

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

**BBVA** | Research

# Situación Inmobiliaria España

ENERO 2018 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL & UNIDAD DE REAL ESTATE



## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. Continúa la buena evolución del mercado inmobiliario</b>	<b>4</b>
<b>3. Perspectivas del mercado inmobiliario</b>	<b>18</b>

Fecha de cierre: **5 de enero de 2018**

## 1. Editorial

Los datos referidos al mercado inmobiliario conocidos hasta la fecha ponen de manifiesto que, en términos agregados, **el crecimiento en el sector continúa**. Durante los dos trimestres centrales del año la venta de viviendas continuó creciendo, lo que favoreció la subida de los precios y la puesta en marcha de nuevos proyectos. De este modo, la inversión en vivienda continúa aportando crecimiento al PIB nacional, aunque en los últimos meses su evolución ha sido inferior a lo esperado. Se espera que en 2017 haya sido el responsable del 11,2% del crecimiento del PIB y en 2018 vuelva a ser uno de los componentes que exhiba mayor crecimiento.

A falta de conocer los datos del último trimestre, podría decirse que **el balance para el sector en 2017 ha sido positivo**, gracias a los buenoscimientos en los que continúa asentado el segmento residencial. La solidez del crecimiento ha permitido que la economía continuara creando empleo, lo que ha propiciado la demanda residencial. Todo en un contexto de bajos tipos de interés y de tasas elevadas de la confianza de los consumidores, que se mantienen optimistas en cuanto a la futura evolución de la economía. Además, la demanda foránea continúa fuerte y la caída de las compras de ingleses se ha compensado con las de otras nacionalidades.

**La incertidumbre derivada de los acontecimientos políticos en Cataluña y unos datos recientes algo peor a lo esperado influirán en la evolución del mercado**. Ello ha obligado a moderar las previsiones del crecimiento del sector en 2017 y ha condicionado las de 2018. En un sector ampliamente regulado, como el inmobiliario, cualquier foco de incertidumbre afecta a los demandantes, que podrían postergar sus compras, y a productores, modificando sus decisiones de inversión y de puesta en marcha de nuevos proyectos. Así, 2017 concluirá con un crecimiento de la demanda entorno al 12% y del 6% en 2018 para alcanzar las 550.000 transacciones. Todo vendrá acompañado de revalorización de la vivienda, en promedio anual, del 2,5% y del 4,9% en 2017 y 2018, respectivamente. Y de una actividad constructora acompañada con la demanda, lo que proyecta un crecimiento de visados alrededor del 20% cada año. Aunque todavía no se conocen muchos datos del cuarto trimestre de 2017, algunos ponen de manifiesto una cierta desaceleración, como la registrada en el nuevo crédito para compra de vivienda y la venta de viviendas, que en octubre evolucionaron peor de lo esperado.

Como viene siendo habitual, **el ritmo de crecimiento seguirá mostrando comportamientos diferenciales por comunidades autónomas**. Poco a poco son más las regiones que muestran un mercado normalizado, dejando atrás la crisis. De hecho, algunas regiones que hasta el momento habían mostrado una recuperación de las ventas más lenta que la media han ganado dinamismo en los últimos dos trimestres. Por el contrario, otras que han liderado el crecimiento de las transacciones muestran tasas de crecimiento más moderadas.

El informe se divide en dos bloques. En el primero se analiza la coyuntura del sector, prestando especial atención a la demanda de viviendas por segmentos. El segundo recoge las perspectivas para el cierre de 2017 y para 2018.

## 2. Continúa la buena evolución del mercado inmobiliario

**El buen inicio de año con que comenzó el sector inmobiliario se ha mantenido en los meses centrales.** En la parte central de 2017 tanto las transacciones residenciales como la firma de permisos para iniciar nuevas viviendas ganaron tracción. Por su parte, el precio de la vivienda siguió mostrando una clara tendencia de crecimiento. A su vez, el mercado de suelo urbano mantuvo el dinamismo, lo que augura nuevos desarrollos en los próximos trimestres. Como viene siendo habitual desde el inicio de la recuperación, **la evolución del mercado inmobiliario continúa siendo muy dispar por regiones** y, aunque la mayoría parece haber dejado atrás los niveles mínimos alcanzados durante la pasada crisis, la brecha existente entre las zonas de mayor actividad económica y mayor exposición al turismo y aquellas de menor dinamismo económico permanece.

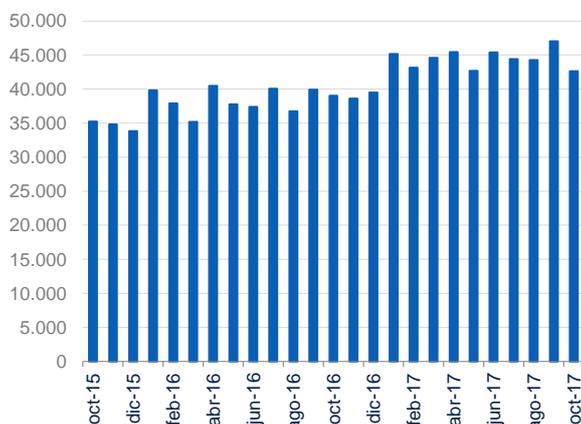
El buen ritmo de crecimiento de la economía doméstica, la persistencia de bajos tipos de interés, el mantenimiento del nivel de confianza de los hogares en niveles relativamente elevados, el crecimiento de las principales economías de origen de compradores extranjeros de vivienda en España son, entre otros, los principales factores que han propiciado el avance del sector inmobiliario en los meses centrales de 2017.

