sigue registrando revalorizaciones de precio, según los datos del Ministerio de Fomento. La mayor actividad constructora se está dejando notar en un mayor dinamismo en el mercado del suelo que se ha traducido en un aumento interanual del precio del 6,2%. Se trata de una tasa interanual superior al promedio de los últimos cuatro trimestres (5,4%) y al promedio de los últimos ocho, que comprende a los años 2015 y 2016 (4,9%). Con ello se ve que, a pesar de la volatilidad, el precio del suelo sigue ganando tracción.

3. El mercado no residencial al alza, en sintonía con el residencial

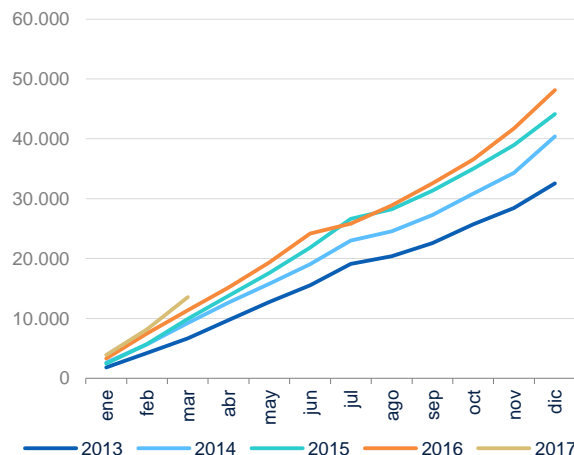
El mayor dinamismo del sector inmobiliario también se está reflejando en el segmento no residencial. Según los últimos datos publicados por el Consejo General del Notariado, en el 1T17 se realizaron 13.567 transacciones de compraventa de locales, oficinas y naves industriales, lo que supone un incremento interanual del 19,5% y sitúa el volumen anual acumulado durante los doce últimos meses en las 50.000 unidades (véase el Gráfico 3.1). Además, pese a la moderación del crecimiento durante el segundo semestre de 2015 y el primero de 2016, tal vez relacionado con una mayor incertidumbre política, el volumen de transacciones anuales ha mejorado año tras año, desde que en 2013 el sector alcanzara sus niveles mínimos (véase el Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1 España: transacciones de locales, oficinas y naves industriales (acumulado 12 meses)



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

Gráfico 3.2 España: transacciones de locales, oficinas y naves industriales (acumulado mesual anual)

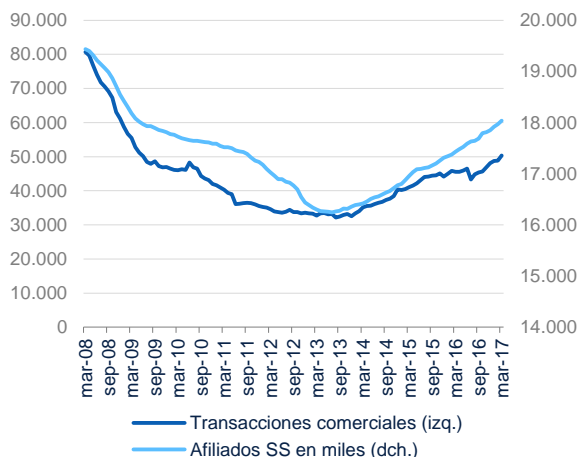


Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

La creación de empleo también favorece al segmento no residencial

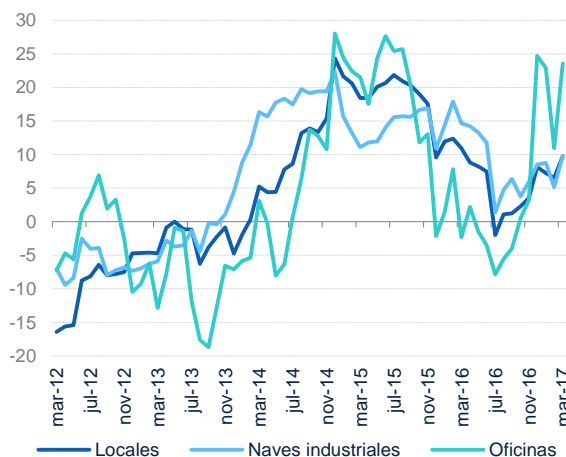
Pese a que los segmentos residencial y comercial presentan múltiples diferencias, algunos de los factores de demanda que están empujando al primero también lo están haciendo en el comercial. **La generación de empleo, tanto en el sector industrial como en el sector servicios, es, sin duda, una de las razones del buen comportamiento tanto del mercado de oficinas como del de naves industriales** (véase el Gráfico 3.3). En el caso de las oficinas, según los datos del Consejo General del Notariado, el volumen anual de transacciones creció en el primer trimestre de 2017 el 24% respecto del mismo periodo del año anterior, mientras que el de naves industriales lo hizo el 10% (véase el Gráfico 3.4).

Gráfico 3.3 España: transacciones inmobiliarias no residenciales y evolución de afiliados a la Seguridad Social



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN e INE

Gráfico 3.4 España: volumen anual de transacciones (% a/a).



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

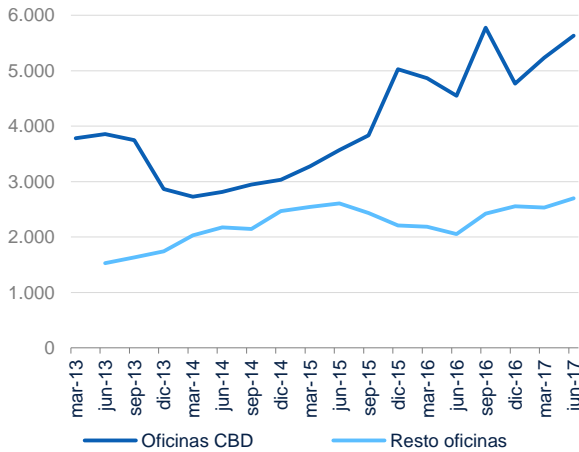
Por su parte, la mejora de los ingresos y la riqueza de las familias ha permitido crecimientos del consumo privado, que, a su vez, está siendo uno de los principales estímulos en el crecimiento en el sector de locales comerciales. Así, en el primer trimestre de 2017, el volumen anual acumulado de transacciones de locales comerciales alcanzó casi las 37.000 unidades, lo que supuso un crecimiento interanual del 10%.

Evolución positiva en los precios de naves industriales, oficinas y centros comerciales

La buena evolución de las transacciones también se está observando en la evolución de los precios y los factores de descuento de cada sector comercial.

