

# Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Diciembre 2008



La sobreoferta de vivienda seguirá aumentando en 2009, lo que lleva a esperar un periodo de ajuste prolongado del sector ....

... con ajustes de precios en los próximos dos años ...

... que favorecerán la opción del alquiler con respecto a la compra



# Indice

Fecha de cierre: 17 de Diciembre de 2008

<b>En resumen</b>	2
<b>1. La duración de la crisis</b>	4
1.1. La duración del ajuste del sector residencial español: ¿para cuándo la recuperación?	4
1.2. ¿Qué evolución se espera para los precios?	7
Recuadro 1: Modelo de estimación de los precios de vivienda en España	8
<b>2. Impacto de la evolución de la crisis financiera</b>	9
2.1. El papel del ajuste inmobiliario y de la crisis financiera internacional en la desaceleración del crédito vivienda	9
2.2. ¿Puede el resto de la economía absorber a los trabajadores de la construcción?	10
Recuadro 2: Crédito para adquisición de vivienda: un panorama mixto	14
<b>3. Medidas contracíclicas y estabilización del sistema financiero</b>	16
3.1. Compra vs Alquiler: ¿qué determina esta decisión?	16
3.2. Actuaciones estatales de fomento del empleo y ayuda a las familias	20

## Han elaborado esta publicación:

Ana Rubio	arubio@grupobbva.com	34 91 374 3342
Michela Scatigna	michela.scatigna@grupobbva.com	34 91 374 0182
Cristina Fernández	cristina.fvidaurreta@grupobbva.com	34 91 374 7320
Marta García	marta.garcia.tunon@grupobbva.com	34 91 374 6761
Jon Inchaurreaga	xe08292@grupobbva.com	34 91 374 6929
Macarena Ruesta	esperanza.ruesta@grupobbva.com	34 91 374 3321
Clara Barrabés	cvictoria.barrabes@grupobbva.com	34 91 538 6351
Juan Ramón García	juanramon.gl@grupobbva.com	34 91 374 3339
Jose Félix Izquierdo	jfelix.izquierdo@grupobbva.com	34 91 374 4200
Rodolfo Méndez	rodolfo.mendez@grupobbva.com	34 91 537 4754
Virginia Pou	virginia.pou@grupobbva.com	34 91 537 7723

## Consejo de redacción:

José Luis Escrivá, Mayte Ledo, Jon Bilbao, Carlos Deprit, Luis Odriozola, Rafael de Vicente.

## Disponible en la web:

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

## En resumen

En las semanas transcurridas desde la caída del banco de inversión Lehman Brothers, las tensiones en los mercados financieros internacionales, lejos de disiparse, se han recrudecido. La economía mundial se encuentra atrapada en un círculo vicioso en el que se retroalimentan los problemas de aversión al riesgo, liquidez, solvencia y caída generalizada de la actividad. En este entorno, las economías desarrolladas atravesarán un período recesivo en 2009, con una salida lenta e incierta en 2010. En concreto, aumenta la incertidumbre sobre el crecimiento de España en 2009, y se incrementan los riesgos de una caída mayor.

### El ajuste en curso del sector inmobiliario

El sector inmobiliario español se encuentra en una fase de redimensionamiento importante, quizás la más profunda en su historia, ante la que cabe preguntarse: ¿cuánto va a durar este ajuste? En la época de expansión del sector, la inversión en vivienda creció intensamente, no sólo por su demanda como bien de consumo para los hogares, sino también como activo de inversión. La oferta se ajustó a esta mayor demanda de forma muy elástica, por lo que el parque de vivienda disponible ha aumentado rápidamente, quizás por encima de lo que sus determinantes fundamentales habrían justificado. Suponiendo que oferta y demanda estaban en equilibrio en 1997, se estima que en la actualidad existen en el mercado entre 0,8 y 1,4 millones de viviendas nuevas sin vender.

En la actualidad, la demanda se desacelera rápidamente, no solamente en respuesta al ajuste cíclico del sector inmobiliario, sino que el ajuste se agudiza debido al shock financiero internacional. La oferta, con más inercia en su comportamiento, se agota más lentamente. Para determinar cuándo empezará a reducirse este exceso de oferta se han construido previsiones de demanda y oferta de vivienda, a partir de las que se ha proyectado la evolución del exceso de oferta. Las previsiones apuntan a que el desajuste entre demanda y oferta continuará ampliándose hasta finales de 2009. Esto es debido principalmente a las construcciones de vivienda iniciadas durante 2006 y 2007, cuando todavía no se esperaba un freno del sector de este tamaño. Por tanto, la desacumulación del exceso empezará a tener lugar durante el primer trimestre de 2010, recuperándose a finales de 2012 niveles de viviendas nuevas en venta similares a los del año 2005. Ahora bien, esta estimación está sujeta a una gran incertidumbre dada la dificultad de predecir la evolución del sector en el contexto actual.

Con estos supuestos por el lado de la actividad, el grado de incertidumbre en la evolución de los precios sigue siendo elevado. Los precios de la vivienda continúan en la senda de desaceleración iniciada a partir de la segunda mitad de 2004. La moderación acumulada hasta hoy ha sido de un 17% desde su máximo y todavía no parecen tocar fondo.

Bajo el escenario macroeconómico-financiero existente, se prevé que el año 2008 se cierre con una tasa de crecimiento ligeramente negativa en términos nominales. La caída se hará más profunda a partir del próximo año, con tasas de crecimiento en promedio alrededor del -5% en 2009 y -8% en 2010 en términos nominales, suponiendo una caída acumulada en torno al 15%. Estas previsiones se ven afectadas significativamente por el exceso de oferta existente en el mercado, que hace que el proceso de ajuste sea más profundo. Los datos de precios que se han ido publicando no indican una caída muy importante hasta el momento, por lo que el ajuste necesario se tendrá que pro-

ducir en los próximos trimestres. Por último, el que las expectativas sobre precios se hayan vuelto más negativas podría estar retrasando las decisiones de compra de vivienda, lo que obligaría al mercado a una mayor reducción de precios para dar salida a la sobreoferta.

### **La situación de las familias, el mercado laboral y la alternativa del alquiler**

En los últimos trimestres, no sólo la oferta, sino también la demanda de crédito vivienda se están contrayendo. Ahora bien, ¿hasta qué punto está empeorando la situación financiera de las familias españolas?

Una medida de síntesis de la situación de los hogares es su carga financiera, que calcula el porcentaje de los ingresos medios de los hogares que se destinan a repagar las deudas. En 2008, la carga financiera ha ascendido a un 17% de la renta de los hogares, pero a partir del año que viene se estabilizará en niveles más sostenibles, alrededor del 14% de la renta. Varios factores contribuyen a reducir la carga financiera: el descenso de los tipos de interés y la moderación del crecimiento del crédito. Esta evolución de la carga financiera debería actuar como soporte de la demanda de vivienda en medio de las incertidumbres.

Por otra parte, el mercado laboral está mostrando una evolución muy perjudicial para el sostenimiento de la renta disponible. La ralentización de la actividad económica, que hasta mediados del pasado año estaba siendo moderada, se ha acentuado desde el segundo trimestre de 2007. Este brusco deterioro ha sido particularmente intenso en el sector de la construcción, que comenzó a destruir empleo -en términos desestacionalizados- a finales del pasado año, intensificándose hasta alcanzar el -3,4% mensual en noviembre de 2008. De hecho, la probabilidad interanual de continuar empleado en el sector de la construcción se ha reducido drásticamente en los tres últimos trimestres, deteriorándose más que en otros sectores de la economía.

¿A dónde están yendo los trabajadores que no continúan ocupados en el sector de la construcción? Si bien el 36% de los trabajadores que pierden su trabajo en la construcción transitan al desempleo, la transición al empleo en otro sector sigue siendo el destino mayoritario, un 44%, y el resto transitan hacia la inactividad. Tradicionalmente, las ramas de actividad de destino han sido la industria extractiva, el comercio y la hostelería y los servicios empresariales, aumentando en los últimos trimestres la preferencia por estas dos últimas. Pero no todos los trabajadores de la construcción muestran el mismo grado de empleabilidad en otros sectores. La educación aísla a los trabajadores del desempleo y facilita su movilidad intersectorial, y los extranjeros son los más expuestos al desempleo.

Ante este panorama del sector inmobiliario español, el alquiler surge como una opción económicamente rentable para acceder a una vivienda. En España el porcentaje de vivienda en propiedad es más alto que en otros países europeos, pero históricamente no siempre ha sido así. Durante los años de fuerte crecimiento de los precios la opción de compra era la más rentable. Sin embargo, las estimaciones indican que en el entorno actual de crecimiento nulo o negativo de los precios la opción más rentable sería el alquiler, que además podría acelerar la absorción del stock de vivienda no vendido en el mercado y desencadenar una mayor movilidad geográfica en el mercado laboral español. En cualquier caso, la escasez de oferta de vivienda en alquiler necesitaría una política de vivienda enfocada a su desarrollo.

Gráfico 1.  
Demanda y Oferta de vivienda

Media móvil 4 trimestres, 2000=100



Gráfico 2.  
Crecimiento población y parque de vivienda

Media móvil 4 trimestres

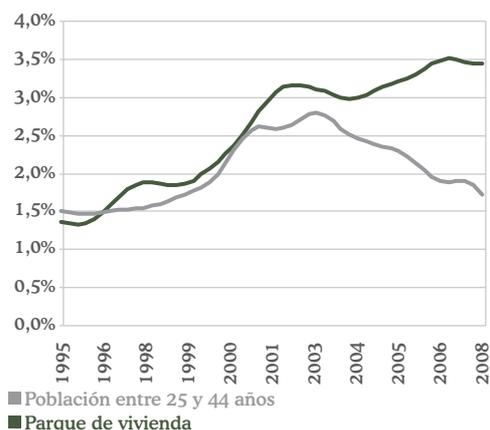
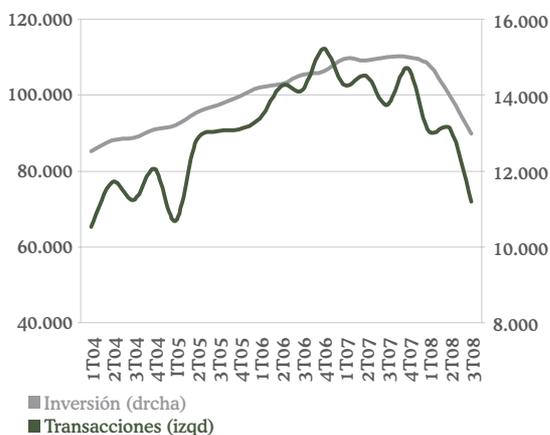


Gráfico 3.  
Inversión en vivienda vs Transacciones viviendas nuevas



## 1. La duración de la crisis

### 1.1. La duración del ajuste del sector residencial español: ¿para cuándo la recuperación?

El sector inmobiliario español se encuentra en una fase de redimensionamiento importante, quizás la más profunda de su historia y la pregunta que más se escucha es: ¿cuánto va a durar este ajuste? Cualquier respuesta a dicha pregunta es susceptible de una gran incertidumbre. Durante los últimos meses de 2008 se ha registrado una combinación de factores negativos inesperados, que han llevado a revisar ampliamente las previsiones de la economía española en general y con ella las perspectivas de ajuste del sector inmobiliario.

Como se ha estado comentando en ediciones anteriores de esta revista, el exceso que se observa en el sector inmobiliario español es más importante en términos de cantidades que en precios.

La expansión inmobiliaria que se ha registrado en España durante los últimos años se ha caracterizado por subidas de precios de vivienda de casi un 20%. Junto a estas revaluaciones, la inversión en vivienda ha crecido intensamente, no sólo por su demanda como bien de consumo fundamental para los hogares, sino también como activo de inversión. Por su lado, la oferta se ha ajustado a esta mayor demanda de forma muy elástica. El parque de vivienda disponible ha aumentado rápidamente, quizás por encima de lo que los determinantes fundamentales de la oferta, como por ejemplo el crecimiento de la población, habrían justificado.

Ahora que se está produciendo el ajuste del sector, una de las variables claves para tratar de aproximar la duración de esta etapa es el grado de desajuste acumulado entre la oferta y la demanda en el periodo expansivo. Sin embargo, su estimación no es sencilla. A continuación se va a tratar de estimar la sobreoferta en el mercado de la vivienda, siempre con un margen importante de incertidumbre. A partir de esta estimación y dadas las previsiones de evolución de la oferta y demanda de viviendas se va a evaluar si este desajuste continúa aumentando o no en el corto plazo, y el tiempo que tardará en recuperar un valor que permita dar por finalizada la etapa de ajuste.

#### El enigma de las viviendas no vendidas

El sector residencial español, desde mediados de 2006 está en una fase de ajuste que parece no tocar fondo. Por un lado, todos los indicadores principales de demanda están cayendo abruptamente. Las transacciones de vivienda, por ejemplo, han caído un 30% interanual en el tercer trimestre de 2008, con un descenso más fuerte en vivienda usada que en vivienda nueva. Los datos de inversión también muestran fuertes contracciones: los últimos datos publicados por el INE, registraron una caída interanual del 13% durante el mismo periodo. Por otro lado, la oferta aún decelerándose, no puede ajustarse simultáneamente a la demanda.

