

Situación Inmobiliaria España

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



01
La recuperación del
mercado inmobiliario
se consolida

02
Madrid, el eje
mediterráneo y las
islas abanderan la
recuperación

03
El crecimiento de las
ventas impulsa los
precios y la
edificación

04
Expectativas positivas
para 2017 con un
tono más moderado

Índice

1. Editorial	5
2. La economía sigue recuperándose con más moderación y más riesgos	6
3. La recuperación del mercado inmobiliario se consolida en 2016	9
4. Perspectivas	30

Fecha de cierre: 17 de marzo de 2017

1. Editorial

El mercado inmobiliario ha consolidado su recuperación en 2016, sin embargo su evolución muestra una gran heterogeneidad geográfica. La recuperación está siendo claramente liderada por Madrid, buena parte del eje mediterráneo y las dos comunidades insulares. En la medida que prosiga la recuperación de la economía, serán más los territorios que se incorporen a la reactivación del mercado inmobiliario.

La evolución de la economía ha venido acompañada de unas condiciones financieras favorables. El crecimiento de la renta de los hogares y nuevos avances en su proceso de desendeudamiento les ha dotado de una mayor solvencia que ha resultado en un incremento de las nuevas operaciones de crédito para compra de vivienda. Todo ello en un entorno de expectativas positivas en el que la vivienda sigue siendo una alternativa de inversión atractiva.

En este contexto, 2016 concluyó con la venta de casi 460.000 viviendas, un 13,5% más que en el ejercicio anterior. A lo largo del año la evolución de las ventas fue de más a menos y en la última parte del año se apreció una moderación de su crecimiento. Unas expectativas de revalorización positivas, pero todavía incipientes, podrían explicarlo. También el menor dinamismo de la demanda extranjera que, a pesar de mostrar un buen tono, creció algo menos que en el año anterior debido, en parte, a los efectos que el *brexit* podría estar teniendo en los demandantes ingleses.

La industria volvió a responder al impulso de la demanda. Los permisos de edificación de nuevas viviendas crecieron casi el 30% en 2016, elevándose hasta los más de 64.000. Sin embargo, el crecimiento que vienen exhibiendo los visados en los últimos tres años no se ha trasladado todavía a la obra terminada que sigue anclada en zona de mínimos. Como consecuencia, el nivel de inventario sigue reduciéndose, algo que también corrobora la evolución del precio de la vivienda.

El incremento de las ventas en un contexto de reducción del inventario se ha traducido en un nuevo ascenso del precio de la vivienda. Aunque la moderación de las ventas también se ha reflejado en la evolución del precio, finalmente el año se saldó con una nueva revalorización del 1,9% en media anual, algo más acusada entre las viviendas nuevas, lo que estaría poniendo de manifiesto la escasez de oferta de obra nueva en algunas áreas del país.

Las expectativas son positivas para 2017. Ante un crecimiento económico más moderado, en torno al 2,7%, y unas expectativas de revalorización positivas, pero contenidas, se espera que la venta residencial crezca alrededor del 7%. El precio continuará recuperándose y se prevé un avance del 2,5% en promedio anual. A su vez, la edificación seguirá respondiendo positivamente a los avances de la demanda y de los precios. Así, en 2017 el sector inmobiliario volverá a aportar crecimiento a la economía, esperándose un incremento anual de la inversión en vivienda del 3,2%.

Pese a todo, el escenario no está exento de riesgos. Un posible adelantamiento de la subida de tipos de interés por parte del BCE, un aumento de la incertidumbre en torno a la política económica derivada de cambios regulatorios inesperados o los múltiples riesgos geopolíticos podrían repercutir en la evolución del mercado inmobiliario.

2. La economía sigue recuperándose con más moderación y más riesgos

La economía española continuará mostrando una recuperación fuerte, aunque de menor intensidad que en años anteriores y, con todo, expuesta a riesgos con consecuencias potencialmente negativas. Tanto la tendencia de los indicadores recientes de actividad como el previsible mantenimiento de la mayoría de los diversos soportes que han apoyado la recuperación hasta el momento, apuntan a que el crecimiento del PIB continuará alrededor del 2,7% en 2017 y 2018. Esto, a pesar del deterioro que se observa en algunos factores que han sido clave para explicar la mejora de la demanda interna privada durante los últimos dos años y del aumento de la incertidumbre sobre la política económica a nivel global.

La economía global mejora en un entorno de elevada incertidumbre

A pesar de la aceleración que experimentó la economía global en la última parte de 2016, las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbres. La principal está asociada a la política económica de la nueva administración estadounidense, todavía por definir en buena parte.

La magnitud de las presiones inflacionistas es otra incógnita que se abre a nivel global. La subida de los precios de las materias primas junto con los efectos base de los precios de la energía están empujando al alza las expectativas de inflación a largo plazo. Esto, unido a los programas de expansión cuantitativa y las perspectivas de estímulos fiscales, hace que los riesgos de deflación de hace pocos trimestres se hayan sustituido por presiones inflacionistas, lo que genera interrogantes en torno a la política monetaria.

El repunte de la inflación genera presión sobre la política monetaria

En principio, la Reserva Federal mantiene una actitud cauta y sigue apuntando a una normalización de tipos relativamente lenta, descontándose dos subidas de tipos este año y otras dos en 2018. Por su parte, las presiones del BCE para adelantar la normalización de la política monetaria ya han comenzado con la aceleración de los precios en Alemania y, previsiblemente, se intensificarán en los próximos meses cuando la inflación de la eurozona se acerque al 2% por el efecto de la energía. Así, se prevé que el BCE decida la primera subida de tipos de interés a finales de ese año.

El escenario global no está libre de riesgos

En conjunto, las proyecciones de crecimiento para 2017 están sometidas a un mayor grado de incertidumbre de lo habitual. El efecto base de un mayor crecimiento a finales de 2016 y su efecto inercial, junto al impulso fiscal esperado en EE. UU., hacen revisar ligeramente al alza las previsiones de EE. UU. y Europa, y algo más en China, mientras que las previsiones para los países latinoamericanos se ven revisadas a la baja principalmente por factores idiosincráticos. Los riesgos son mayoritariamente a la baja y se ven dominados por la mencionada incertidumbre asociada a la política económica de EE. UU. Además, un aumento inesperado de la inflación puede llevar al endurecimiento de la política monetaria de los grandes bancos centrales, con consecuencias

globales. A largo plazo, los riesgos de acumulación de desequilibrios en China, junto a la falta de reformas estructurales, pueden tener un impacto sobre sus flujos de capital, su moneda y llevar a un ritmo brusco de desaceleración. En Europa, el riesgo político es elevado, en un año cargado de citas electorales y donde algunos partidos al alza proponen la reversión de reformas estructurales o medidas para abandonar la zona euro o la Unión Europea. Por su parte, los riesgos geopolíticos continúan siendo significativos.

Prosigue el crecimiento de la economía española pero a tasas más moderadas

En el próximo bienio se espera que el crecimiento se mantenga entrono al 2,7%. La tendencia de los datos más recientes apunta a que el avance del PIB durante el primer trimestre del año podría situarse en torno al 0,8% t/t. Esto, junto con la continuación de un

**La economía española
crecerá un 2,7% en 2017**

entorno positivo para la economía española, hace que, incluso, se avise de un moderado sesgo al alza sobre esta cifra. En particular, la aceleración de la actividad mundial, un precio del petróleo todavía por debajo del promedio de los últimos 3 años, el tono expansivo de la política monetaria, el impulso cíclico que se está observando y el impacto de las reformas implementadas durante los últimos años deberían de ser suficientes para continuar reduciendo los desequilibrios que todavía presenta la economía española. Con todo, este avance de la actividad será suficiente para crear cerca de 920.000 puestos de trabajo en el conjunto de los dos años y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 15,8% en 2018. Sin embargo, el dinamismo esperado del mercado laboral será insuficiente para recuperar los niveles pre-crisis (Gráfico 2.1).

Sin embargo, durante los últimos meses se han acumulado una serie de factores de riesgo que podrían estar limitando el alcance y la velocidad de la recuperación. En primer lugar, persiste la incertidumbre relacionada con el resultado final del *brexit*, y por lo tanto, sobre su impacto en los distintos sectores y regiones que se encuentran expuestos a la demanda británica. A lo anterior se añade el posible efecto que pueda tener el cambio de administración en los EE.UU., sobre el diseño de las políticas públicas, particularmente la comercial. En segundo lugar, el coste de la energía ha aumentado considerablemente durante los últimos meses y podría afectar negativamente a la evolución del gasto de familias y empresas. En tercer lugar, aunque una parte del aumento en la inflación es temporal y se explica como resultado de la subida del coste de la energía, los siguientes meses darán una idea de qué tanto de la fijación de precios en la economía española continúa reflejando la evolución del índice general y qué tanto atiende a la situación particular de las empresas, consumidores o del mercado laboral.

**No se esperan
subidas de tipos
hasta 2018**

El aumento de la inflación en la UEM puede llevar a un punto de inflexión en la política monetaria, de particular importancia para una economía, como la española, que continúa presentando un elevado nivel de endeudamiento con el exterior y del sector público. Se espera que el BCE mantenga su programa de compra de activos durante 2017, pero que a partir de inicios del siguiente año, los estímulos vayan disminuyendo, lo que llevaría eventualmente a un incremento en los tipos de interés durante el último trimestre de 2018. El aumento en el coste de financiación puede ser particularmente negativo para la economía española. Por ejemplo, se estima que el programa de compra de activos del BCE habría reducido la prima de riesgo española del bono a diez años

aproximadamente entre 50 y 70 pb. En el pasado, aumentos prolongados de esta naturaleza han reducido el PIB español en la misma proporción (entre 0,5 y 0,7pp). Por otro lado, la política fiscal pasará de expansiva a neutral, y el cumplimiento de los objetivos dependerá del impacto de las medidas anunciadas sobre los ingresos. Así, dadas las políticas anunciadas hasta el momento, el déficit se reduciría hasta situarse en torno al 3,1% del PIB en 2017 y el 2,2% del PIB en 2018, en línea con los objetivos de estabilidad requeridos por la Comisión Europea.

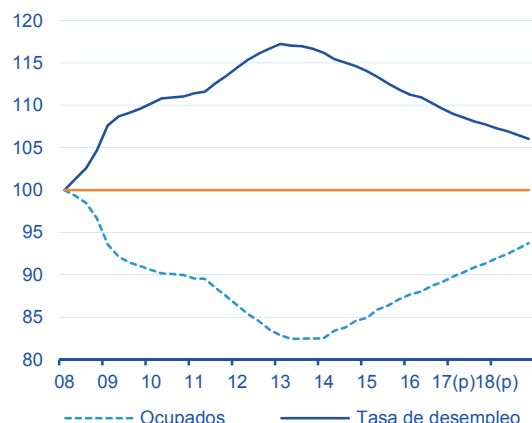
Los riesgos externos e internos persisten. A nivel externo, se mantiene la incertidumbre en torno al posible auge de medidas proteccionistas que limiten la incipiente recuperación del comercio global. En este sentido, aún se desconoce el recorrido que finalmente tomará tanto la política de comercio exterior de EE. UU., así como la evolución y los resultados de las negociaciones para materializar la salida del Reino Unido de la UE. Por otro lado, las citas electorales en algunas de las principales economías de la zona euro a lo largo de 2017 (Francia en abril y Alemania en septiembre) suponen una incógnita adicional en el panorama exterior.