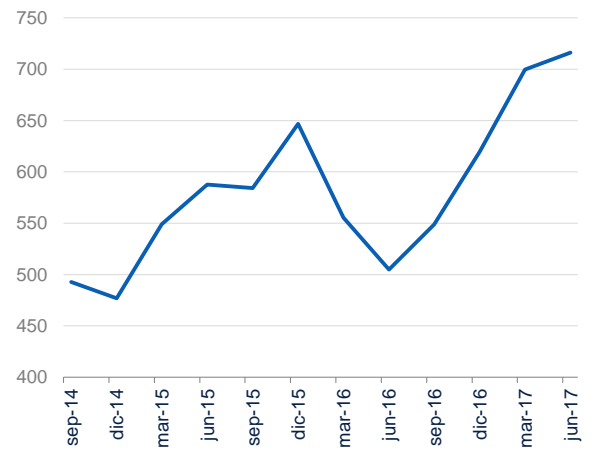
Según los datos de RCA Analytics, el precio medio de las oficinas creció en las principales capitales españolas, y lo hizo tanto en los distritos de negocios como en las áreas más periféricas de las ciudades (veáse Gráfico 3.5). De tal modo, que el precio promedio de las oficinas en el área de los centros de negocios alcanzó los 5.634 €/m² y una tasa de descuento promedio del 4,3% en el 2T17, mientras que en las zonas periféricas alcanzó los 2.700 €/m². Por su parte, tanto el sector de naves industriales como el de centros comerciales también muestran una evolución de precios positiva (veáanse Gráfico 3.6 y Gráfico 3.7). A cierre del 2T17, el promedio de precios de las naves industriales se situó en los 716 €/m², y el de los centros comerciales en 3.025 €/m², con una tasa de descuento promedio del 6%.

Gráfico 3.5 España: evolución del precio promedio de venta de oficinas (€/m²)



Fuente: Research BBVA RE a partir de RCA

Gráfico 3.6 España: evolución del precio promedio de venta de naves industriales (€/m²)

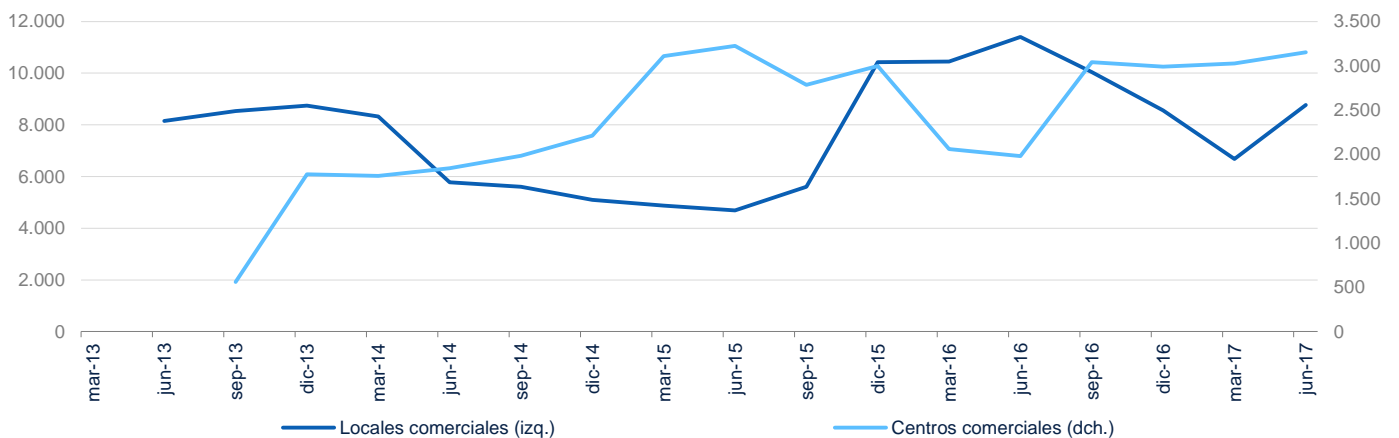


Fuente: Research BBVA RE a partir de RCA

El precio de los locales comerciales no muestran una clara tendencia de recuperación

Tan solo el subsector de locales comerciales parece no marcar una clara tendencia positiva, y en el 2T17 cerró con un precio promedio de 8.764 €/m², mientras que en el 4T15 lo hizo a 10.422 €/m². La razón de esta falta de tendencia positiva en precios se puede deber al bajo número de transacciones recogidas por la fuente y a la elevada dispersión que existe entre dichas transacciones. Así, por ejemplo, en el último año la operación más cara fue de 46.206 €/m² por un local comercial situado en la calle Preciados de Madrid, mientras que una operación en la avenida de Europa en Alcorcón se situó en 1.333 €/m². Esta disparidad entre operaciones hace que los precios promedio se vean muy afectados por operaciones individuales y que en ocasiones, sea difícil observar alguna tendencia.

Gráfico 3.7 España: evolución del precio promedio de venta locales y centros comerciales (€/m²)



Fuente: Research BBVA RE a partir de RCA

4. Previsiones

Se revisa al alza la venta de viviendas para 2017

La revisión al alza de la previsión de crecimiento de la economía española del 3,0% al 3,3% en 2017 se dejará notar en el mercado inmobiliario. El aumento de la creación de empleo y el mayor optimismo de los hogares en torno a la futura evolución de la economía, en un contexto donde los tipos de interés se mantienen en mínimos, generará un incremento de las ventas superior al esperado hace cuatro meses. De este modo, **se espera que la transacción de viviendas a lo largo del año crezca casi el 10% respecto a 2016, unos 3pp más de lo previsto en el mes de marzo**. A ello también contribuirá el buen tono que exhibe la demanda extranjera. El *Brexit* hacía presagiar una moderación de las ventas a extranjeros. Sin embargo, las cifras del primer trimestre siguen mostrando un aumento de las compras, ya que la debilidad de la demanda inglesa se ha compensado con el mayor dinamismo de otras nacionalidades. Un comportamiento que, a buen seguro, se mantendrá en los próximos meses de 2017, un año en el que previsiblemente la llegada de turistas extranjeros alcance un nuevo récord.

El precio crecerá el 3,0% en 2017

Este incremento de la demanda, en un contexto de reducción de inventario, dado que la obra terminada sigue sin mostrar claros síntomas de crecimiento, **se trasladará a precios**. Así, **se espera que la revalorización de la vivienda en 2017** sea algo más intensa de lo previsto y pase a crecer **en torno al 3,0% anual de media en España**, frente al 2,5% estimado hace cuatro meses. **Una evolución que volverá a ser muy desigual por comunidades autónomas**, habiendo algunas que sigan evolucionando a mayores tasas que la media y otras donde se comience a consolidar la tendencia de crecimiento. De hecho, dado el gran nivel de corrección que experimentó el precio durante la crisis y la escasa recuperación que ha experimentado hasta ahora, **en todas las comunidades autónomas existe recorrido al alza de los precios**, al situarse en unos niveles relativamente bajos. Así, se espera que **en la medida que se corrijan los desequilibrios en el mercado y crezca el empleo, el precio irá adquiriendo una mayor tracción**.

