

# SITUACIÓN INMOBILIARIA

## Segundo semestre 2009

– DICIEMBRE 2009 -

- Las **perspectivas económicas mundiales mejoran**, aunque las incertidumbres sobre la recuperación son significativas, principalmente en las economías avanzadas
- Los **ajustes que está afrontando la economía española condicionan su recuperación a corto plazo**. En 2010 se producirá una mejoría significativa respecto a 2009, aunque la actividad económica continuará contrayéndose
- En el sector inmobiliario, la **actividad residencial muestra una gran flexibilidad, ajustándose** en línea con la necesidad de reducir el stock de vivienda sin vender en el mercado. Sin embargo, el sector no residencial se mantiene soportado por las políticas públicas, sin ajustes significativos en actividad
- **Los precios de la vivienda todavía no han completado su ajuste**: a pesar de los signos de mejora del verano, el desequilibrio del mercado es todavía significativo. Desde el máximo, la caída acumulada de los precios debería alcanzar un -30% en términos reales
- La rehabilitación de viviendas y el crecimiento de otros sectores pueden actuar como **soportes**
- La evolución de las variables demográficas y de las características específicas del mercado de la vivienda español hacen prever una **demanda potencial de vivienda de alrededor de 400.000 unidades** al año

## Índice:

- 1. Las perspectivas de recuperación a nivel global mejoran, aunque las incertidumbres sobre la recuperación de algunas economías avanzadas continúan**
2. En España, los ajustes pendientes y la necesidad de desapalancamiento en algunos sectores clave condicionan el inicio de la recuperación
3. El sector de la construcción, a pesar del descenso registrado hasta la fecha, no toca fondo, requiriendo más ajuste de precios
4. La rehabilitación de viviendas y el crecimiento de otros sectores pueden actuar como soportes de corto plazo.
5. Después del ajuste, la demanda potencial del sector será de alrededor de 400.000 unidades

## Mercados financieros: estabilización progresiva, pero aún dependiente

Las **tensiones financieras** se han ido **reduciendo** sustancialmente durante los últimos meses



Fuente: SEE BBVA

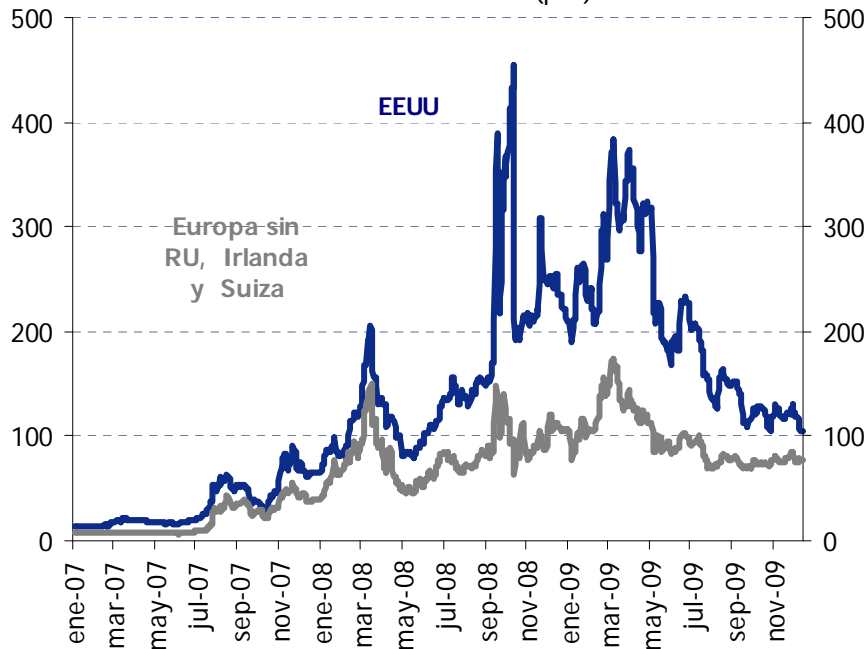
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos

No obstante, la **evolución en los mercados continúa siendo muy dependiente de las inyecciones masivas de liquidez por parte de los bancos centrales**

### Mercados financieros: estabilización progresiva, pero aún dependiente

Las **primas de riesgo bancario y corporativo** se mantienen **estables** desde el verano,...

**Prima de riesgo bancaria:**  
CDS a 5 años (pbs)



Fuente: Bloomberg

**Prima de riesgo corporativo:**  
CDS no financieros 5 años



Fuente: Datastream

... si bien todavía muy **superiores a los niveles precrisis**

### Mercados financieros: estabilización progresiva, pero aún dependiente

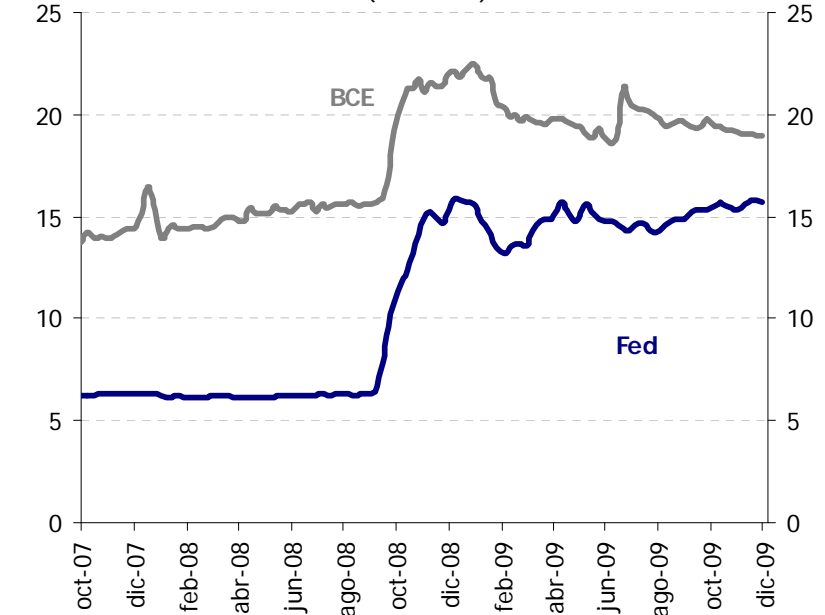
Las **primas de liquidez** se han ido **moderando** gracias a las inyecciones de los bancos centrales

**Indicador de Tensiones de liquidez interbancarias 3m** Diferencial (LIBOR3M-Expectativas Política Monetaria 3M)



Fuente: SEE BBVA

**Bancos centrales: Activos totales** (% del PIB)

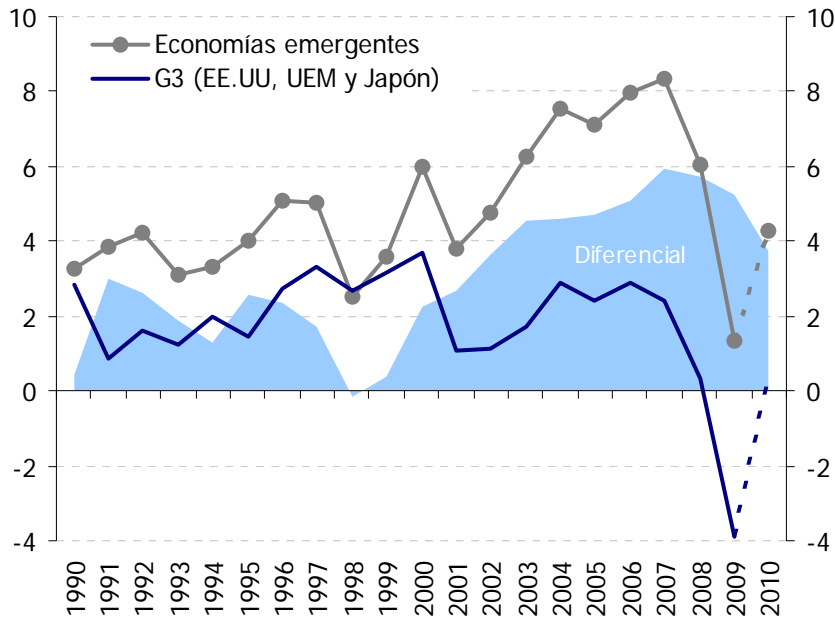


Fuente: Datastream

### Análisis macroeconómico: desacoplamiento entre desarrollados y emergentes

Las **economías emergentes** se erigen como el nuevo motor del crecimiento global

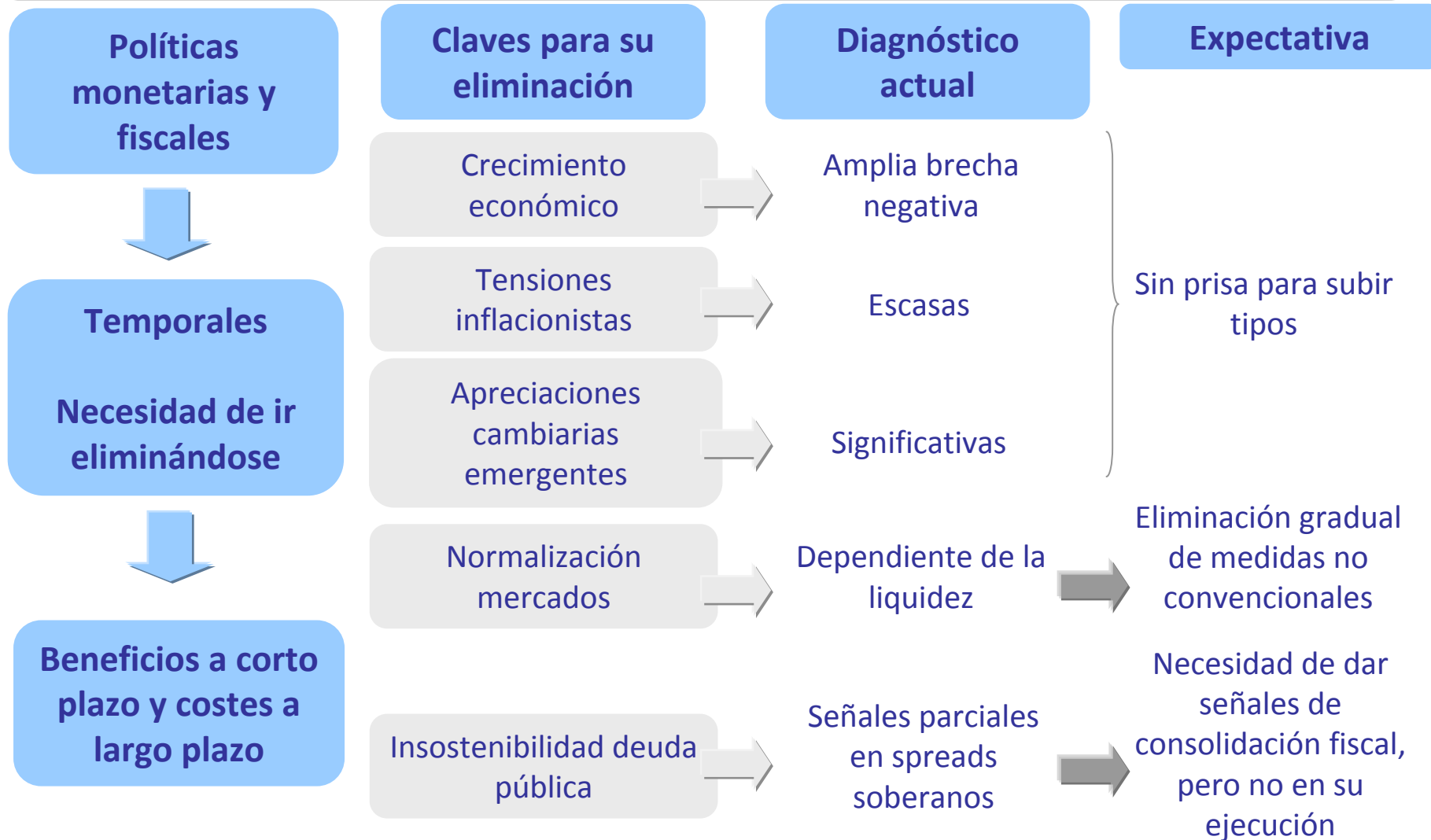
**Economías Emergentes y G3: crecimiento del PIB (a/a %)**