El escenario no está exento de riesgos

La incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada a lo que contribuyen los eventos de carácter geopolítico (Gráfico 2.2). Además, en España, los recientes cambios impositivos (en torno al impuesto de sociedades), la incertidumbre jurídica que podría producirse como consecuencia de distintas decisiones legales, las dudas sobre la aprobación del presupuesto del Estado para el año 2017 y sobre la senda de reformas económicas suponen fuentes de inseguridad que pueden afectar negativamente a la inversión y a la creación de empleo. Las reformas implementadas durante los últimos años parecen haber incrementado la capacidad de crecimiento de la economía española. Mantener esa evolución requerirá de un proceso continuado de mejoras que ayuden a elevar la productividad y reducir el desempleo.

Gráfico 2.1

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.2

España: Incertidumbre de Política Económica (SM12 del componente idiosincrático en desviaciones típicas)



Fuente: BBVA Research

3. La recuperación del mercado inmobiliario se consolida en 2016

El desempeño del mercado inmobiliario en 2016 pone de manifiesto que se encuentra ya de lleno en plena fase de crecimiento, consolidando la recuperación que tímidamente inició en 2014. Desde un punto de vista del ciclo, el sector avanza por la fase de expansión, en la que se seguirán observando tasas de crecimiento relativamente elevadas. Además, las previsiones apuntan a que todavía queda recorrido al alza en esta fase, sobre todo, teniendo en cuenta la importante corrección sufrida en los años de la crisis. En ese periodo, el precio de la vivienda se contrajo alrededor del 38% en términos reales, según los valores de tasación del Ministerio de Fomento; las ventas de vivienda cayeron de las 955.186 transacciones en 2006 a las pocas más de 300.000 en 2013; y la iniciación de obra nueva se contrajo más del 96% entre 2006 y 2013. Una corrección global como nunca antes se había contemplado en la historia reciente del mercado inmobiliario. Es decir, tras la intensidad de la corrección, el sector se encuentra en niveles mínimos, lo que provoca que pequeños incrementos den lugar a tasas de crecimiento muy importantes. Pese a todo, la recuperación está siendo algo más lenta de lo que se esperaba en un principio. Con el avance del ciclo, y con la paulatina normalización de la industria de la construcción, las tasas de crecimiento se irán moderando acorde con el escenario macroeconómico.

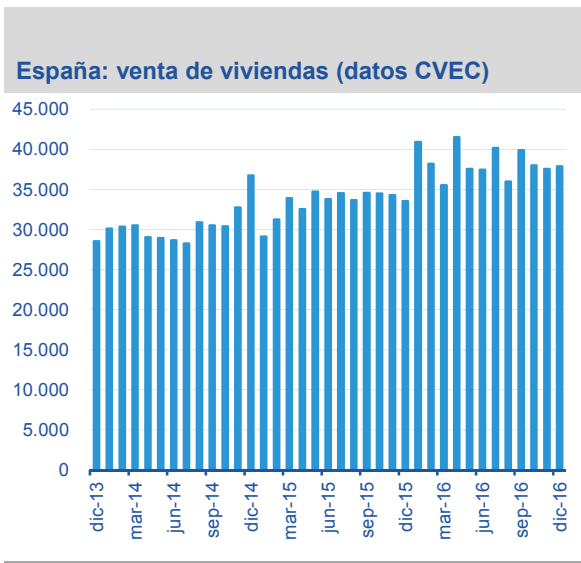
La venta de viviendas en 2016 registró un crecimiento superior al esperado a comienzos de año

Las transacciones residenciales crecieron por tercer año consecutivo. El buen tono de los fundamentales de la demanda ha apoyado la materialización de las compras de vivienda en una demanda que se muestra cada vez más convencida de que el cambio de ciclo residencial es una realidad. El incremento del empleo y el consecuente aumento de la renta del hogar, la reducción del grado de endeudamiento de los hogares, el mayor optimismo de los hogares en cuanto a la futura evolución de la economía en los próximos trimestres y los bajos costes de financiación han sustentado la buena evolución del mercado residencial en 2016.

Según los datos de Centro de Información Estadística del Notariado (CIEN), la evolución de venta de viviendas en 2016 fue de más a menos. Tras el importante incremento que experimentaron las ventas en los primeros meses del año, en la parte final del mismo mostraron cierta estabilidad. Así, en el primer semestre, las transacciones crecieron a una tasa intermensual del 2,6%, una vez corregida la estacionalidad de la serie, un incremento muy superior al promedio mensual del 0,4% registrado en la segunda parte del año (Gráfico 3.1). Pese a todo, la venta de viviendas en 2016 superó en un 13,5% a la de 2015, alcanzando las 458.781 operaciones (Gráfico 3.2). Se trata de un crecimiento superior al del año precedente (9,9%) y algo más elevado que el esperado en los inicios del ejercicio, cuando se pronosticaba un incremento de las ventas en torno al 10%. Este diferencial podría explicarse, en parte, por el mejor desempeño que finalmente tuvo la economía española.

La venta de viviendas se incrementó el 13,5% anual en 2016

Gráfico 3.1



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

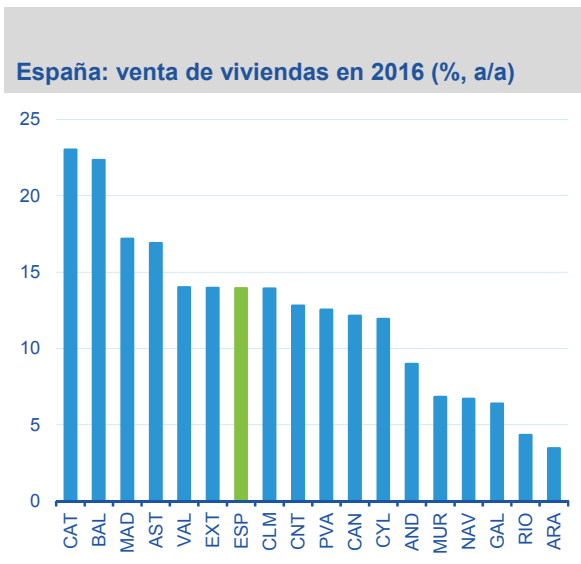
Gráfico 3.2



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

Por comunidades autónomas, la venta de vivienda mostró un comportamiento muy diferenciado, si bien, todas ellas asistieron a un aumento de las ventas residenciales. Destaca, sobre el resto, la evolución de Cataluña y Baleares con un incremento interanual del 23,0% y el 22,3%, respectivamente. Madrid y Asturias fueron las dos siguientes con un incremento similar, en torno al 17,1%. Por el contrario, en La Rioja y Aragón la venta de viviendas en 2016 creció el 4,3% y 3,4%, respectivamente (véase el Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Gráfico 3.4



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

La demanda doméstica se apoya en la creación de empleo

La demanda doméstica, entendida como las viviendas compradas por ciudadanos españoles, ganó dinamismo frente al ejercicio anterior. Así, mientras en 2015 creció el 9,4%, en 2016 lo hizo a una tasa del 14,1%. Una mayor desagregación, nos indica que las operaciones efectuadas por aquellos que compran una vivienda en su comunidad autónoma de residencia crecieron el 16,2% frente al 11,0% de 2015. Por su parte, las de aquellos que adquirieron una vivienda en otra comunidad diferente a la de residencia crecieron el 0,6% tras descender el 0,9% en 2015. Por comunidades, las que mostraron una demanda doméstica más relevante fueron Baleares, Cataluña y Madrid; por el contrario La Rioja, Murcia y Aragón fueron las que registraron un menor crecimiento (véase el Gráfico 3.4). La positiva evolución del empleo, la confianza de los hogares, las condiciones de financiación favorables y las buenas expectativas en torno al sector son algunas de los determinantes que justifican esta evolución.

El empleo en España creció algo más de lo esperado a inicios de año. A comienzos de 2016 se descontaba un crecimiento para el conjunto de la economía del 2,7%. La buena marcha de la misma, la mayor tracción de las exportaciones derivada de la recuperación de la economía global, los bajos precios del petróleo, el tono expansivo de la política fiscal y el fruto de algunas de las reformas llevadas a cabo anteriormente justificaron una revisión al alza de la previsión de crecimiento hasta el 3,2%, tasa que finalmente se ha materializado. Este mayor crecimiento derivó en una revisión al alza del empleo en España. Finalmente, durante 2016 el número de ocupados se incrementó en más de 413.000 personas, un 2,3% más que en 2015. Así, desde que se alcanzara el mínimo a finales de 2013, el número de ocupados ha crecido casi 1,5 millones de personas, según las cifras de la Encuesta de Población Activa (Gráfico 3.5).

Con la mejora del empleo ha crecido la renta de los hogares

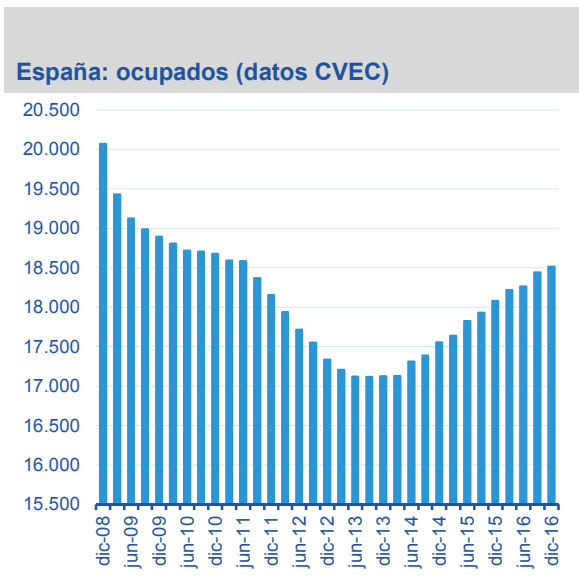
Con el aumento de los ocupados, se ha observado una recuperación de la renta disponible de los hogares. Aunque la remuneración por asalariado se muestra prácticamente estancada, el incremento del número medio de ocupados por hogar ha permitido que la renta de las familias se haya recuperado en 2016. Las últimas cifras disponibles, del 3T16, indican que la renta bruta de los hogares creció, en acumulado anual, el 1,9% interanual. A su vez la riqueza neta de las familias se situó en el 827,6% de la RBD en el 3T16. Todo ello en un contexto en el que las familias siguen reduciendo su endeudamiento a tasas relativamente elevadas, en particular en el 3T16 el endeudamiento de los hogares fue del 103,2% de la renta bruta disponible, una cota similar a la del primer trimestre de 2005 (Gráfico 3.6).

A su vez, el saneamiento financiero de los hogares propicia, ante proyectos de inversión solventes, la expansión del volumen de nuevos préstamos para adquisición de vivienda, todo ello en un contexto financiero favorable. El tono expansivo de la política monetaria y la elevada competencia entre las entidades financieras han logrado mantener durante todo el año el tipo de interés hipotecario en cotas reducidas, en torno al 2,3%. Este bajo coste de financiación está apoyando el crecimiento del crédito hipotecario con un importante empuje de las hipotecas a tipo fijo.