### El impulso de la venta de viviendas en verano se modera en el comienzo del otoño

**Entre los meses de junio y septiembre la venta de viviendas en España se ha mantenido en cotas relativamente elevadas**, tal y como puede verse en el Gráfico 2.1. Tras corregir la serie de variaciones estacionales y de calendario (CVEC) se aprecia cómo la venta de viviendas se mantuvo en niveles próximos a las 45.000 transacciones por mes, según los datos del Centro de Información Estadística del Notariado (CIEN). Por su parte, **en el mes de octubre se aprecia una corrección de las ventas** del 9,3% m/m (CVEC), un descenso mayor que los observados en los últimos meses que podría estar relacionado con el incremento de la incertidumbre.

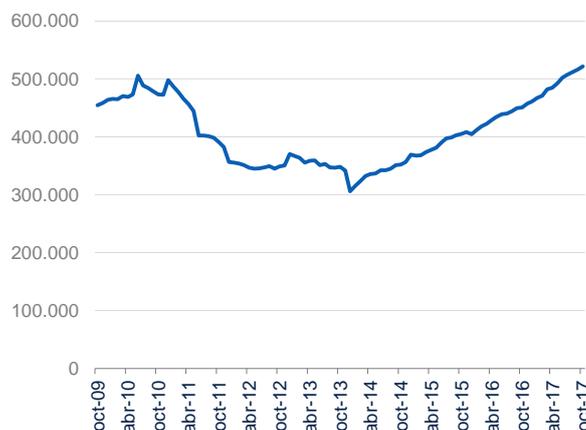
En los diez primeros meses del año en España se vendieron 432.542 viviendas, lo que supuso un incremento del 16,4% respecto a las casi 371.561 vendidas en el mismo periodo de 2016. De seguir esta evolución, la venta de viviendas terminaría con un crecimiento algo superior al estimado al comienzo del ejercicio, cuando para el conjunto del año se esperaba que la venta de viviendas creciera alrededor del 10%. Por el momento, el volumen de transacciones acumulado en los doce últimos meses, hasta el mes de octubre, indica que en España se vendieron 521.846 viviendas, lo que supone el 15,8% más que en el mismo mes de 2016, lo que mantiene la tendencia de crecimiento (véase el Gráfico 2.2).