Fuente: SEE BBVA



### Estrategias de salida



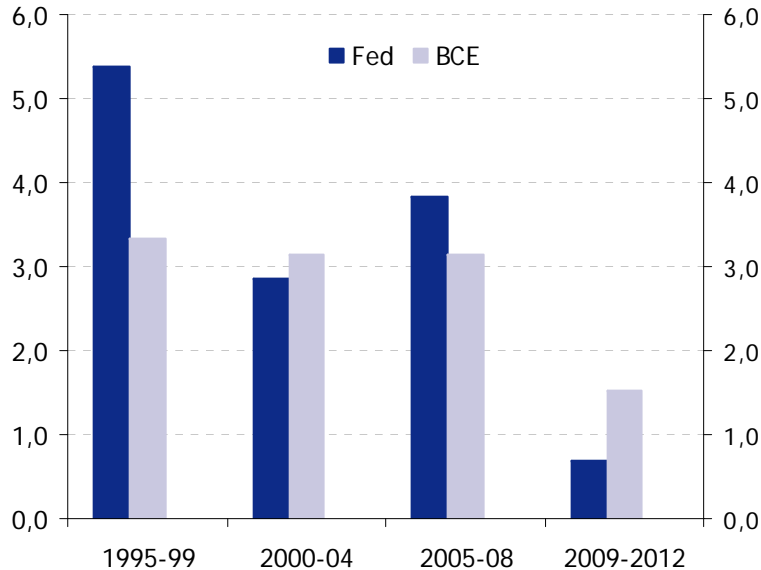


### Estrategias de salida

Sin prisa para subir tipos

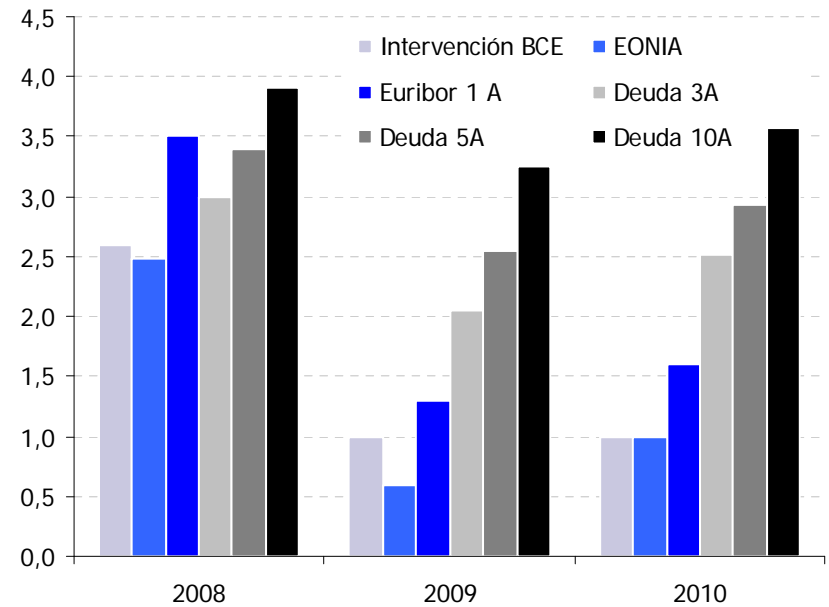
El proceso de subida de tipos oficiales no se iniciará hasta que no se reviertan las medidas excepcionales implementadas

EEUU y UEM: tipos oficiales promedio



Fuente: Bloomberg y SEE BBVA

Europa: Evolución de tipos de interés  
Fin de período (%)

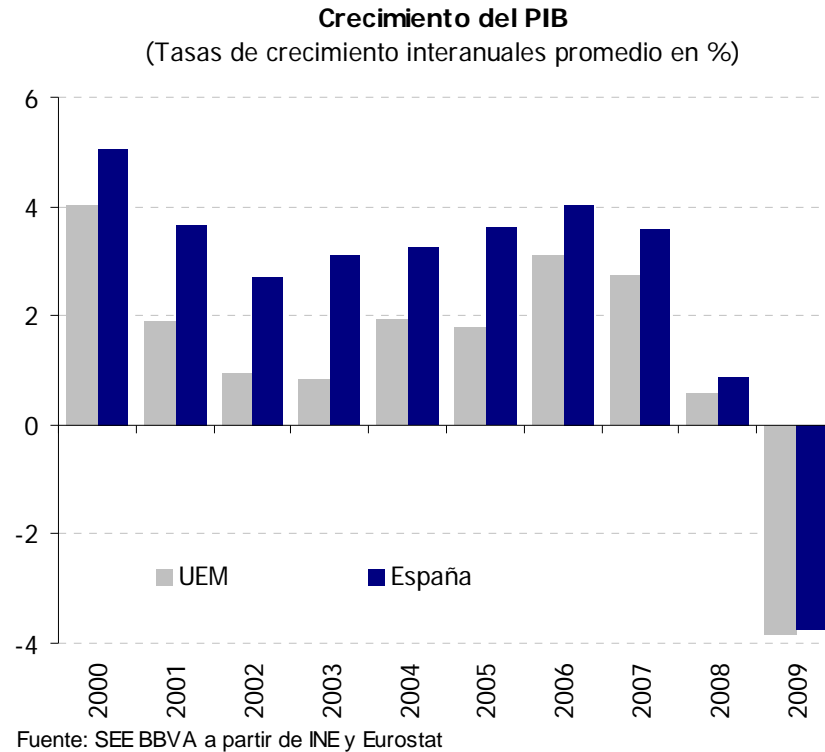


Fuente: SEE BBVA

## Índice:

1. Las perspectivas de recuperación a nivel global mejoran, aunque las incertidumbres sobre la recuperación de algunas economías avanzadas continúan
2. En España, los ajustes pendientes y la necesidad de desapalancamiento en algunos sectores clave condicionan el inicio de la recuperación
3. El sector de la construcción, a pesar del descenso registrado hasta la fecha, no toca fondo, requiriendo más ajuste de precios
4. La rehabilitación de viviendas y el crecimiento de otros sectores pueden actuar como soportes de corto plazo.
5. Después del ajuste, la demanda potencial del sector será de alrededor de 400.000 unidades

## España: una contracción en 2009 similar a la de la UEM



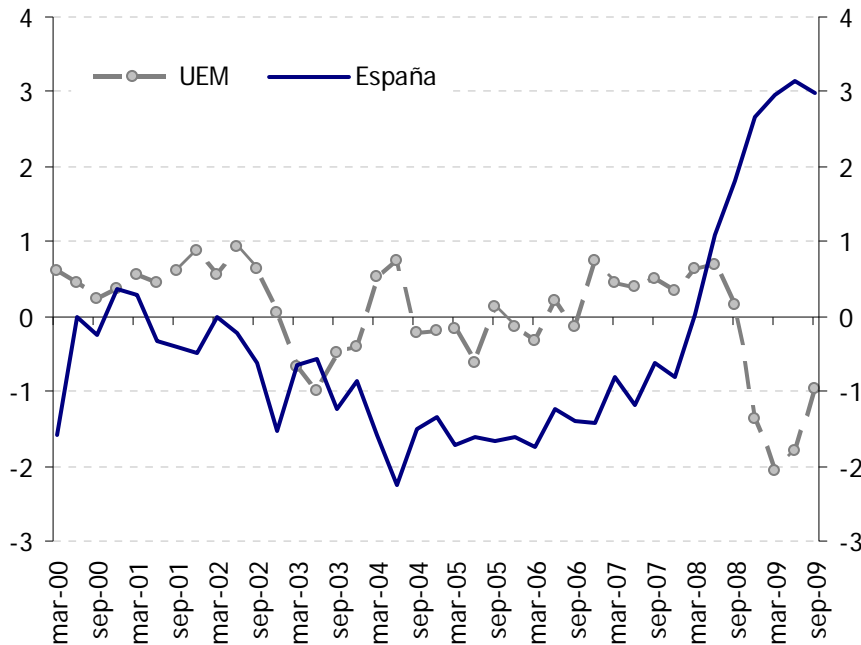
**Demanda externa neta y estímulos fiscales han compensado la fuerte caída en la demanda interna española**

### España: una contracción en 2009 similar a la de la UEM

La fuerte contracción de las importaciones ha tenido como consecuencia una contribución neta positiva de la demanda externa al PIB,...

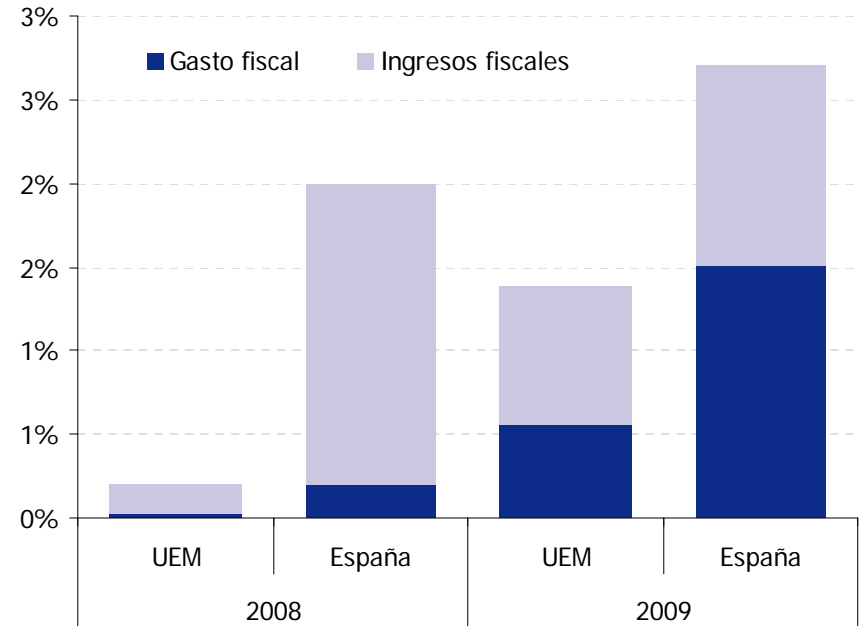
..., mientras que el impulso fiscal, considerablemente mayor que en Europa, ha contribuido a la moderación del ritmo de caída de la actividad

Contribuciones del sector exterior al crecimiento anual del PIB  
(Puntos porcentuales)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE y Eurostat

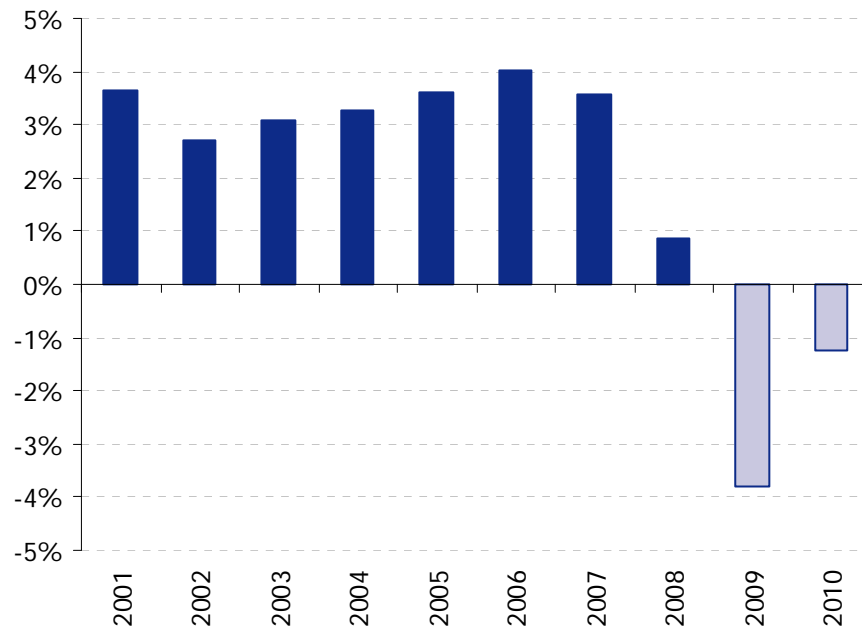
Impulso fiscal  
(% del PIB)