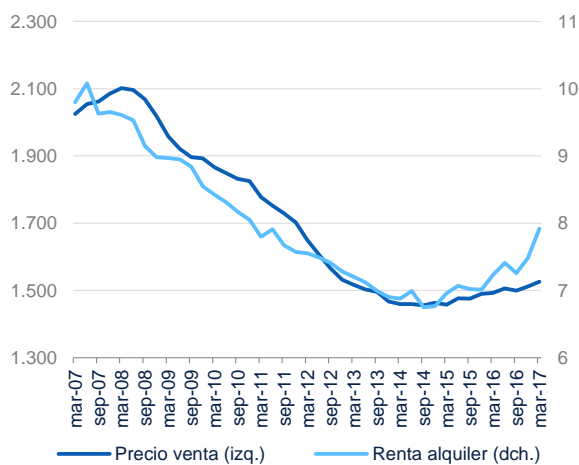
Los visados crecerán en torno al 20% en 2017

En cuanto a la actividad edificadora no se esperan grandes variaciones respecto al escenario anterior. Ante **las perspectivas de revalorización y las condiciones de financiación favorables, los promotores y constructores inmobiliarios apostarán por poner en marcha nuevos proyectos**. De este modo, a firma de visados crecerá por encima del 20% a lo largo de 2017. Al igual que los precios, el crecimiento de la actividad mostrará una elevada dispersión territorial que se irá reduciendo en la medida en que la sobreoferta de viviendas nuevas sin vender deje de ser un obstáculo para el funcionamiento del mercado. Por otro lado, en las regiones con una mayor actividad económica y en las más expuestas al turismo extranjero, la firma de visados para la construcción de nuevas viviendas mostrará un comportamiento más dinámico.

5. El mercado del alquiler en España repunta

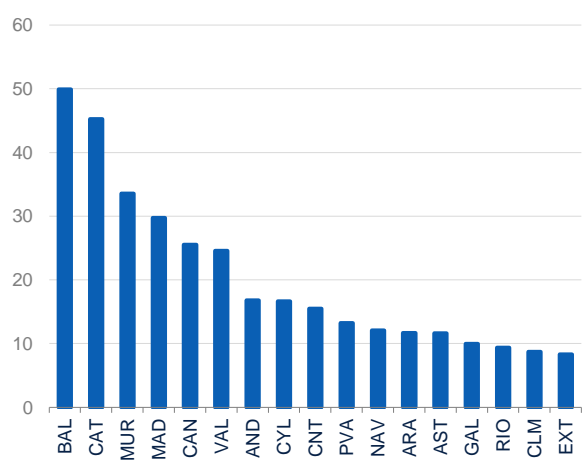
El mercado del alquiler residencial también muestra un buen ritmo de crecimiento en los últimos trimestres. La buena marcha del empleo, la escasez de oferta y la todavía baja profesionalización del sector están favoreciendo un crecimiento de los precios del alquiler muy por encima de los de la compra. Según los datos proporcionados por Fotocasa, el precio medio del alquiler en España se situó, a cierre del primer trimestre de 2017, en los 7,92 €/m², lo que supuso un incremento del 9,5% respecto del mismo periodo en 2016 (véase el Gráfico 5.1). Por comunidades, Baleares y Cataluña son las dos donde el precio del alquiler ha crecido con más intensidad desde que el precio tocara mínimos entre 2013 y 2014. Las comunidades con menor revalorización han sido Castilla-La Mancha y Andalucía. Al igual que ocurre con el precio de la vivienda, las regiones con mayor dinamismo económico y más expuestas al turismo son las que están experimentando mayores subidas (véase el Gráfico 5.2). Tras ello, podría estar, en parte, la irrupción del alquiler vacacional en los grandes núcleos turísticos. Este tipo de alquiler, más centrado en la demanda vacacional y por periodos de tiempo más cortos, podría estar reduciendo la oferta de vivienda en alquiler tradicional, de largo plazo, y presionando al alza los precios del alquiler.

Gráfico 5.1 España: evolución del precio de la vivienda y de la renta de alquiler (€/m²)



Fuente: Research BBVA RE a partir de Fotocasa y MFOM

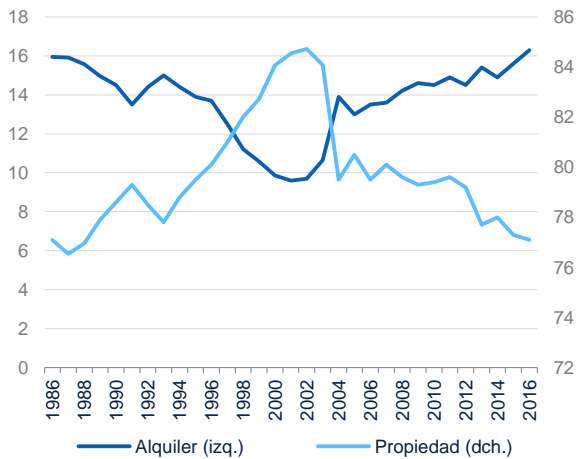
Gráfico 5.2 Evolución del precio del alquiler (revalorización desde mínimos, %)



Fuente: Research BBVA RE a partir de Fotocasa

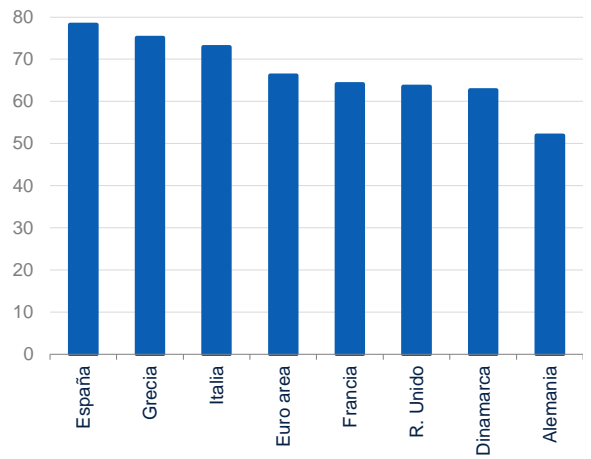
En los últimos años se ha visto cómo el peso del alquiler en España ha ido creciendo, si bien partía de unos niveles bajos. Los datos del INE muestran que el porcentaje hogares que residen en régimen de alquiler ha aumentado del 9,6% en 2001, al 16,3% en 2016, mientras que los que lo hacen en vivienda en propiedad han descendido del 84,7% hasta el 77,1% en el mismo periodo (véase el Gráfico 5.3). Pese al crecimiento del alquiler observado en los últimos quince años, **España es uno de los países de la Unión Europea con una tasa de propiedad más elevada.** Así, según los datos de Eurostat, mientras que en España el peso de la propiedad en 2015 estaba entorno al 78%, en países como Alemania, Dinamarca o Reino Unido, el peso era inferior al 65% (véase el Gráfico 5.4).