**Gráfico 2.1** España: venta de viviendas (datos CVEC)



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

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

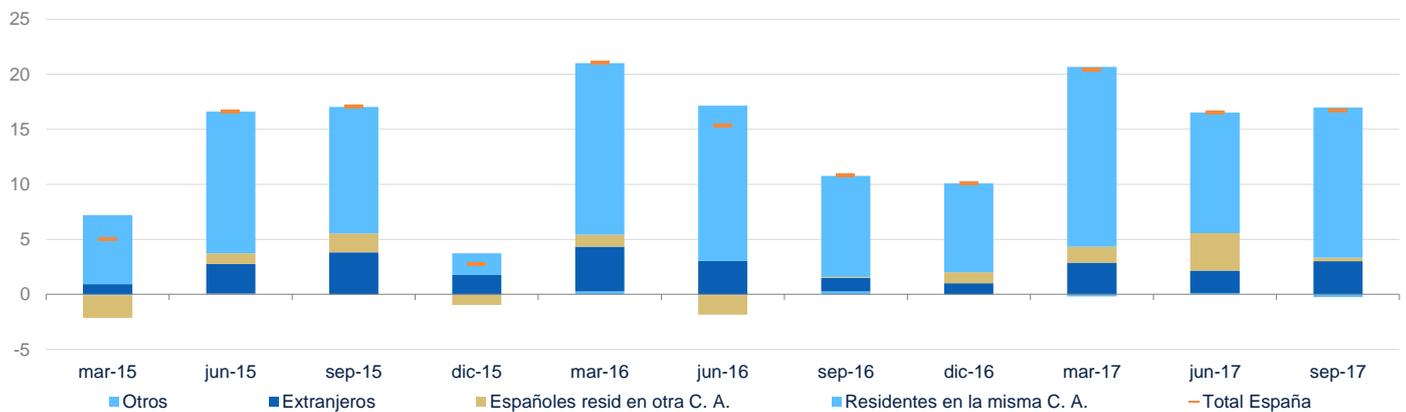


Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

**El buen tono de la demanda es una respuesta al buen comportamiento que ha continuado exhibiendo la economía en los meses centrales del año.** La economía española siguió creando empleo en el tercer trimestre del año y, aunque lo hizo de una forma más moderada, los datos fueron mejor a lo que anticipaban los correspondientes a la afiliación a la Seguridad Social. Así, el empleo se elevó el 0,8% respecto al 2T17 (CVEC), lo que se tradujo en la creación de 235.900 puestos de trabajo (141.500 CVEC). De este modo, entre enero y septiembre en España se crearon algo más de 437.000 puestos de trabajo. El buen desempeño de la economía ha seguido dándose en un contexto de bajos tipos de interés, lo que ha mantenido relativamente barato el endeudamiento: el tipo de nuevas operaciones en noviembre cerró en el 2,2%, al tiempo que el Euribor 12 meses alcanzó un nuevo mínimo en el mes de diciembre (-0,19%). Además, la confianza de los consumidores se mantiene en las inmediaciones de los niveles máximos, todo ello a pesar de la corrección experimentada octubre y noviembre, cuando la percepción de las familias sobre la situación de la economía en los próximos meses se redujo seis puntos respecto al mes de septiembre como consecuencia, en parte, a la inestabilidad derivada de la situación en Cataluña. Otro de los factores que han actuado como palanca de la venta de viviendas ha sido el buen comportamiento de la demanda extranjera. El crecimiento de las economías europeas ha favorecido la compra de viviendas de foráneos, que volvió a aumentar en los nueve primeros meses del año, acumulando un ascenso del 15,0% interanual.

La composición de la demanda en la parte central del año refleja un mayor protagonismo de la los demandantes que adquieren una vivienda en otra comunidad autónoma a la de residencia, sobre todo en el 2T17, ya que en el 3T17 se modera (véase el Gráfico 2.3). En el agregado del 2T y 3T17 el peso de este segmento de demanda ha representado el 10,1% de las compras (0,3pp más que en el mismo periodo del año anterior) y ha experimentado un crecimiento interanual del 20,1%, superior al de trimestres precedentes. Así, este segmento de la demanda fue responsable del 11,2% del incremento de ventas totales entre abril y septiembre, debido, sobre todo, al buen desempeño mostrado en el 2T17.

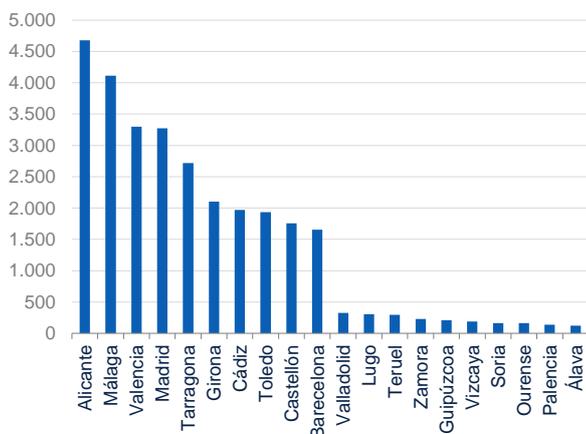
**Gráfico 2.3** España: contribución al crecimiento interanual de la venta de viviendas por segmentos (pp)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

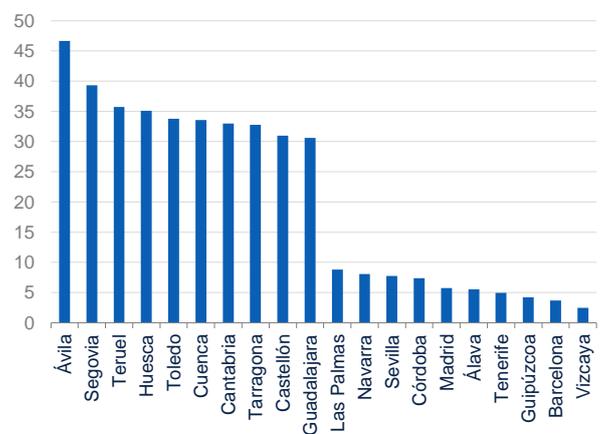
Ante esta evolución, resulta interesante ver qué provincias son las que más están atrayendo a los compradores de segundas residencias. Las cifras brutas indican, tal y como puede verse en el Gráfico 2.4, que **Alicante, Málaga, Valencia, Madrid y Tarragona son las cinco provincias que atrajeron a más compradores residentes en otras provincias** entre enero y septiembre. Sin embargo, cuando se relativiza por el número total de viviendas vendidas en cada provincia se obtiene que aquellas donde la segunda residencia cuenta con una mayor cuota de mercado son las más próximas a las grandes ciudades. Es el caso de Ávila, Segovia y Toledo, provincias próximas a Madrid donde alrededor del 35% de las viviendas vendidas en cada una de ellas son adquiridas por residentes en otras provincias. Sucede igual con Cantabria, próxima a Bilbao y su entorno, y Tarragona próxima a Barcelona (véase el Gráfico 2.5).