Fuente: SEE BBVA

**..., y una recuperación lenta en el corto plazo ...**

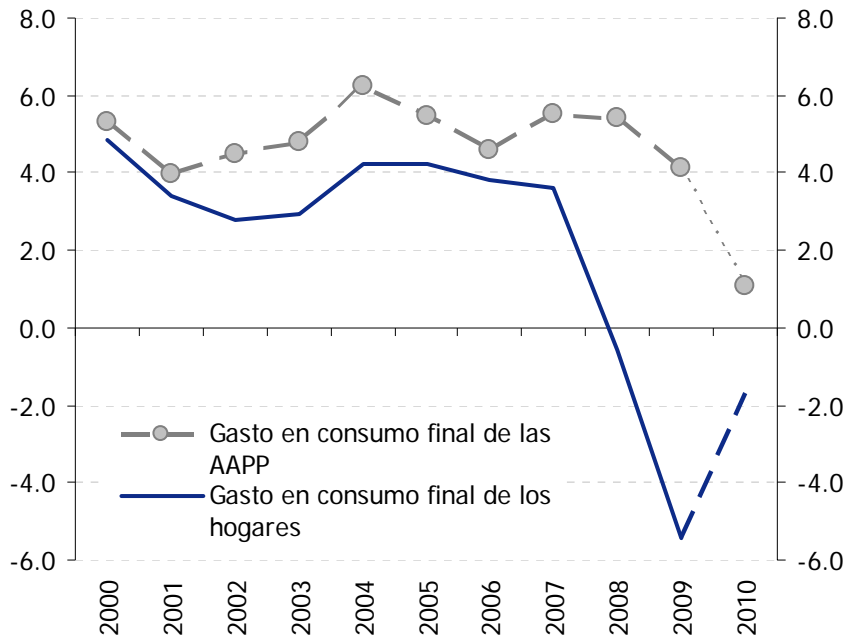
**España: crecimiento del PIB**



Fuente: INE y SEE BBVA

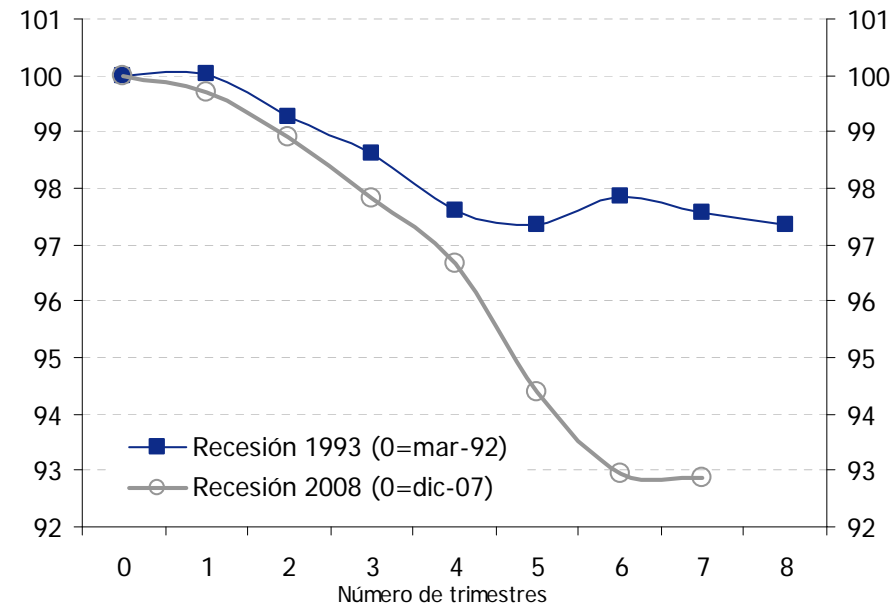
..., mientras que el consumo permanecerá débil

**Previsiones de consumo**  
(Tasas de variación interanual en %)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

**España: evolución del consumo**  
(Trimestre 0 = 100)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

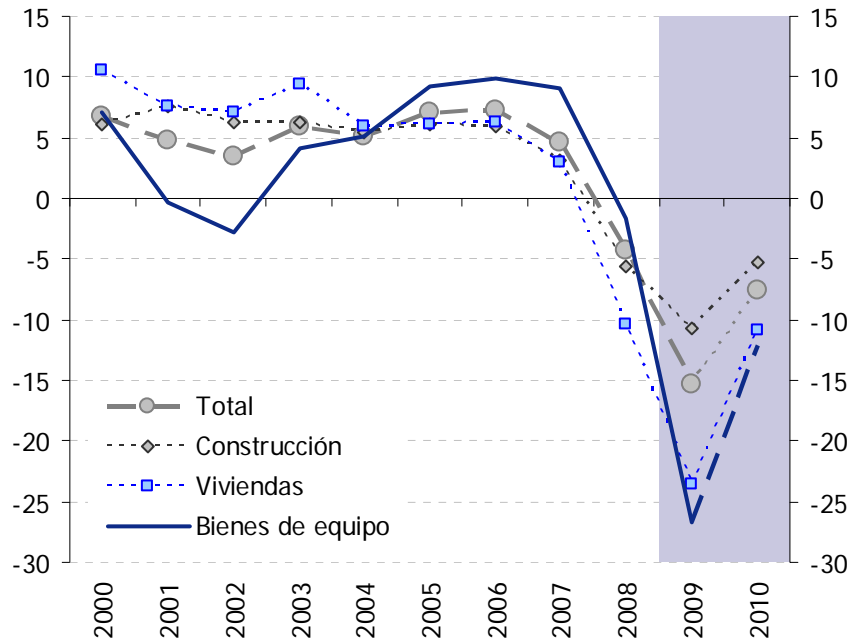
La debilidad del consumo privado y la ralentización del crecimiento del consumo público condicionarán la evolución del gasto durante 2010

## Índice:

1. Las perspectivas de recuperación a nivel global mejoran, aunque las incertidumbres sobre la recuperación de algunas economías avanzadas continúan
2. En España, los ajustes pendientes y la necesidad de desapalancamiento en algunos sectores clave condicionan el inicio de la recuperación
3. **El sector de la construcción, a pesar del descenso registrado hasta la fecha, no toca fondo, requiriendo más ajuste de precios**
4. La rehabilitación de viviendas y el crecimiento de otros sectores pueden actuar como soportes de corto plazo.
5. Después del ajuste, la demanda potencial del sector será de alrededor de 400.000 unidades

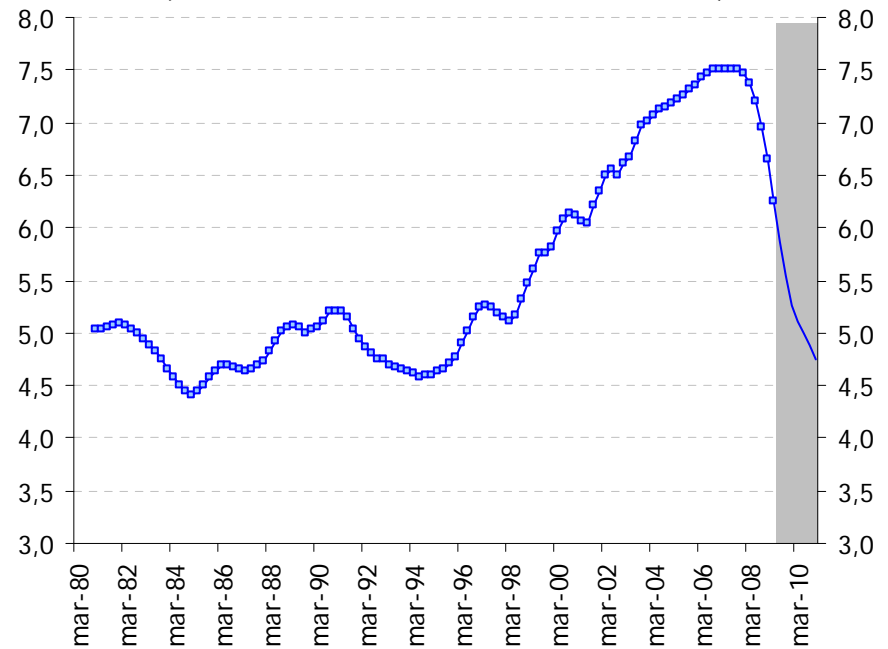
### La inversión en vivienda es la que más se ha ajustado hasta ahora

**Previsiones de inversión**  
(Tasas de variación interanual en %)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

**Inversión en vivienda sobre PIB**  
(Media móvil 4 trimestres en %; términos reales)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

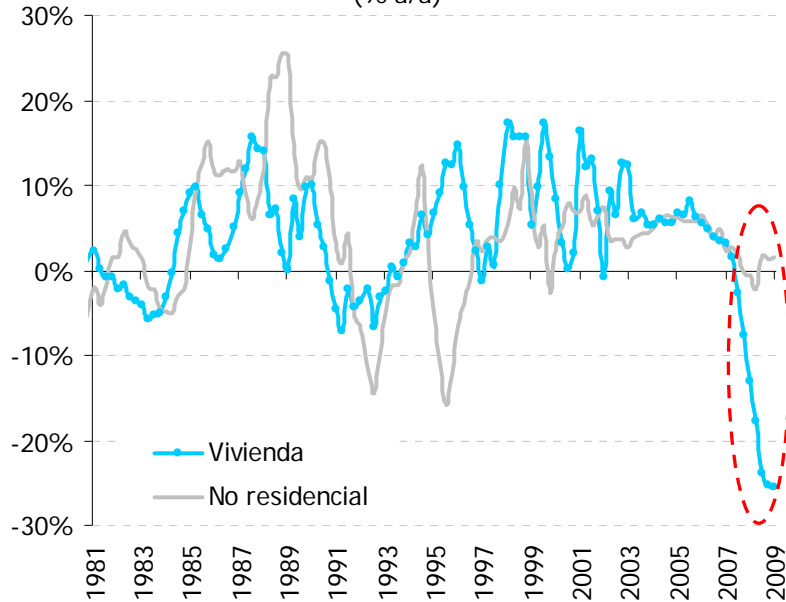
El ajuste del sector de la construcción ha sido, hasta la fecha, muy significativo



La inversión en vivienda es la que más se ha ajustado hasta ahora

España: Inversión en construcción

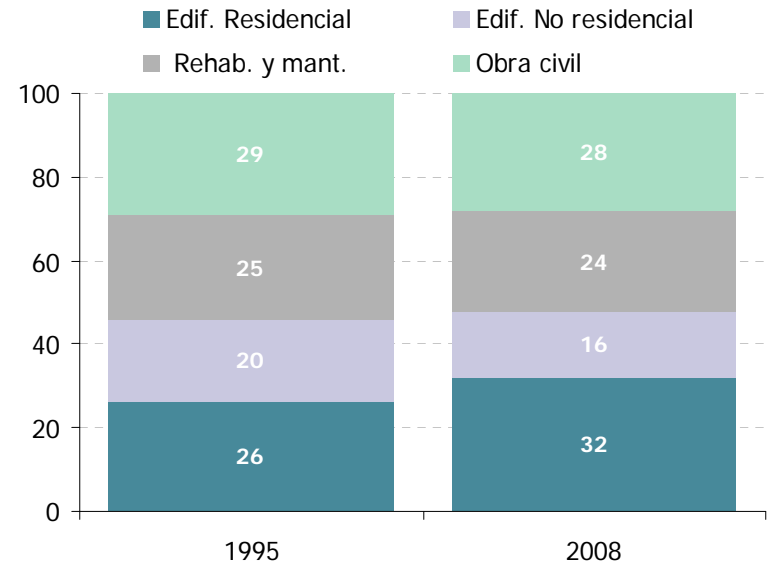
(% a/a)



Fuente: INE; SEE BBVA.