Gráfico 5.3 España: régimen de tenencia de la vivienda del hogar (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

Gráfico 5.4 Proporción de hogares que residen en una vivienda en propiedad en 2015 (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de Eurostat

Ante esta tendencia creciente del alquiler en España, y dado el amplio margen que separa a España de los países europeos más desarrollados, la pregunta que surge es: ¿continuará convergiendo España hacia la media de la Unión Europea o, por el contrario, la recuperación del sector inmobiliario hará que el peso de la propiedad vuelva a incrementarse?

Dar respuesta a esta pregunta es un reto complejo, puesto que **los factores que influyen en la decisión del régimen de tenencia de los individuos son variados, y algunos difíciles de predecir**. José María Raya² realiza una amplia revisión de la literatura económica y concluye que estos factores se podrían dividir en dos grupos: el primero recogería una serie de **factores estructurales**, que son endógenos a las personas, y que están muy influenciados por las características socioeconómicas y culturales del propio individuo. Por ejemplo, nivel de renta, edad, situación familiar, nivel de estudios o estado civil. El segundo grupo incluiría **factores más coyunturales**, exógenos al individuo, que vienen determinados por las condiciones económicas y políticas del momento. Éstos incluirían variables como la renta de los alquileres, los costes de financiación, el precio de la vivienda y sus expectativas, o el tratamiento fiscal y legal existente en cada periodo de tiempo.

Por tanto, **para prever la tenencia del alquiler en España en los próximos años sería necesario saber cómo van a evolucionar todos aquellos elementos que la influyen**, lo que es especialmente complicado en el caso de los factores más estructurales. Por ejemplo, es difícil saber cómo va a variar la estructura familiar, o cómo puede evolucionar la tradicional “cultura de la compra” de las familias españolas, elementos que son relevantes a la hora de decidir si comprar o alquilar.

² José María Raya Vilchez. (2005). “Ensayos sobre el mercado de la vivienda en España: Precios hedónicos y regímenes de tenencia”. Tesis doctoral dirigida por Jaime García Villar y Núria Bosch Roca. Universitat de Barcelona

¿Comprar o alquilar? Un modelo de decisión basado en elementos coyunturales

Asumiendo las limitaciones anteriormente expuestas, lo que si se puede hacer es **analizar aquellas variables más coyunturales y relacionadas con el ciclo económico**, tales como los costes de financiación o los precios del alquiler y la vivienda, y ver cómo pueden afectar éstas a las decisiones de los demandantes de vivienda en cada momento del tiempo. Como soporte teórico a la decisión de comprar o alquilar, se propone un modelo sencillo, ya planteado por San Martín (2000) y Ruiz y San Martín³ (2004), que asume que **el régimen de tenencia escogido será aquel que suponga un mayor valor de capitalización para el individuo**.

Lo primero que ha de tener en cuenta cualquier demandante de vivienda es que ésta es **tanto un bien de consumo como un bien de inversión**, ya que puede ser considerada por sus propietarios como un activo y, al mismo tiempo, proporcionar un servicio de alojamiento. Por tanto, al comparar el valor que genera la propiedad frente al alquiler, se han de considerar estos dos roles de la vivienda, y que al optar por el alquiler, se crea una oportunidad de ampliar la cartera de inversión a otros activos diferentes a la vivienda.

De este modo, la capitalización de la compra vendría determinada por la diferencia entre el precio futuro del inmueble y el precio de compra, que incluiría todos los costes de transacción iniciales tales como tasas notariales, tasación o pagos de gestoría. A ello se sumarían las ayudas públicas que pudieran existir y se restarían todos los impuestos que se pagan al comprar una vivienda, la depreciación del inmueble y cualquier otro gasto de mantenimiento y, en caso de endeudarse para adquirir la vivienda, los intereses pagados por la deuda contraída al comprar el inmueble.

La siguiente expresión ilustra mejor cómo se calcula el valor de capitalización de comprar:

$$K_T^c = (P_T - P_0) - \sum_{t=1}^T \text{intereses deuda}_t \pm \sum_{t=1}^T F_t - \sum_{t=1}^T \text{depreciación y gastos}_t$$

Donde:

K_T^c = capitalización de la compra en el momento T

intereses deuda_t = *intereses pagados por préstamo hipotecario en el momento t*

F_t = *fiscalidad pagada y ayudas públicas recibidas en el momento t*

$\text{depreciación y gastos}_t$ = *depreciación y gastos del momento t*

P_T = *precio de la vivienda en el momento T*

P_0 = *precio de compra, que incluye todos los costes de transacción*

³ San Martín, 2000, "Tema del Trimestre: ¿Alquilar o Comprar?". Situación Inmobiliaria. Octubre 2000. Situación Inmobiliaria y Ruiz y San Martín, 2004, "El alquiler de la vivienda en España en una encrucijada". Situación Inmobiliaria. Julio 2004. Servicio de Estudios BBVA

En el caso del alquiler, (K_T^A) correspondería al capital que se obtendría acumulando e invirtiendo la diferencia entre los pagos de la cuota hipotecaria, incluyendo todos los gastos, intereses y fiscalidad, y los de la cuota del alquiler.

$$K_T^A = \sum_{t=1}^T [Cuotas hipoteca - (cuotas alquiler - ayudas al alquiler)]x(1+r)^t = \sum_{i=1}^T (Ahorro)x(1+r)^t$$

Donde:

$r =$ rendimiento del ahorro

Por tanto, si $K_T^C > K_T^A$, la opción de comprar será la que proporcione una mayor capitalización al demandante de los servicios de vivienda, mientras que si $K_T^C < K_T^A$, entonces será la de alquiler.