En una fase restrictiva del sector, es normal que el ritmo de ajuste de la oferta sea inferior al de la demanda. Es decir, que la elasticidad de la oferta de vivienda a shocks positivos es mayor que su elasticidad a shocks negativos debido principalmente a su naturaleza de bien duradero. Por otro lado, la demanda puede caer de forma más abrupta en respuesta a shocks negativos, acentuando el desequilibrio estructural del mercado. Esto es lo que se está observando en la actualidad: una demanda que se desacelera rápidamente, no solamente en respuesta

al ajuste cíclico del sector inmobiliario, sino que se agudiza debido al shock financiero internacional; y una oferta, con más inercia en su comportamiento, cuyo dinamismo se agotará más lentamente y que, en consecuencia, empuja los precios a la baja deteriorando las expectativas en el sector.

Con estas premisas se procede a cuantificar el desequilibrio existente entre demanda y oferta de vivienda. Primero hay que subrayar la dificultad y la incertidumbre que caracteriza esta tarea debido a la falta de datos estadísticos sobre el número de viviendas vacías existentes en España. Además, las estadísticas que sí están disponibles relativas a las cantidades (parque de vivienda), se basan en estimaciones hechas a partir de los datos recogidos en el último censo del año 2001, precedente al ciclo de expansión inmobiliaria cuyo fin se está analizando. Con estas limitaciones se calcula la acumulación de stock de vivienda nueva no vendida que existe en el mercado a partir de los datos de viviendas nuevas terminadas (nuestra variable de oferta) y de los flujos de demanda de vivienda nueva, de acuerdo con la siguiente expresión;

$$EO_t = \sum_{t-x}^t EO_{t-1} + (\Delta H_t^{new} - TRN_t)$$

Donde EO es el exceso de oferta, la variable de interés que esta estimada como la suma acumulada de los excesos anteriores, más el exceso en el momento  $t$ , que es la expresión entre paréntesis. Así,  $\Delta H_t^{new}$  es la vivienda nueva terminada, variable que aproxima la "oferta" de vivienda, y TRN son las transacciones de viviendas nuevas, variable que trata de capturar la "demanda" de vivienda relevante para estimar este exceso de oferta. Claramente esta expresión recursiva requiere de algunos supuestos. En primer lugar, requiere una condición inicial  $EO_{t=0}$  desde donde se empieza a acumular el exceso de oferta. Como no existen estadísticas que indiquen una aproximación a ese stock inicial, para iniciar hay que realizar el supuesto de que en la fecha de arranque el mercado está en equilibrio y  $EO_{t=0} = 0$ , lo cual lo hace dependiente del periodo elegido.

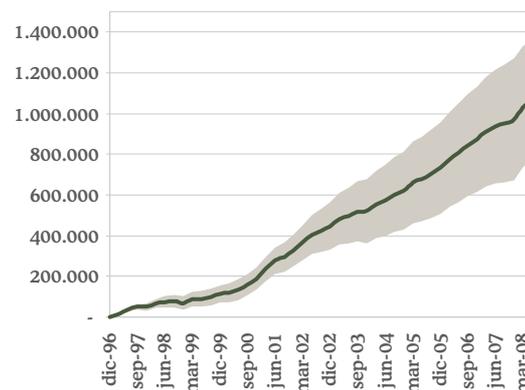
En la expresión anterior se utilizan las transacciones de vivienda nuevas. Es decir, las compraventas efectivamente realizadas, que es la variable que mejor aproxima la demanda de vivienda nueva. Desafortunadamente, estas estadísticas están disponibles solo a partir del año 2004, permitiendo la estimación sólo durante un periodo muy corto y probablemente distante de una posible situación de equilibrio del mercado inmobiliario. A fin de obtener una visión histórica de esta variable, se incluye un segundo supuesto: se procede a aproximar las transacciones de vivienda nueva por el ajuste de la inversión en vivienda de Contabilidad Nacional. A este fin, se convierte la inversión ajustando por el tamaño medio de la vivienda, en metros cuadrados<sup>1</sup>, y por los precios de vivienda nueva en el año 2000. También en este caso como en el anterior, se necesita elegir un periodo en el cual se suponga el mercado inmobiliario en equilibrio.

Por último, se realiza otro supuesto en el proceso de decisión para fijar el periodo de equilibrio, tras analizar las series históricas de precios, demanda y oferta de vivienda. En ellas, se han descartado los años de la burbuja inmobiliaria, así como los años iniciales de los ochenta en parte por su proximidad a la última crisis petrolera y en parte por ser un periodo en el cual el desarrollo del mercado inmobiliario en España se situaba por debajo de su capacidad potencial.

<sup>1</sup>Esta variable ha sido calculada como un promedio ponderado entre los tamaños de vivienda en bloque y unifamiliar. Además dicha variable ha sido retrasada y ponderada de acuerdo a la relación estadística normalizada entre visados y vivienda terminada que se ha encontrado ser:

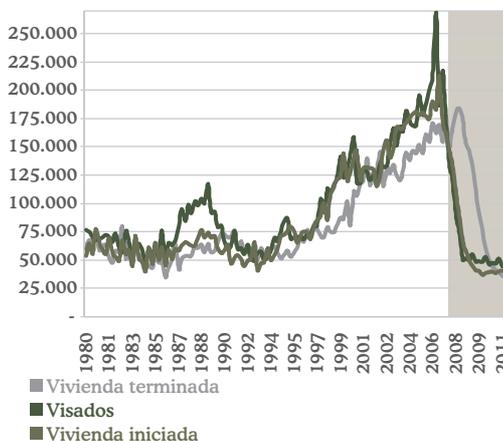
$$VIVTERM_t = (0.03L^5 + 0.14L^6 + 0.27L^7 + 0.42L^8 + 0.14L^9) VISADOS_t$$

Gráfico 4.  
Estimación de sobreoferta de vivienda nueva



Nota: el rango representa (+/-) la desviación estándar entre las sobreofertas calculadas a partir de cada año en el gráfico.  
Fuente: SEE BBVA.

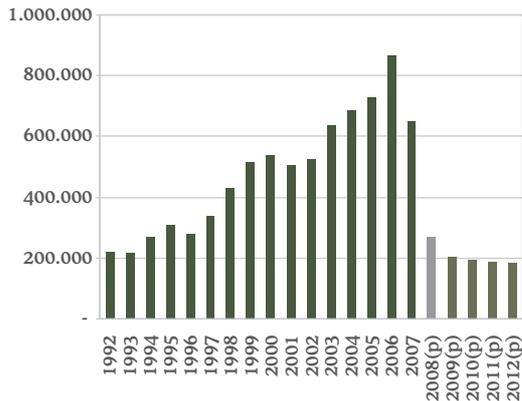
Gráfico 5.  
Proyecciones de vivienda terminada  
Datos trimestrales



Fuente: SEE BBVA con datos Ministerio de Vivienda, Ministerio de Fomento.

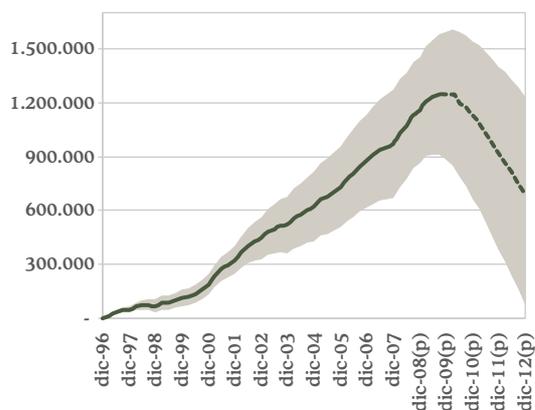
Gráfico 6.  
Visados de obra nueva

Sumas anuales



Fuente: SEE BBVA con datos del Ministerio de Fomento.

Gráfico 7.  
Estimación de sobreoferta de vivienda nueva, previsiones



Fuente: SEE BBVA

Los resultados que se obtienen se presentan en el Gráfico 4, en el cual se supone que el mercado se encontraba próximo a una situación de equilibrio en 1997. Como se ve en el gráfico, esta estimación esta sujeta a mucha incertidumbre, por lo que se han delineado niveles entre un rango calculado a partir de las desviaciones estándares entre varios excesos de oferta que se habrían obtenido si se hubiera empezado a acumular en otros años.

A partir de este gráfico se puede destacar que a partir del año 2000, el ritmo al cual este exceso de oferta ha crecido se ha vuelto más intenso y el nivel alcanzado, aunque dentro de un rango, en la actualidad es muy considerable.

### ¿Cuándo volverá el re-equilibrio entre demanda y oferta?

Además de conocer el nivel del exceso de vivienda existente en el mercado es interesante saber cuándo empezará a reducirse este exceso de oferta. Para determinar esta evolución se han construido previsiones de demanda y oferta de vivienda a partir de las cuales se ha proyectado la evolución del exceso de oferta explicado antes.

Por el lado de la demanda, se han utilizado las previsiones de la evolución de la inversión en vivienda del cuadro macroeconómico de España. Estas previsiones implican una caída de la demanda de vivienda muy fuerte, debido al mal momento económico que va a atravesar España durante los próximos dos años<sup>2</sup>.

Por el lado de la oferta, se han obtenido previsiones de viviendas nuevas terminadas a partir de nuestras previsiones de visados. Estadísticamente se observa que las viviendas iniciadas son algo más del 90% de los visados y que las viviendas terminadas son aproximadamente el 97% de la evolución de las viviendas iniciadas con un retraso, en promedio, de entre 5 y 7 trimestres antes. A partir de estas relaciones se puede proyectar la evolución del exceso de oferta de vivienda existente en el mercado inmobiliario (Gráfico 7). Hay que advertir que en la coyuntura actual es muy posible que muchas construcciones en curso queden pendientes de terminar durante un tiempo, por lo que la relación vivienda iniciada y terminada pueda resultar algo más reducida del 97% de promedio histórico. Por tanto, el ejercicio realizado se puede considerar como una cota superior.

Como se puede observar, el desajuste entre demanda y oferta continuará ampliándose hasta finales de 2009. Esto es debido principalmente a las construcciones de vivienda iniciadas durante 2006 y 2007, cuando todavía no se esperaba un freno del sector de este tamaño. Relativo a la desacumulación, el gráfico muestra como se espera que esta empiece a tener lugar durante el primer trimestre de 2010. A finales de 2012 el exceso de vivienda se habrá reducido significativamente, en un 40% para volver a los niveles de 2005. Ello es el resultado de unas previsiones de visados y de inicio de viviendas que se situarán alrededor de 200.000 viviendas, por lo menos en el corto y medio plazo. Estos resultados han de tomarse con cautela debido por un lado a la falta de datos estadísticos puntuales y actualizados sobre la demanda y oferta de vivienda; y por otro lado, a causa de la elevada incertidumbre que caracteriza la evolución de las variables subyacentes a esta estimación, especialmente en el entorno económico actual.

<sup>2</sup> Véase "Situación España" noviembre 2008.

## 1.2. ¿Qué evolución se espera para los precios?

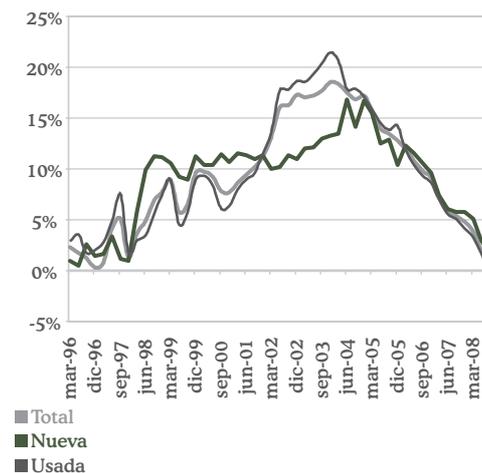
Con estos supuestos por el lado de la actividad, el grado de incertidumbre en la evolución de los precios sigue siendo elevado. Los precios de la vivienda continúan en la senda de desaceleración iniciada a partir de la segunda mitad de 2004. La moderación acumulada hasta hoy ha sido de un 17% desde su máximo y todavía no parece tocar fondo. Este recorrido bajista ha sido más pronunciado en los precios de vivienda usada, que en septiembre de este año han llegado a crecer un 0%; respecto a los precios de vivienda nueva, que siguen registrando tasas de crecimiento positivas (1,7% durante el mismo trimestre).

Bajo el escenario macroeconómico-financiero existente, se prevé que el año 2008 se cierre probablemente con una tasa de crecimiento negativa de alrededor de -0,5% en términos nominales, lo que implicaría una caída en torno al 4% en términos reales. La caída se hará más profunda a partir del próximo año, con tasas de crecimiento negativas en promedio alrededor del -5% en 2009 y -10% en 2010 en términos nominales, suponiendo una caída acumulada en torno al 15%. Estas previsiones se ven afectadas significativamente por el exceso de oferta existente en el mercado, que hace que el proceso de ajuste sea más profundo. Por otro lado, la evolución de los costes de construcción y de los tipos de interés reales, aunque será un soporte, tendrá un impacto limitado sobre esta caída. Con respecto al ciclo inmobiliario anterior, es importante observar cómo el ajuste del ciclo actual muestra un ritmo más gradual que el de los años 1992-1993, cuando la tasa de precios reales de vivienda pasó de un crecimiento promedio del 7% en 1991 a un -8% en 1992.

Desde el anterior número de la revista Situación Inmobiliaria, nuestras previsiones de precios se han vuelto más negativas. La razón estriba, en primer lugar, en que los datos de precios que se han ido publicando no indican una caída de los mismos, por lo que el ajuste necesario se tendrá que producir en los próximos trimestres. Además, nuestras estimaciones sobre el exceso de viviendas indican que éste seguirá aumentando durante 2009, sobre todo por la caída mayor de la esperada de la demanda, y esta sobreoferta apoyará la contención de precios. Por último, el que las expectativas sobre precios se hayan vuelto más negativas podría estar retrasando las decisiones de compra de vivienda, lo que obligaría al mercado a una mayor reducción de precios para dar salida a la sobreoferta.