El tipo de interés hipotecario se ha mantenido en cotas del 2,3% en 2016

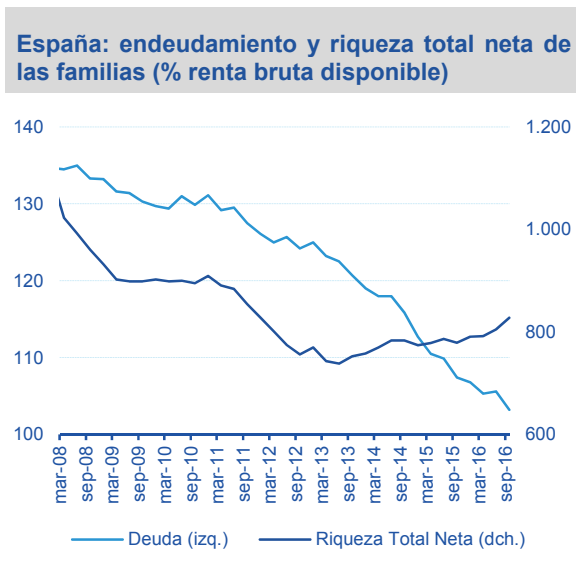
La recuperación del empleo trasciende positivamente en la confianza de los hogares, que se mantiene en niveles relativamente elevados, comparables con la situación previa a la crisis. Sin embargo, en los últimos meses se ha observado una moderación derivada de factores internos: el deterioro de las expectativas sobre el ahorro y sobre la situación financiera fue compensado, en parte, por la mejora de las expectativas de la situación económica general y por la evolución positiva evolución del mercado de trabajo.

Gráfico 3.5



Fuente: BBVA Research a partir de EPA (INE)

Gráfico 3.6



Fuente: Research BBVA RE a partir de BdE

Las expectativas de revalorización siguen en positivo

Por último, tal y como se vio en el número anterior de esta publicación, las expectativas de los hogares en torno a la evolución del sector siguen siendo positivas. Esto puede seguir observándose por tres vías. La primera, a partir de la Encuesta de Préstamos Bancarios del Banco de España, que revela una ligera mejora de la demanda de préstamo bancario para la adquisición de vivienda, una mayor competencia entre las entidades y una mejor perspectiva en torno al comportamiento del mercado residencial. La segunda, a través de la evolución de la edificación residencial: tal y como se analizará más adelante, la aprobación de visados de obra nueva han seguido aumentando en la segunda mitad del año, lo que anticipa que los empresarios esperan tener demanda para esas viviendas en construcción y, además, contar con un margen de beneficios. Por último, atendiendo a las expectativas extrapoladas, que indican que la evolución pasada de los precios de la vivienda es un buen predictor de sus expectativas futuras, el crecimiento de los precios en los dos últimos trimestres de 2016 amplía la ventana temporal de cambio de tendencia del precio de la vivienda: ya que este cambió de tendencia hace 17 trimestres, de los cuales, en los últimos siete ha registrado crecimientos interanuales positivos (véase Gráfico 3.7).

Ante las expectativas de revalorización del precio de la vivienda en los próximos trimestres, la vivienda sigue siendo una alternativa de inversión interesante. De hecho el Banco de España indica que la rentabilidad del alquiler se situó en torno al 4,5% a lo largo de

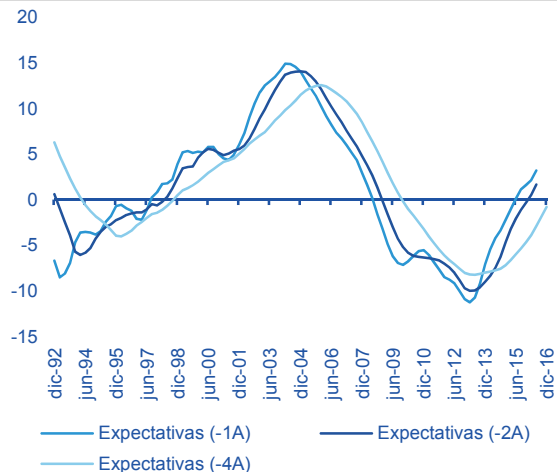
La rentabilidad del alquiler en España se situó en el 4,5% en 2016

2016, muy por encima de la asociada a los bonos del Estado a 10 años (alrededor del 1,2%), a los depósitos a plazo (0,2%) o a la rentabilidad del índice Ibex-35 (-2%). Además, todo ello en un momento en el que el mercado del alquiler parece estar en pleno crecimiento: según la Encuesta de Condiciones de Vida (INE), la proporción de vivienda principales residentes en régimen de alquiler en 2015 se elevó hasta el 15,6% del total, por encima del 14,9% del año precedente.

Hacia adelante, el índice “comprar casa” de Google Trends¹ adelanta una moderación de las ventas en el primer trimestre de 2017. La coexistencia de unas expectativas positivas, pero todavía moderadas, de la evolución del precio de la vivienda junto con un menor crecimiento de la economía en 2017 respecto al obtenido en 2016, podría justificar esta evolución de las ventas (véase el Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7

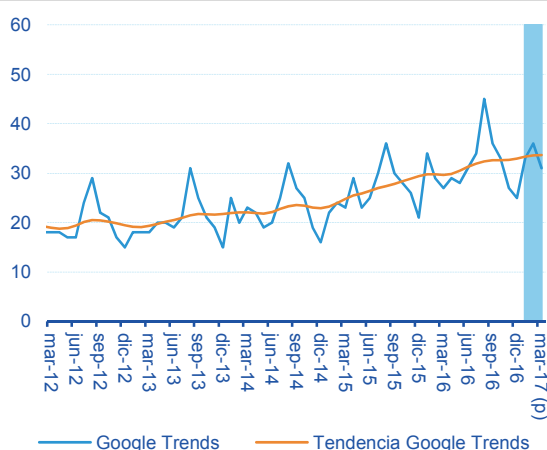
España: evolución expectativas extrapoladas (%), evolución del precio de la vivienda



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Gráfico 3.8

España: índice “comprar casa” de Google Trends



Fuente: Research BBVA RE a partir de Google

La demanda extranjera continúa siendo un segmento clave en la evolución del mercado inmobiliario en España

En 2016, la compra de extranjeros fue el 17,2% del total

Al contrario de lo que ha sucedido con la demanda doméstica, en 2016 la demanda extranjera se mostró algo menos dinámica que en el ejercicio precedente, aun así, el peso de este segmento de demanda sigue siendo muy relevante para el mercado español. Los datos del Ministerio de Fomento indican que en 2016 los extranjeros compraron 78.382 viviendas en España, lo que supone un crecimiento anual del 13,0%, 0,4pp menos que el incremento alcanzado en 2015. Con ello, las compras de los extranjeros representaron el 17,2% del total, una proporción muy similar al 17,3% del año anterior.

1: Para más información en la elaboración de este indicador véase la página 26 la revista Situación Inmobiliaria segundo semestre 2016 (octubre 2016). https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2016/10/Situacion_Inmo_oct16.pdf

La relevancia de la demanda extranjera en cada una de las comunidades autónomas fue muy desigual en 2016. Así, mientras en Canarias, Baleares y la Comunidad Valenciana las compras de extranjeros suponen más del 30% del total, en otras como Extremadura, Galicia y País Vasco no llega ni al 3%. De este modo, aunque en algunas regiones el crecimiento de las compras de extranjeros fue muy relevante, la escasa relevancia de este segmento de demanda hizo que su traslado al crecimiento total fuera limitado. Tal es el caso de Extremadura, donde la compra de extranjeros creció el 39,5%, hasta las 159 operaciones en el conjunto del año, un incremento que tan sólo supuso 0,7pp del 13,9% que crecieron las ventas en la región en 2016. Este es el caso de otras regiones como Cantabria, Castilla y León y Asturias, entre otras. Por el contrario, en Canarias y Murcia la demanda extranjera explicó más de la mitad del crecimiento de las ventas en 2016, en Baleares y Valencia la contribución de los extranjeros al mercado también fue muy relevante (véase el Cuadro 3.1).

Por nacionalidades, los ingleses volvieron a ser los extranjeros que más viviendas adquirieron en España durante 2016. Así, en el conjunto del año el 18,9% de las compras de extranjeros las realizaron ingleses, un porcentaje elevado pero que a lo largo del año ha ido reduciéndose: mientras en el 1T16 alcanzaron un peso del 21,9%, en el 4T16 fue del 16,4%. Una reducción que podría deberse a dos circunstancias relacionadas con el *brexít*: la depreciación que experimentó la libra en los meses posteriores al resultado del referéndum y la incertidumbre asociada a todo el proceso, que habría podido condicionar la materialización de algunas operaciones. En segundo lugar se encuentra Francia, que aglutinó al 8,1% de las compras de extranjeros y, tras ella, Alemania, con un peso del 7,7% (véase el Cuadro 3.2).

Cuadro 3.1

España: venta de viviendas a extranjeros en 2016				
	Crecimiento anual (%)	Peso (% ventas total)	Contribución al crecimiento total (pp)	Crecimiento total de ventas (%)
CNT	42,9	3,8	1,3	12,8
EXT	39,5	2,2	0,7	13,9
CYL	34,7	3,2	0,9	11,9
CLM	27,4	6,7	1,7	13,9
ARA	24,8	9,0	1,8	3,4
NAV	23,5	6,2	1,3	6,7
AST	19,7	3,3	0,6	16,9
CAN	18,5	39,4	6,9	12,1
PVA	17,9	2,9	0,5	12,5
MUR	17,4	25,5	4,0	6,8
MAD	17,3	8,7	1,5	17,2
CAT	16,0	15,8	2,7	23,0
BAL	14,8	37,0	5,9	22,3
ESP	13,0	17,2	2,2	14,0
VAL	12,3	33,5	4,2	14,0
GAL	9,7	2,5	0,2	6,4
AND	3,1	17,8	0,6	9,0
RIO	-7,6	7,1	-0,6	4,3

Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Cuadro 3.2

Nacionalidad de los compradores de vivienda extranjeros en España (% total extranjeros)				
	1T16	2T16	3T16	4T16
Reino Unido	21,9	19,7	17,7	16,4
Francia	7,9	7,1	8,9	8,5
Alemania	6,9	7,4	7,3	9,2
Rusia	2,8	3,0	2,7	2,9
Italia	4,5	6,0	5,4	5,7
Suecia	6,3	7,0	7,1	6,4
Noruega	2,4	2,3	2,2	2,4
Bélgica	6,1	5,6	6,2	6,3
China	4,2	3,9	4,3	4,2
Países Bajos	2,4	2,3	2,4	2,7
Rumanía	4,2	4,8	4,6	4,5
Marruecos	3,0	3,5	3,1	3,4
Suiza	1,4	1,2	1,1	1,5
Dinamarca			1,1	1,0
Argelia	1,6	1,5	1,3	1,4
Finlandia	1,0	1,0		
Irlanda	1,3	1,0	1,3	1,3
Ucrania	1,8	1,7	1,8	1,5
Resto	20,4	21,1	21,4	20,8

Fuente: Research BBVA RE a partir de Colegio de Registradores

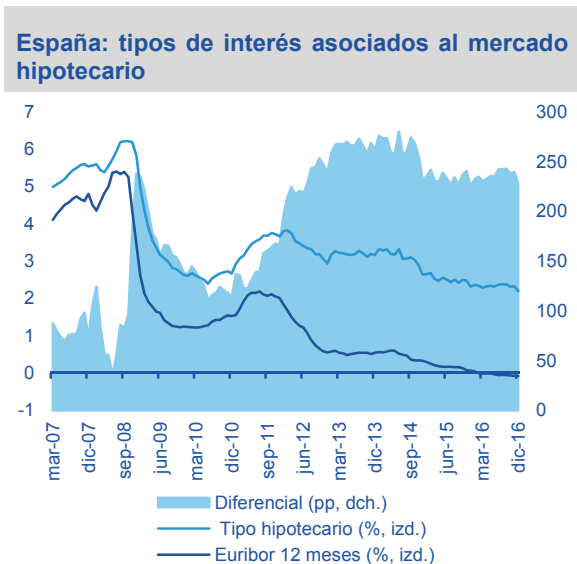
El crédito hipotecario cierra un buen año pese a la moderación de los últimos meses