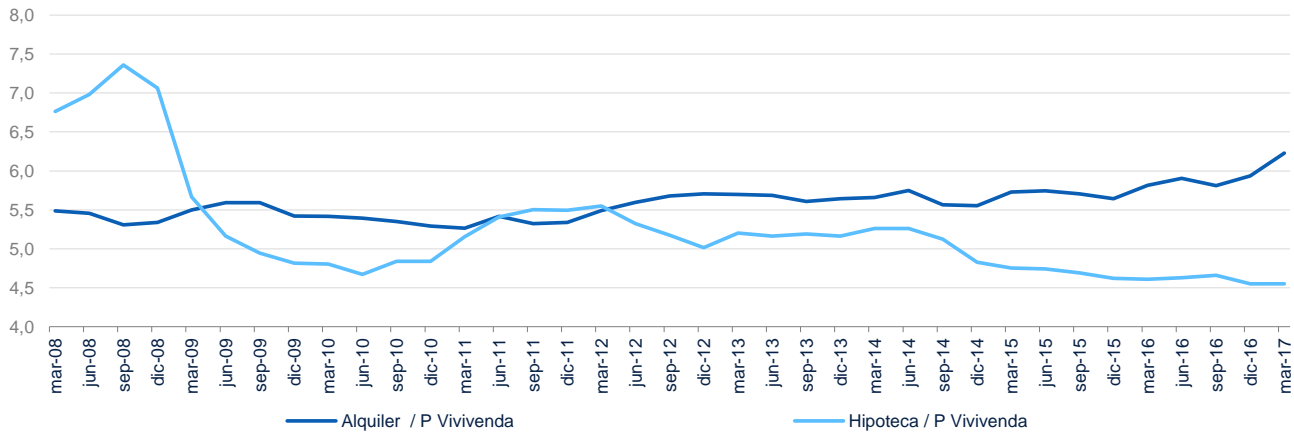
Una vez introducido el modelo de decisión, se procede a enumerar las variables que lo determinan, a ver cómo afectan cada una de éstas en las valoraciones y en qué momento del ciclo económico se encuentran actualmente. Así, se trata de ver si estas variables económicas le están dando actualmente más valor a la opción de comprar o a la de alquiler. Finalmente se realiza un ejercicio práctico para ilustrar cómo en este modelo de decisión, bajo ciertas hipótesis, el valor de capitalización de la compra y del alquiler hubiera cambiado en momentos del tiempo diferentes.

1. Precios de alquiler y de la vivienda

Comparar el precio de la vivienda y el de la renta del alquiler es uno de los primeros elementos a considerar a la hora de decidir entre comprar o alquiler. **Una cuota de alquiler baja en relación al precio de venta del inmueble es un claro incentivo al alquiler**, mientras que, en la medida que la cuota de alquiler represente una mayor parte del precio de venta, la compra se irá configurando como una opción económicamente más interesante.

La corrección de precios que experimentó el sector inmobiliario y los bajos costes de financiación han abaratado sensiblemente las cuotas hipotecarias en relación al alquiler. El Gráfico 5.5 ilustra la evolución de las cuotas de una hipoteca teórica⁴ y las de un alquiler, a escala nacional, para un piso de 100 m². Los pagos por alquiler han pasado de ser un 5,5% del precio del inmueble en marzo de 2008 a ser un 6,2% en marzo de 2017. Mientras que las cuotas hipotecarias para el mismo inmueble representaban un 4,5% en marzo de 2017.

⁴ Se considera una hipoteca teórica de 30 años, a tipos oficiales que se mantienen constantes durante toda la vida de la hipoteca, y donde se financia el 100% del valor de la vivienda adquirida. La serie de precios de alquiler de Fotocasa comienzan en 2006.

Gráfico 5.5 España: renta mensual de alquiler y cuota hipoteca teórica respecto al precio de una vivienda media (%)


Fuente: Research BBVA RE a partir de Fotocasa, MFOM e INE

Esta corrección de precios sufrida por el sector inmobiliario está haciendo que, desde el punto de vista del precio del inmueble frente al del alquiler, la compra haya ganado atractivo para la demanda y que, en la medida en que los precios de la vivienda vayan mejorando moderadamente y los costes de financiación sigan reducidos, este atractivo de la compra frente al alquiler se puede prolongar por un tiempo.

2. Costes de financiación

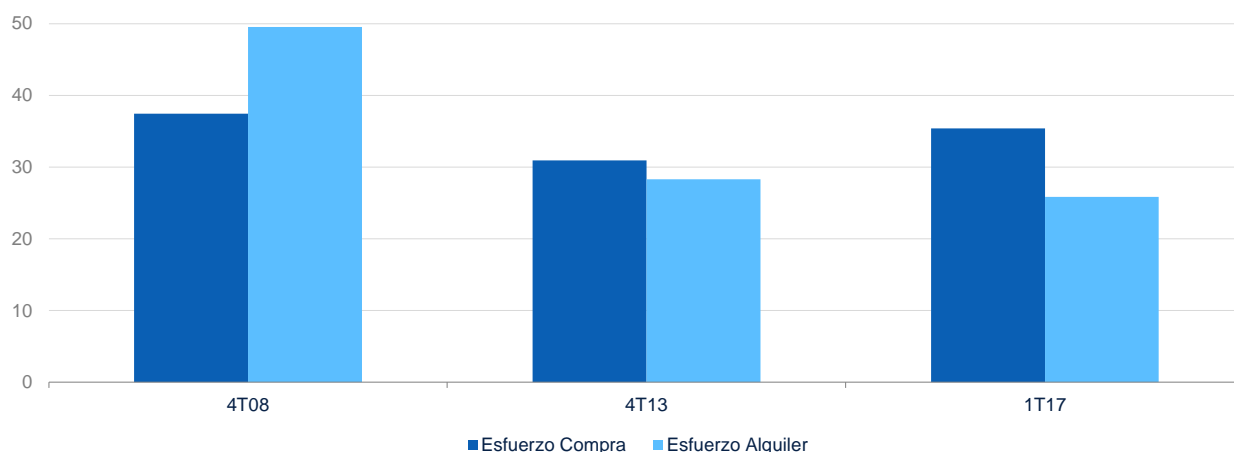
La mayor parte de las familias que quieren acceder a una vivienda lo hacen a través del crédito hipotecario, por lo que **la accesibilidad al crédito se perfila como una variable clave a la hora de tomar una decisión entre la compra o alquiler**. Tipos de interés hipotecarios elevados implican unas mayores cuotas de la hipoteca y, por tanto, un desincentivo a la propiedad, mientras que **tipos bajos abaratan las cuotas hipotecarias y estimulan la compra de vivienda**. Además, la compra de una vivienda suele requerir un cierto volumen de ahorro a las familias con el que afrontar la entrada exigida por la entidad financiera y el pago de impuestos asociados a la adquisición. En algunos casos la incapacidad alcanzar este ahorro impide a las familias acceder a una vivienda en propiedad.

El entorno actual de tipos de interés muy bajos y la estabilización económica está permitiendo que, progresivamente, mejoren las condiciones para acceder al crédito hipotecario, lo que está favoreciendo el crecimiento del nuevo crédito hipotecario y de las transacciones de vivienda desde finales de 2013.

Además, **la combinación de precios relativamente bajos y condiciones de financiación más laxas con un crecimiento del precio del alquiler por encima del de la vivienda, ha hecho que, a día de hoy, el esfuerzo económico que representa la compra de vivienda para los hogares sea inferior al del alquiler**. El Gráfico 5.6 muestra que si se compara el pago medio anual por una vivienda de 100 m², bien en cuotas de alquiler o en cuotas de una hipoteca teórica, se observa que en el primer trimestre de 2017 el pago anual de una vivienda en alquiler en España representa el 35,4% de la renta neta de los hogares, mientras que el pago anual por compra representa el

25,9%. Esta situación era la opuesta en 2008, dónde el esfuerzo de comprar en relación a alquilar era superior en más de diez puntos porcentuales.