El subsector residencial es el que más se ha ajustado desde el principio de la crisis ...

España: Estructura de la construcción por subsectores (%)



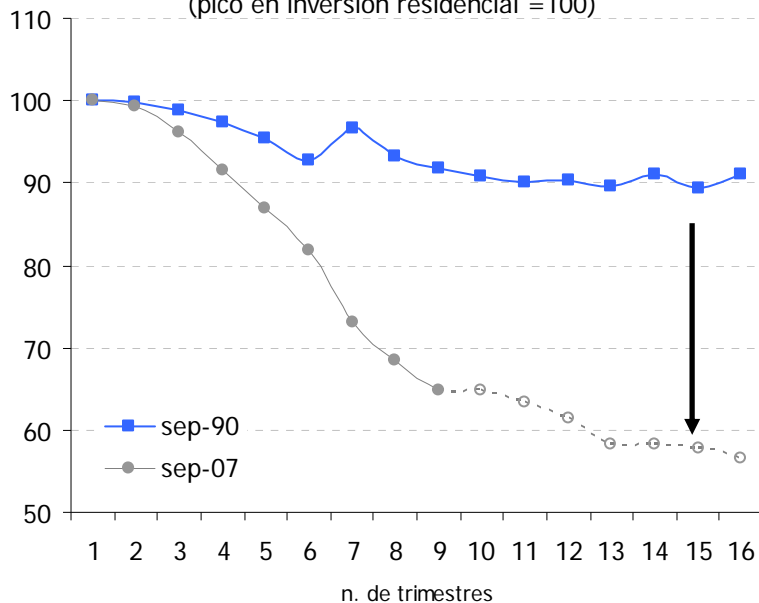
Fuente: SEOPAN.

... y también el que más había crecido durante la última fase expansiva

## La inversión en vivienda es la que más se ha ajustado hasta ahora

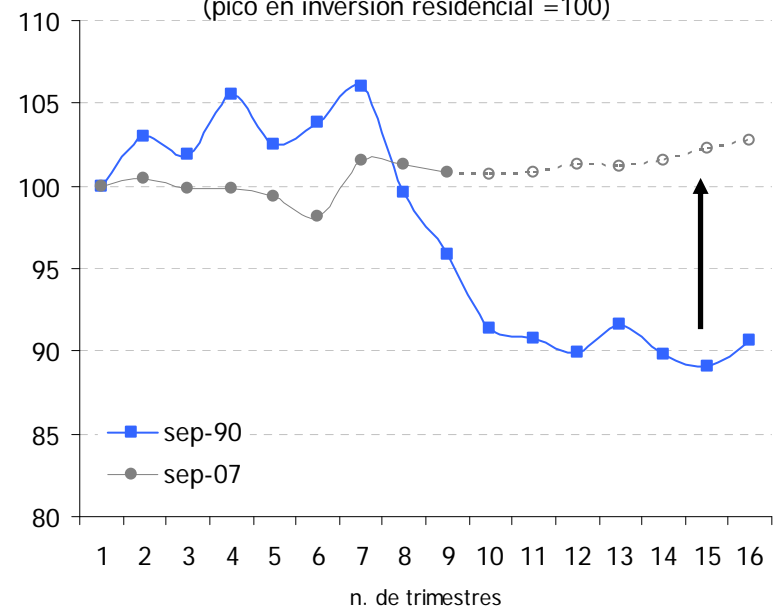
El ajuste de la inversión en construcción no residencial aún es moderado, como se observa al compararlo con el ciclo inmobiliario precedente

**España: Evolución de la inversión residencial en los dos últimos ciclos**  
(pico en inversión residencial =100)



Fuente: SEE BBVA.

**España: Evolución de la inversión no residencial en los dos últimos ciclos**  
(pico en inversión residencial =100)



Fuente: SEE BBVA.

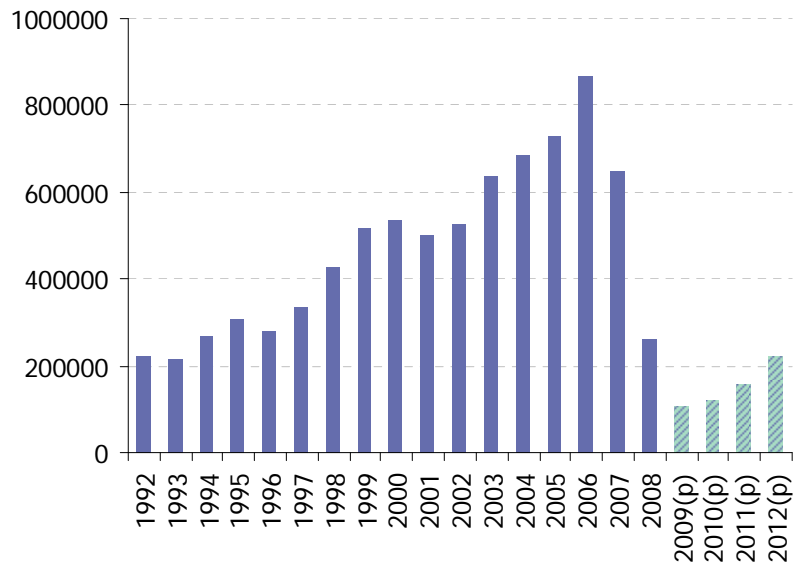
Sin embargo, el sostenimiento de la inversión no residencial se explica en buena medida por los planes estatales de apoyo, aunque la inversión privada sí se está ajustando

## Tres características del mercado residencial español apuntan a que el ajuste no ha tocado fondo:

1

Sigue existiendo en el mercado una sobreoferta significativa

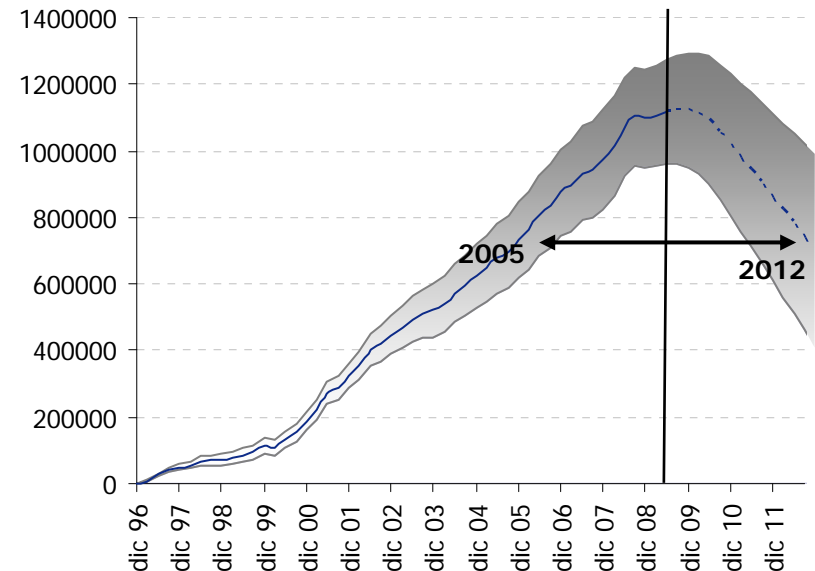
**España: Visados de obra nueva**  
sumas anuales



Fuente: SEE BBVA con datos del Ministerio de Fomento.

La oferta de nueva vivienda ha mostrado una cierta flexibilidad a la baja ...

**Estimación de sobreoferta de vivienda nueva, previsiones**



Fuente: SEE BBVA

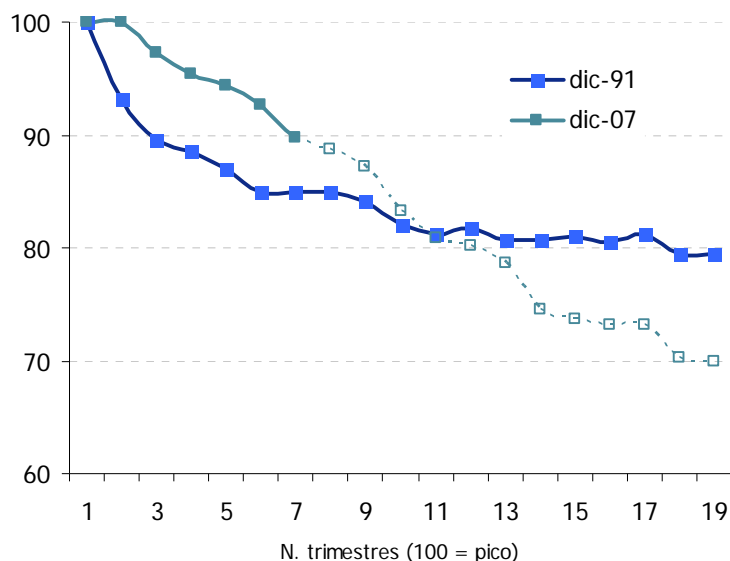
... reduciendo el ritmo de acumulación de sobreoferta, que aún es significativa y presiona los precios a la baja

## Tres características del mercado residencial español apuntan a que el ajuste no ha tocado fondo:

2

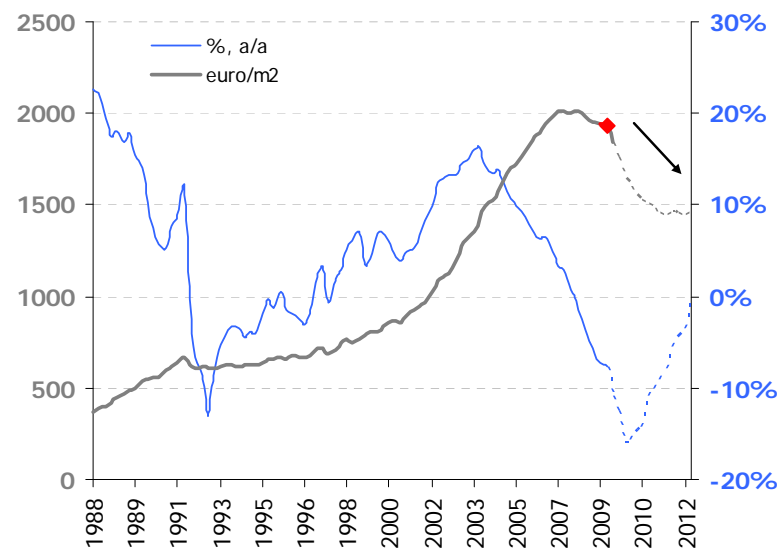
En comparación histórica, los precios no se han corregido lo suficiente

**España: ciclos de los precios reales de vivienda**



Fuente: SEE BBVA a partir de Ministerio de Vivienda.

**España: Precios reales de la vivienda libre**



Fuente: SEE BBVA a partir de Ministerio de Vivienda.