**Gráfico 2.4** España: número de viviendas compradas por residentes en otras provincias (ene-sep 2017)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

**Gráfico 2.5** España: viviendas compradas por residentes en otras provincias ene-sep 2017 (% total viviendas vendidas en cada provincia)



Fuente: Research BBVA RE a partir de Registro de la Propiedad

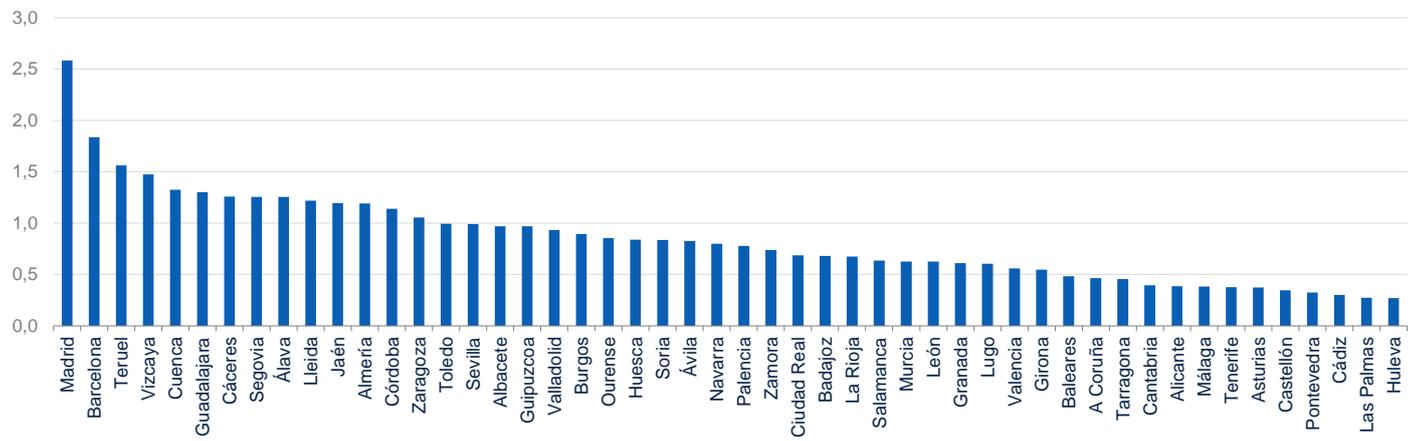
Respecto a los mercados emisores, se aprecia que **Madrid y Barcelona, seguidas de Teruel, Vizcaya y Cuenca, fueron las provincias que mostraron una mayor ratio de compra de segunda residencia por cada 1.000 habitantes**, entre enero y septiembre de 2017 (véase el Gráfico 2.6). Así, los madrileños compraron 2,6 viviendas por cada 1.000 habitantes fuera de la comunidad en los nueve primeros meses del año. Les siguen los residentes en Barcelona con una ratio de 1,8. Los principales destinos de los compradores de Madrid fueron Alicante, donde se concentró el 11,0% de las compras realizadas en otras provincias, Toledo (10,4%), Valencia (10,1%) y Málaga (9,9%). Tras estas, a mayor distancia, Barcelona (3,9%) y Guadalajara (3,7%). Una distribución que difiere a la de los tres primeros trimestres de 2006, años de expansión en el sector. En aquel periodo, el 19% de las compras se localizó en Toledo y Guadalajara (5pp más que en los mismos trimestres de 2017), provincias a las que muchos madrileños tuvieron que recurrir para adquirir una vivienda por la dificultad que suponía adquirir una semejante en la región. Así, parece que en los nueve primeros meses de 2017 la proporción de destinos vacacionales fue algo superior a la de 2006. Los principales destinos de los residentes en Barcelona fueron Tarragona, donde se concentró el 19,1% de las compras de viviendas de barceloneses en otra provincia, Girona (18,4%), Madrid (7,9%), Valencia (6,0%) y Alicante (5,1%).

Los residentes en Vizcaya compraron 1,5 viviendas por cada 1.000 habitantes fuera de la provincia, siendo Cantabria el principal receptor de los compradores vizcaínos, concentrando el 32,6% de las adquisiciones llevadas a cabo fuera de la provincia. Tras ella, Burgos que concentró el 10,0%, La Rioja (6,9%), Madrid (6,3%) y Alicante (4,6%).

Ratios elevados también se observaron en Teruel, Lleida y Cuenca. Sin embargo, el número de operaciones fue relativamente reducido. En estas tres provincias los principales destinos fueron las provincias más próximas con mayor dinamismo económico. En Teruel, casi el 83% de estas operaciones se dirigió hacia Zaragoza, Valencia y Castellón. En Lleida, más del 81% de las compras fuera de la provincia tuvieron lugar en Tarragona, Barcelona y Zaragoza. En Cuenca casi el 85% se concentró en Valencia, Albacete, Madrid y Alicante. En las provincias menos pobladas la decisión de adquirir una vivienda fuera de la provincia de residencia puede ir más allá de tener una vivienda vacacional y estar más ligada a decisiones laborales y a la búsqueda de oportunidades propias o de descendientes.

En las otras dos provincias más pobladas situadas entre las 20 con una mayor ratio, se encuentran Sevilla y Zaragoza (véase el Gráfico 2.6). En la primera el 42,8% de las compras fuera de la provincia se realizó en Cádiz, el 29,1% en Huelva y el 12,8% en Málaga. Destinos con un marcado carácter vacacional. En Zaragoza el 26,4% de las compras en otras provincias se realizó en Huesca, el 17,8% en Castellón y el 14,5% en Tarragona, provincias muy vinculadas a la residencia vacacional de la capital aragonesa.