Gráfico 5.6 España: esfuerzo de acceso a una vivienda media en función del régimen de tenencia (% pago mensual por renta neta del hogar)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM, INE y Fotocasa

3. Expectativas de precios de los inmuebles

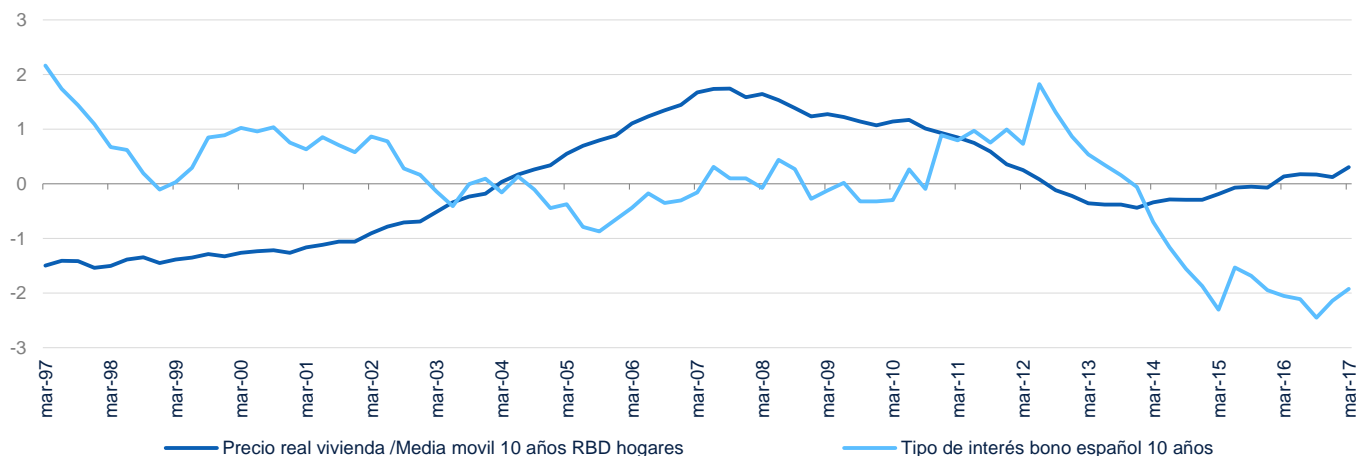
En general, dada la mayor volatilidad de los precios de los inmuebles que la de los alquileres, se podría decir que **la expectativa de plusvalías/minusvalías en los inmuebles es uno de los factores más determinantes a la hora de realizar o no una inversión en inmuebles**. Esto es, si las expectativas en los precios de los inmuebles son positivas habrá un incentivo a la compra, mientras que si se esperan minusvalías, habrá un mayor incentivo al alquiler.

En este sentido, indicadores de expectativas tales como la Encuesta de Préstamos Bancarios del Banco de España, o la evolución de la edificación residencial apuntan hacia futuras revalorizaciones del precio de la vivienda.

4. Rentabilidad de otros activos alternativos

La rentabilidad del resto de activos también es una variable que puede afectar en la decisión entre compra o alquiler. **Unas expectativas de rentabilidad elevadas en el resto de activos son un incentivo al alquiler** tanto para consumidores como para inversores, que pueden ver cómo otros activos remuneran mejor su capital.

Aunque el objetivo de este artículo no es determinar qué activos van a proporcionar mayor rentabilidad en los próximos años, sí que infiere que la fuerte corrección de los precios inmobiliarios ha hecho que las valoraciones del sector sean interesantes para invertir a medio-largo plazo, especialmente si se compara a los activos de renta fija, cuyas remuneraciones están en mínimos históricos, y sus precios podrían tener correcciones a la baja en la medida que los tipos de interés se vayan normalizando (véase el Gráfico 5.7).

Gráfico 5.7 España: TIR 10 años del bono español y ratio de Shiller del sector inmobiliario español (valores normalizados en desviaciones típicas)


Fuente: Research BBVA RE a partir de Banco de España

Además, la corrección en los precios de la vivienda también ha permitido que la rentabilidad anual del alquiler en el 1T17 se sitúe alrededor del 4,3% anual según los datos del Banco de España, lo que junto a unas expectativas moderadas de crecimiento de precios a lo largo de los próximos años, hace de la inversión en alquiler un negocio interesante y de riesgo históricamente moderado (véase el Cuadro 5.1).

Cuadro 5.1 España: rentabilidad y riesgo históricos de la renta fija española, bolsa e inmuebles (%)

	Renta fija española +10 años	IBEX	Inmobiliario
Rentabilidad anual (jun 93- mar 17)	9,9	12,7	9,5
Volatilidad anual (jun 93- mar 17)	10,9	26,7	9,7
Rentabilidad ajustada a riesgo (jun93- mar17)	0,9	0,5	1,0

Fuente: Research BBVA RE a partir de Thomson-Reuters y Banco de España

5. Medidas Fiscales

Los Estados suelen intervenir en su mercado de la vivienda bien a través de política directa de gasto público, o bien mediante políticas indirectas, que son principalmente las que proceden del tratamiento fiscal que se realiza de la vivienda habitual en el sistema impositivo.

En España, desde los años 70, el volumen de gasto fiscal dedicado a potenciar la adquisición de la vivienda ha sido muy importante, incentivando la compra sobre el alquiler. Sin embargo, en el año 2013 esto cambió, y la política fiscal española eliminó los incentivos históricos que había a la compra de vivienda, quitando todas las deducciones que había por compra e incrementando impuestos indirectos (véase el Cuadro 5.2). Desde entonces la política de vivienda en España ha ido más orientada a estimular el alquiler en detrimento de la compra.

Cuadro 5.2 España: nueva imposición sobre la compra de vivienda

Impuestos indirectos	
Nueva construcción	IVA del 10% (la EU recomienda un tipo del 21%)
Segunda mano	ITP del 10% (viene del 8%)
Rehabilitación	IVA del 21% (viene del 10% en diciembre 2013)
Imputación de rentas y deducciones sobre la compra	
Imputación de rentas	No
Deducción intereses	No. 15% hasta diciembre de 2012
Deducción principal	No. 15% hasta diciembre de 2012

Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM e INE

Además de las políticas directas e indirectas, el Estado puede intervenir con medidas adicionales orientadas a estimular uno u otro régimen de tenencia. Por ejemplo, en España, en los inicios de la crisis se aprobó una serie de leyes encaminadas a continuar con el impulso tomado por el alquiler y reducir sus riesgos, tales como la Nueva Ley de Arrendamientos Urbanos de 2013, o la creación de las Socimis con la Ley 11/2009 y la posterior ley 16/2012.