Sin embargo, la magnitud y duración de dicho descenso son altamente dependientes de la evolución futura del escenario macroeconómico y financiero tanto en España como en el extranjero. En la actualidad, dada la elevada incertidumbre existente sobre la duración de la crisis financiera global y la contracción de la economía española, estas previsiones han de tomarse con cautela.

Gráfico 8.  
Precios de vivienda libre en España  
Tasa de crecimiento interanual



Fuente: Ministerio de Vivienda

Gráfico 9.  
Evolución de los precios nominales de vivienda



Fuente: SEE BBVA

## Recuadro 1: Modelo de estimación de los precios de vivienda en España

La variable objeto de la análisis es la serie estadística del precio medio de la vivienda por metro cuadrado, publicada por el Ministerio de Vivienda. Es oportuno clarificar que dicha serie se construye a partir de los valores de tasación de vivienda, y que por lo tanto no reflejan necesariamente los valores de mercado utilizados en las transacciones. Además, tratándose de un precio medio por metro cuadrado, la serie no tiene en cuenta la heterogeneidad del bien vivienda, sobre todo con respecto al tamaño o a las diversas calidades de construcción. Aún así, dicha serie de precios es la única disponible<sup>1</sup>, con la suficiente longitud para abordar el análisis.

El modelo que se estima está constituido por dos ecuaciones:

$$(1) \Delta I_t = \beta_0 + \alpha (I_{t-1} + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 T_{t-1}) + \beta_3 \Delta Y_t + \beta_4 \Delta U_{t-2} + \beta_5 \Delta PV_{t-1} + \beta_6 \Delta PV_{t-2} + \beta_7 \Delta PV_{t-3} + \varepsilon_t$$

Donde  $\beta_1, \beta_3, \beta_5, \beta_6$  y  $\beta_7 > 0$ ;  $\alpha, \beta_2$  y  $\beta_4 < 0$

Esta ecuación representa la demanda de viviendas aproximada por la inversión en vivienda de Contabilidad Nacional. Las variaciones de la demanda de vivienda se explican por variaciones de la renta real ( $Y_t$ ), de la tasa de desempleo ( $U_t$ ), de los tipos de interés reales ( $T_t$ ) y de las expectativas de revalorización de los precios de la vivienda reales ( $\Delta PV_t$ ).

La segunda ecuación representa los precios desde el lado de la oferta, y tiene una forma similar a la utilizada en McCarthy&Peach (2002)<sup>2</sup>:

$$(2) \Delta PV_t = \alpha (PV_{t-1} + \gamma_1 (I_{t-1} - S_{t-1}) + \gamma_2 CC_{t-1} + \gamma_3 T_{t-1}) + \gamma_4 \Delta T_t + \gamma_5 \Delta T_{t-1} + \gamma_6 \Delta CC_{t-2} + \Delta Cseas + \gamma_7 \Delta PV_{t-1} + \varepsilon_t$$

Donde  $\gamma_1, \gamma_2 > 0$ ;  $\alpha, \gamma_3 < 0$

En esta segunda ecuación los precios reales dependen del ratio inversión en vivienda sobre parque de viviendas ( $I_{t-1} - S_{t-1}$ ), que es una aproximación al opuesto de la sobreoferta (explicada en la sección 1.1 de esta revista), costes reales de edificación ( $CC_t$ ), tipo de interés real ( $T$ ) y también se incluyen variables estacionales ( $Cseas$ ).

Así, menores ratios inversión-stock de vivienda estarán asociados a una desaceleración de los precios de vivienda. También el signo del coeficiente asociado a los costes de edificación tiene un signo esperado positivo, en cuanto un mayor coste para construir se reflejará en precios de vivienda más elevados. Por otro lado, se supone una relación inversa entre tipos de interés y precios de vivienda: un descenso en los niveles de los tipos de interés tiende a fomentar inversiones en activos reales.

En la estimación, todas las variables están en logaritmos salvo los tipos de interés y la tasa de desempleo. Los resultados de las estimaciones se presentan en forma de previsiones de precios de vivienda nominales en el Gráfico 9.

<sup>1</sup> A partir del mes de octubre 2008, el INE ha empezado a publicar una nueva serie de índices de precios de vivienda que cumple con los requisitos estadísticos requeridos por Eurostat. La base de información para el cálculo de dicho índice son los datos recopilados por el Consejo General de Notariado y la metodología de cálculo permite de superar los problemas existentes con la serie del Ministerio de Vivienda. Desafortunadamente, esta nueva serie cubre un período de tiempo extremadamente limitado en tanto en cuanto empieza en 2007, y por lo tanto no se puede utilizar para ningún tipo de análisis econométrico.

<sup>2</sup> Jonathan McCarthy and Richard W. Peach: "Monetary Policy Transmission to Residential Investment", FRBNY Economic Policy Review. May 2002.

## 2. Impacto de la evolución de la crisis financiera

### 2.1. El papel del ajuste inmobiliario y de la crisis financiera internacional en la desaceleración del crédito vivienda

Tras más de una década de fuerte expansión del sector inmobiliario, se inicia a finales de 2006 una fase de ajuste en respuesta al sobredimensionamiento del sector (parcialmente desencadenada por el alza de los tipos de interés), el cual ha afectado negativamente a la evolución del crédito inmobiliario en general y residencial en particular.

Pero éste no ha sido el único causante de la desaceleración que está experimentando el crédito para adquisición de vivienda (en adelante "crédito vivienda"). Desde verano de 2007, al ajuste del sector inmobiliario se ha sumado la fuerte tensión experimentada por los mercados financieros mundiales a raíz de la crisis del sub-prime estadounidense, la cual se ha traducido en un mayor coste de financiación entre los bancos tanto a nivel global como doméstico, y en la consecuente reducción de los volúmenes prestados ("restricción de crédito").

En un primer intento de cuantificar el peso relativo que ambos fenómenos han tenido en la desaceleración del crédito vivienda, hemos utilizado un SVAR (modelo estructural de vectores autorregresivos)<sup>1</sup>, con la siguiente estructura:

$$A_0 Y_t = C + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + u_t$$

donde el vector de variables endógenas  $Y_t$  incluye: demanda real interna sin inversión residencial, inversión residencial real de las familias, tipo de interés interbancario a tres meses, spread interbancario (diferencia entre la tasa del mercado interbancario a tres meses y el tipo de interés de la Letra del Tesoro a tres meses), crédito vivienda y, por último, resto del crédito<sup>2</sup>.

Los elementos del vector  $u_t$  son los distintos tipos de perturbaciones estocásticas que generan la dinámica de las variables contenidas en  $Y_t$ , siendo de interés en este ejercicio sólo dos de ellas (que se supone son las únicas que han operado desde finales de 2006): por una parte, las perturbaciones, esencialmente domésticas, que iniciaron el ajuste progresivo del sector inmobiliario (en adelante "perturbaciones inmobiliarias") y, por la otra, aquellas asociadas a la crisis financiera mundial originada en la crisis sub-prime (en adelante "perturbaciones financieras").

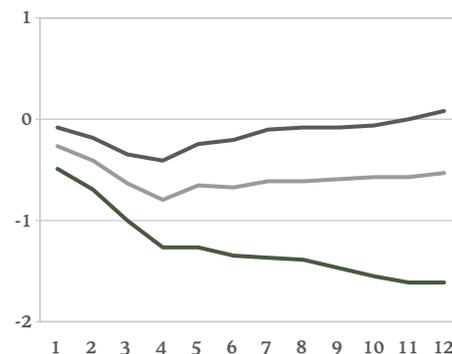
Lo que permite distinguir los efectos de estas dos categorías de perturbaciones del resto de ellas, son los siguientes supuestos. En primer lugar, se asume que el primer tipo de perturbaciones actúa reduciendo el crecimiento de la inversión residencial sin afectar simultáneamente a los restantes componentes de la demanda interna e induciendo una desaceleración del crédito vivienda en el transcurso de los siguientes cuatro trimestres. En segundo lugar, se asume que la crisis financiera mundial ha impactado a la economía española incrementando el tipo y el spread interbancarios e induciendo un racionamiento general del crédito que a su vez ha inducido una desaceleración de la tasa de expansión del crédito vivienda en el transcurso de los siguientes cuatro trimestres<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Véase, Barrabés-Solanes, Clara y Méndez-Marcano, Rodolfo (2008): "Sign-Restrictions-SVAR analysis of the Spanish housing sector slow-down", Quantitative Modeling & Analysis Unit's Technical Reports, December 2008, BBVA Research Department.

<sup>2</sup> Las series de demanda y crédito está expresadas en escala logarítmica, y en su transformación a valor real se utilizó el deflactor del PIB.

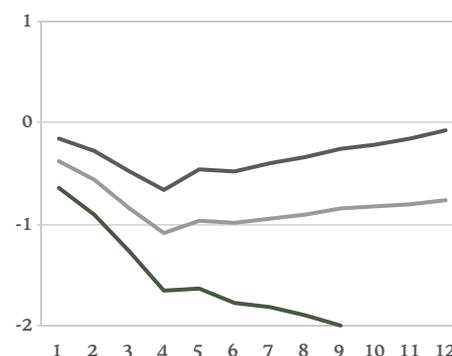
<sup>3</sup> En términos técnicos, lo que se hace es identificar los dos tipos de perturbaciones de interés mediante restricciones sobre la dirección o signo de las respuestas (no sobre magnitudes, las cuales se estiman) utilizando la metodología propuesta por Uhlig, H. (2005): "What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure", Journal of Monetary Economics, 52 (pp 381-419).

Gráfico 1.  
Respuesta del crecimiento del crédito para la adquisición de vivienda (en términos reales) ante una perturbación en el sector inmobiliario



Fuente: SEE BBVA

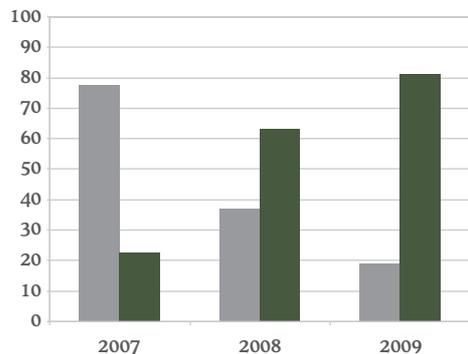
Gráfico 2.  
Respuesta del crecimiento del crédito para la adquisición de vivienda (en términos reales) ante una perturbación financiera



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.  
Impacto de las perturbaciones de los sectores financiero e inmobiliario sobre la moderación en el crédito de las familias

(en porcentaje sobre el total)



■ Por perturbación inmobiliaria  
■ Por perturbación financiera

Fuente: SEE BBVA

Por último, se asume que entre junio de 2006 y mayo de 2007 toda la desviación de la inversión residencial respecto a la proyección pre-crisis se debió a perturbaciones inmobiliarias, mientras que entre junio 2007 y el presente, toda la desviación del spread interbancario respecto a nuestra proyección pre-crisis se debió a perturbaciones financieras.

Los Gráficos 1 y 2 muestran la respuesta de la tasa de crecimiento interanual del crédito vivienda ante una perturbación puntual de tipo inmobiliario y financiero (con magnitud media histórica o “típica”)⁴ que se desprende del modelo SVAR estimado. Una perturbación inmobiliaria “típica” genera una caída de aproximadamente 0,52 pp. en el primer año y 0,60 en el largo plazo. Por su parte, una perturbación financiera “típica” tiene un impacto de alrededor de 0,71 pp. durante el primer año y algo menos de 0,90 a largo plazo.

A partir de los impactos descritos es posible calcular la participación que ha tenido cada tipo de perturbación en la desaceleración del crédito vivienda desde finales de 2006.

El Gráfico 3 muestra que en su mayor parte la moderación en la tasa de crecimiento del crédito vivienda en el ejercicio 2007 se debió a las perturbaciones inmobiliarias (recordemos que las perturbaciones financieras de origen internacional empezaron a actuar pasado el primer semestre de 2007), mientras que la moderación adicional experimentada en 2008 se debió mayoritariamente a las perturbaciones financieras de raíz internacional.

Finalmente, el modelo permite prever, que durante 2009, en virtud de la inercia en los efectos de estos shocks y en ausencia de nuevas turbulencias, las perturbaciones financieras adquirirán un rol todavía mayor en la evolución del crecimiento del crédito (y en especial del crédito vivienda).

En conclusión, el ejercicio desarrollado sugiere que, mientras el ajuste del sector inmobiliario tuvo el rol predominante en la desaceleración del crédito vivienda durante 2006 y 2007, la crisis financiera de origen internacional ha adquirido el papel central a partir de 2008 y, previsiblemente, lo hará también en 2009.

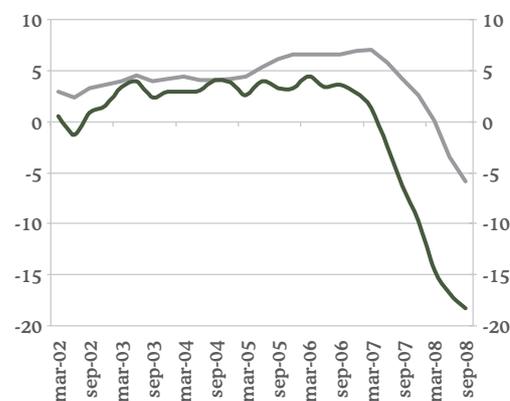
## 2.2. ¿Puede el resto de la economía absorber a los trabajadores de la construcción?