La continuidad de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo, así como el progresivo desendeudamiento de las familias, y las mejores perspectivas del mercado hipotecario, continúan permitiendo que los costes de financiación hipotecaria se sitúen en niveles históricamente bajos. En este sentido, durante

el último trimestre de 2016 los costes de financiación volvieron a reducirse y el tipo de interés de los préstamos libres para adquisición de vivienda de hogares se situó en el 2,19% en diciembre (véase el Gráfico 3.9). Al desagregar el tipo hipotecario entre uno de referencia, el Euribor 12 meses, y un diferencial de tipos de interés, se observa como la reducción de los costes de financiación viene canalizada a través de la política del banco central. De este modo, el Euribor 12 meses de diciembre fue del -0,08%, mientras que el diferencial entre el tipo de referencia y el hipotecario se situó en los 227 puntos básicos, nivel que permanece relativamente elevado desde que a principios de década estallara la crisis del riesgo soberano. Esta resistencia a la baja del diferencial en un entorno de mayor crecimiento económico y menores riesgos puede estar causada por dos factores: uno sería el significativo incremento que han experimentado las hipotecas a tipo fijo en el último año (véase el Gráfico 3.10). A cierre de 2016, el porcentaje de hipotecas a tipo fijo sobre el total era del 31%, mientras que a finales de 2015 apenas representaban el 9%. El otro podría derivarse del entorno actual de tipos de interés muy reducidos, que hace que el margen de intereses por unidad de activo del sector financiero español se sitúe cerca de sus niveles mínimos históricos.

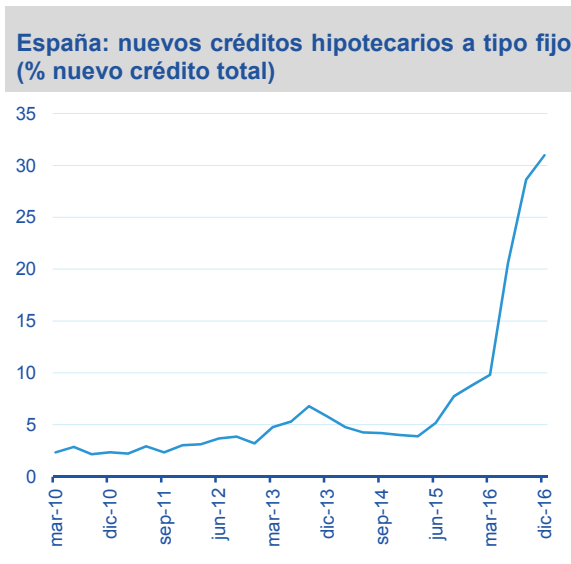
Los costes de financiación siguen en niveles históricamente bajos

Gráfico 3.9



Fuente: Research BBVA RE a partir de BdE

Gráfico 3.10



Fuente: Research BBVA RE a partir de Colegio Registradores

Los bajos tipos de interés, estímulo al crédito hipotecario

La reactivación del crédito hipotecario en los últimos años está ayudando al crecimiento de la demanda residencial (véase el Gráfico 3.11). En este sentido, el importe de las nuevas operaciones de crédito a hogares para la adquisición de vivienda volvió a crecer en 2016 y alcanzó los 37,5 mil millones de euros, lo que supuso un incremento del 5% respecto del año

anterior. El incremento es inferior al del año 2015, cuando los nuevos créditos aumentaron un 32%. Ello se debe a la gran repercusión que tuvieron las cláusulas suelo sobre las refinanciaciones hipotecarias durante 2015. En dicho año, se refinanciaron hipotecas por valor de 9.250 millones de euros, mientras que en 2016 el valor de las refinanciaciones fue de 6.400 millones de euros, un 31% menos. De este modo, si se elimina este efecto, las nuevas operaciones de crédito hipotecario crecieron un 17,4% en 2016. Este incremento va en línea con los datos aportados por el Consejo General del Notariado que indican que el número de nuevos créditos destinados a la compra de vivienda en 2016 ascendió a cerca de los 198.000 créditos, lo que supuso un incremento del 20% respecto del año anterior.

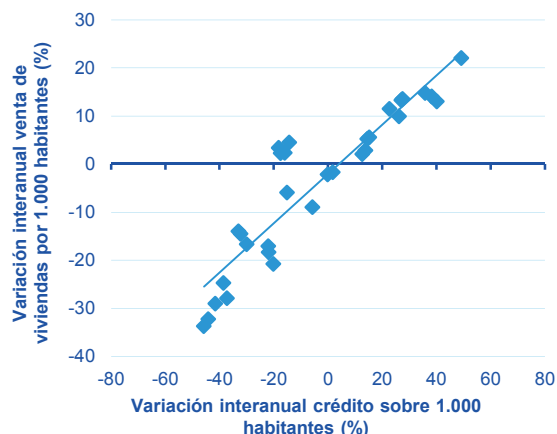
Los datos también muestran que durante el 4T16 se desaceleró el ritmo de crecimiento del nuevo crédito hipotecario. Tanto los datos del Consejo General del Notariado como los del Banco de España muestran que la tasa media interanual del crecimiento del nuevo crédito se moderó hasta el 7,0% y el 5,2%, respectivamente.

En enero de 2017 el nuevo crédito hipotecario creció un 34,4%

Moderación que también se refleja en la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios de enero de 2017. Según las entidades encuestadas, la demanda de fondos para la adquisición de vivienda apenas varió en el último trimestre del año, aunque esperan que cambie en el primer trimestre de 2017 con nuevos aumentos de la demanda de financiación. Esto va en línea con los datos publicados en enero por el Banco de España y que muestran que el nuevo crédito vivienda, excluyendo renegociaciones, aumentó un 34,4% respecto del mismo mes del año anterior (véase el Gráfico 3.12). La encuesta también resalta que en el último trimestre de 2016 los criterios de aprobación de los créditos a los hogares para adquisición de vivienda se endurecieron ligeramente, y que se espera que dicha tendencia continúe en el primer trimestre de 2017. Hecho que, de cumplirse, podría contrarrestar el crecimiento esperado de nuevo crédito hipotecario.

Gráfico 3.11

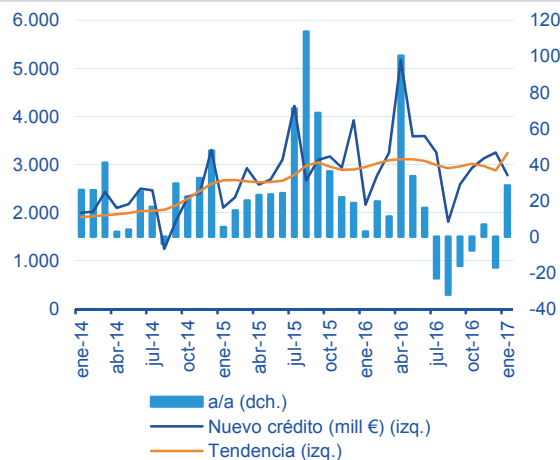
España: relación entre las ventas y el nuevo crédito hipotecario por 1.000 hab. (datos trimestrales 2009-2016)



Fuente: Research BBVA RE a partir de BdE y CIEN

Gráfico 3.12

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

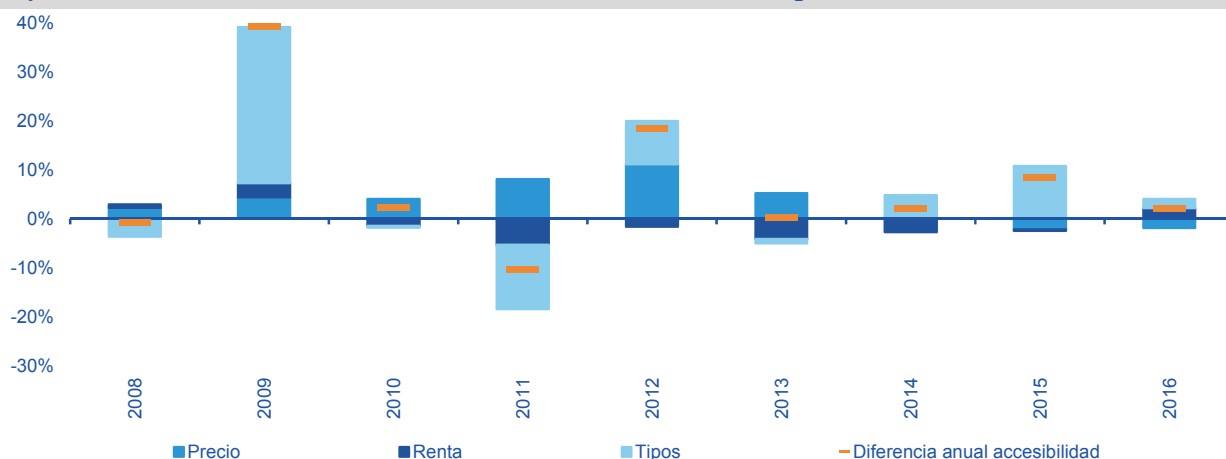


Fuente: Research BBVA RE a partir de BdE

Por su parte, la ratio de accesibilidad-riesgo² continúa en niveles históricos máximos y, en el último trimestre de 2016, la capacidad media de una familia para adquirir una vivienda se situó un 30% por encima del precio medio de la vivienda en el mismo periodo. El crecimiento de los precios de la vivienda en 2016 se vio contrarrestado por unos menores costes de financiación y una mejora de la renta bruta disponible de los hogares españoles (véase el Gráfico 3.13). Por comunidades autónomas la situación es similar: todas presentan unas ratios de accesibilidad que están en máximos o muy cerca de éstos, pero existe mucha heterogeneidad entre regiones. Las comunidades con unas ratios más bajas son Baleares, País Vasco y Madrid, justo aquellas dónde, o bien el precio de la vivienda se ha recuperado con mayor intensidad, o bien la corrección del precio durante la crisis fue mucho menor, como es el caso del País Vasco. Por su parte, las comunidades con una ratio de accesibilidad-riesgo mayor serían Aragón, Castilla la Mancha y Extremadura (véase el Cuadro 3.3).

Gráfico 3.13

España: contribuciones a la variación de la ratio de accesibilidad-riesgo BBVA



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE y BdE

2: La ratio de accesibilidad-riesgo de BBVA se calcula como el cociente entre la capacidad financiera de una familia media y los precios de un hogar medio de 100 m2. La capacidad financiera se calcula a partir de la renta bruta disponible de los hogares, los tipos hipotecarios de mercado y un término de amortización de 30 años. La cuota hipotecaria es el 33% de los ingresos del hogar.