6. Un ejemplo práctico del modelo de decisión

Una vez introducidas y analizadas las principales variables económicas que pueden afectar al modelo de decisión propuesto, y realizando ciertos supuestos sobre éstas, se propone un ejemplo simple con el objetivo de ilustrar dos momentos históricos en los que el resultado de la decisión de compra o alquiler hubieran sido diferentes. En concreto se han seleccionado los años 1997 y 2007 para evaluar cuál hubiera sido la opción de tenencia que tendría más valor de capitalización en el 1T17. Se elige 1997 porque es un año en el que el anterior ciclo inmobiliario se encontraba en sus primeras fases de crecimiento, situación similar a la actual, y el año 2007 porque es cuando comienza la última crisis financiera internacional, y los precios de la vivienda se encuentran en sus niveles históricos máximos.

Para realizar los cálculos se han introducido algunos supuestos sobre fiscalidad, gastos y rentabilidad de los activos alternativos. Por ejemplo, se asume que la compra se realizaría con una hipoteca de 20 años, donde se financia el 100% del precio de compra más los gastos e impuestos iniciales. Los costes de administración se consideran que son un 10% del precio de la compra, mientras que los de mantenimiento son del 1,5% del mismo. La fiscalidad se asume del 18% del precio de la vivienda correspondientes al Impuesto de Transmisiones Patrimoniales o IVA, para el caso de vivienda nueva, y otras tasas municipales. En cuanto a las subvenciones a la compra, se considera el 15% de la cuota hipotecaria⁵, y no se consideran ayudas al alquiler⁶. Por último, para los precios de compra y venta se utilizan los precios proporcionados por el Ministerio de Fomento, y para los del alquiler, los de Fotocasa. Como inversión alternativa se opta por invertir los ahorros en el IBEX.

⁵ La deducción por vivienda es del 15% de la cuota hipotecaria, hasta un límite de 9.015 euros anuales.

⁶ A diferencia de las ayudas a la compra, las del alquiler no han sido constante en el tiempo. Además, tampoco han sido universales, y han estado orientadas a colectivos determinados, generalmente a aquellos con menos recursos y con dificultades para acceder a la compra. Igualmente, en gran parte del periodo estudiado han variado significativamente por comunidades autónomas.

Bajo estos supuestos concretos, se obtiene que **si se hubiera optado por la compra en 1997, el valor de capitalización de esta opción hubiera sido superior a la del alquiler**, y generaría un valor de 16.060 euros (veáse Cuadro 5.3). La capitalización del alquiler en 1997 es negativa puesto que a partir de un momento determinado del tiempo las cuotas del alquiler se vuelven superiores a las de la hipoteca, y el posible ahorro que se generaría al alquilar desaparece. Si se repite el ejercicio, pero **iniciando la operación en el 1T07, la situación cambia, y es la opción del alquiler la que adquiere una mayor capitalización**. El haber optado en 2007 por el alquiler e invertir el ahorro generado en el IBEX, hubiera generado un valor de 28.630 euros.

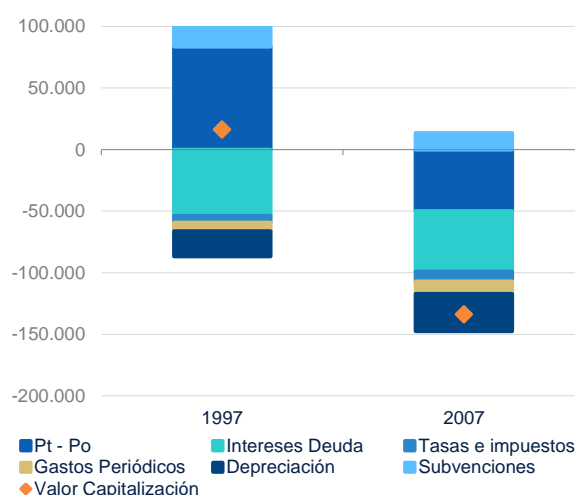
Por último, si se analizan los factores que determinan la capitalización de la opción de comprar (veáse Gráfico 5.8) se observa que **son la variación de precios y los gastos financieros de la hipoteca los dos factores con mayor impacto en las valoraciones**. Entre 1997 y 2017 los precios de la vivienda en España se revalorizaron más de un 120%, pasando de los 691 €/m² en 1997 a 1.526 €/m² en el 2017. Esta fuerte revalorización, junto a unas cuotas del alquiler elevadas en relación a las cuotas hipotecarias en 1996, son las que hicieron que la opción de compra generara una mayor capitalización en 1997. Lo contrario a lo que ocurre si la operación se inicia en 2007. El periodo 2007-2017 experimentó una devaluación de los precios de la vivienda del 25%, y los altos precios de 2007 hicieron que las cuotas hipotecarias fueran elevadas en relación a las cuotas del alquiler y, por tanto, la opción del alquiler se volvió económicamente más interesante. También destacar el elevado peso que tienen los pagos por intereses de la hipoteca. Éste es el factor que más valor económico detrae de la opción de compra en los dos años, y hacen que el nivel de los costes financieros sea una de las variables más relevantes a la hora de optar por una u otra opción.

Cuadro 5.3 España: valor de capitalización de la compra y del alquiler en 2017, estimados para una vivienda media comprada en 1997 y 2007

	1997	2007	2017
Precio vivienda media (€)	69.100	202.420	152.580
Nivel IBEX (puntos)	5.446	14.196	10.098
Cuota hipotecaria mensual (€)	740	1.530	
Cuota alquiler mensual (€)	650	975	
Fiscalidad: impuestos-subvenciones (%)	3	3	
Gastos admón. (% precio compra)	10	10	
Gastos mantenimiento (% anual)	1,5	1,5	
Capitalización compra en 2017 (Kc)	16.060	-133.983	
Capitalización alquiler en 2017 (Ka)	-35.092	28.630	

Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM, INE y Fotocasa y Banco de España

Gráfico 5.8 Contribución de los distintos factores coyunturales en el valor de capitalización de comprar una vivienda en 2017 (euros)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