La ralentización de la actividad económica, que hasta mediados del pasado año estaba siendo moderada, se ha acentuado desde el segundo trimestre de 2007, ganando en intensidad a medida que han avanzado los meses, tal y como muestra el Indicador Sintético de Actividad BBVA (Gráfico 4). Este brusco deterioro ha sido particularmente intenso en el sector de la construcción, donde el Indicador Sintético de Actividad ha pasado de crecer a tasas cercanas al 5% a contraerse a un ritmo del 20% en apenas seis trimestres.

Como cabría esperar, el ajuste de la actividad inmobiliaria no ha tardado en reflejarse en el mercado laboral. Así, los datos muestran cómo el sector de la construcción comenzó a destruir empleo -en términos desestacionalizados- a finales del pasado año, intensificándose a medida que el deterioro de la construcción residencial avanzaba, hasta alcanzar el -3,4% mensual en noviembre de 2008. Por su parte, al mismo tiempo que la creación de empleo en construcción entraba en zona negativa, las cifras de paro registrado en el sector se incrementaban significativamente, alcanzando en noviembre el doble de desempleados que en el mismo mes del año anterior (Gráfico 5).

Gráfico 4.  
Indicador sintético de actividad

Tasa de variación interanual (%)



■ ISA construcción residencial  
■ ISA total economía

Fuente: SEE BBVA

⁴ En términos técnicos, este impacto está dado por las “funciones de impulso respuesta”.

Tanto el desgaste en la creación de empleo como el deterioro en las cifras de paro se reflejan, de forma sintética, en los flujos laborales de entrada y salida del empleo y, en concreto, en la probabilidad de permanecer ocupado en el sector. Así, el Gráfico 6 muestra los efectos de la reducción drástica que ha experimentado la actividad en el sector de la construcción: mientras que en 2006 la probabilidad de permanecer ocupado en la construcción un año después se cifraba en torno al 80%, la probabilidad de que un trabajador que estuviese empleado en la construcción en 2007 continúe ocupado a día de hoy ha disminuido en más de 10 puntos porcentuales (pp), muy por encima del ligero desgaste que ha registrado la probabilidad de continuar empleado en el mismo sector en el resto de la economía.

¿A dónde están yendo los trabajadores que no continúan ocupados en el sector de la construcción? Quizá la respuesta pueda sorprender. Si bien la probabilidad de transitar al desempleo ha aumentado 8 pp en el último año (el 36% de los trabajadores que pierden su trabajo en la construcción transitan al desempleo), la transición al empleo en otro sector de la economía sigue siendo el destino mayoritario: un 44% de los trabajadores de la construcción que abandonan el sector tienen como destino otras ramas de actividad. Además, el flujo relativo a otras actividades no sólo no ha perdido peso ante la nueva coyuntura, sino que ha experimentado un cierto avance, de casi 4 pp, lo que refleja un aumento de la capacidad del resto de la economía para absorber a los trabajadores que están perdiendo su empleo en el sector de la construcción<sup>5</sup> (Gráfico 7).

Tradicionalmente, las ramas de actividad de destino de los trabajadores que transitaban desde la construcción han sido la industria extractiva (27%), el comercio y la hostelería (18%), los servicios empresariales (16%) y la construcción de maquinaria (12%) (Gráfico 8). Sin embargo, el aumento de casi 2 pp que en promedio ha registrado la probabilidad de transitar a otro sector en este último año, ha estado marcado por el avance de las transiciones hacia el sector de los servicios empresariales (en 9 décimas) y del comercio y la hostelería (5 décimas), pero también hacia ramas con menor presencia tradicional como la administración pública (6 décimas) y la industria manufacturera (3 décimas). Por el contrario, las industrias extractivas, el refinado de petróleo, la industria química, la transformación del caucho, la metalurgia y la rama de energía y agua disminuyen significativamente su peso en 2008 (4 décimas menos que en el período 2005-2007), reflejando el deterioro que está experimentando el sector industrial en los últimos meses<sup>6</sup>. Del mismo modo, las transiciones desde la construcción al sector del transporte, el almacenamiento y las comunicaciones también caen (2 décimas respecto al promedio 2005-2007) como consecuencia de la ralentización de los intercambios comerciales (Gráfico 9).

Pero no todos los trabajadores de la construcción muestran el mismo grado de empleabilidad en otros sectores. Las probabilidades de cambiar de sector de actividad y de caer en el desempleo dependen de las características sociolaborales del trabajador. Cuatro son las características que se analizan en este artículo: la edad, el nivel educativo, la nacionalidad y el tipo de relación contractual que el trabajador mantiene con la empresa.

Como cabría esperar, son los trabajadores temporales los que están sufriendo una mayor exposición al desempleo. Así, mientras que la transición desde la construcción al desempleo ha aumentado en 4 pp. entre los trabajadores con contrato indefinido, en el caso de los que tienen un contrato temporal la probabilidad de transitar al desempleo ha pasado de situarse en un 6,5% a finales del 2007 a rondar el 20%

<sup>5</sup> El 20% restante tienen como destino la inactividad.  
<sup>6</sup> Véase Observatorio Mercado Laboral del mes de noviembre. ([http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EEUES\\_081202\\_NovedadesEspana\\_112\\_tcm268-182476.pdf](http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EEUES_081202_NovedadesEspana_112_tcm268-182476.pdf))

Gráfico 5. **Construcción. Afiliados a la Seguridad Social y paro registrado**

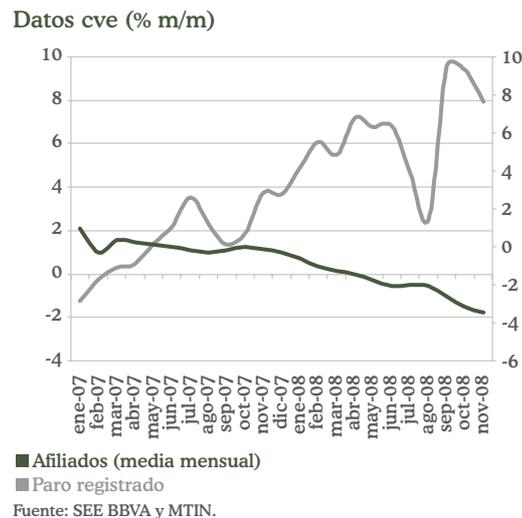


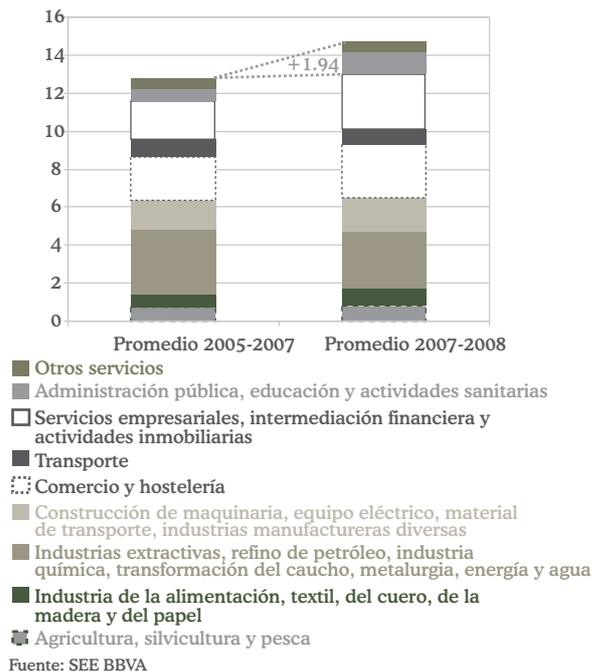
Gráfico 6. **Probabilidad de permanecer empleado en el mismo sector**



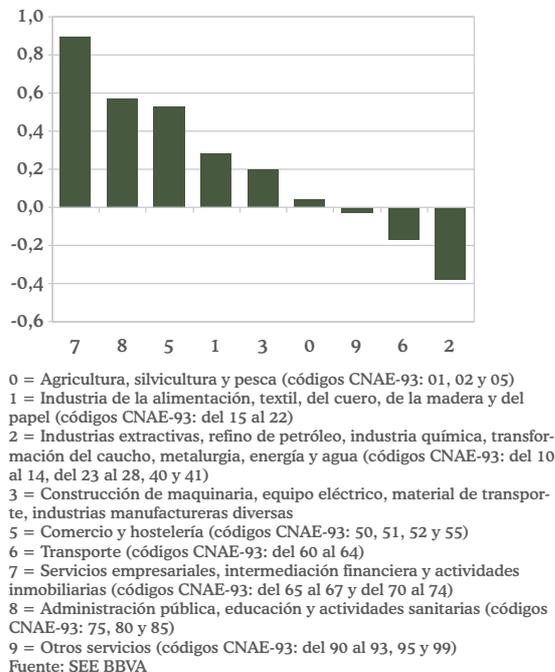
Gráfico 7. **Construcción. Transiciones desde el empleo**



**Gráfico 8.**  
**Destino de los trabajadores de la construcción que transitan a otro sector**  
 (Transiciones interanuales en %)



**Gráfico 9.**  
**Destino de los trabajadores de la construcción que transitan a otro sector.**  
**Contribución de cada sector a la diferencia entre el período 2007-2008 y el 2005-2007**



en el tercer trimestre de 2008. Sin embargo, la relación contractual que el trabajador mantiene con la empresa no parece influir en la movilidad intersectorial de los trabajadores: la probabilidad de transitar a otro sector ha repuntado simultáneamente y en la misma magnitud en ambos grupos de trabajadores (Gráfico 10).

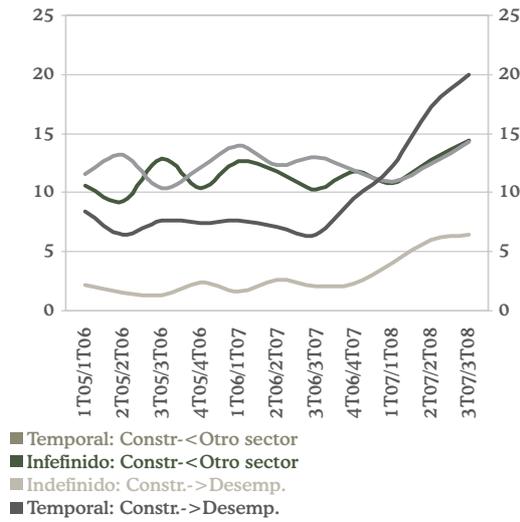
Por edad, son los trabajadores más jóvenes los que no sólo han venido mostrando una mayor movilidad intersectorial, sino los que en el último año han registrado un repunte más acentuado en la probabilidad de transitar a otro sector (Gráficos 11 y 12). Así, entre los trabajadores de 25 a 34 años, la probabilidad de cambiar de sector ha aumentado en 6 pp. en 2008, mientras que entre los trabajadores de la cohorte de edad superior, entre 35 y 54 años, la movilidad intersectorial desde la construcción se ha mantenido prácticamente constante. Por el contrario, el incremento de la propensión a transitar al desempleo ha sido similar en todos los grupos de edad. Tan sólo destaca el cambio en la cohorte más joven, entre 16 y 24 años, para la que la probabilidad interanual de caer en el desempleo se ha multiplicado por 2,4 en los últimos dos años, superando el 19% en el tercer trimestre de 2008.

En lo que respecta al nivel educativo, los Gráficos 13 y 14 confirman, para los ocupados de la construcción, un resultado estándar en la literatura económica: la educación aísla a los trabajadores del desempleo y facilita su movilidad intersectorial. Sin embargo, llama la atención el fuerte incremento que ha registrado en el último trimestre el flujo empleo-desempleo entre los trabajadores de la construcción con estudios universitarios: en apenas tres meses, la probabilidad de que un universitario caiga en el desempleo, condicionada a que haya estado empleado en la construcción el año anterior, se ha duplicado hasta alcanzar el 8,5%. Este dato pone de manifiesto que la fuerte ralentización que está atravesando la actividad inmobiliaria ha comenzado a afectar al empleo cualificado.

Finalmente, los resultados indican que los trabajadores con nacionalidad extranjera están más expuestos al desempleo que los trabajadores con nacionalidad española debido, entre otros motivos, a que la incidencia de la temporalidad es mayor y su antigüedad en la empresa, menor. Sin embargo, el resultado más llamativo en este caso es que, mientras que en todos los grupos poblacionales analizados hasta el momento la probabilidad de transitar a otro sector ha sido siempre mayor que la probabilidad de caer en el desempleo, en el caso de la población extranjera el flujo de trabajadores empleados en la construcción hacia el desempleo está siendo mayor que el flujo de trabajadores hacia otros sectores de la economía en lo que llevamos de 2008. Entre otros motivos, este resultado se debe a que la propensión a caer en el desempleo de los trabajadores extranjeros ocupados en la construcción se inició ya a mediados de 2007, cuando el deterioro del sector inmobiliario comienza a intensificarse, mientras que la de cambiar de sector lo hizo a comienzos del año actual (Gráfico 15). Por tanto, la mayor precariedad laboral de la población inmigrante (mayor temporalidad, menor experiencia laboral, menor cualificación específica, etc.) provoca que su exposición al riesgo de desempleo sea comparativamente elevada.