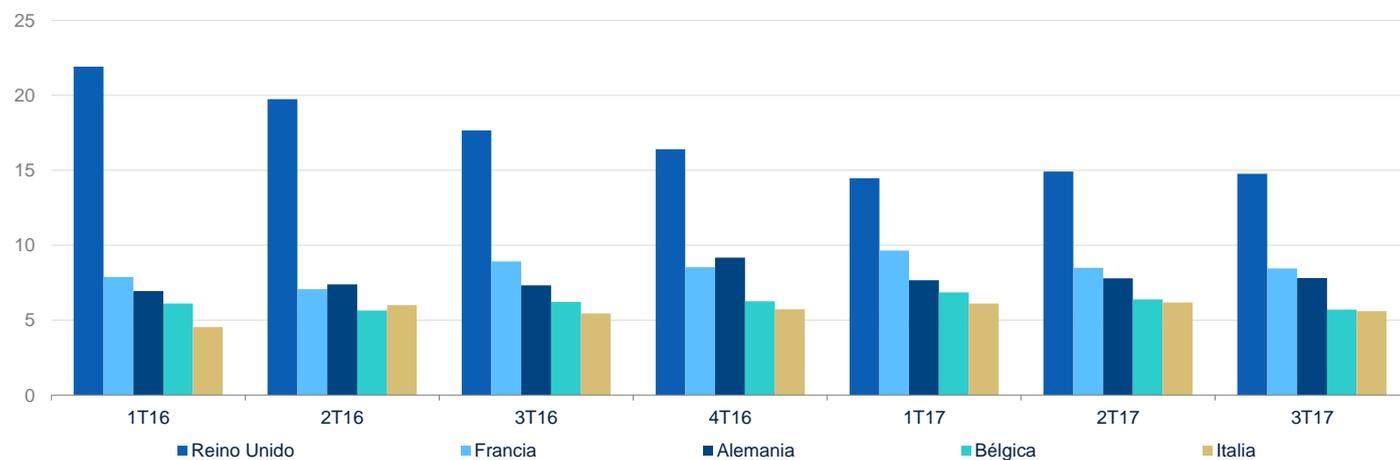
**Gráfico 2.6** España: viviendas compradas en una provincia diferente a la de residencia entre enero y septiembre 2017 (viviendas por 1.000 habitantes)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Este análisis indica que, **en las provincias más pobladas, el objeto de la compra de una segunda residencia tiene un marcado carácter vacacional**, al menos superior al de los años del boom, tal y como se ha visto en el caso de Madrid. Por su parte, **los residentes en provincias más pequeñas tienden a comprar una segunda vivienda en provincias cercanas más grandes y con un mayor dinamismo económico**. En el caso de los habitantes de Guadalajara más del 42% de las compras de viviendas en otra provincia se produjo en Madrid, entre enero y septiembre de 2017. Entre los segovianos el 40% de las compras fuera de la provincia se realizó en Madrid y más del 18% en Valladolid.

Además, **la exposición del mercado inmobiliario español a la demanda extranjera se mantiene elevada y creciente**. En el tercer trimestre del año el peso de la demanda extranjera ha subido ligeramente respecto a los dos anteriores (17,5% vs 16,9% en 2T17 y 16,7% en 1T17). En los nueve primeros meses del año los extranjeros adquirieron 66.190 viviendas en España, un 15,0% más que en el mismo periodo de 2016, lo que supone el 17,0% del total de ventas en el periodo. Reino Unido continuó siendo el principal país de origen de los demandantes extranjeros. De hecho, en el segundo trimestre **los ingleses recuperaron una pequeña parte del protagonismo perdido hasta el 1T17, que consiguieron mantener en el tercero**. Así, entre marzo y septiembre adquirieron el 14,8% de las viviendas compradas por los foráneos, 0,3pp más que en los tres meses anteriores, según los datos de la Estadística Registral Inmobiliaria. Por tanto, aunque como consecuencia de los efectos de la consulta que llevaría al *brexit*, los ingleses han reducido la compra de viviendas en España, ésta parece haberse estabilizado. Franceses, alemanes y belgas e italianos siguen siendo el resto de nacionalidades más demandantes de vivienda en España, según los datos del Registro de la Propiedad (véase el Gráfico 2.7).