Cuadro 3.3

Ratio de accesibilidad-riesgo BBVA. CC. AA (%)

	Año 2016				Promedio 2003-2016	Mínimo		Máximo	
	4T2013	4T2014	4T2015	4T2016		ratio	año	ratio	año
España	119	121	129	131	104	66	2008	131	2016
Andalucía	121	119	125	130	105	67	2008	130	2016
Aragón	163	168	186	192	128	74	2008	192	2016
Asturias	125	136	148	155	117	78	2008	155	2016
Baleares	92	95	100	100	89	56	2008	102	2012
Canarias	113	113	124	123	101	65	2008	124	2016
Cantabria	109	108	129	132	102	70	2008	132	2016
Castilla y León	154	159	170	179	131	84	2008	179	2016
Castilla - La Mancha	160	171	181	189	137	83	2007	189	2016
Cataluña	119	123	131	130	100	62	2008	132	2015
Comunidad Valenciana	134	133	142	146	118	73	2008	146	2016
Extremadura	161	153	178	185	147	98	2008	185	2016
Galicia	140	149	159	164	125	79	2008	164	2016
Madrid	105	105	109	108	88	55	2007	112	2012
Murcia	149	144	159	169	129	80	2007	169	2016
Navarra	164	171	182	193	148	94	2008	193	2016
País Vasco	92	96	102	107	85	58	2008	107	2016
La Rioja	153	170	179	184	131	84	2008	187	2016

Fuente: Research BBVA RE, INE y BdE

La edificación residencial continúa avanzando a tasas elevadas

En 2016 se visaron 64.000 viviendas...

El impulso de la demanda y las expectativas positivas en torno al sector continúan dejándose notar en la actividad constructora. Así, en 2016 se firmaron algo más de 64.000 visados de vivienda de obra nueva, un 28,9% más que en 2015, sumando el tercer año consecutivo de recuperación. La dinámica de los visados a lo largo del año ha estado marcada por la buena evolución en el 1T16, por el descenso del 2T16 y por la recuperación en la última parte del año (véase el Gráfico 3.14). En términos de crecimiento, desde 2013, año en que se visó el menor número de viviendas de la historia (34.288), la aprobación de visados se ha recuperado el 86,8%. Una tasa de crecimiento relevante y acorde con una recuperación que precede a una corrección tan importante como la sufrida por la edificación entre 2006 y 2013, cuando la firma de visados se contrajo el 96%. Sin embargo, el nivel se mantiene todavía en zona de mínimos: los permisos aprobados en 2016 tan sólo representan el 20% de los aprobados en la década de los 90, o el 12% de los firmados entre 2000 y 2009.

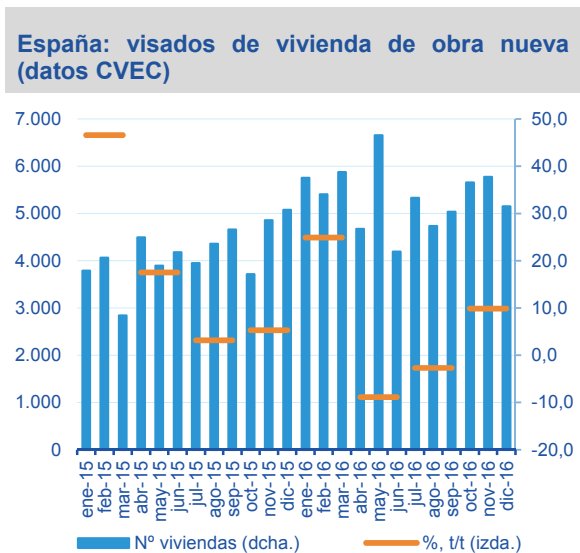
Sin embargo, el crecimiento de los visados en los dos últimos años todavía no se está plasmando en un aumento de la obra terminada. De hecho, a lo largo de 2016 el número de certificados de final de obra se redujo el 11,2% anual, hasta las poco más de 40.100 viviendas. Se trata

... y se terminaron 40.100 viviendas

del nivel más bajo de la serie histórica (véase el Gráfico 3.15), y el número de viviendas nuevas que se incorporan al parque residencial representó tan sólo el 16% de las que, en promedio, se incorporaban en la década de los 90, o poco más del 8% de las que lo hacían en los primeros diez años del presente siglo. Así, en un entorno de demanda creciente en el que la finalización de viviendas sigue reduciéndose, el proceso

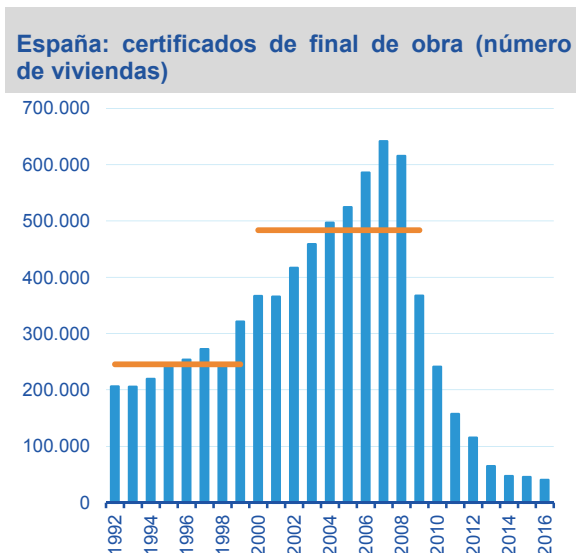
de digestión de la sobreoferta de vivienda de obra nueva continúa. De hecho, cada vez son más las comunidades autónomas en las que el volumen de viviendas nuevas sin vender se aproxima al stock friccional³ e incluso en algunas se sitúa por debajo.

Gráfico 3.14



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Gráfico 3.15



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Pero no sólo los visados indican que la actividad en edificación evoluciona al alza. Así, en un escenario en el que la licitación de obra pública acumula dos años de descensos (-28,3% en 2015 y -0,8% en 2016), el empleo en la construcción creció el 2,0% en 2016 según los datos de la EPA. Con esto, desde que se alcanzó el mínimo en el 1T14, los ocupados del sector han aumentado el 14,6% hasta el 4T16, por encima del incremento del 9,2% de los ocupados totales.

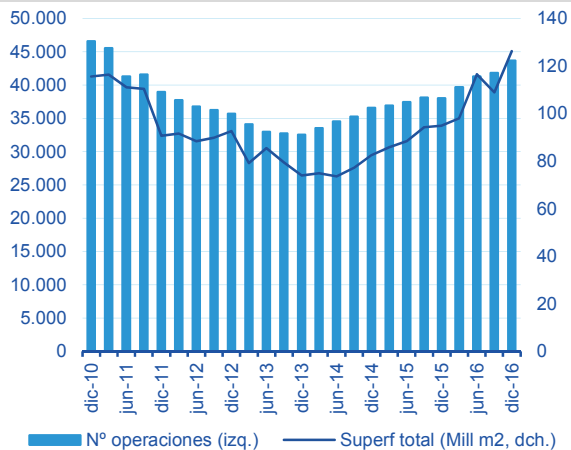
La superficie de suelo vendida en 2016 creció el 33%

A su vez, el mercado del suelo va ganando tracción paulatinamente. Según los datos de CIEN, las transacciones de terrenos o solares en fincas urbanas crecieron el 14,9% respecto a las efectuadas en 2015. Sin embargo, este incremento trajo consigo uno muy superior de la superficie total de suelo comercializada, que creció el 33,0% en 2016 (véase el Gráfico 3.16). Además, se aprecia que la relevancia de las operaciones realizadas por personas jurídicas sigue ganando terreno a las efectuadas por personas físicas: entre enero y septiembre de 2016 el 31,1% de la superficie transada fue adquirida por personas físicas y el 68,9% por personas jurídicas, mientras que en 2010 estos porcentajes fueron del 73,5% y del 23,5%, respectivamente. Esto quiere decir que, cada vez más, las empresas son los agentes relevantes en el mercado de suelo. Además, el precio del suelo sigue evolucionando por una tendencia de crecimiento. Según el Ministerio de Fomento, en 2016, el precio medio del suelo urbano creció el 5,3%, lo que equivale al encarecimiento del suelo por segundo año consecutivo (véase el Gráfico 3.17).

3: El stock friccional es aquel volumen de viviendas que requiere el mercado para que haya un correcto funcionamiento del mismo. El consenso lo sitúa en torno al 1,5% del parque residencial

Gráfico 3.16

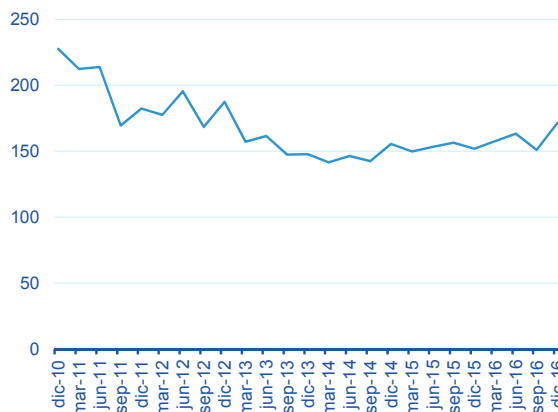
España: número de operaciones y superficie de suelo urbano vendida



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

Gráfico 3.17

España: precio medio del suelo urbano (€/m²)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

La creciente actividad en el mercado de suelo es hecho que, en cierto modo, es una garantía para la actividad constructora en los próximos trimestres, máxime cuando existe evidencia de que el producto nuevo comienza a escasear en las áreas de mayor actividad económica.

Nueva revalorización de precios en el sector residencial en 2016

El buen comportamiento de la demanda junto a una progresiva reducción del inventario durante el 2016 continúa trasladándose a los precios de la vivienda, y las distintas fuentes que recogen la evolución de los precios residenciales han mostrado revalorizaciones en 2016. Según los datos elaborados por el Ministerio de Fomento a partir de las tasaciones inmobiliarias, en diciembre de 2016 el precio de la vivienda en España se revalorizó el 1,5% respecto del mismo mes en el año previo (véase el Gráfico 3.18), y se situó en los 1.512 €/m². Con estos datos, la tasa de crecimiento promedio interanual alcanzó el 1,9%, 0,1pp por debajo de las previsiones de Research BBVA RE para el 2016. Por su parte, el Índice de Precios de la Vivienda (IPV) elaborado por el INE a partir de los datos de compraventa de vivienda de notariado, también cerró 2016 con una revalorización del 4,5% y confirma la tendencia positiva de los datos de Ministerio de Fomento.

El crecimiento de la demanda se traslada a subidas de precio

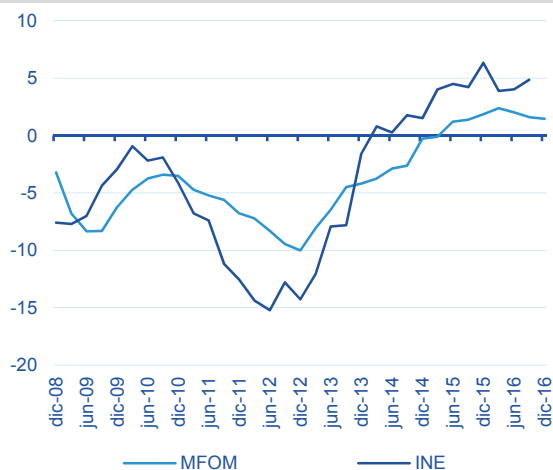
Ambas fuentes muestran tendencias similares en la evolución de los precios de la vivienda, y desde mediados de 2015 revelan que las tasas de crecimiento se han estabilizado. Alrededor del 4,5% en el caso del INE, y del 2% en el de Ministerio de Fomento. Las razones que podrían explicar esta moderación son varias. Por un lado, a pesar de que las expectativas del sector son positivas, estas todavía son moderadas y descuentan tasas de revalorización suaves. Por otro, la demanda de vivienda relativa a la oferta existente todavía no es tan elevada como para hacer crecer los precios a mayor ritmo. Por ejemplo, en el año 2007, año que según datos del Ministerio de Fomento el precio de la vivienda crecía alrededor del 6%, el volumen de demanda estaba entorno a las 840.000 unidades, mientras que la oferta friccional se situaba en las

365.000 viviendas, lo que resultó en un ratio de 2,3 demandantes por cada vivienda. En 2016, esa misma ratio se situó en 1,1.