En este ciclo, los precios reales se han ajustado sólo un 10% desde el máximo, menos de lo observado durante el ciclo de los años noventa

Nuestras previsiones apuntan a mayores ajustes de los precios reales, hasta acumular una caída del 30%

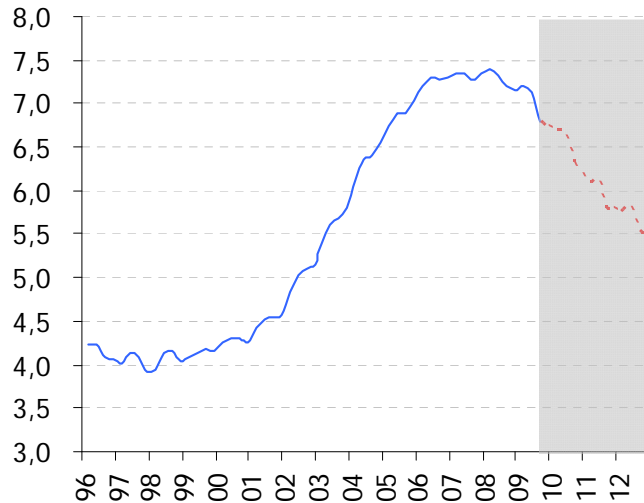
## Tres características del mercado residencial español apuntan a que el ajuste no ha tocado fondo:

3

En términos de años de salarios, la accesibilidad no se ha corregido lo suficiente

**Accesibilidad a la vivienda en España**

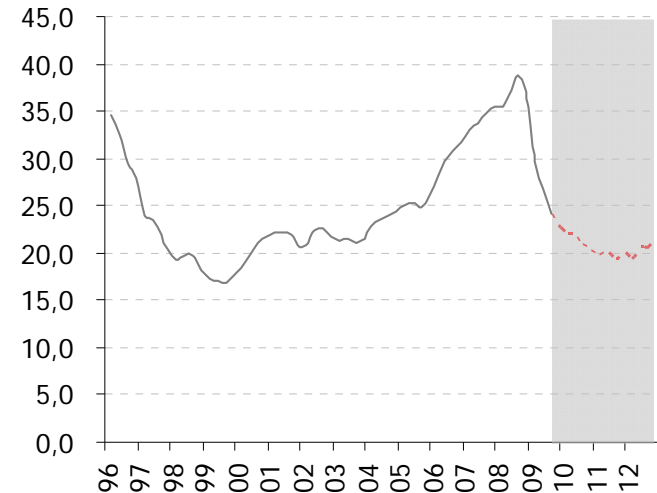
Ratio Precio/Renta



Fuente: SEE BBVA.

**Accesibilidad a la vivienda en España**

Esfuerzo sobre ingresos ponderados ajustados por la fiscalidad, %



Fuente: SEE BBVA.

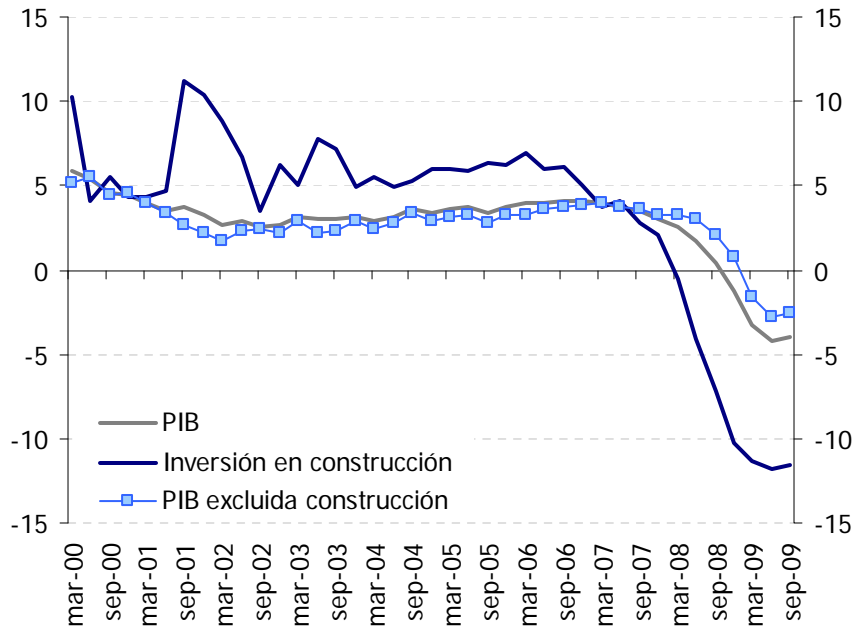
Excluyendo la reducción de los tipos de interés, la mejora de la accesibilidad ha sido modesta

En un entorno de confianza reducida, la demanda de vivienda no se ha recuperado aún

El deterioro que está registrando la actividad constructora en España se está materializando en una reducción significativa de la demanda de trabajo por parte de las empresas del sector

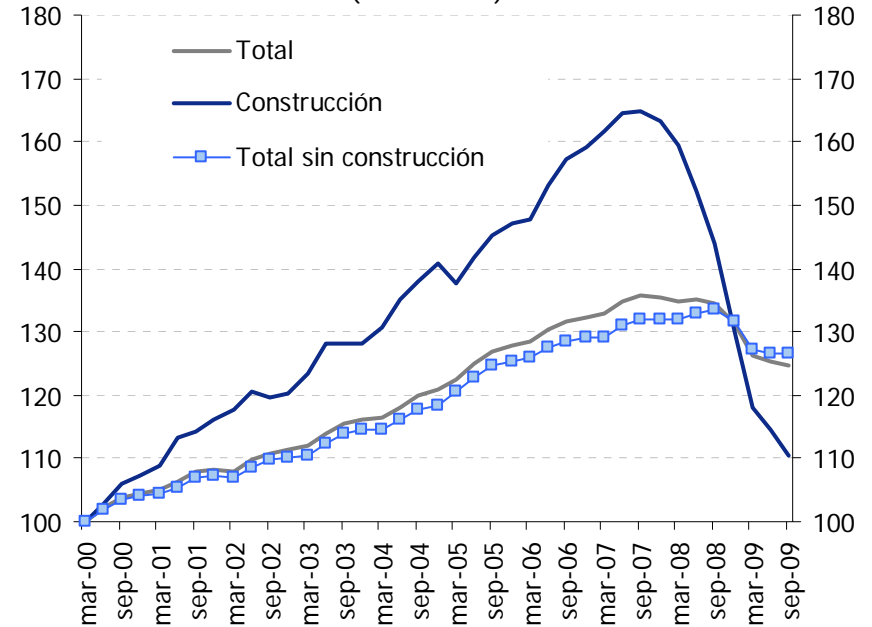
Lo que se ha traducido en una **intensa contracción del empleo ...**

España. PIB, construcción y vivienda (% a/a)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

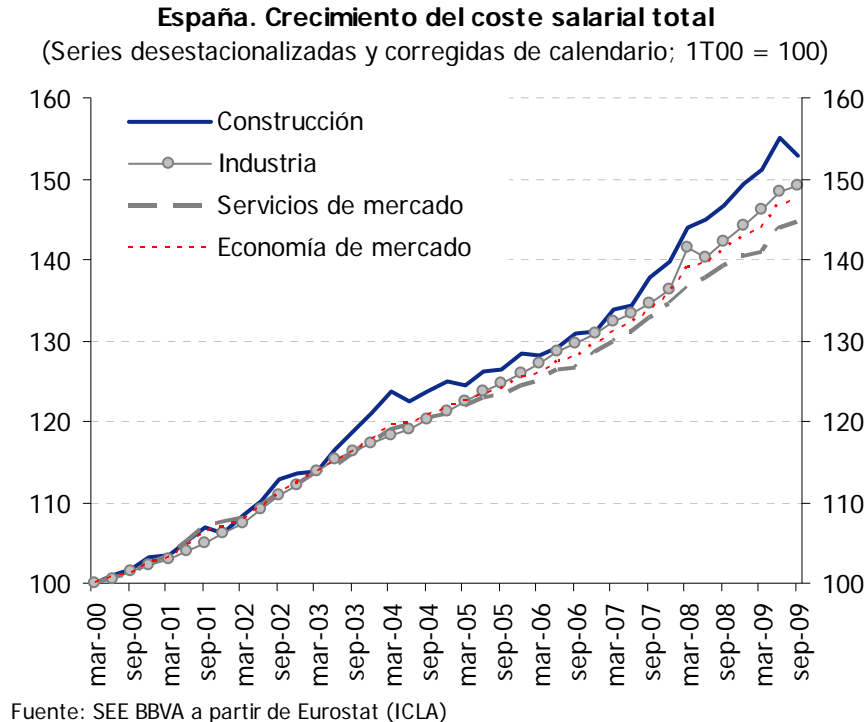
España. Crecimiento acumulado del empleo  
(1T00 = 100)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE (EPA)

**El deterioro que está registrando la actividad constructora en España se está materializando en una reducción significativa de la demanda de trabajo por parte de las empresas del sector**

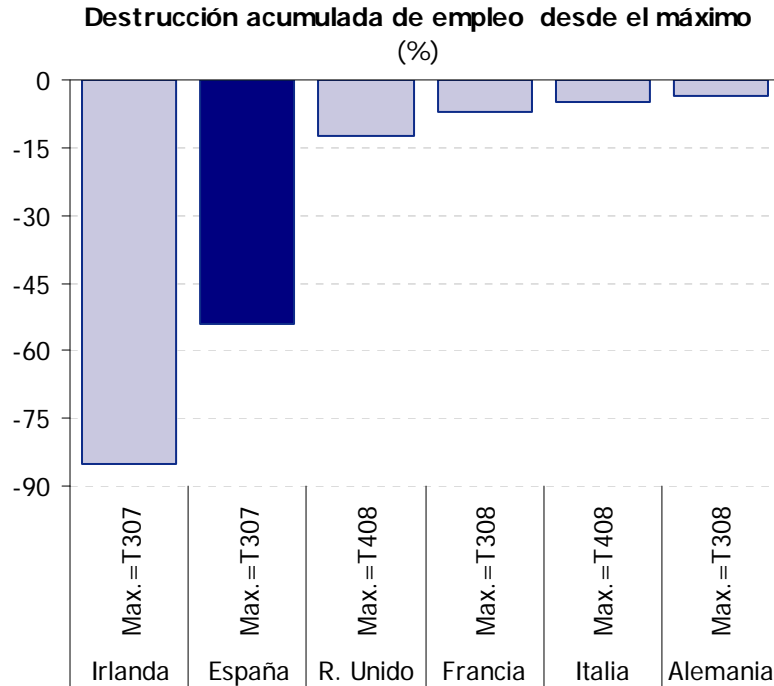
..., pero no en una moderación salarial



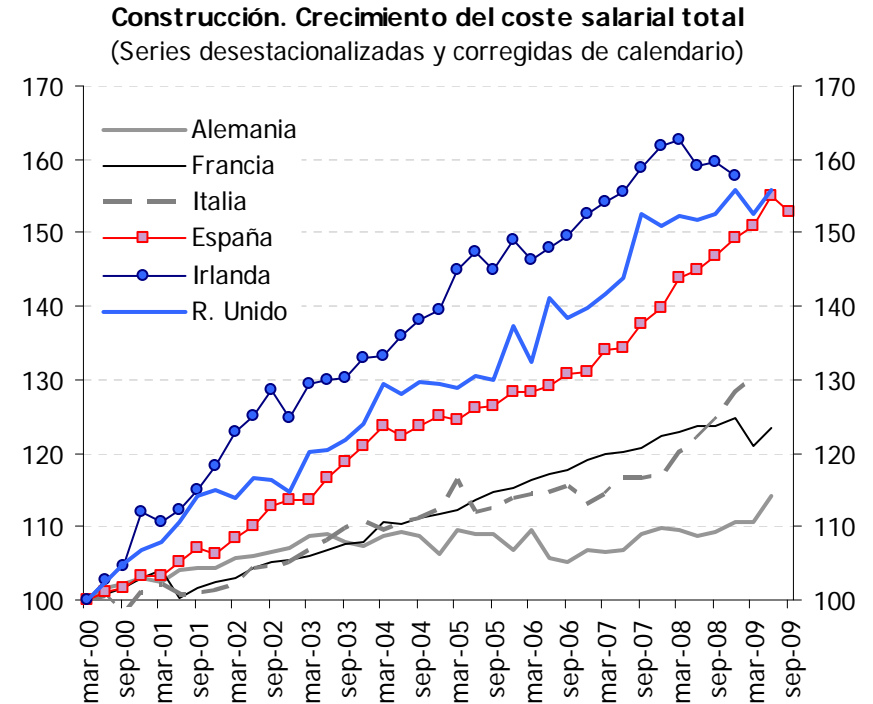
**El deterioro que está registrando la actividad constructora en España se está materializando en una reducción significativa de la demanda de trabajo por parte de las empresas del sector**

Tan sólo Irlanda muestra una contracción del empleo en construcción comparable a la española durante el ciclo actual ...