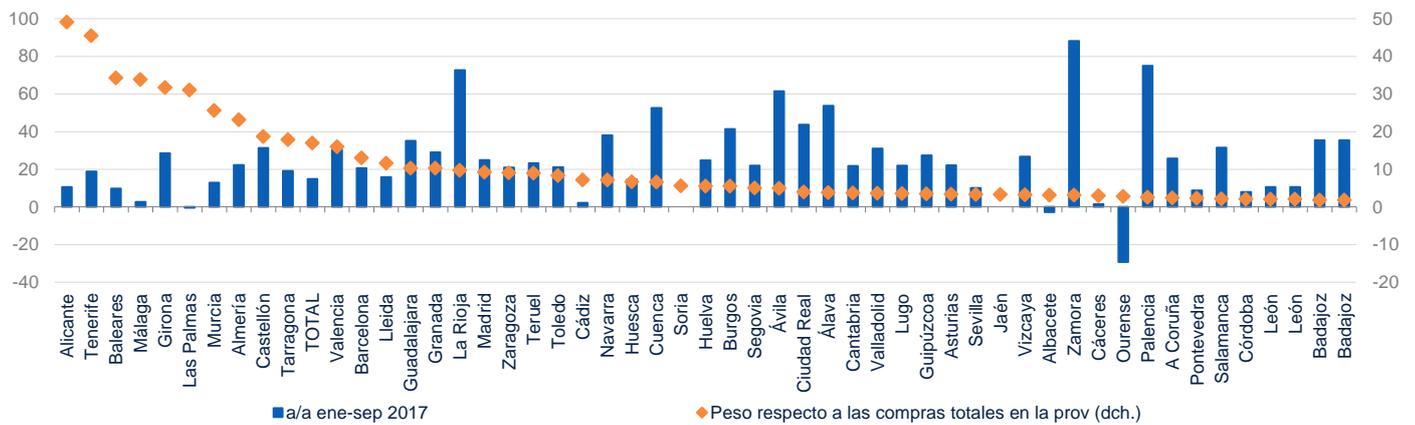
**Gráfico 2.7** España: compra de viviendas por extranjeros (% total)


Fuente: Research BBVA RE a partir de Registro de la Propiedad

En términos absolutos, **los extranjeros siguen decantándose por el litoral mediterráneo, Madrid y Canarias a la hora de adquirir una vivienda en España**. Alicante y Málaga, siguen siendo las provincias donde más viviendas compran los extranjeros, seguidas de Barcelona y Madrid. En estas cuatro provincias se aglutinan más del 50% de las operaciones. En términos relativos, la relevancia de las compras de extranjeros en los nueve primeros meses de 2017 fue mayor en Alicante y Tenerife, donde casi el 50% de las viviendas vendidas fueron adquiridas por extranjeros. El peso supera el 30% en Baleares, Las Palmas, Málaga y Girona. De aquí se desprende que las provincias del mediterráneo y las dos de Canarias siguen siendo las más expuestas a la demanda extranjera. En Madrid y Barcelona el porcentaje de estas operaciones respecto al total fue del 9,2% y el 13,0%, respectivamente, inferior a la media nacional en el periodo (17,0%).

En cuanto a las tasas de crecimiento de las compras de extranjeros, cabe decir que son las provincias donde menos pesa este segmento de demanda donde se observan mayores incrementos. Así, entre enero y septiembre de 2017 la compra de viviendas de extranjeros creció por encima del 70% a/a en Zamora, Palencia y La Rioja. Sin embargo, en estas provincias el volumen de operaciones es tan bajo que, un pequeño aumento del número de operaciones da lugar a importantes tasas de crecimiento (por ejemplo, en Zamora las ventas entre enero y septiembre de 2016 ascendieron a 17 viviendas y en 2017 a 32). Por su parte, en Alicante el crecimiento fue del 10,5% a/a, una tasa inferior a la media nacional (15,0%) pero que, dado el elevado volumen de operaciones, tiene una gran repercusión en el mercado de la provincia. En Tenerife las compras de extranjeros crecieron el 18,8% y mantuvieron un peso elevado, lo que otorga a este segmento de demanda un protagonismo esencial en su sector inmobiliario. En Baleares la compra de foráneos creció el 9,8%, una tasa relativamente baja pero con una elevada repercusión en el mercado, dado el elevado peso del segmento en el mercado. Algo que también se aprecia en Málaga, donde las compras de extranjeros crecieron el 2,6% a/a entre enero y septiembre (véase el Gráfico 2.8). Así, según el volumen de operaciones va alcanzando un cierto nivel, las tasas de crecimiento tienden a moderarse.

**Gráfico 2.8** España: Viviendas compradas por extranjeros entre enero y septiembre de 2017 (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

## El mercado hipotecario sigue favoreciendo el dinamismo de la demanda

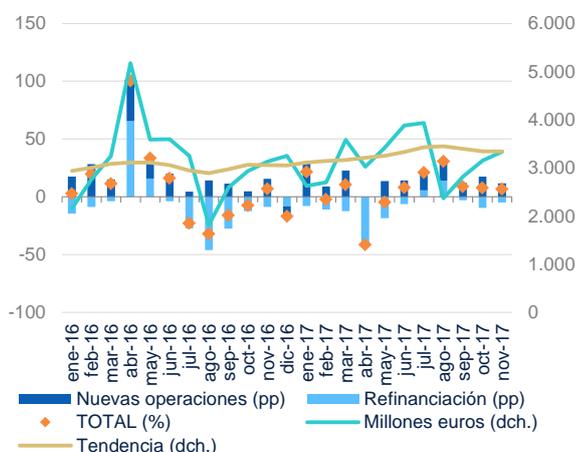
**El nuevo crédito para compra de vivienda sigue fluyendo a los hogares**, si bien, la tendencia de crecimiento parece haberse moderado desde el mes de agosto. La descomposición de la concesión de crédito revela una pérdida de relevancia de las refinanciaciones, una vez pasado el efecto base derivado del aumento de las ligadas a las decisiones de algunas entidades en torno a las cláusulas suelo. Por su parte, el volumen de crédito destinado a nuevas operaciones no ha dejado de crecer en los últimos meses. En particular, entre junio y noviembre lo ha hecho a un promedio interanual del 16,3%. De este modo, en los primeros once meses del año esta partida de crédito se elevó hasta los casi 32.635 millones de euros, el 16,4% más que en el mismo periodo de 2016, mientras, el asociado a refinanciaciones se redujo el 64,7% (véase el Gráfico 2.9).