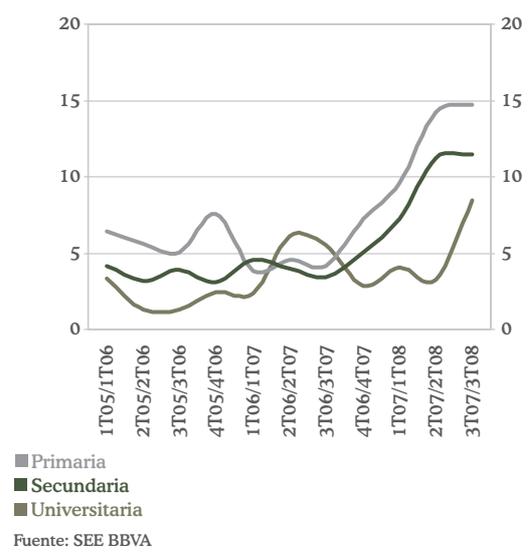
En síntesis, el resto de la economía ha venido mostrando en estos últimos trimestres cierta capacidad para absorber el flujo creciente de trabajadores expulsados del sector de la construcción. Sin embargo, la generalización de la ralentización económica en todos los sectores económicos hará cada vez más difícil la movilidad intersectorial de los trabajadores. Por ello, aumentar la dotación presupuestaria y la eficacia de los programas de formación específica y de reorientación laboral de determinados colectivos, e.g. inmigrantes, será necesario para mejorar su empleabilidad y, por tanto, reducir su propensión a caer en el desempleo.

**Gráfico 10.**  
**Construcción. Probabilidades de transición desde el empleo por tipo de contrato (%)**



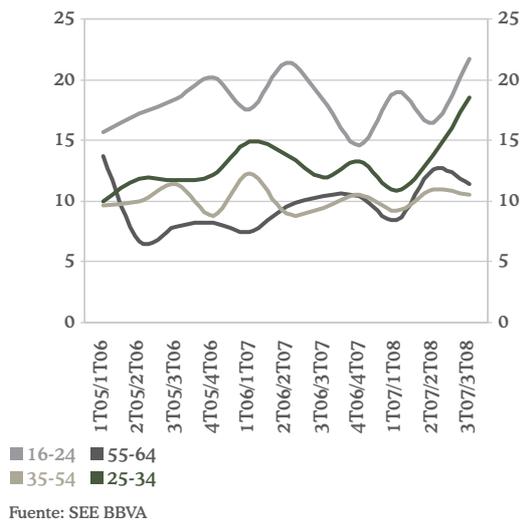
Fuente: SEE BBVA

**Gráfico 13.**  
**Construcción. Probabilidad de transición al desempleo por nivel educativo (%)**



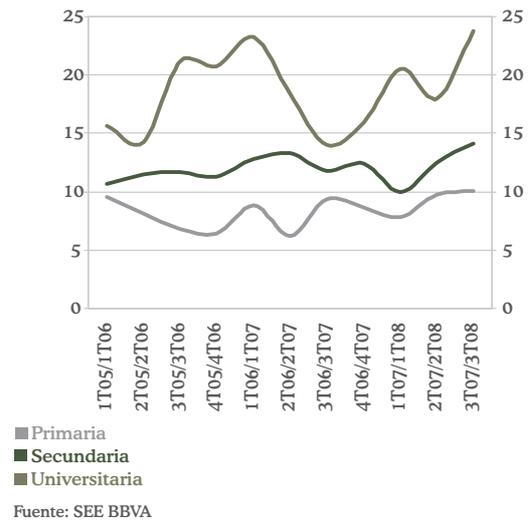
Fuente: SEE BBVA

**Gráfico 11.**  
**Construcción. Probabilidad de cambiar de sector de actividad por edad (%)**



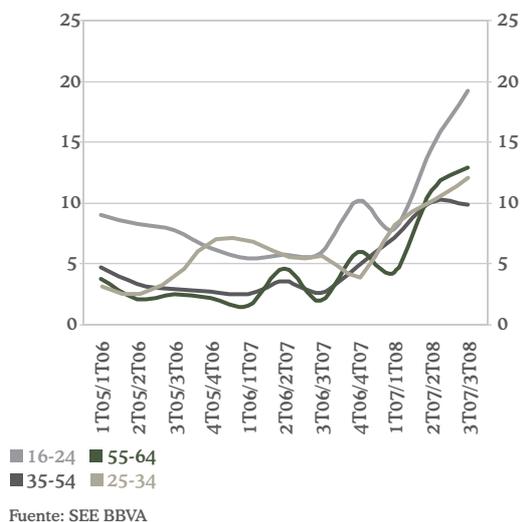
Fuente: SEE BBVA

**Gráfico 14.**  
**Construcción. Probabilidad de cambiar de sector por nivel educativo (%)**



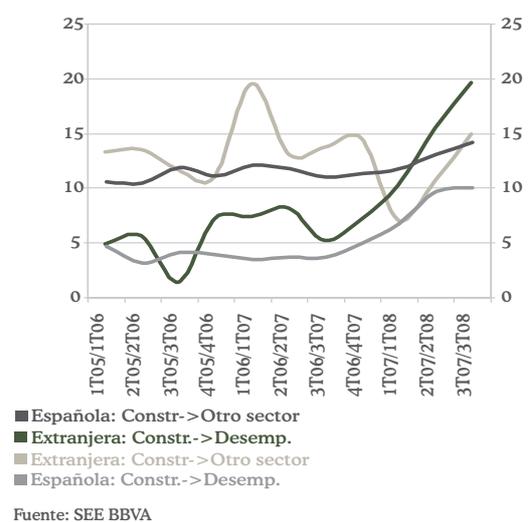
Fuente: SEE BBVA

**Gráfico 12.**  
**Construcción. Probabilidad de transitar al desempleo por edad (%)**



Fuente: SEE BBVA

**Gráfico 15.**  
**Construcción. Probabilidades de transición desde el empleo por nacionalidad (%)**



Fuente: SEE BBVA

## Recuadro 2: Crédito para adquisición de vivienda: un panorama mixto

El saldo vivo de crédito para adquisición de vivienda ha intensificado su desaceleración, que comenzó a principios de 2006, pasando de mostrar tasas superiores al 30% en esa fecha a apenas un 8% en la actualidad. Según la última Encuesta de Préstamos Bancarios publicada por el Banco de España, no sólo la oferta, sino también la demanda de crédito vivienda se están contrayendo. De hecho, es la demanda la que comenzó antes su caída (a principios de 2006, en línea con la demanda de vivienda) y la que es más restrictiva que la oferta en la actualidad.

Ahora bien, ¿cuáles son los determinantes de esta contención de la demanda de crédito?, ¿hasta qué punto está empeorando la situación financiera de las familias españolas? Para tratar de responder a estas preguntas se analizarán los determinantes de la demanda de vivienda, que deben estar relacionados con la decisión de pedir un crédito vivienda. Según la teoría económica, la demanda de vivienda es una función de la renta disponible de los hogares, su riqueza, las condiciones financieras de acceso al crédito, la fiscalidad y la confianza del consumidor<sup>1</sup>.

En primer lugar, el deterioro macroeconómico español implicará que la renta disponible de los hogares prácticamente se estanque durante el año que viene. De hecho, su evolución está íntimamente relacionada con la del empleo. Para el futuro, nuestras previsiones apuntan hacia un incremento del desempleo hasta el 16% en 2009, por lo que cabe esperar que la renta disponible no sea un soporte para la demanda de crédito vivienda a futuro. Por otro lado, la reducción del precio del petróleo y por tanto de la inflación tendrá un impacto positivo sobre la renta de los hogares. En concreto, en 2009 implicará la liberación de unos 7.200 millones de euros de renta disponible, el equivalente a un 1% del total.

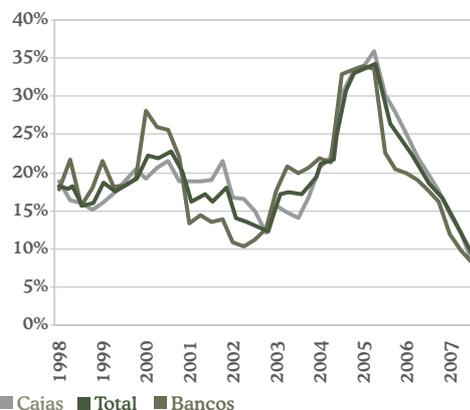
En segundo lugar, tampoco la riqueza de los hogares ha venido mostrando incrementos elevados. Por la parte de la riqueza financiera, porque en un entorno de mercados tan complicado, con caídas bursátiles como las que se están registrando desde 2007, es difícil asistir a un incremento de la riqueza, así como prever la duración esperada de la crisis. Tampoco es más positivo el panorama por parte de la riqueza inmobiliaria, ya que durante los próximos años se espera que los precios de la vivienda se reduzcan. Además, esta tendencia animaría a los demandantes a esperar hasta que los precios se reduzcan más, por lo que se postergan las decisiones de compra.

Sin embargo, los hogares españoles han incrementado significativamente su riqueza, principalmente inmobiliaria durante los últimos años, a ritmos muy superiores a los de otros países desarrollados. En los próximos años, la moderación de la riqueza no será suficiente para compensar este aumento, por lo que la demanda de crédito vivienda tendría algún sustento en la riqueza. Por otra parte, el endeuda-

<sup>1</sup> Véanse: Melvin Stephens, 2004. «Job Loss Expectations, Realizations, and Household Consumption Behavior.» The Review of Economics and Statistics, MIT Press, vol. 86(1), pages 253-269, 02.

Bover, Olympia, 2006 Wealth Effects on Consumption: Microeconomic Estimates from a New Survey of Household Finances. CEPR Discussion Paper No. 5874.

Gráfico 1.  
Crédito Vivienda a Hogares  
(T.Crec.Interanual)



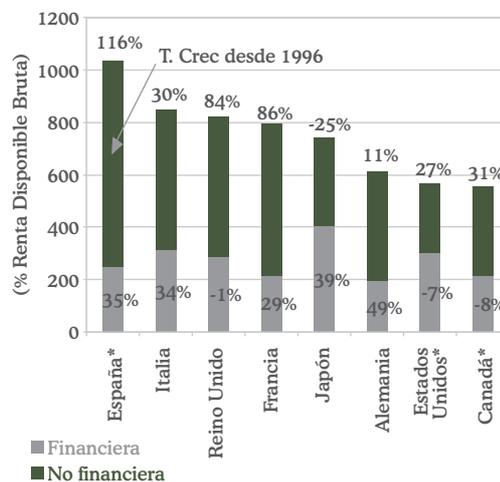
Fuente: Banco de España

Gráfico 2.  
Encuesta sobre préstamos bancarios  
Crédito Vivienda



Fuente: Banco de España

Gráfico 3.  
Riqueza Neta de las Familias, 2006



Fuente: OCDE y Banco de España

miento de los hogares españoles en términos de riqueza es inferior al de otros países de nuestro entorno, lo que será un soporte para la situación financiera de los hogares, que podrían liquidar esa riqueza en caso de necesitarlo.

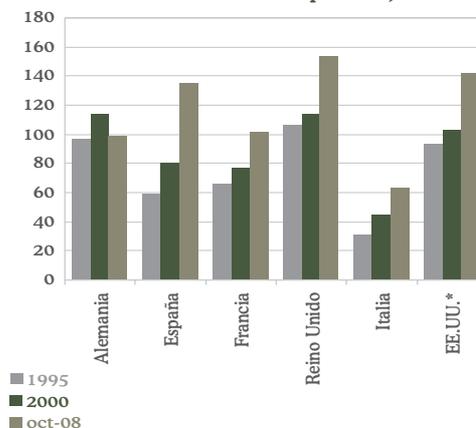
Las condiciones financieras muestran un balance mixto. La situación de los mercados financieros ha impulsado un crecimiento del precio del crédito, ya que el precio oficial del dinero ha estado aumentando durante buena parte del año y las primas de crédito y liquidez que se pagan en los mercados se han encarecido por la crisis financiera. Esto afecta a los hogares en particular en países como España, donde la práctica totalidad de los créditos son a tipo variable y el 90% de los hogares posee la vivienda en la que vive. En sentido contrario, factores como el alargamiento de los plazos o el incremento del LTV (Loan-to-value) han favorecido la situación financiera de los hogares, y van a seguir haciéndolo. Así, se espera que los tipos oficiales del BCE (Banco Central Europeo) se reduzcan hasta el 1,5% en la primavera próxima. Con ello, el tipo interbancario a 12 meses podría situarse ligeramente por encima del 2%, lo que unido a una moderada relajación de las tensiones financieras reducirá los tipos del mercado hipotecario hasta valores próximos al 3% a final de 2009. De esta forma, la relajación de la política monetaria del BCE permitirá la liberación de unos 6.000 millones de euros de renta disponible en 2009, el 0,8% del total. Como resultado de todos estos factores, la renta disponible de los hogares apenas aumentará un 2,7% en 2009, o un 0,1% descontando el efecto de la inflación.

Finalmente, la confianza de los consumidores se encuentra en niveles mínimos, incluso superiores a los registrados en la crisis de 1993. Por tanto, es difícil que este factor suponga un apoyo para la demanda de vivienda de los hogares.

Una medida de síntesis de las variables anteriormente descritas es la carga financiera de los hogares, que calcula el porcentaje de los ingresos medios de los hogares que se destinan a repagar las deudas. En 2008, la carga financiera ha ascendido a un 17% de la renta de los hogares. En concreto, el 7,7% de la renta se destinó al pago de intereses y el 9,4% a principal. Del total menos de la mitad, un 8,3% de la renta, se debía a crédito para adquisición de vivienda, porcentaje que ha venido creciendo durante toda la muestra pero que se ha mantenido estancado en 2008. A partir del año que viene la carga se estabilizará en niveles más sostenibles, alrededor del 14% de la renta, principalmente como resultado de la reducción de su componente de pago por intereses. Dos factores contribuyen a reducir la carga financiera en un contexto de estancamiento de crecimiento de la renta disponible: el descenso de los tipos de interés y la moderación del crecimiento del crédito. Esta evolución de la carga financiera debería actuar como soporte de la demanda de vivienda en medio de las incertidumbres.