..., sin embargo, únicamente en España el salario ha reaccionado con cierto retraso al deterioro del sector



Fuente: SEE BBVA a partir de Eurostat



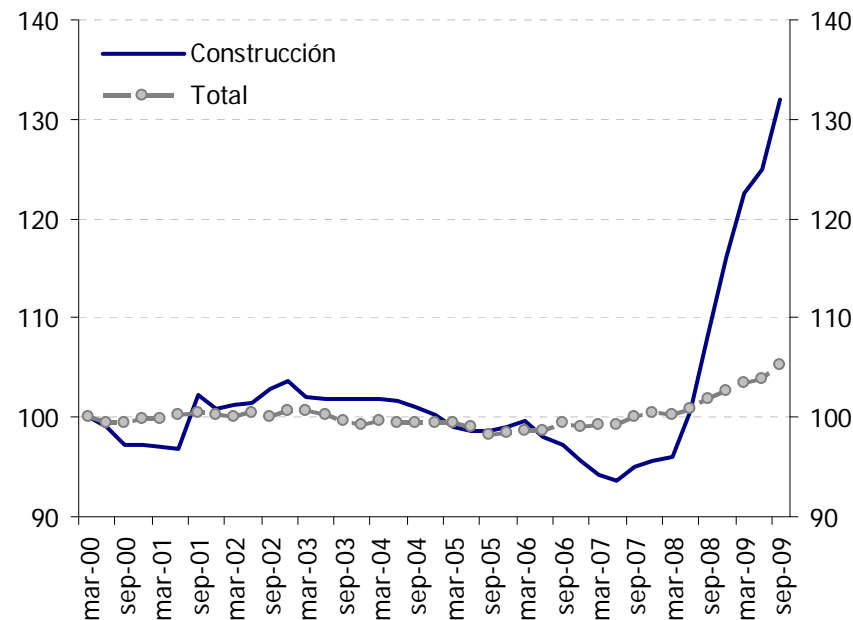
Fuente: SEE BBVA a partir de Eurostat



**El deterioro que está registrando la actividad constructora en España se está materializando en una reducción significativa de la demanda de trabajo por parte de las empresas del sector**

La existencia de rigideces salariales a la baja y, sobre todo, el **cambio en la composición de los ocupados en el sector de la construcción** -provocado por la **destrucción de empleos menos productivos y peor remunerados**- son los responsables principales de la evolución reciente del salario

**España. Crecimiento acumulado de la productividad por ocupado**  
(1T00 = 100)



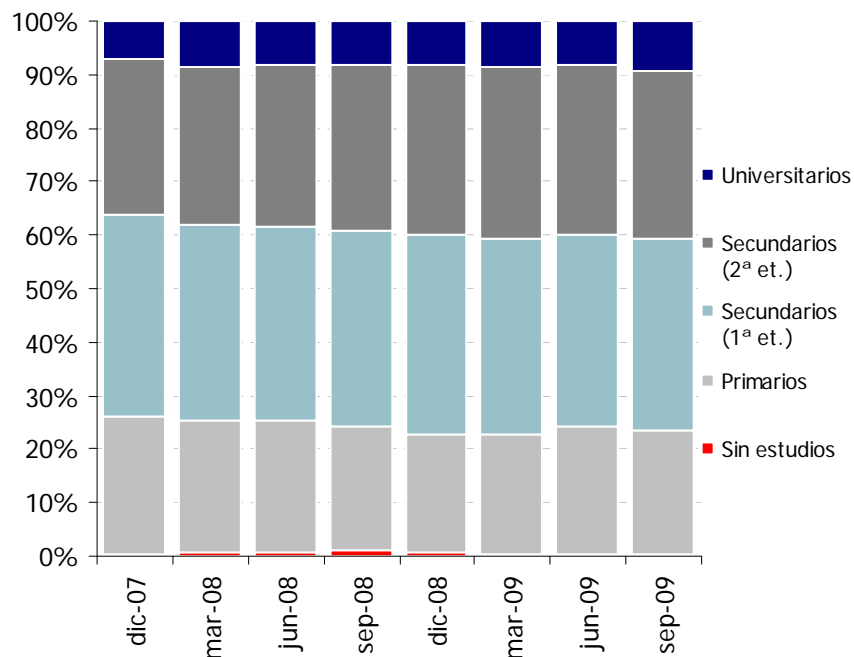
(\*) Valor Añadido Bruto real/número de ocupados  
Fuente: SEE BBVA a partir de Eurostat

**El deterioro que está registrando la actividad constructora en España se está materializando en una reducción significativa de la demanda de trabajo por parte de las empresas del sector**

**El peso de los ocupados en la construcción con estudios secundarios de segunda etapa y universitarios** creció 4,8 pp desde finales de 2007 hasta alcanzar el 40,8% en el 3T09, frente al incremento de 1,2 pp en el resto de la economía

**España. Composición del empleo en construcción**

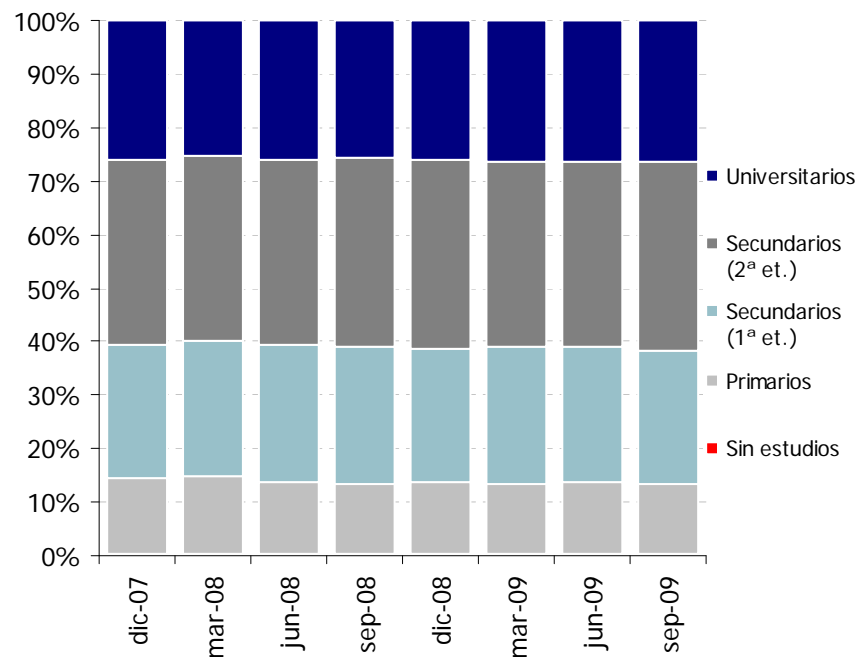
Por nivel de estudios



Fuente: SEE BBVA a partir de INE (EPA)

**España. Composición del empleo en el resto de la economía**

Por nivel de estudios

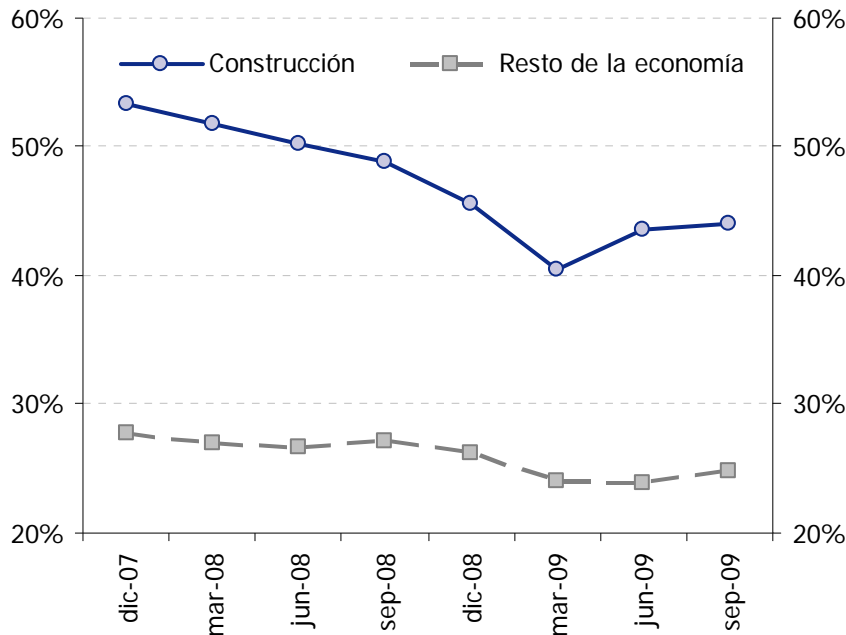


Fuente: SEE BBVA a partir de INE (EPA)

**El deterioro que está registrando la actividad constructora en España se está materializando en una reducción significativa de la demanda de trabajo por parte de las empresas del sector**

La **reducción de la tasa de temporalidad** en el sector de la construcción (-9,3 pp) fue significativamente más intensa que la experimentada por el conjunto de las restantes actividades económicas (-3,0 pp)

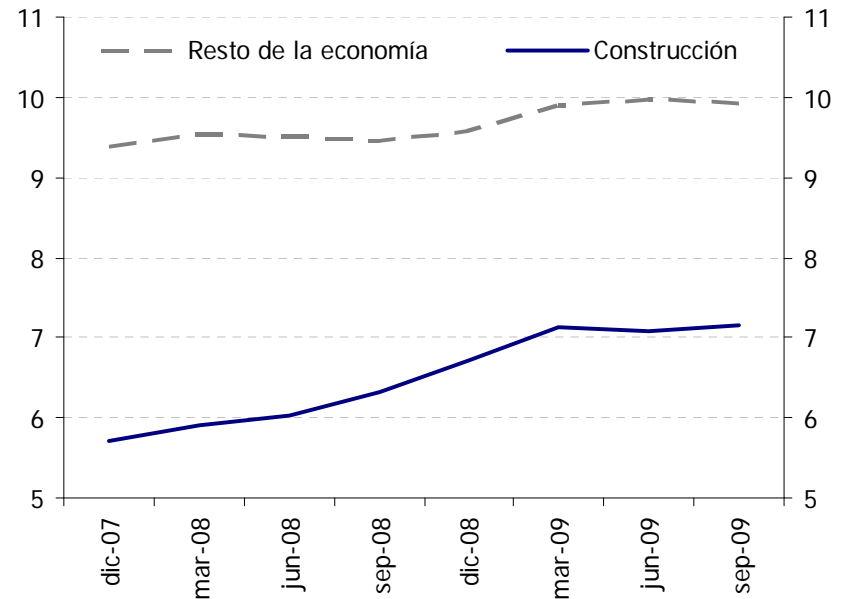
**España. Tasa de temporalidad**  
(% de asalariados con contrato temporal)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE (EPA)

La **antigüedad promedio** de los trabajadores ocupados en el sector creció un 25,3% entre el 4T07 y el 3T08, situándose en los 7,2 años de media. El aumento en el resto de la economía fue significativamente más modesto (5,3%)