Por tipología de vivienda, según los datos del INE, la nueva cerró 2016 con una revalorización anual de 4,3% mientras que la usada lo hizo al 4,5% (véase el Gráfico 3.19). A pesar de que ambas tipologías concluyeron el ejercicio con una revalorización similar, el ritmo de crecimiento de la vivienda nueva está siendo más intenso. Durante el 2016, el precio de la vivienda nueva creció cada trimestre un promedio interanual del 6,5%, en tanto que la vivienda usada lo hizo a un 4,4%. Esta diferencia en el ritmo de crecimiento podría estar justificada por una menor oferta de viviendas de obra nueva.

Gráfico 3.18

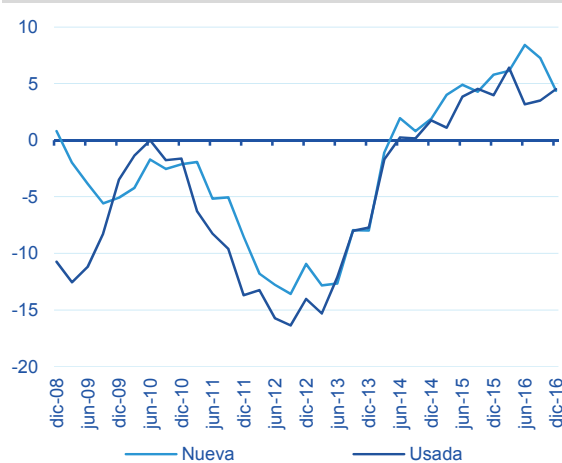
España: variación interanual del precio de la vivienda (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM e INE

Gráfico 3.19

España: variación interanual del precio de la vivienda por tipología



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

El precio subió en todas las regiones salvo en Castilla-La Mancha

Por regiones, en 2016 los precios subieron en todas las comunidades autónomas con la excepción de Castilla-La Mancha, aunque las tasas de crecimiento de cada comunidad fueron muy diversas. Según los datos del INE, las comunidades que crecieron por encima de la media nacional fueron Madrid, Cataluña y Baleares, con tasas de variación interanual en el 4T16 del 9%, 7,5% y 5,7% respectivamente. Mientras que las comunidades con menores revalorizaciones fueron Castilla-La Mancha y La Rioja con unas tasas de variación anual del 0% y del 0,4% (véase el Gráfico 3.20).

La disparidad en el crecimiento de los precios también se observa en las propias comunidades autónomas. Así, por ejemplo, en Cataluña, donde los precios crecieron por encima de la media, se observa una amplia heterogeneidad a escala provincial (véase el Gráfico 3.21). Según los datos proporcionados por el Ministerio de Fomento a cierre de 2016, en la provincia de Barcelona los precios se habrían revalorizado cerca del 11%, mientras que los de Tarragona tan solo el 1%. Estas mismas disparidades regionales se podrían encontrar también a escala municipal, así mientras que los precios de Barcelona se revalorizan el 13,8% desde que tocaran suelo, a principios de 2014; los de Lleida siguen todavía sin revalorizarse. Por tanto, en

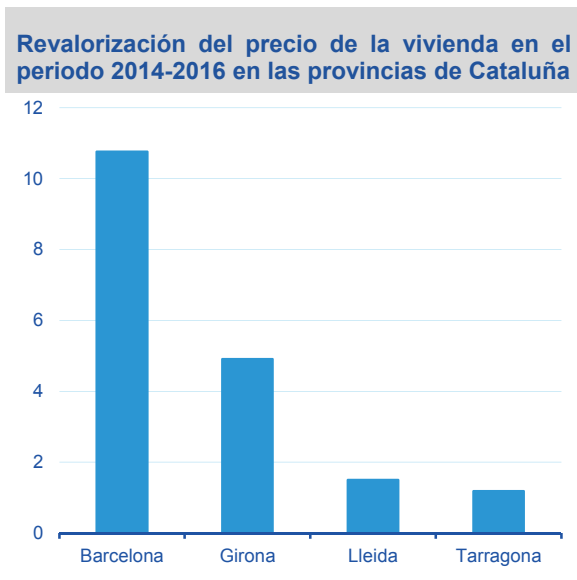
general se observa que es en aquellas regiones o municipios donde existe un mayor dinamismo económico (grandes capitales y áreas con elevada exposición al sector turístico) y no existe una sobreoferta de vivienda, donde los precios crecen a mejor ritmo.

Gráfico 3.20



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

Gráfico 3.21



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

La recuperación del sector muestra una elevada heterogeneidad geográfica

Las cifras agregadas indican claramente que la recuperación del sector inmobiliario en España es una realidad. Sin embargo, cuando se desciende a escala autonómica o provincial se observa que, mientras en algunas zonas la recuperación está avanzada y consolidada, en otras está iniciándose o todavía no ha comenzado.

A escala autonómica, la venta de viviendas creció en todas las comunidades autónomas en los últimos tres años. Tan sólo Castilla-La Mancha registró un pequeño retroceso en 2015. No obstante, no todas las comunidades han sumado por igual al incremento del 15,1% en promedio anual entre 2014 y 2016. Cataluña, Madrid, Andalucía y la Comunidad Valenciana fueron las tres regiones que más han contribuido a la recuperación de las ventas llegando a ser responsables del 64,8% de la recuperación. Por el contrario, Cantabria, Extremadura, Navarra y La Rioja fueron las que menor aportación hicieron al aumento de las ventas en el pasado trienio, (el 4,3%, es decir 0,7pp del crecimiento medio anual del 15,1%). Pero, incluso dentro de cada región el mercado muestra comportamientos deferenciales que, en algunos casos, pueden ser acusados.

Las ventas se recuperan en todas las comunidades

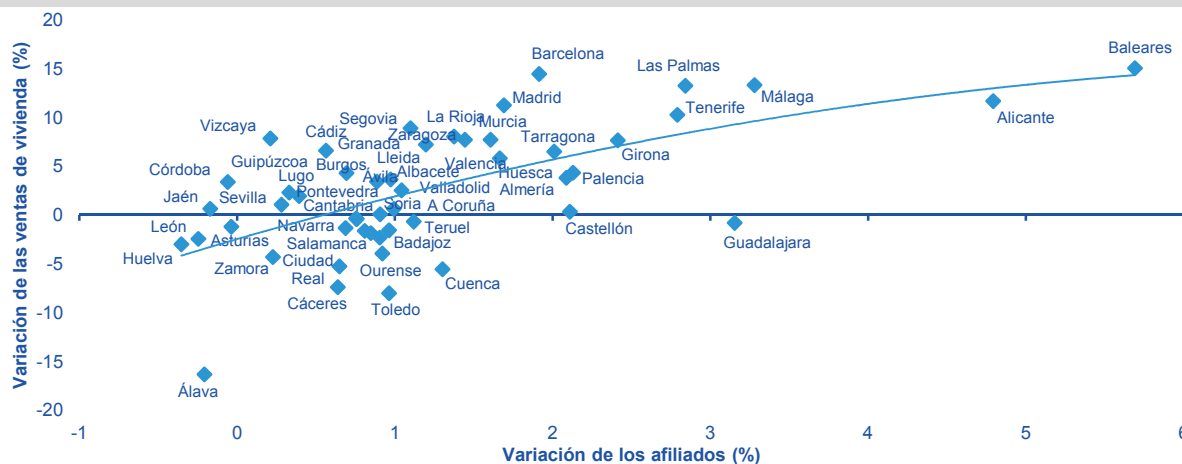
La recuperación de la demanda muy vinculada al empleo

La recuperación de la demanda residencial está muy vinculada al crecimiento económico y la creación de empleo. Así, en las provincias donde más creció el número de afiliados se observa un mayor dinamismo de las ventas de viviendas. Tal es el caso de Baleares,

Alicante, Málaga, Barcelona, Madrid, Tenerife o Las Palmas, provincias que, en su mayoría, lideraron la creación de empleo en los primeros años de la recuperación económica, en buena parte, al calor de la actividad turística. Por el contrario, en provincias donde el empleo apenas repuntó como Jaén, Huelva o León, las ventas no acaban de despegar (véase el Gráfico 3.22).

Gráfico 3.22

España: venta de viviendas y evolución de la afiliación por 1.000 habitantes (2013-2016)



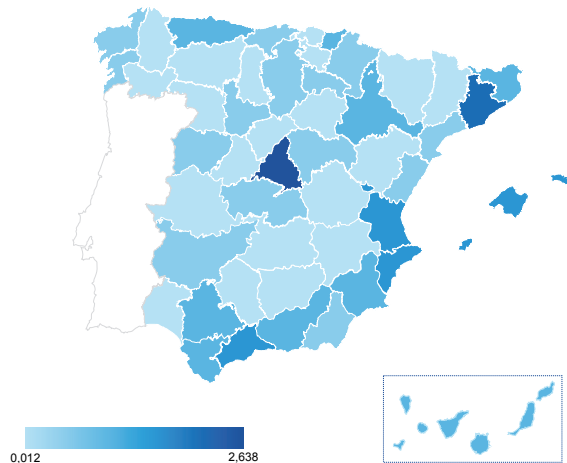
Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM e INE

La exposición al turismo dinamiza la venta de viviendas

Las provincias con mayor aportación a la recuperación de las ventas de vivienda fueron Madrid, Barcelona, Málaga, Valencia, Alicante, Baleares, Vizcaya, Cádiz, Las Palmas y Murcia a las que se les puede atribuir el 65,3% del incremento de las ventas total entre 2014 y 2016. En el lado contrario se encuentran Zamora, Ciudad Real, Lugo, Teruel y Soria, provincias con escaso crecimiento de las ventas y que apenas contribuyeron al crecimiento nacional (véase el Mapa 3.1). El crecimiento de las ventas, en términos de población, fue más intenso en las provincias con una elevada exposición al sector turístico –lo que da lugar a un crecimiento del parque sin necesidad de que crezca la población- y aquellas que acogen a las grandes ciudades españolas, Madrid y Barcelona –que son polos de atracción de población vía creación de empleo y búsqueda de oportunidades- (véase Gráfico 3.23).