En línea con la demanda, **el volumen de préstamos hipotecarios creció en los meses de verano**, manteniendo la tendencia que venía observándose desde inicios de año. Por su parte, en octubre se apreció una corrección en la concesión de hipotecas, coherente con la observada también en las ventas (véase el Gráfico 2.10). En consecuencia, en los diez primeros meses del año la firma de hipotecas se elevó hasta casi las 185.079, lo que supuso un 14,7% más que en el mismo periodo de 2016.

Durante los últimos meses el Euribor 12 meses ha vuelto a registrar un mínimo histórico (-0,19% en diciembre), lo que ha logrado **mantener el tipo de interés hipotecario de nuevas operaciones en el entorno del 2,2%**. Los bajos tipos de interés junto con las mejores perspectivas del mercado residencial y el mantenimiento de la confianza de los consumidores en niveles relativamente elevados han propiciado el **incremento de la demanda de créditos para adquisición de vivienda en el 3T17**, según la Encuesta de préstamos bancarios de España del pasado mes de octubre. Todo ello **en un contexto de relajación de los criterios de aprobación** de los créditos para adquisición de vivienda. Según la misma encuesta, el incremento de competencia entre entidades, las perspectivas positivas en

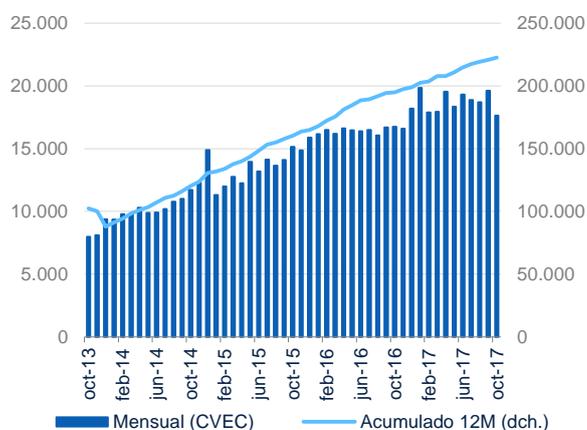
torno a la economía en general y al sector inmobiliario en particular y la mayor solvencia de los hogares han contribuido a esta relajación. Además, **las condiciones generales aplicadas a los préstamos volvieron a suavizarse** por los menores costes de financiación y la mayor disponibilidad de fondos por parte de las entidades. En este sentido se apreció una reducción de los márgenes aplicados y de los gastos en los préstamos ordinarios (una subida en el caso de los de más riesgo) y un descenso de la relación entre el principal y el valor de la garantía.

**Gráfico 2.9** España: contribución al crecimiento de la concesión de crédito para adquisición de vivienda



Fuente: Research BBVA RE a partir de BdE

**Gráfico 2.10** España: hipotecas para adquisición de vivienda



Fuente: Research BBVA RE a partir de CIEN

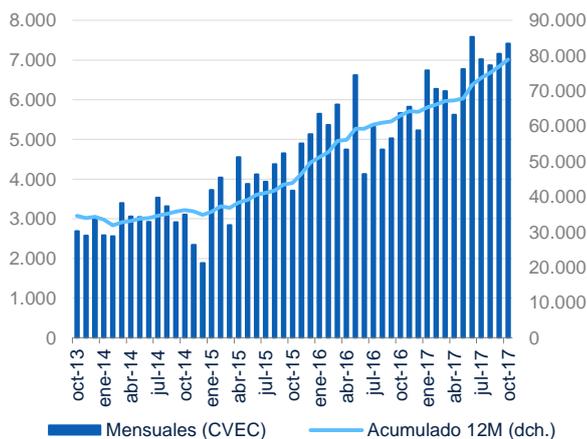
## La actividad constructora continúa respondiendo a la demanda creciente

El buen tono de **la demanda residencial fue correspondido por la actividad constructora, que ganó tracción en los meses de verano**. Con ello, la industria trata de responder al aumento de la demanda que viene produciéndose desde 2014 en un contexto en el que la escasez de viviendas nuevas es manifiesta en muchas zonas. Desde el mes de mayo la firma de visados para la construcción de vivienda de obra nueva ha mantenido la tendencia de crecimiento, tal y como puede observarse en el Gráfico 2.11. Así, en los dos trimestres centrales del año la firma de visados creció a un promedio trimestral del 4,5% (CVEC). Con ello, en los diez primeros meses del año los permisos para iniciar nuevas viviendas se elevaron hasta los casi 68.100, lo que supuso un incremento del 28,0% respecto al mismo periodo de 2016. Este crecimiento se produce con un nivel reducido de la actividad constructora: en 2017 se habrían iniciado alrededor del 10,5% de las que se comenzaron, en promedio, entre 2005 y 2007.