**España. Antigüedad media en la empresa**  
Construcción vs resto de la economía



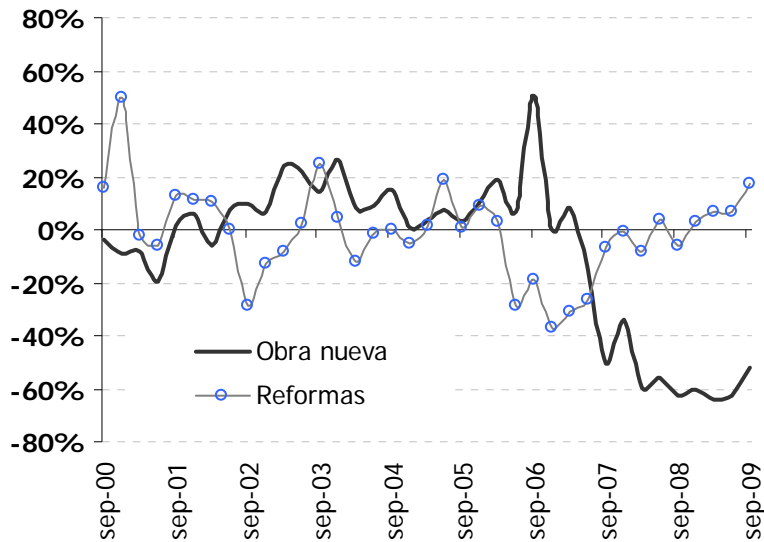
Fuente: SEE BBVA a partir de INE (EPA)

## Índice:

1. Las perspectivas de recuperación a nivel global mejoran, aunque las incertidumbres sobre la recuperación de algunas economías avanzadas continúan
2. En España, los ajustes pendientes y la necesidad de desapalancamiento en algunos sectores clave condicionan el inicio de la recuperación
3. El sector de la construcción, a pesar del descenso registrado hasta la fecha, no toca fondo, requiriendo más ajuste de precios
4. **La rehabilitación de viviendas y el crecimiento de otros sectores pueden actuar como soportes de corto plazo**
5. Después del ajuste, la demanda potencial del sector será de alrededor de 400.000 unidades

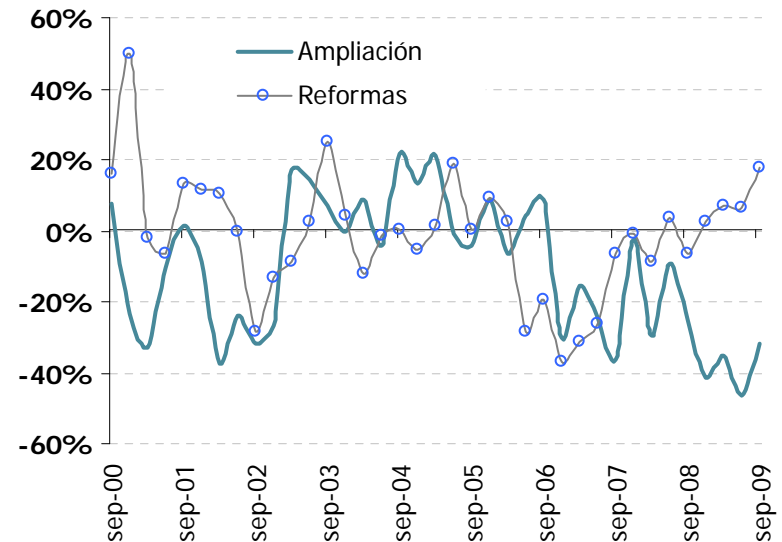
A diferencia de la obra nueva, la rehabilitación de edificios puede apoyar el reequilibrio del sector

**España: Visados para la construcción de obra nueva y la reforma**  
(% a/a suma móvil trimestral)



Fuente: Ministerio de Fomento y SEE BBVA

**España: Visados para la reforma y la ampliación**  
(% a/a suma móvil trimestral)



Fuente: Ministerio de Fomento y SEE BBVA

Mientras que el ajuste de la economía española se ha hecho más profundo, las obra de reforma han reaccionado positivamente

La evolución más positiva de la rehabilitación del parque de vivienda ya existente contribuirá a la transformación “**sostenible**” del sector inmobiliario, apoyado en las actuaciones de política económica

➤ **PLAN ESTATAL DE VIVIENDA Y REHABILITACIÓN 2009-2012:** Concentrado por un lado en la rehabilitación de centros urbanos y municipios rurales; y por otro, en la mejora energética de las viviendas

*Tipos de ayudas:* prestamos calificados; subsidiación de préstamos y subvenciones

➤ **ANTEPROYECTO DE LEY DE ECONOMIA SOSTENIBLE:** incentiva la rehabilitación con criterios de sostenibilidad

*Tipos de ayudas:*

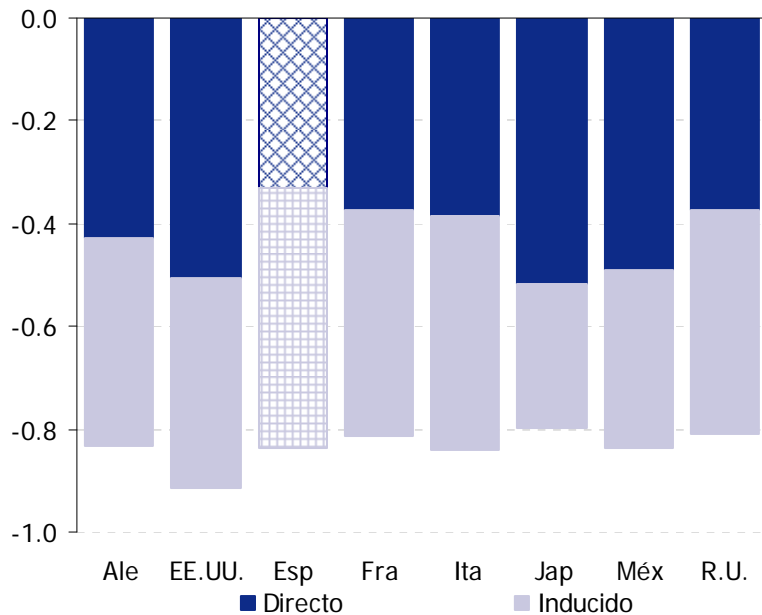
- Nueva deducción por obras de eficiencia energética (10%)
- Aplicación del tipo reducido (IVA) a las obras que favorezcan la eficiencia energética, el ahorro del agua y la accesibilidad

**Las reformas constituyen una actividad intensiva en mano de obra y con escaso impacto medioambiental**

La importancia de los efectos de arrastre sobre los restantes sectores de la economía provoca que las repercusiones derivadas de la pérdida de dinamismo de la construcción sean comparativamente elevadas

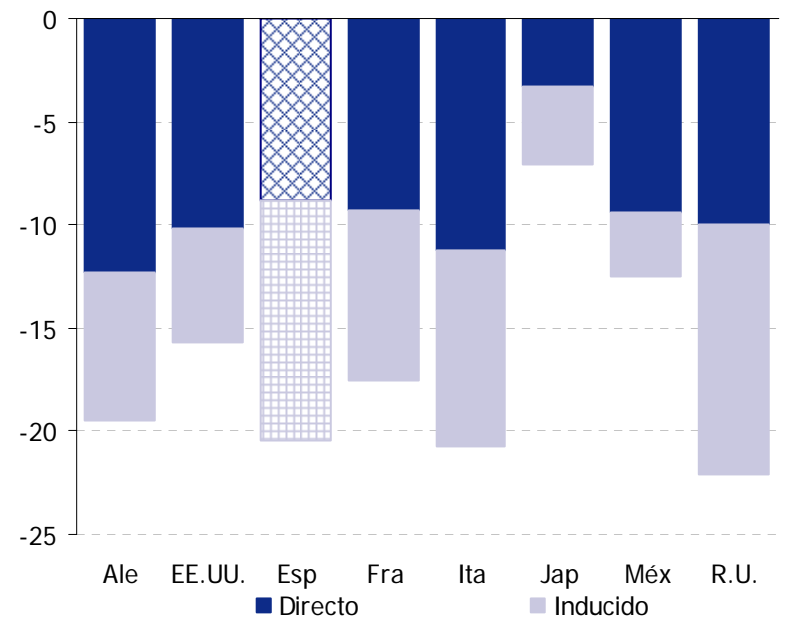
Se detecta cierta **homogeneidad regional** en cuanto a la **magnitud de los efectos de arrastre de la construcción** sobre la producción de las restantes actividades económicas ...

**Efectos sobre el VAB de cada economía de una disminución de 1 millón de € en la demanda final de la construcción**



Fuente: SEE BBVA

**Efectos sobre el empleo de cada economía de una disminución de 1 millón de € en la demanda final de la construcción**



Fuente: SEE BBVA

La importancia de los efectos de arrastre sobre los restantes sectores de la economía provoca que las repercusiones derivadas de la pérdida de dinamismo de la construcción sean comparativamente elevadas

..., así como en cuanto a la **tipología de sectores arrastrados**

**Principales sectores afectados por cambios en la demanda del sector de construcción**

	Ranking en cada país (*)							
	Alemania	EE.UU.	España	Francia	Italia	Japón	México	R. Unido
Otros productos minerales no metálicos	1º	6º	1º	3º	1º	4º	2º	4º
Comercio	3º	1º	3º	4º	2º	1º	1º	2º
Otras actividades empresariales	2º	11º	4º	1º	3º	2º	6º	1º
Fabricación de productos metálicos (excepto maquinaria y equipo)	5º	3º	2º	5º	4º	3º	8º	6º
Intermediación financiera	7º	5º	9º	2º	6º	6º	18º	3º

(\*) 42 ramas de actividad (ISIC) en Alemania, EE.UU., España, Francia, Italia, Japón y R. Unido; 77 (NAICS) en México

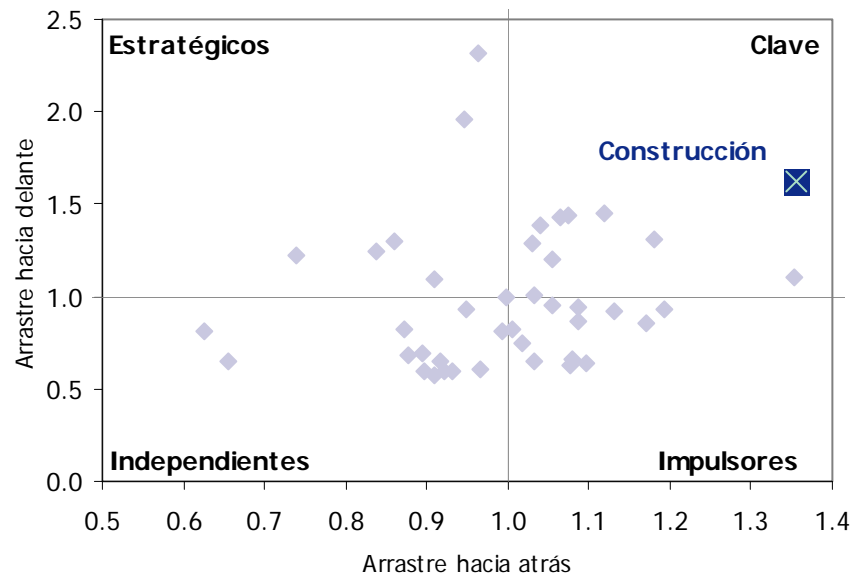
Fuente: SEE BBVA



La importancia de los efectos de arrastre sobre los restantes sectores de la economía provoca que las repercusiones derivadas de la pérdida de dinamismo de la construcción sean comparativamente elevadas

La cuantificación de la capacidad de cada sector para beneficiarse de los aumentos de la demanda final de la economía sugiere que **el sector de construcción se verá más beneficiado que la media ante una futura expansión en la demanda final**

Capacidad de cada sector según sus capacidades de arrastre  
(Índices de Rasmussen)