Mapa 3.1

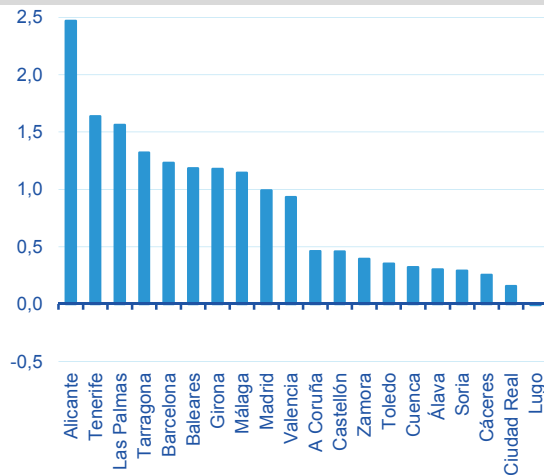
España: contribución al crecimiento de la venta de viviendas (promedio anual 2013-2016)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Gráfico 3.23

España: variación de las ventas por 1.000 hab. (promedio anual 2014-2106)*



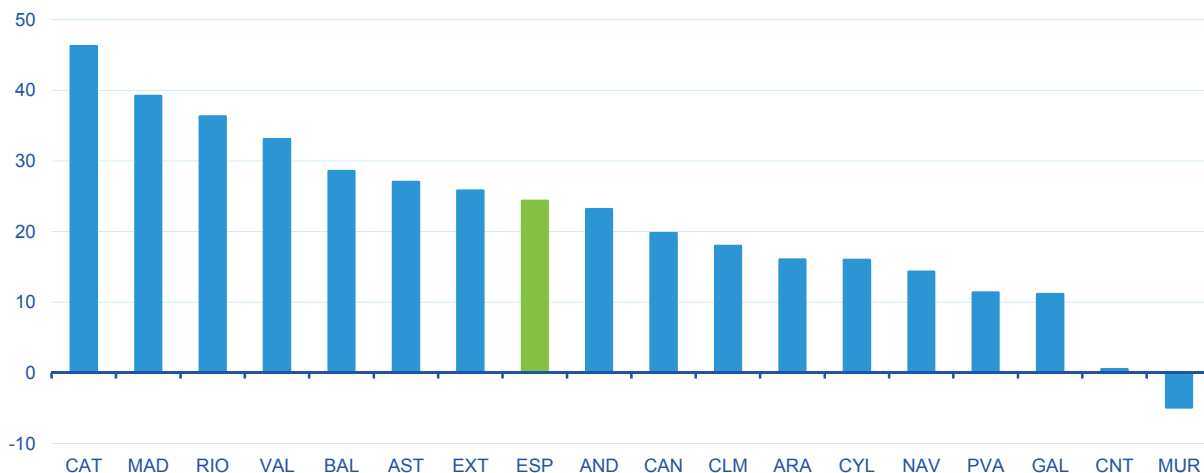
*Nota: promedios ajustados por volatilidad del periodo. Diez municipios mejor y peor clasificados.
Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM e INE

Desde el punto de vista de la edificación también se percibe cómo Madrid y las comunidades del Mediterráneo son las que han mostrado una mayor actividad. El número de visados de vivienda de obra nueva crece desde 2014 en el agregado nacional, y desde entonces hasta 2016 creció a un promedio anual del 24,3%. Por encima de esta media se situaron Cataluña, Madrid, Comunidad Valenciana, Baleares (gracias al extraordinario incremento de 2015), La Rioja, Asturias y Extremadura. En el trienio, tan sólo se aprecia una evolución negativa de visados en Murcia y un práctico estancamiento en Cantabria (véase el Gráfico 3.24).

Madrid y las regiones del Mediterráneo lideran la iniciación de nuevas viviendas

Gráfico 3.24

España: evolución de los visados de vivienda de obra nueva (media anual 2014-2016)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Las provincias que más contribuyeron al aumento nacional de los visados fueron Madrid, Barcelona, Alicante, Málaga y Vizcaya. Estas cinco explican el 71,9% del incremento de los visados en los últimos tres años (véase el Cuadro 3.4). Provincias, todas ellas que, tal y como se ha contemplado con anterioridad, muestran una recuperación de la demanda relativamente sólida. Sin embargo, las que experimentaron un mayor crecimiento de los visados entre 2014 y 2016 no son las que más han contribuido al crecimiento nacional.

Las provincias que registraron un mayor crecimiento de los visados entre 2014 y 2016 son Guadalajara, Valladolid y Las Palmas. Sorprende el elevado crecimiento de alguna de ellas que apenas contribuyeron al crecimiento nacional. Esto se debe a que la enorme corrección que sufrieron durante la crisis ha situado la iniciación de vivienda en un nivel extremadamente bajo, dando lugar a un efecto base importante que se traduce en grandes cambios de las tasas de variación ante reducidas variaciones en los niveles. Por ejemplo, en Guadalajara, donde los visados durante la crisis se resintieron más que la media al caer el 98% durante la crisis, fue la provincia española donde más crecieron los visados entre 2014 y 2016 (65,3%), pese a ello tan sólo contribuyó con 0,3pp al crecimiento medio en España. Esto también se aprecia en Castellón, provincia donde los visados crecieron a un promedio anual del 42,0% en el último trienio, pero donde apenas se inician 0,8 obras nuevas por cada 1.000 viviendas, fruto de la reducción del 99,3% que experimentaron los visados entre 2006 y 2015. En el otro lado de la clasificación se encuentran las provincias de Ávila, Murcia, S.C. de Tenerife, Zamora y Teruel, donde la firma de visados cayó en términos medios anuales entre 2013 y 2016.

Cuadro 3.4

España: contribución al crecimiento nacional de los visados de vivienda por provincias (2013-2016)

	Var. media anual 2014-2016 (%)	Visados por 1.000 vivs. del parque	Contrib. a la variación media anual 2014-2016 (pp)		Var. media anual 2014-2016 (%)	Visados por 1.000 vivs. del parque	Contrib. a la variación media anual 2014-2016 (pp)		Var. media anual 2014-2016 (%)	Visados por 1.000 vivs. del parque	Contrib. a la variación media anual 2014-2016 (pp)
TOTAL	24,3	1,9	24,3	Granada	23,0	1,4	0,3	Pontevedra	14,4	0,7	0,1
Madrid	39,2	4,0	8,4	Navarra	14,3	3,5	0,3	Álava	22,2	2,0	0,1
Barcelona	55,8	1,6	3,6	Cáceres	32,0	1,6	0,3	Soria	14,1	2,5	0,1
Alicante	35,5	3,0	2,5	Tarragona	31,8	0,7	0,2	Salamanca	13,9	1,4	0,1
Málaga	54,8	3,0	2,2	Guipúzcoa	15,2	4,9	0,2	Cuenca	9,0	1,7	0,0
Vizcaya	20,5	3,8	0,8	Jaén	17,1	1,6	0,2	Segovia	13,7	2,6	0,0
Baleares	28,5	2,3	0,6	C. Real	15,5	1,9	0,2	Lugo	14,3	1,3	0,0
Zaragoza	28,5	2,3	0,6	Burgos	20,6	1,7	0,2	Palencia	7,9	1,0	0,0
Las Palmas	60,9	1,1	0,5	Castellón	42,0	0,8	0,2	Ávila	-0,1	1,2	0,0
Cádiz	41,2	1,2	0,5	Badajoz	22,4	1,4	0,2	Albacete	6,2	1,8	0,0
Valencia	31,5	0,6	0,4	A Coruña	13,9	1,4	0,2	Zamora	-8,0	1,0	0,0
Asturias	27,0	1,4	0,4	Huesca	46,7	2,2	0,2	Cantabria	0,5	1,3	-0,1
Córdoba	40,1	1,7	0,4	León	24,1	1,0	0,2	Murcia	-4,9	1,4	-0,2
Valladolid	62,3	1,7	0,4	Lleida	37,0	1,4	0,1	Teruel	-13,5	1,6	-0,2
Toledo	26,0	1,9	0,4	La Rioja	36,3	1,7	0,1	Almería	39,3	1,7	-0,2
Girona	27,9	1,3	0,3	Huelva	20,7	1,1	0,1	Tenerife	-6,2	1,0	-0,3
Guadalajara	65,3	2,3	0,3	Ourense	40,1	0,8	0,1	Sevilla	0,4	1,3	-0,5

Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Baleares, Barcelona y Málaga, las que más se revalorizan

En cuanto al precio de la vivienda, los datos del Ministerio de Fomento, que ofrece datos provinciales, muestran cómo buena parte de las provincias con una demanda más dinámica registra el mayor crecimiento de precios. Así, Baleares, Barcelona, Málaga, Madrid o Las Palmas registraron crecimientos en precios por encima del nacional en el periodo 2014-2016 (véase el Cuadro 3.5). Sin embargo, en otras provincias donde la demanda mostró en el mismo periodo un buen desempeño, la evolución del precio fue más discreta que la media. Tal es el caso de Almería, donde entre 2014 y 2016 la ratio de viviendas vendidas por cada 1.000 viviendas del parque residencial se situó en el 19,3, por encima de la media nacional (15,8). Pese al mayor dinamismo de la demanda, el precio de la vivienda en la provincia cayó a un promedio anual de 0,4% en el mismo trienio, una dinámica que podría responder a un elevado nivel de inventario. En contraposición, hay provincias donde el precio de la vivienda ha corregido en el último trienio y cuentan con una demanda poco activa. Esto se observa en Soria y Cuenca donde la caída de precios vino acompañada de una demanda débil, tal y como revela la ratio transacciones por 1.000 viviendas del parque residencial y la evolución de las compraventas en los últimos tres años que, aunque mostró una ligera recuperación, en los dos casos fue muy inferior a la media nacional.

Otros casos que llaman la atención son las provincias vascas de Guipúzcoa y Vizcaya. En las dos se aprecia cierta robustez de la demanda. La ratio de ventas de viviendas sobre parque se muestra en el primer cuartil de la distribución, siendo superior a la media nacional, mientras que las ventas entre 2014 y 2016 crecieron por encima de la media española en un entorno en el que la sobreoferta no parece ser un problema. Sin embargo, el precio de la vivienda muestra una importante corrección, según los datos del Ministerio de Fomento. Algo, que no se observa en el INE, donde el Índice de Precios de la Vivienda arroja un incremento relevante del precio de la vivienda en País Vasco para ese mismo periodo.

Relevante, también, resulta el caso de Asturias y Burgos. Se trata de dos de las diez provincias donde más ha caído el precio en los últimos tres años. Pese a ello, el crecimiento de las ventas ha sido importante, del 19% y el 19,5% en media anual, respectivamente. Sin embargo, este incremento se produce en un nivel de mínimos, donde la ratio de ventas por cada 1.000 viviendas del parque residencial fue de 10,7 y el 12,8, en cada caso, muy por debajo de la media nacional (15,8).

Por último, a medida que la economía siga creciendo y generando empleo la recuperación en el sector inmobiliario irá calando en más partes del territorio. Provincias como La Rioja, donde las la demanda se muestra dinámica y las ventas empiezan a alcanzar un volumen respecto al parque residencial relevante en un entorno de crecimiento de precios, la recuperación del sector podría estar asentándose. En Cádiz, la demanda muestra cierto dinamismo pero el precio no responde. En la medida que vaya absorbiéndose el inventario, el mercado podría estar próximo a la recuperación gracias, en gran medida, a la demanda foránea (véase el Cuadro 3.5).