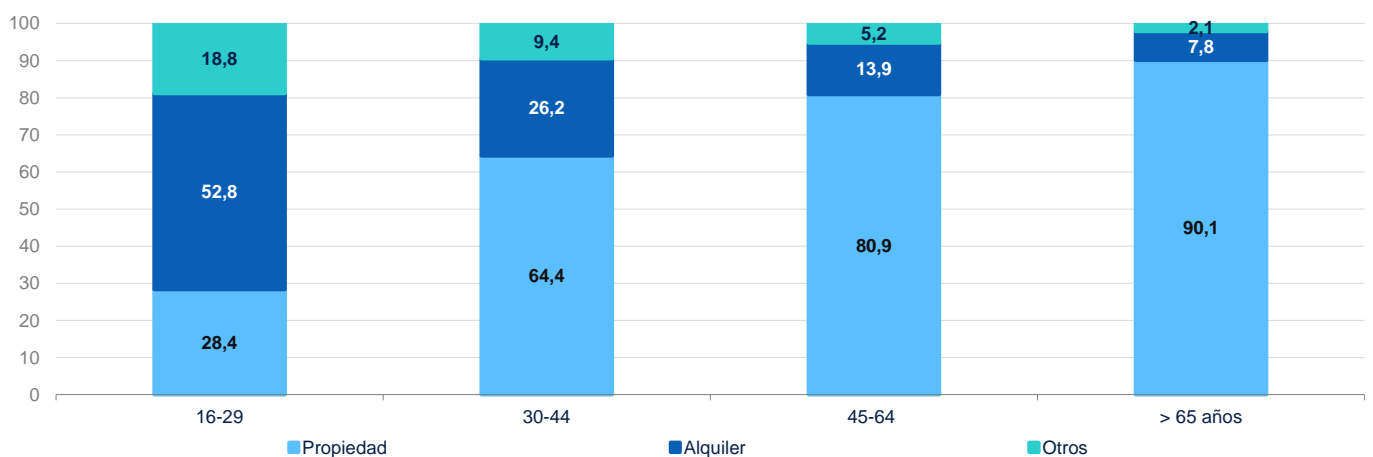
Otros factores no coyunturales a considerar

El modelo de decisión utilizado se ha centrado en los factores más coyunturales de un ciclo económico, pero como bien explicaban Josep Maria Raya y Jaume Garcia⁷, existen otros factores, menos temporales, y que la literatura económica considera tanto o más relevantes a la hora de determinar el régimen de tenencia de los individuos. Entre estos factores están la renta, la edad, el nivel de estudios, la situación laboral, los miembros de la unidad familiar o el estado civil.

Un aumento de la renta permanente de las personas hace que aumente la probabilidad de ser propietario de una vivienda. La renta relevante es la permanente, aquella que se obtiene periodo tras periodo de manera recurrente, y esto es así porque la inversión en vivienda supone un elevado desembolso en relación a la renta de las familias, que en muchos de los casos requieren de financiación hipotecaria. Si la renta permanente no es suficiente, la compra deja de convertirse en una opción. Esto hace que existan unas limitaciones de renta y riqueza que restringen la opción de compra en ciertos sectores de la población, aquellos con rentas más bajas y escaso patrimonio, que no pueden acceder a la compra de una vivienda aunque lo deseen.

La decisión entre alquilar y comprar está estrechamente relacionada con el ciclo vital del individuo y su nivel de formación. **A mayor edad y menor nivel de estudios, mayor es la probabilidad de ser propietario.** Según los datos del INE, en 2016 el 53% de los jóvenes entre 16 y 29 años alquilaban su vivienda, frente a un 28% que la compraban. Sin embargo, el 90% de la población con una edad superior a los 65 años tiene la vivienda en propiedad (véase el Gráfico 5.9).

Tabla 5.9 España: régimen de tenencia de la vivienda por edad del cabeza de familia del hogar (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM e INE

Además, algo que se ha ido asentando en España es la idea de que la propiedad de una vivienda es una buena alternativa a la que destinar el ahorro familiar. Lo anterior ha sido impulsado por unas políticas de vivienda que desde

⁷ García Villar, J. y Raya, J. (2012): "Which are the real determinants of tenure? A comparative analysis of different models of the tenure choice of a house". Urban Studies vol.49 (16) 3645-3662.

los años 70 estimularon la compra frente al alquiler. Esto, junto con niveles de educación financiera relativamente bajos, ha hecho que parte de la población considere la adquisición de una vivienda como su mejor inversión posible.

Otro elemento importante que puede afectar a la decisión entre comprar o alquilar es el mercado de trabajo y la movilidad laboral. **Las personas más jóvenes y/o con mayor nivel de formación tienden a presentar una mayor movilidad laboral, movilidad que se ve favorecida por el régimen de alquiler.** España ha sido tradicionalmente un país con una baja movilidad laboral, sin embargo la crisis y las elevadas tasas de desempleo, especialmente entre los jóvenes, podrían estimular una mayor movilidad geográfica y con ello el mercado del alquiler.

Por último, el hecho de estar casado en relación a estar separado, divorciado o soltero, y el tener un empleo a tiempo completo frente a estar empleado a tiempo parcial o desempleado, también aumentan la probabilidad de ser propietario.

Conclusiones: ¿Continuará la tendencia positiva del alquiler frente a la propiedad?

En los últimos 15 años el mercado del alquiler ha ido ganando peso frente al de la propiedad, y esto lleva a preguntarse si esta tendencia se va a mantener, o si por el contrario, tras la corrección que sufrió el sector inmobiliario y con un ciclo económico al alza, se va a revertir en favor de la compra.

Contestar la pregunta es complejo puesto que **no solo son los factores económicos los que afectan a la decisión de tenencia de los individuos, sino que hay otra serie de factores más estructurales, que están muy influenciados por las características socioeconómicas y culturales de las personas.** Predecir la evolución de estas variables sociales y culturales es difícil, lo que hace que predecir el futuro de la tenencia en España también lo sea.

Lo que si se observa, es que **los factores más coyunturales y relacionados con el ciclo económico en estos momentos le están dando más valor a la opción de compra que a la del alquiler.** Unos costes de financiación en mínimos históricos, junto a unas expectativas de revalorización de la vivienda y unos alquileres que han crecido por encima del precio de la vivienda, sin duda, refuerzan más el valor de la compra frente al alquiler. La variable más incierta tal vez sea la rentabilidad de los activos alternativos, dado que mayores rentabilidades en activos financieros alternativos serían un claro incentivo al alquiler frente a la compra.

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 Research del Área Real Estate de BBVA

David Cortés
david.cortes@bbva.com

Leopoldo Duque
Leopoldo.duque@bbva.com

Félix Lores
Felix.lores@bbva.com

Unidad de España y Portugal

Economista Jefe de España y Portugal

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

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

Giancarlo Carta
giancarlo.carta@bbva.com
+34 673 69 41 73

Álvaro Flores
alvaro.flores.alonso@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

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

Myriam Montañez
+34 638 80 85 04

Matías José Pacce
matias.pacce@bbva.com
+34 647 392 673

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

Camilo Rodado
camilo.rodado@bbva.com
+34 91 537 54 77

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

Angie Suárez
angie.suarez@bbva.com
+34 91 374 86 03

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

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

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

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