Gráfico 4.  
Apalancamiento familiar

(Deudas financieras sobre renta disponible)

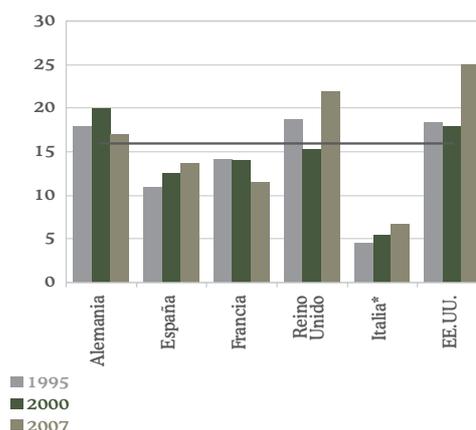


\* último dato 2007

Fuente: OCDE, Banco de España, AMECO y SEE BBVA

Gráfico 5.  
Apalancamiento familiar

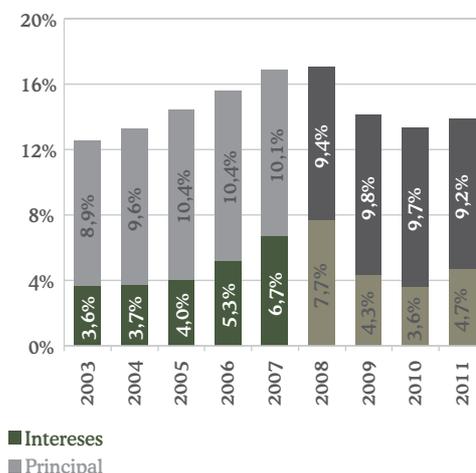
(Deudas financieras sobre riqueza neta)



\* último dato 2006

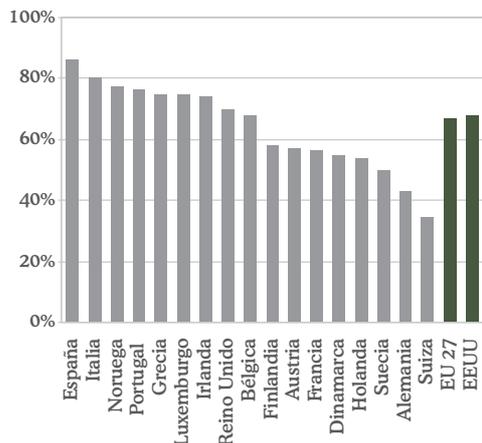
Fuente: OCDE, Banco de España y SEE BBVA

Gráfico 6.  
La carga financiera de las familias españolas



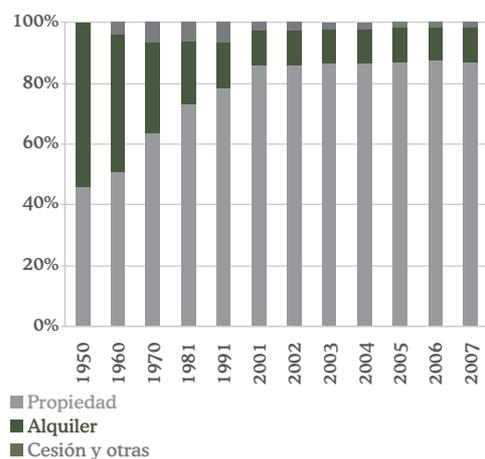
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 1.  
Tasa de vivienda en propiedad en Europa



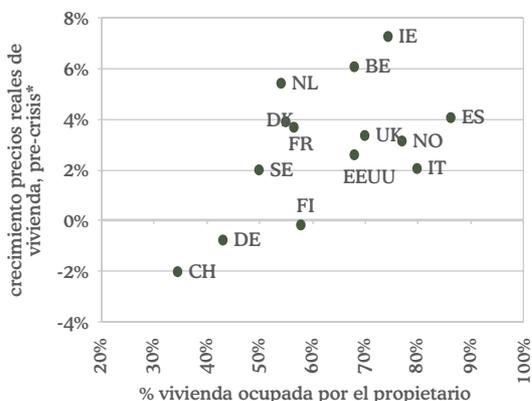
Fuente: Federación Hipotecaria Europea.

Gráfico 2.  
Evolución de los regímenes de tenencia en España



Fuente: INE, Ministerio de Vivienda.

Gráfico 3.  
Precios y tasa de vivienda en propiedad



\* Deflactados por el deflador de consumo privado; promedio 1990-2005.  
Fuente: Federación Hipotecaria Europea; BIS; SEE BBVA.

### 3. Medidas contracíclicas y estabilización del sistema financiero

#### 3.1. Compra vs Alquiler: ¿qué determina esta decisión?

En España ha habido en las últimas décadas un claro predominio de la vivienda en propiedad frente al alquiler. La decisión de comprar frente a alquilar depende siempre del entorno económico del momento en el cual se debe de tomar la decisión. Las condiciones económicas y financieras actuales no favorecen de forma tan evidente como en el pasado reciente, al régimen de tenencia de vivienda en propiedad. Condiciones de acceso al crédito más restrictivas, expectativas de devaluación de los precios de vivienda y una sobreoferta de la misma, representan factores importantes que afectan a la decisión de compra negativamente, y pueden favorecer el régimen de alquiler con respecto a la compra. A continuación se va a analizar, en primer lugar, la evolución de los regímenes de tenencia de vivienda en España; después se analizará un modelo de decisión entre compra o alquiler, para finalmente tratar de contestar a la cuestión de si actualmente, dado el cambio de entorno económico, resulta más rentable la compra o el alquiler de la vivienda.

#### Evolución de los regímenes de tenencia de vivienda

Antes de analizar los factores que determinan la decisión de compra frente al alquiler, es interesante comparar la situación del mercado de alquiler en España con la de otros países europeos. España supera a los demás países europeos en porcentaje de vivienda en propiedad, con una tasa del 85%, frente a una media europea de un 65%. Analizando la evolución histórica de este porcentaje se observa que el régimen de propiedad no siempre ha sido el predominante entre los españoles. Durante los años cincuenta y sesenta el alquiler representaba alrededor del 50% de las formas de tenencia de vivienda y desde entonces este porcentaje se ha ido reduciendo gradualmente en favor de la propiedad.

Factores económicos y sociales pueden considerarse responsables de este cambio, junto con políticas de desarrollo del mercado de la vivienda que han favorecido el régimen de compra frente al alquiler. Por el lado de la oferta, la promoción de acceso a la vivienda se ha orientado más hacia el régimen de compra que de alquiler. En el caso de la vivienda social, por ejemplo, el enfoque ha sido siempre hacia la propiedad de dicha vivienda y no al desarrollo de un sistema de vivienda protegida en alquiler como sí se ha hecho por ejemplo en Alemania u Holanda. La promoción de vivienda en alquiler ha quedado en manos de la iniciativa privada, que ha apoyado más el desarrollo de vivienda en régimen de propiedad que en alquiler.

Por el lado de la demanda, la escasez de vivienda en alquiler y las ventajas fiscales asociadas con la compra han favorecido una mayor demanda de vivienda en propiedad que de alquiler. Además, en un entorno de precios crecientes, la demanda de vivienda como un bien de inversión ha ganado importancia. Observando la evolución de los precios de vivienda y el porcentaje de vivienda en propiedad en los diversos países europeos, esta tendencia viene confirmada por los datos. España e Irlanda resultan ser los países que han tenido mayor crecimiento promedio de los precios reales de vivienda (durante los años 1990-2005) y que también presentan elevadas tasas de vivienda en propiedad (Gráfico 3). También cuando se analiza la evolución del ratio precio de compra/alquiler (considerando la vivienda más como un activo de inversión que como un bien de consumo), en el caso de España se observa que al crecimiento de la

rentabilidad por la compra de vivienda le acompaña una menor oferta de vivienda en alquiler (Gráfico 4). Sin embargo, la relación entre precios y regímenes de tenencia no es unívoca y sufre de mucha endogeneidad, lo que se debe tener en cuenta en el momento de identificar las relaciones de causalidad entre ambas variables.

En el entorno económico actual, caracterizado por una elevada incertidumbre y el redimensionamiento del sector residencial, nos preguntamos si las condiciones que hasta ahora han favorecido la compra con respecto al alquiler han cambiado y, en tal caso, en qué horizontes y hasta qué punto.

### Un modelo de decisión entre compra y alquiler

Una forma de analizar la conveniencia relativa de la compra respecto al alquiler es comparar las respectivas ganancias que suponen cada uno de los dos regímenes de tenencia. En el caso de la compra, los factores que se deben tener en cuenta son muchos y no todos son cuantificables. Ahora bien, se pueden identificar algunas variables cruciales como las que se recogen en la siguiente expresión:

$$GC = f(P,i,t,F)$$

donde GC es la ganancia derivada por la compra, que es una función del precio de la vivienda, P, del tipo de interés hipotecario, i, del plazo del mismo, t, y del régimen fiscal, F. A partir de estos factores se calcula dicha ganancia como la suma de la amortización de la cuota del préstamo y la plusvalía (o minusvalía) derivada de una hipotética venta de la vivienda. Por otro lado, la ganancia asociada a la opción de alquiler, GA, se determina como una función de los siguientes factores:

$$GA = f(P,i,t,r,F,Pa)$$

Las variables que se añaden en este caso sobre el anterior son el tipo de interés relativo a inversiones alternativas, como por ejemplo la deuda a 10 años, r, y el precio del alquiler, Pa. La ganancia se calcula como la suma acumulada de los ahorros resultantes por alquilar en lugar de comprar (calculados como diferencia entre lo que se paga en alquiler y lo que se hubiera pagado por la compra de una vivienda), capitalizados con la tasa de rendimiento de ahorros alternativos. Así, por una vivienda con las características especificadas en el Gráfico 5, se puede determinar la evolución de las respectivas ganancias a lo largo del tiempo, para finalmente determinar qué opción es más conveniente desde un punto de vista económico. Los resultados evidencian que para un horizonte de permanencia superior al año, la compra resulta ser la opción más rentable.

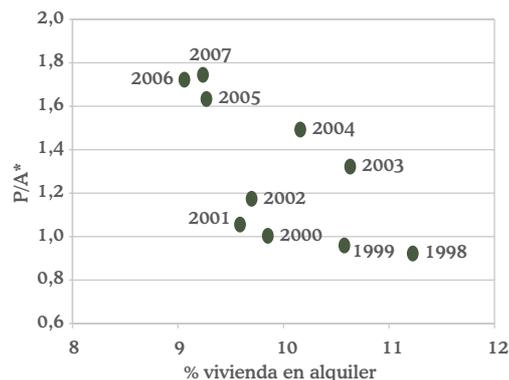
Este ejercicio es obviamente dependiente de las hipótesis que se realizan sobre algunas de las variables, descritas en el ejemplo anterior, que pueden cambiar con el tiempo. Es interesante preguntarse si al cambiar estas condiciones, la decisión de compra respecto a alquiler también cambia y si es así de qué manera. Así, se procede a calcular la ganancia neta (GA-GC) entre las dos opciones basándose en los datos de mercado observados desde 1993 hasta hoy. De esta forma, si  $GA > GC$  la opción más conveniente será el alquiler y viceversa. Sin embargo, algunos supuestos como el tamaño de la vivienda, el ratio LTV, y el plazo de la hipoteca se mantendrán fijos.

Los resultados mostrados en los Gráficos 6-9 permiten destacar algunas conclusiones interesantes:

- La ventaja de la opción de compra durante los años de fuerte crecimiento de los precios es evidente a cualquier plazo de

Gráfico 4.

### Precios de vivienda vs stock de vivienda en alquiler en España

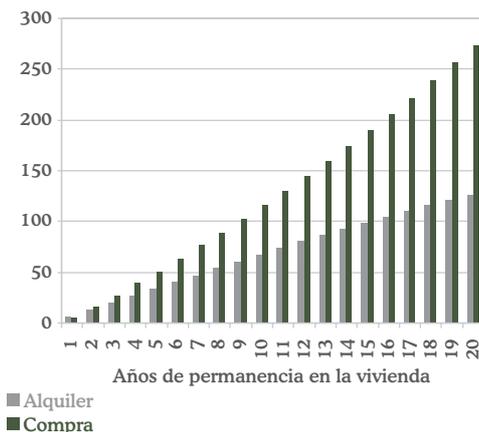


\* Precios/Alquiler

Fuente: INE, Ministerio de Vivienda, SEE BBVA.

Gráfico 5.

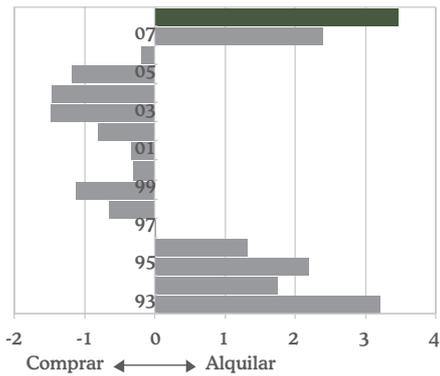
### Compra y Alquiler: ganancias estimadas (Miles de €)



Fuente: SEE BBVA.