La recuperación se
irá extendiendo con
la creación de
empleo

Cuadro 3.5

España: Evolución del precio y la demanda residencial. Clasificación provincial por cuartiles

	Precio de la vivienda		Demanda residencial			
	Crecimiento promedio anual, % (2014-2016)	Cuartil	Ventas por 1.000 vivs. del parque residencial	Cuartil	Crecimiento promedio anual, % (2014-2016)	Cuartil
Baleares	3,5	1	21,8	1	22,31	1
Barcelona	3,3	1	16,2	1	21,80	1
Málaga	3,1	1	28,4	1	14,46	2
Madrid	2,9	1	19,6	1	16,96	1
Las Palmas	2,9	1	19,5	1	11,83	3
Tenerife	2,4	1	18,2	1	11,31	3
Zaragoza	1,3	1	15,1	2	20,07	1
España	1,0	1	15,8	2	14,04	2
Girona	1,0	1	17,6	1	10,19	3
Cáceres	0,8	1	8,5	4	5,32	4
Alicante	0,7	1	25,0	1	9,70	3
Valencia	0,7	1	14,8	2	14,82	2
Valladolid	0,5	1	12,8	3	15,58	1
Salamanca	0,4	2	10,6	3	17,3	1
Albacete	0,4	2	10,7	3	14,1	2
Cantabria	0,2	2	12,6	3	17,5	1
Ourense	0,2	2	5,9	4	11,2	3
La Rioja	0,2	2	15,2	2	13,6	2
Jaén	0,2	2	10,5	3	18,1	1
Badajoz	0,2	2	11,0	3	15,1	2
Lleida	0,1	2	12,6	3	14,4	2
Lugo	-0,1	2	10,4	4	-0,4	4
A Coruña	-0,1	2	9,7	4	9,6	3
Zamora	-0,3	2	8,4	4	5,7	4
Almería	-0,4	2	19,3	1	6,8	4
Ávila	-0,4	2	8,5	4	10,5	3
Tarragona	-0,4	3	15,9	1	8,2	4
Palencia	-0,5	3	11,0	3	10,5	3
Córdoba	-0,5	3	11,8	3	12,8	2
Ciudad Real	-0,6	3	10,3	4	1,6	4
Cádiz	-0,6	3	15,7	2	17,7	1
León	-0,9	3	9,1	4	11,7	3
Pontevedra	-0,9	3	9,0	4	11,9	2
Granada	-1,0	3	14,6	2	12,8	2
Castellón	-1,1	3	14,5	2	6,4	4
Teruel	-1,1	3	9,7	4	9,3	4
Vizcaya	-1,2	3	16,0	1	21,7	1
Murcia	-1,2	3	15,9	1	11,4	3
Toledo	-1,5	3	12,9	2	8,2	4
Toledo	-1,5	3	12,9	2	8,2	4
Guipúzcoa	-1,5	4	16,3	1	19,2	1
Sevilla	-1,6	4	14,6	2	9,7	3
Navarra	-1,6	4	14,3	2	12,1	2
Cuenca	-1,7	4	7,9	4	7,6	4
Asturias	-1,8	4	10,7	3	19,0	1
Guadalajara	-2,1	4	15,3	2	11,3	3
Huesca	-2,4	4	13,9	2	13,4	2
Burgos	-2,7	4	12,8	3	19,5	1
Huelva	-2,7	4	14,3	2	7,0	4
Álava	-3,1	4	12,0	3	9,5	3
Soria	-3,3	4	9,8	4	4,5	4
Segovia	-3,9	4	10,8	3	15,3	2

Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

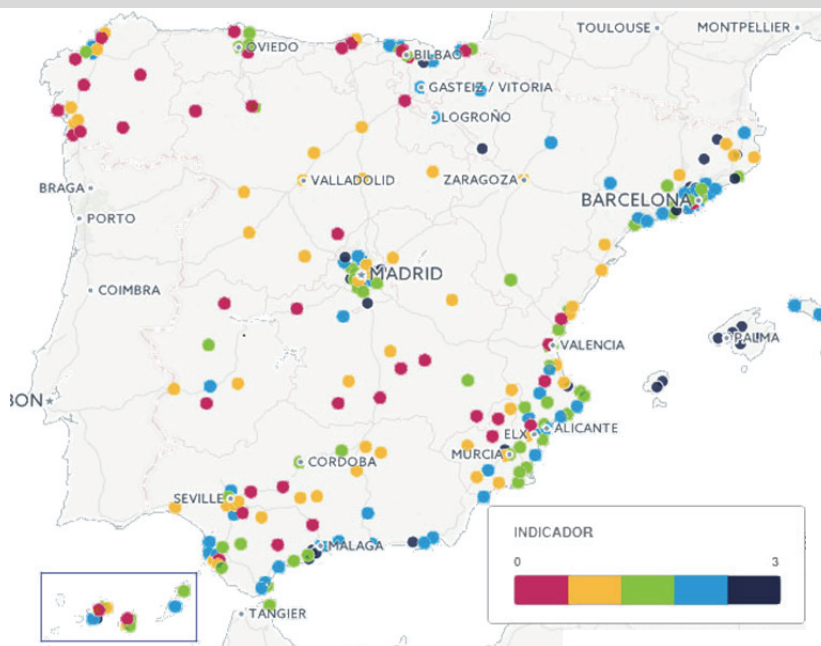
A escala municipal, el análisis de las ciudades con más de 25.000 habitantes, unas 284, también indica que la recuperación del sector se está localizando en el eje del Mediterráneo, regiones insulares y Madrid. Para identificar qué municipios presentan un mercado inmobiliario más atractivo se ha desarrollado un modelo que permite hacer una clasificación municipal. Este ordenamiento pondera variables de demanda, oferta y precios para cada ciudad. Así, por ejemplo, para el estudio de la demanda se analizan las ventas de cada municipio, tanto su evolución en los últimos trimestres, como sus niveles respecto a la población municipal. También se incluyen variables asociadas a la demanda potencial como son la evolución de la población, prestando especial atención a los cohortes que, potencialmente, serían más demandantes de vivienda (entre 25 y 50 años), o la riqueza por hogar y la productividad regional. Con todo, se asigna un valor entre 0 (valor más bajo) y 3 (valor más alto) a cada municipio. Por ejemplo, los municipios que tengan una dinámica de precios favorable, con una demanda potente y escasez de oferta recibirán un valor próximo a 3, mientras que en caso contrario, rozarán el 0. Para el resto de combinaciones, los municipios se situarán en rangos intermedios.

Madrid, las islas y el eje mediterráneo tienen los mercados más activos

El resultado de la clasificación se ha plasmado en un mapa (véase el Mapa 3.2). De nuevo se observa que en el arco mediterráneo (a excepción de Castellón y Tarragona), ambos archipiélagos y Madrid se concentran los municipios con un mercado inmobiliario más dinámico y atractivo (color verde a azul oscuro), mientras que el interior y norte peninsular el atractivo de los mercados municipales se reduce (color rojo a verde), a excepción de algunas ciudades de País Vasco que aparecen bien posicionadas en la clasificación.

Mapa 3.2

Clasificación municipal. Atractivo del mercado inmobiliario en municipios de más de 25.000 habitantes



Fuente: Research BBVA RE a partir de diversas fuentes de datos

4. Perspectivas

Hacia delante se prevé que 2017 volverá a ser un nuevo año de expansión inmobiliaria. Por lo pronto, se espera que la economía crezca en torno al 2,7% en 2017, apareciendo algunos sesgos al alza en esta previsión, como puede ser un mejor desempeño al esperado de los primeros meses del año. Con ello, las previsiones apuntan a que con este ritmo de crecimiento la economía volverá a crear empleo, en torno a 450.000 nuevos puestos de trabajo, lo que reducirá la tasa de paro en algo más de 2pp, hasta el 17,5%. Además, las expectativas de los consumidores siguen mostrando optimismo y la proporción de hogares que piensa que la situación de la economía va a mejorar dentro de doce meses continúa aumentando. Todo ello en un contexto en el que las condiciones financieras seguirán siendo propicias para el endeudamiento, con tipos de interés contenidos. Además, el mantenimiento de las expectativas de crecimiento de la economía europea, en torno al 1,6% en 2017, apunta a que la demanda de vivienda de los extranjeros seguirá siendo relevante para el mercado inmobiliario español.

Con esto, las perspectivas de demanda de vivienda son positivas. Tras un aumento de las ventas del 13,5% en 2016, se espera que en 2017 las transacciones crezcan en torno al 7% anual, lo que se traduciría en la venta de algo más de 490.000 viviendas. La demanda doméstica, respaldada por la creación de empleo, y la mejora de la renta salarial de los hogares continuará siendo la principal responsable de este incremento. No obstante, debido a la moderación que se viene observando en los fundamentales de la demanda y unas expectativas que, aunque positivas, siguen siendo contenidas justifican un menor ritmo de crecimiento de la venta de viviendas.

La buena evolución del crédito hipotecario en los próximos trimestres también apoyará al crecimiento de la demanda residencial durante el 2017. La mejora de la renta disponible de las familias en un entorno de costes de financiación bajos seguirá estimulando el crecimiento del crédito para la compra de vivienda. Los últimos comentarios hechos por el Consejo de Gobierno del BCE apuntan a que la política monetaria expansiva se mantendrá en los próximos meses, y que los repuntes actuales de la tasa de inflación se deben más a un efecto base de los productos energéticos que a un repunte de la inflación subyacente. Con esto, BBVA Research estima que la primera subida de los tipos oficiales de tipos de interés no se producirá hasta finales de 2018, lo que augura un entorno de tipos bajos durante todo el 2017.

El crecimiento de la demanda continuará estimulando a la edificación. Mientras, la escasa actividad constructora de los últimos años seguirá dejándose notar en el mercado, y el número de viviendas terminadas continuará siendo escaso. Esta dinámica está favoreciendo la absorción de viviendas nuevas sin vender. De hecho, en las áreas con una mayor actividad económica se aprecia escasez de oferta de vivienda nueva, algo que corrobora la evolución del precio de la vivienda nueva, que en algunas regiones alcanza revalorizaciones del 9%. Como consecuencia, se espera que en el próximo año la iniciación de viviendas vuelva a crecer a tasas elevadas, en torno al 24%. El nivel de visados permanece en mínimos históricos lo que, en un entorno de incremento de la demanda y reducción del inventario, justifica que el crecimiento de la actividad constructora siga creciendo a tasas relativamente elevadas. Con ello se espera que en 2017 se visen alrededor de 80.000 nuevas viviendas.

En este escenario de demanda al alza y reducción de inventario se espera una nueva revalorización del precio de la vivienda en el conjunto del país. La creación de empleo y la permanencia de los tipos de interés en niveles mínimos a lo largo del año en curso apuntan hacia un crecimiento del precio de la vivienda en torno al 2,5% en 2017.

Al igual que ha venido sucediendo en los últimos ejercicios, se espera que la recuperación muestre una elevada heterogeneidad geográfica. Como se ha visto a lo largo de todo el informe, mientras en algunas zonas la recuperación está totalmente consolidada en otras no ha llegado todavía. Es de esperar que, en la medida que la economía siga creciendo y generando empleo, el mercado inmobiliario vaya resurgiendo en más municipios. Con todo, en 2017 el sector inmobiliario volverá a aportar crecimiento a la economía. En particular, se espera que la inversión en vivienda crezca en el año en curso a una tasa del 3,2%, lo que supondría el cuarto año consecutivo de crecimiento. Con ello, esta partida de la inversión se convertirá en la responsable del 0,14pp de crecimiento del PIB de la economía (2,7%), lo que se corresponde con el 5,2% crecimiento en el ejercicio.

Sin embargo, la evolución del sector no está exenta de riesgos. En primer lugar, las mejoras en la economía mundial podrían moderar el tono expansivo de la política monetaria, presionando de esta manera al alza los tipos de interés y los costes de financiación. Por otro lado, cambios regulatorios inesperados podrían dar lugar a un incremento de la incertidumbre en torno a la política económica que pasaría factura a las decisiones de los agentes del sector. Por último, los riesgos geopolíticos que podrían condicionar la evolución de los fundamentales económicos. Por ejemplo, persiste la incertidumbre relacionada con el resultado final del *brexit* y, por lo tanto, sobre su impacto en el sector inmobiliario, especialmente en aquellas regiones con una mayor exposición a la demanda inglesa: Murcia, Canarias y Baleares, donde en 2015 más del 8% de las viviendas vendidas en cada región en 2015 fueron adquiridas por ingleses.

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

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

Miriam Montañez
Miriam.montanez@bbva.com
+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

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

Turquía, China y Geopolítica
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China
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

BBVA