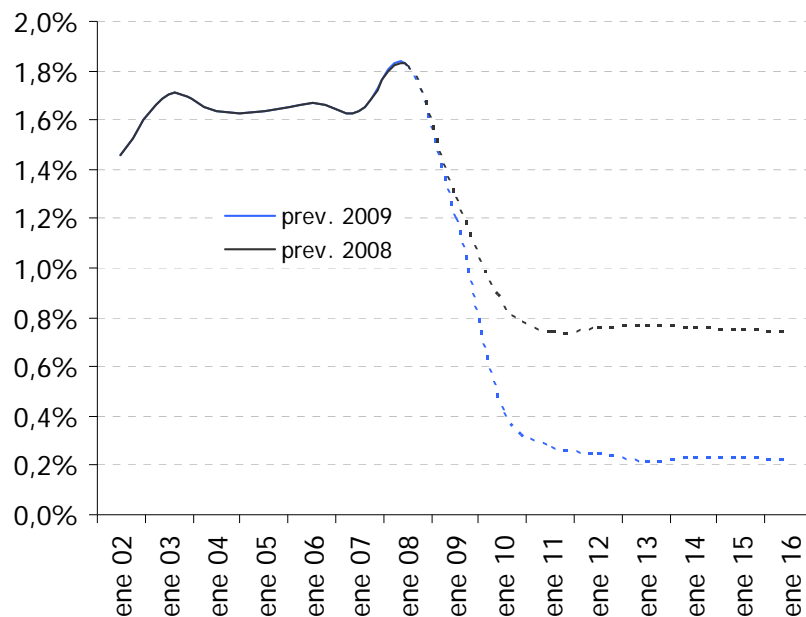
Fuente: SEE BBVA

## Índice:

1. Las perspectivas de recuperación a nivel global mejoran, aunque las incertidumbres sobre la recuperación de algunas economías avanzadas continúan
2. En España, los ajustes pendientes y la necesidad de desapalancamiento en algunos sectores clave condicionan el inicio de la recuperación
3. El sector de la construcción, a pesar del descenso registrado hasta la fecha, no toca fondo, requiriendo más ajuste de precios
4. La rehabilitación de viviendas y el crecimiento de otros sectores pueden actuar como soportes de corto plazo.
5. **Después del ajuste, la demanda potencial del sector será de alrededor de 400.000 unidades**

**El crecimiento de la población alcanzó su máximo en 2008, y a futuro se observará un menor dinamismo**

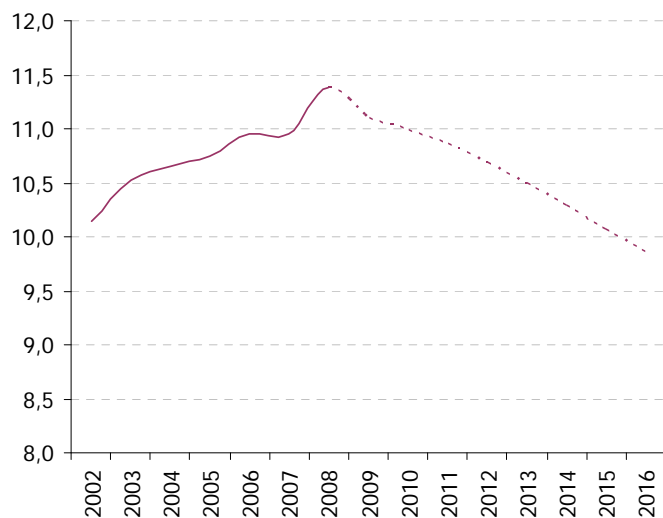
**España: Proyecciones de población**  
(crecimiento interanual)



Fuente: INE.

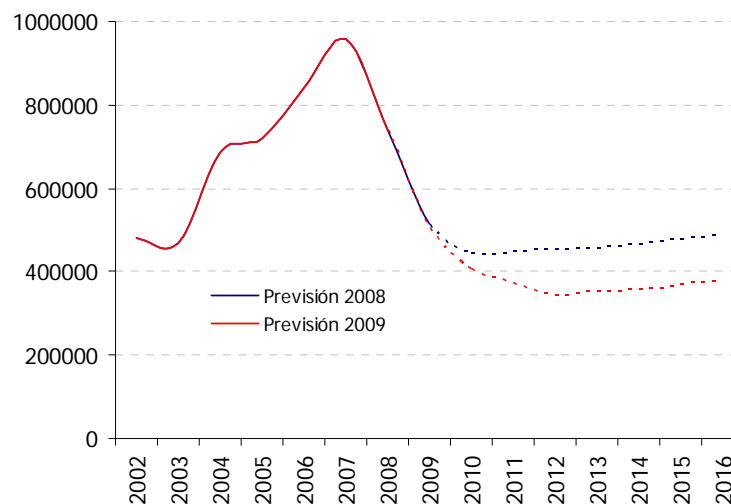
El principal cambio que se observa en las revisiones de los componentes básicos demográficos es que las proyecciones de flujos de inmigrantes son menores, reduciendo su contribución a la demanda de vivienda

**España: Proyecciones de natalidad**  
(tasas brutas por 1000 habitantes)



Fuente: INE.

**España: Proyecciones de flujos de inmigrantes**

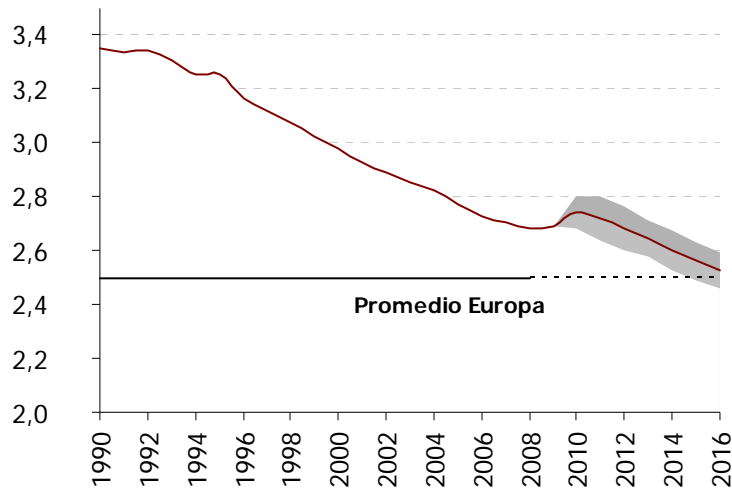


Fuente: INE.

Desde un promedio de casi 700.000 inmigrantes entre 2001-2008, las nuevas previsiones apuntan a un promedio de alrededor de los 360.000 entre 2009-2016

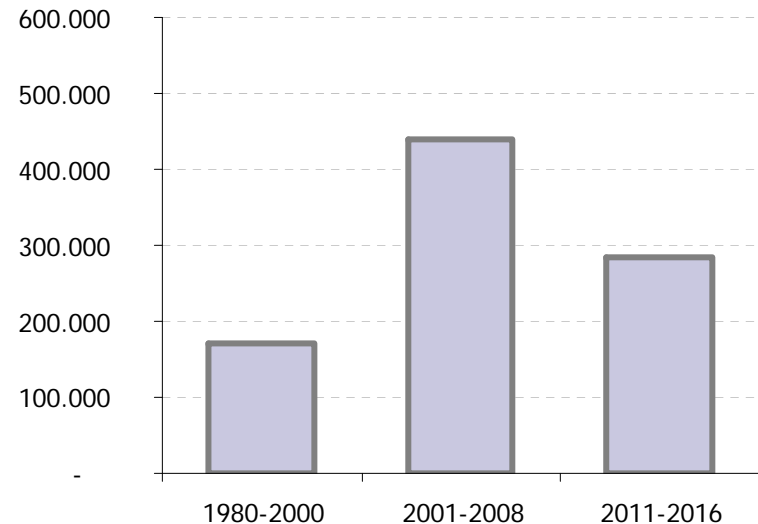
Sin embargo, estas tendencias se ven parcialmente compensadas por el proceso de reducción del tamaño de los hogares dando como resultado una creación de hogares promedio de alrededor de 280.000

**España: tamaño promedio de los hogares**



Fuente: INE; Eurostat; SEE BBVA.

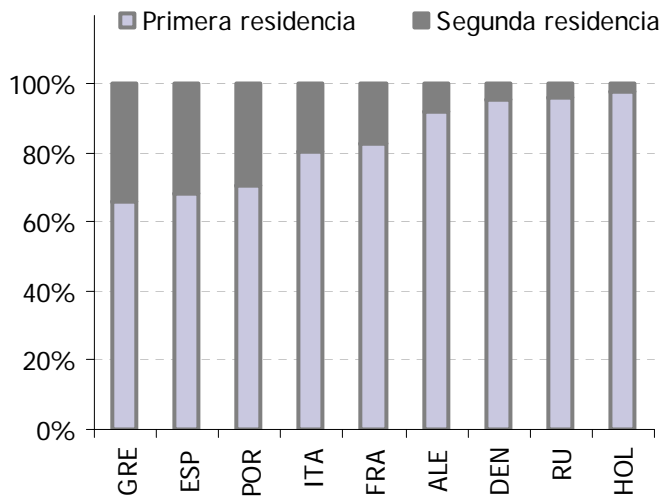
**España: Formación de hogares**  
(valores promedio)



Fuente: SEE BBVA.

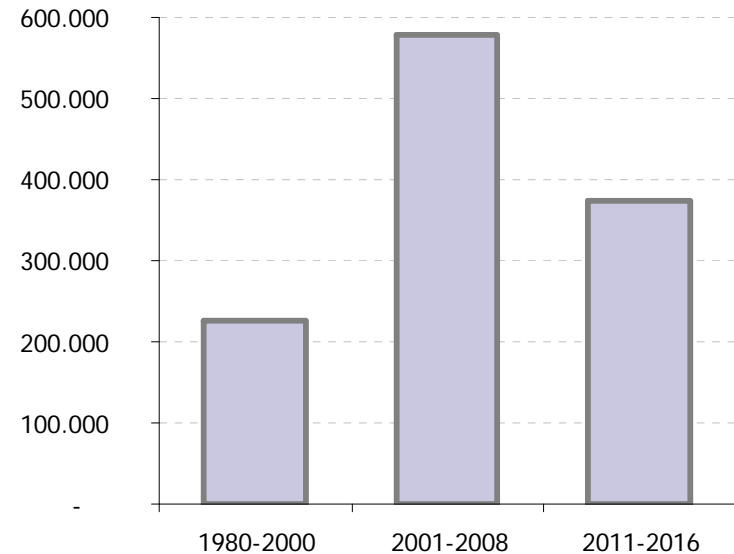
Además, considerando el porcentaje que ha representado la vivienda no principal en el parque en el pasado, la demanda de vivienda potencial podría colocarse alrededor de las 400.000 unidades, una vez que el mercado haya recuperado la normalidad

**Tipo de vivienda según utilización**



Fuente: European Statistics, INE, INSEE, DESTATIS, UK Census, INE (Portugal), SEE BBVA.

**España: Demanda potencial de vivienda**  
(valores promedio)



Fuente: SEE BBVA.

- Las **perspectivas económicas mundiales mejoran**, aunque las incertidumbres sobre la recuperación son significativas, principalmente en las economías avanzadas
- Los **ajustes que está afrontando la economía española condicionan su recuperación a corto plazo**. En 2010 se producirá una mejoría significativa respecto a 2009, aunque la actividad económica continuará contrayéndose
- En el sector inmobiliario, la **actividad residencial muestra una gran flexibilidad, ajustándose** en línea con la necesidad de reducir el stock de vivienda sin vender en el mercado. Sin embargo, el sector no residencial se mantiene soportado por las políticas públicas, sin ajustes significativos en actividad
- **Los precios de la vivienda todavía no han completado su ajuste**: a pesar de los signos de mejora del verano, el desequilibrio del mercado es todavía significativo. Desde el máximo, la caída acumulada de los precios debería alcanzar un -30% en términos reales
- La rehabilitación de viviendas y el crecimiento de otros sectores pueden actuar como **soportes**
- La evolución de las variables demográficas y de las características específicas del mercado de la vivienda español hacen prever una **demanda potencial de vivienda de alrededor de 400.000 unidades** al año

# SITUACIÓN INMOBILIARIA

## Segundo semestre 2009

– DICIEMBRE 2009 –