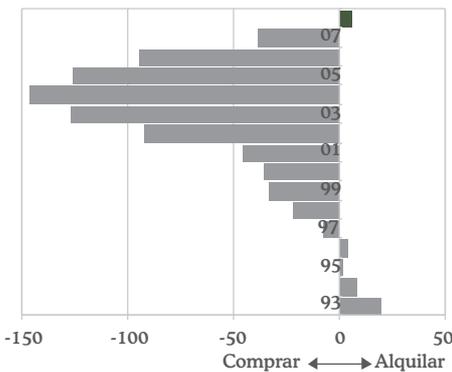
- Tamaño vivienda = 100 m<sup>2</sup>
- Precio = 200,000€
- LTV = 80%
- Tipo hipotecario fijo = 5%
- Plazo hipoteca = 25 años
- Rendimiento deuda a 10 años = 5%
- Impuesto sobre ahorros = 18%
- Alquiler mensual = 600€, actualizado anualmente con la tasa de crecimiento del IPC
- Tasa de crecimiento de los precios de vivienda = 3,5%
- Desgravaciones IRPF ≤ 15% de 9015€

Gráfico 6.  
Ganancia neta, compra vs alquiler: 1 año  
(Miles de €)



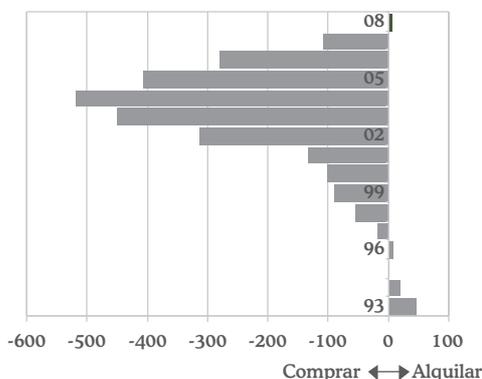
Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 7.  
Ganancia neta, compra vs alquiler: 5 años  
(Miles de €)



Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 8.  
Ganancia neta, compra vs alquiler: 10 años  
(Miles de €)



Fuente: SEE BBVA.

inversión. En los años entre 2000 y 2006, los precios de vivienda presentaban una tasa de crecimiento por encima del 10%, lo que implica expectativas de revaluación de la misma muy elevadas. Además, tipos de interés reducidos como consecuencia de la entrada en la Unión Monetaria jugaron a favor de la inversión en vivienda frente al alquiler.

- La capacidad para poder invertir a largo plazo tiende a favorecer la opción de compra. Durante los años de crecimiento moderado de los precios de vivienda y de tipos de interés elevados, la compra resulta ser la opción más rentable sólo si se puede plantear una inversión a largo plazo, lo que implica una baja volatilidad en los ingresos de los hogares.
- La fiscalidad de la vivienda también juega un papel significativo en la elección del régimen de tenencia de la vivienda. En condiciones de equilibrio de precios, las desgravaciones fiscales existentes pueden inclinar la decisión a favor de una u otra opción. En el caso de España existen desgravaciones para la compra, pero ninguna para el alquiler, y existen varios estudios que muestran que el régimen fiscal existente ha favorecido la compra con respecto al alquiler<sup>1</sup>.
- Teniendo en cuenta nuestras previsiones, se puede determinar qué opción es más rentable en el entorno económico actual. En los Gráficos 5-10 se ve cómo en el entorno actual de crecimiento nulo de los precios de vivienda, y teniendo en cuenta que se espera que esta tendencia se mantenga a futuro, la opción más rentable es el alquiler.

### ¿Es comprar la mejor decisión en el entorno económico actual?

El análisis precedente supone que los precios existentes en el momento de la compra se mantendrán a lo largo del tiempo. Si se cambia esta hipótesis y se analizan las ganancias efectivamente realizadas, aplicando los precios de vivienda históricos, se concluye que son las inversiones que se mantienen a lo largo del tiempo las que devuelven ganancias mayores. En el Gráfico 10 se representan las ganancias que corresponden a viviendas compradas en la fecha del eje vertical, y con periodos de permanencia de uno, cinco y diez años. Así, por ejemplo, para una vivienda comprada en 1995, la opción de compra es superior al alquiler sólo si la permanencia en la misma es mayor a cinco años. El gráfico también muestra que alrededor de 1993, en la anterior crisis, el alquiler resultaba la opción más rentable.

Con las condiciones económicas actuales es difícil prever qué opción es la más rentable, debido a la fuerte incertidumbre que caracteriza el mercado residencial y el entorno financiero del país. De todas maneras es posible destacar que a partir de este análisis la opción más rentable sería el alquiler, sobre todo en una situación caracterizada por un horizonte temporal de inversión limitado y con expectativas de precios a la baja.

La mayor rentabilidad del alquiler vendría por otro lado, parcialmente limitada por la evolución del coste de uso de la vivienda. Si se considera la vivienda como bien de consumo, el indicador "coste de uso" es una medida del coste implicado por el consumo de una vivienda en régimen de propiedad. El correspondiente indicador en el caso del alquiler, es el coste del mismo, que es lo que se paga para disfrutar del bien vivienda sin ser propietario de la misma. Los determinantes de este coste pueden variar según la definición, pero

<sup>1</sup> Véase por ejemplo "Fiscalidad de la vivienda en España" Víctor García-Vaquero y Jorge Martínez, Documentos ocasionales N° 0506, Banco de España.

los elementos claves se pueden reducir básicamente a tres: el coste oportunidad de la inversión en vivienda, es decir, lo que se pierde por no invertir en otros activos; los intereses de la hipoteca y las desgravaciones fiscales por invertir en una vivienda. En este caso, el coste de uso del Gráfico 11 se ha calculado usando la siguiente fórmula<sup>2</sup>:

$$CU_t = IR_t^{OP} + (1 - \tau_{IRPF}) * \tau_{IBI} - (\tau_{IRPF} * IR_t^H)$$

Donde  $IR^{OP}$  es el rendimiento de activos alternativos, en este caso la deuda a 10 años, al cual se suma el impuesto sobre los bienes inmuebles (IBI) y se restan las deducciones asociadas a la inversión en vivienda (proporcionales al tipo marginal del IRPF). Al coste de uso se suelen restar también las ganancias esperadas por la revaluación del valor de la vivienda. En este caso se dejan los dos componentes separados, de manera que se puede apreciar la evolución del coste de uso y el de las expectativas de precios por separado. El Gráfico 11 muestra claramente cómo el coste de uso ha evolucionado a la baja durante los años de fuerte subida de los precios, pues entre 2000 y 2005 se ha reducido un 2,1%. Esta evolución, junto a la subida extraordinaria de los precios de vivienda durante el mismo periodo, estimuló la inversión en vivienda y el régimen de tenencia de la vivienda en propiedad.

En la actualidad, ya no se dan estas condiciones. La evolución bajista de los precios limitará las ganancias relacionadas a la compra de vivienda, favoreciendo el régimen de alquiler, como hemos visto antes. Por otro lado, la evolución del coste de uso, que después de una subida moderada tendría que volver a bajar, representa un factor de soporte para la compra y por tanto limita el atractivo del alquiler. En todo caso, estas conclusiones deben de tomarse con cautela, debido al elevado grado de incertidumbre actual. La persistencia de las tensiones de liquidez y la elevación sostenida de las primas de riesgo, puede afectar al nivel de tipos de interés hipotecario, manteniéndolos notablemente tensionados respecto a los tipos oficiales.

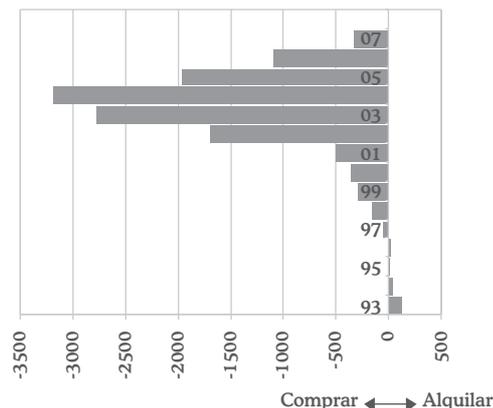
Finalmente, por todo lo anteriormente comentado, el alquiler puede representar una opción más rentable en el entorno económico actual. Sin embargo, la escasez de la oferta de vivienda en alquiler necesita una política de vivienda enfocada a su desarrollo, con el objetivo de incrementar el parque disponible y aproximarlos más a los estándares europeos. Actualmente, el nuevo plan de vivienda 2009-2012 contempla por primera vez la promoción del mercado de alquileres como estrategia para acelerar la absorción del stock de vivienda no vendida. En concreto, el plan prevé que hasta el 40% de las nuevas construcciones de VPO se destinen al alquiler y que, para recalificar el exceso de vivienda libre en el mercado como VPO en alquiler, el plan apuesta por subvenciones de hasta 410 euros por metro cuadrado. Además el plan contempla cambios en la Ley de Arrendamientos Urbanos dirigidos a agilizar los trámites judiciales en caso de impago.

Estas medidas son bienvenidas en el ciclo actual, y además podrían desencadenar, como externalidad positiva, una mayor movilidad geográfica en el mercado laboral español. Diversos estudios, tanto a nivel nacional como internacional, concluyen que existe una relación entre regimenes de tenencia de vivienda, movilidad laboral y paro. Mayores tasas de movilidad laboral suelen estar asociadas a tasas de paro más bajas y a países donde el régimen de vivienda en alquiler es más popular<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Existen varias formas de calcular el coste de uso, en esta formulación no se tienen en cuenta los costes de mantenimiento de la vivienda ni una posible prima de riesgo por el mayor riesgo implicado por la inversión en vivienda.

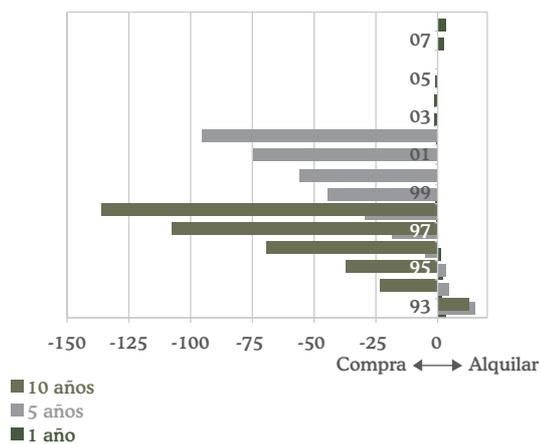
<sup>3</sup> Véanse por ejemplo, Barceló C. "»Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries.", Documentos de trabajo N° 0603, Banco de España.

Gráfico 9.  
Ganancia neta, compra vs alquiler: 20 años  
(Miles de €)



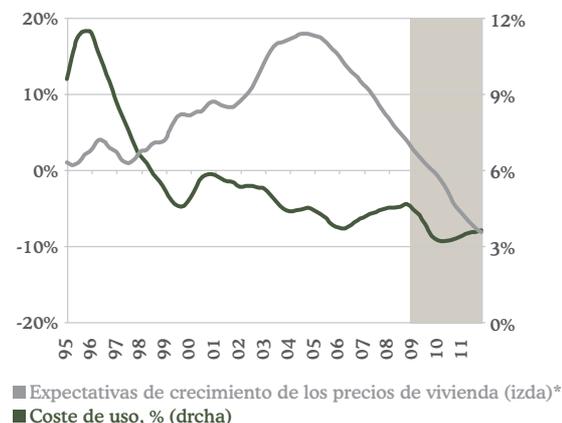
Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 10.  
Compra vs alquiler: ganancias realizadas  
(Miles de €)



Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 11.  
Coste de uso de la vivienda  
Tasa de crecimiento interanual



■ Expectativas de crecimiento de los precios de vivienda (izda)\*  
■ Coste de uso, % (drcha)

\* Media móvil 4 trimestres de las tasas de crecimiento interanual de los precios de vivienda.  
Fuente: SEE BBVA con datos de INE; Ministerio de Vivienda, Banco de España.

### Cuadro 1. Obras financiadas por el Fondo Estatal de Inversión Local

(RD-L 9/2008, de 28 de noviembre. Art. 2)

1. Adecuación, rehabilitación, o mejora de entornos o espacios públicos urbanos, así como de promoción industrial.
2. Equipamientos e infraestructuras de servicios básicos en las redes viarias, de saneamiento, alumbrado y telecomunicaciones.
3. Construcción, adecuación, rehabilitación o mejora de edificios y equipamientos sociales, sanitarios, funerarios, educativos, culturales y deportivos.
4. Protección del medio ambiente y prevención de la contaminación, gestión de residuos urbanos, así como las orientadas a impulsar el ahorro y la eficiencia energética.
5. Supresión de barreras arquitectónicas.
6. Conservación del patrimonio municipal y protección y conservación del patrimonio histórico del municipio.
7. Construcción, adecuación, rehabilitación o mejora de la red de abastecimiento de agua potable a domicilio y tratamiento de aguas residuales.
8. Movilidad sostenible y mejora de la seguridad vial.
9. Prevención de incendios.
10. Promoción del turismo.

Fuente: MEH

## 3.2. Actuaciones estatales de fomento del empleo y ayuda a las familias

En respuesta a la intensificación de la crisis del sistema financiero iniciada en agosto de 2007 y a su impacto en el deterioro de la economía real, el Gobierno español ha venido adoptando a lo largo de 2007 y 2008 una serie de medidas dirigidas tanto a impulsar la actividad económica como a aportar liquidez al sistema financiero. Una parte de estas medidas están dirigidas al fomento del empleo y a ayudar a las familias.

### Fomento del empleo

Entre las medidas de fomento del empleo destaca, además de las dirigidas a facilitar la recolocación de desempleados: de la contratación de 1.500 orientadores profesionales para la elaboración de itinerarios personalizados, y de la concesión de una ayuda de 350 euros mensuales durante tres meses para desempleados con dificultades especiales; el recientemente creado **Fondo Estatal de Inversión Local**<sup>4</sup>, dotado con 8.000 millones de euros y destinado a financiar la realización de obras en el ámbito municipal, de ejecución inmediata y generadoras de empleo.

Las obras deberán tener un valor máximo de 5.000 millones de euros, y deberán finalizarse durante el primer trimestre de 2010. En la adjudicación del contrato los Ayuntamientos deberán tener en consideración en qué medida la obra contribuye al fomento del empleo. En este sentido, todos los contratos deberán introducir una cláusula en la que se establezca que el nuevo personal que el contratista necesite emplear se debe encontrar en situación de desempleo.

En el corto plazo se prevé que esta medida ayude a crear en torno a 200.000 empleos<sup>5</sup>, sin embargo, su éxito sobre el crecimiento a largo plazo dependerá de que se consiga que los proyectos financiados correspondan a infraestructuras y obras productivas.

### Ayuda a las familias

El Gobierno ha propuesto una batería de medidas dirigidas a mitigar el impacto de la crisis sobre las familias hipotecadas. En concreto, en este punto se realiza una evaluación cuantitativa más detallada de dos de ellas: la exención de los costes de ampliación de las hipotecas y la moratoria de la mitad de las cuotas de los hipotecados desempleados.

Una de las primeras medidas que el Ejecutivo central puso en marcha para ayudar a las familias fue el establecimiento de una **deducción de 400 euros en el IRPF**, mediante la cual desde junio 2008 se está liberando una parte de la renta de los contribuyentes. Según las estimaciones gubernamentales<sup>5</sup>, esta medida beneficia a 8,5 millones de hogares y supone un recorte de los ingresos públicos de 5.400 millones de euros en 2008 y de 6.000 millones de euros en 2009, lo que en ambos años representa un 0,8% de la renta bruta disponible de las familias. Como resultado, el impacto que estimamos de esta medida sobre el crecimiento es reducido, ya que, en el mejor de los casos, si las familias dedicasen todo el importe transferido a incrementar su consumo, su gasto en consumo real se incrementaría en torno a dos o tres décimas. En un entorno de elevado endeudamiento y de menor confianza de los consumidores, es muy probable que esta estimación sea una cota máxima.

Asimismo, a partir de enero de 2009 se podrá **anticipar mensualmente la deducción por adquisición de vivienda habitual** mediante cré-

<sup>4</sup> Real Decreto-Ley 9/2008, de 28 de noviembre 2008

<sup>5</sup> Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo, de noviembre 2008

dito hipotecario. De esta forma, aquéllos contribuyentes (trabajadores por cuenta ajena y autónomos) con rentas inferiores a 33.000 euros anuales, y que lo soliciten, podrán reducir en 2 puntos porcentuales sus retenciones del IRPF en la nómina mensual. Esta medida podrá afectar a 3,5 millones de ciudadanos, con un descenso de la recaudación de 1.706 millones de euros en 2009, el equivalente a un 0,2% de la renta bruta disponible de las familias.

Por último, se han aprobado dos medidas dirigidas a apoyar a las familias que tienen también que ver con la adquisición de vivienda habitual. **Se amplía** de manera excepcional, y hasta el 31 de diciembre de 2010, **el plazo de cuatro años para adquirir una vivienda habitual para los titulares de cuentas de ahorro-vivienda** cuyo plazo haya vencido o finalice en 2008, 2009 y 2010. Asimismo, **se amplía**, igualmente hasta 31 de diciembre de 2010, **el plazo en el que se puede reinvertir sin perder la exención de la ganancia patrimonial obtenida de la venta de la vivienda habitual**, para aquellas personas que hayan comprado otra en 2006, 2007 y 2008 y que no puedan vender la primera por no encontrar comprador. Según las estimaciones del Gobierno estas medidas tendrán un coste recaudatorio, respectivamente, de 64,2 millones de euros y 226 millones entre 2009 y 2010.

En la misma línea de rebajas en los impuestos, desde enero de 2008 se **eliminó el gravamen del Impuesto de Patrimonio**, lo que supondrá una reducción de los ingresos públicos de 1.800 millones de euros anuales (aproximadamente un 0,2% del PIB). No obstante, al tratarse de un tributo autonómico, el Gobierno central deberá compensar a las comunidades autónomas, por lo que el impacto estará en las cuentas del Estado incrementándose su déficit por dicho importe.

Por otro lado, desde mayo de 2008 se han **eliminado los costes financieros y los gastos fiscales, notariales y registrales** de la ampliación del plazo de los créditos hipotecarios, con lo que se pretende apoyar a aquellas familias que estando en dificultades puedan ampliar su préstamo hipotecario. Se estima que el impacto de dicha medida es de carácter limitado. En primer lugar, ya que las entidades financieras ya estaban renegociando con los clientes la ampliación de hipotecas en aras de reducir los posibles incumplimientos antes de la medida. En segundo lugar, el ahorro que supone la exención no es determinante en la toma de la decisión de ampliar o no ampliar la hipoteca, porque sólo representa un pequeño porcentaje del ahorro obtenido. Por último, la ayuda no está directamente dirigida a los potenciales incumplidores, sino a todos los hipotecados.

Las implicaciones que tiene la medida sobre las familias que soliciten dicha ampliación son dos: la propia exención de los gastos de ampliación y la reducción obtenida en la cuota al ampliar el plazo de amortización.

Por un lado, los costes asociados a la ampliación de plazo de un contrato hipotecario son:

- Registro de la Propiedad: de 2 a 120€ según el capital pendiente.
- Notario: 30€
- Comisión de ampliación de plazo, cobrada por la entidad y la ampliación del plazo del seguro de vida del deudor.

Así, para una hipoteca de 165.000€ los costes se situarían alrededor de 213€ más el coste de ampliar el seguro de vida.

Por otro lado, el impacto que se produce sobre la cuota de una hipoteca media que pasa de 28 años a 40 años es de 118€, casi el 13% de la

**Cuadro 2. Impacto en la cuota de un préstamo medio de 165.000€ a un tipo del 5% de ampliar el plazo de la hipoteca**

Plazo en años	Cuota mensual	Ahorro respecto a la cuota mensual inicial en %	Ahorro respecto a la cuota mensual inicial en €
28	913,4 €	-	-
29	899,0 €	-1,6%	14 €
30	885,8 €	-3,0%	28 €
31	873,5 €	-4,4%	40 €
32	862,1 €	-5,6%	51 €
33	851,6 €	-6,8%	62 €
34	841,8 €	-7,8%	72 €
35	832,7 €	-8,8%	81 €
36	824,3 €	-9,8%	89 €
37	816,4 €	-10,6%	97 €
38	809,0 €	-11,4%	104 €
39	802,1 €	-12,2%	111 €
40	795,6 €	-12,9%	118 €

Fuente: SEE BBVA

cuota. La decisión de ampliar la hipoteca llevaría a liberar anualmente 1.416€. Para ello, en el primer año se incurriría en unos costes de sólo 213€, que son los que se ahorrarían con la medida. Por tanto, el efecto de esta medida sobre el número de ampliaciones será previsiblemente limitado.

La última medida analizada en este artículo es la **moratoria del pago de las hipotecas garantizando el importe de los aplazamientos**. En función de la medida aprobada, se ha realizado la estimación del impacto de dicha moratoria en los pagos que tienen que realizar las familias y las implicaciones que esto tiene para el sistema financiero español.

Para ello, se debe analizar a quién va dirigida la medida y cómo se instrumenta. Así, se pueden acoger los titulares de los siguientes préstamos hipotecarios:

- Concertados con anterioridad al 1 de septiembre de 2008, para la adquisición de vivienda habitual.
- Por importe inferior a 170.000€
- Aquellos cuyos titulares no estén en mora pero permanezcan en desempleo durante los tres meses inmediatamente anteriores a la solicitud o pasen a estarlo con anterioridad al 1 de enero de 2010 y tenga derecho a prestaciones<sup>6</sup>.

Las operaciones hipotecarias que presenten estas condiciones podrán beneficiarse de un aplazamiento de la mitad de la cuota a pagar mensualmente (hasta un límite de 500€ al mes), independientemente del número de titulares que concurran en la operación, con un máximo de 24 cuotas (en caso de acogerse desde el inicio de la moratoria, enero de 2009). Las cuotas aplazadas serán satisfechas proporcionalmente en las restantes mensualidades de la hipoteca y en el plazo máximo de 10 años y desde el 1 de enero de 2011.

Se trata de evaluar el impacto en el total de las familias y en los costes para el sistema financiero; así como también el efecto que tiene en las dotaciones de provisiones y sobre los créditos morosos del sistema financiero. Ello se va a realizar sin incluir otros efectos difícilmente evaluables como son: el impacto en los menores costes de recuperación de aquellas operaciones que no entran en mora; y el impacto en el menor valor de las titulizaciones por menores ingresos recibidos durante los años 2009 y 2010 (descuadres en los flujos esperados, repercusión en rating y alargamiento artificial de la vida media de los bonos que pone en riesgo el pago de intereses).

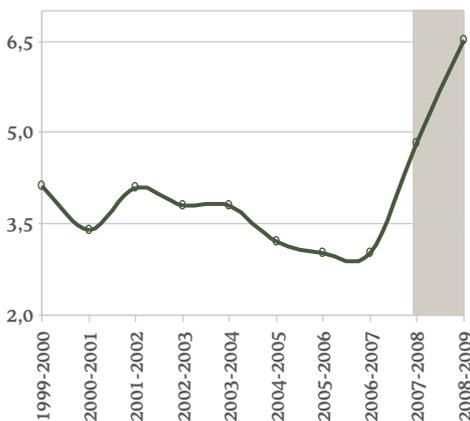
Los supuestos que se han realizado para calcular dichos costes se refieren a:

- La estimación del número de hipotecas menores de 170.000 euros concedidas por el sistema hasta la fecha de puesta en vigor de la medida.
- La cantidad de las hipotecas anteriores que son de primera vivienda y que, además, alguno de sus titulares tienen probabilidad de transitar al desempleo.
- La cuota aplazada de estas hipotecas, calculada con el coste medio anual de amortización por añada desde el año 1995. Los resultados obtenidos se muestran en el Cuadro 2.

<sup>6</sup> También es asimilable el ser trabajador autónomo con cargas familiares que haya debido cerrar su negocio o acredite pérdidas que reduzcan sus ingresos a 3 veces el IPREM o el ser pensionista de viudedad con cargas familiares.

Gráfico 12.  
Probabilidades de transición al desempleo

Total (%)



Fuente: SEE BBVA

- El número medio de meses que los hipotecados-parados se benefician de esta medida. Se ha supuesto, de forma general, que transcurren 18 meses de media para todas las operaciones que ven bonificada la cuota.

Con todo esto se ha calculado el importe aplazado con la moratoria de las hipotecas concedidas desde el año 1995, año a año. La acumulación de los costes correspondientes a cada una de las añadas arroja una reducción de las cuotas hipotecarias de alrededor de 1.915 millones de euros, lo que representaría una liberación del 0,3% de la renta bruta disponible del total de las familias españolas.

Esta batería de medidas es muy similar a las propuestas en otros países desarrollados, aunque en esos casos la magnitud de las ayudas es superior. En general, las políticas monetarias han sido poco eficaces hasta el momento. Las medidas fiscales ofrecen una mejor alternativa para moderar el impacto de la crisis en el sector real. Las medidas implementadas en España van en la dirección correcta, pero sus efectos serán más limitados que en el pasado, dado que ahora los agentes están más endeudados y muestran un nivel de confianza más reducido. Además, por definición las políticas fiscales no tienen efectos a corto plazo, por lo que el sector deberá atravesar un periodo de ajuste más prolongado.

#### Cuadro 4. Coste fiscal de las medidas del fomento del empleo y ayuda a las familias

En millones de euros	2008	2009
<b>Medias fomento del empleo</b>		
Contratación de 1.500 orientadores y ayuda de 350 euros mensuales	201	
Fondo Estatal de Inversión Local <sup>(1)</sup>		8.000
<b>Medidas ayuda a las familias</b>		
Deducción 400 euros en el IRPF	5.400	6.000
Anticipo deducción por adquisición vivienda habitual		1.706
Ampliación del plazo de cuenta vivienda		64
Ampliación plazo reinversión por adquisición vivienda habitual		226
Supresión del Impuesto sobre Patrimonio		1.800
Eliminación de los costes de ampliación hipotecas		
Moratoria temporal de las cuotas hipotecarias		2.500
<b>Total</b>	<b>5.601</b>	<b>20.296</b>

(1) Aunque el Fondo se crea en 2008, el gasto se realizará a lo largo de 2009  
Fuente: MEH

#### Cuadro 3.

Añada	Coste medio anual de amortización	Importe impagado mensual por moratoria (por hipoteca, EUR)
1995	4.196	175
1996	4.346	181
1997	4.525	189
1998	4.848	202
1999	5.233	218
2000	5.716	238
2001	6.132	256
2002	6.796	283
2003	7.595	316
2004	8.612	359
2005	9.730	405
2006	10.782	449
2007	11.124	464
2008	10.002	417

Fuente: SEE BBVA a partir de datos de AHE





## Interesados dirigirse a:

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

Depósito Legal: M-3479-1994

### Servicio de Estudios Económicos:

#### Director:

José Luis Escrivá

#### Economistas Jefe:

Europa y España  
 Europa: Miguel Jiménez  
 España: Julián Cubero

Escenarios Financieros y Económicos: Mayte Ledo  
 Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido  
 Tendencias Globales: David Tuesta  
 Escenarios Financieros: Daniel Navia  
 Análisis Sectorial: Ana Rubio

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

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero  
 Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo  
 China: Li-Gang Liu  
 Asia ex China: Ya-Lan Liu  
 Sudamérica: Joaquín Vial  
 Argentina: Ernesto Gaba  
 Colombia: Juana Patricia Téllez  
 Chile: Miguel Cardoso  
 Perú: Hugo Perea  
 Venezuela: Oscar Carvalho

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.