Después de tres años de aumentos en la iniciación de viviendas también **comienza a observarse un cambio de tendencia en la serie de viviendas terminadas**, aproximadas por los datos de certificados de final de obra del Colegio de Arquitectos Técnicos, recogidos por el Ministerio de Fomento. El acumulado anual ha mostrado reiteradas contracciones hasta enero de 2017, mes a partir del cual la variación de la serie se ha vuelto positiva. De este modo, en los diez primeros meses de 2017 los certificados de final de obra crecieron el 38,2% interanual. Una tasa de

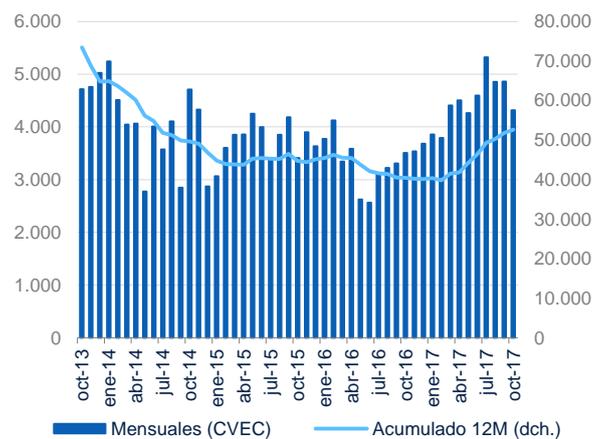
crecimiento elevada que se corresponde con la firma de 45.289 certificaciones (véase el Gráfico 2.12). Sin embargo, el nivel de viviendas terminadas es todavía muy inferior al registrado en los años anteriores: el acumulado 12 meses hasta octubre de 2017 fue equivalente al 8,5% de las terminadas, en promedio anual, entre 2006 y 2008.

**Gráfico 2.11** España: visados para la construcción de vivienda de obra nueva



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

**Gráfico 2.12** España: certificados de final de obra



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

Otras variables también muestran esta recuperación de la actividad constructora. La más significativa y la que puede actuar como indicador adelantado de esta actividad es el empleo. **Los datos del mercado de trabajo en el sector de la construcción muestran un mayor crecimiento que la media de la economía.** La Encuesta de Población Activa (EPA) indica que en el segundo y en el tercer trimestre los ocupados en la construcción crecieron a un promedio trimestral del 1,9%, frente al 0,8% medio en el conjunto de la economía. Del mismo modo, los datos de afiliados a la Seguridad Social muestran un incremento del 0,5% en promedio mensual entre abril y diciembre en el sector de la construcción, 0,24pp más que el registrado en el conjunto de la economía en el mismo periodo. Sin embargo, parte de ello también se debe al moderado crecimiento en la obra no residencial (la superficie de los nuevos visados no residenciales firmados entre enero y octubre creció el 13,6% interanual) y de la recuperación de la obra pública (30,9% interanual en el acumulado de enero a noviembre de 2017, tras dos años de retrocesos). Por otro lado, **el indicador de clima de la construcción del segmento residencial**, elaborado por el Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital, **muestra una mejora de 35,3 puntos entre enero y octubre de 2017** debido a los aumentos en las carteras de pedidos y a la tendencia positiva del empleo, vislumbrado por los agentes del sector.

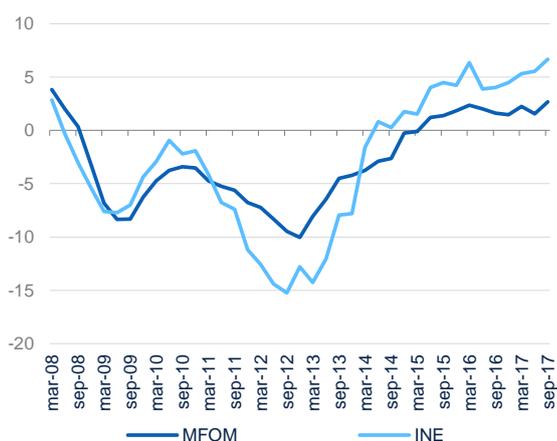
**El mercado de suelo también mostró cierto dinamismo entre los meses de abril y octubre**, aunque en los meses de junio y julio se aprecia un retroceso, septiembre muestra una recuperación y octubre un cierto estancamiento. Con ello, en los diez primeros meses del año el número de transacciones de suelo crecieron a una tasa interanual del 18,3%. Por su parte, la superficie total transada mostró un leve crecimiento del 0,6% interanual, debido, sobre todo, a un efecto base consecuencia de la gran superficie comercializada en mayo de 2016.

## El crecimiento de la demanda residencial empuja al alza el precio de la vivienda

**El precio de la vivienda mantuvo la senda de crecimiento.** Los valores de tasación, publicados por el Ministerio de Fomento, reflejan que la moderación del crecimiento del precio de la vivienda en el segundo trimestre del año corrigió en el tercero. En particular, mientras que en el 1T17 el precio creció el 2,2% interanual en el 2T17 lo hizo a una tasa del 1,6% y en el tercero lo hizo al 2,7%. De este modo, la moderación del 2T17 parece responder más a la volatilidad de la serie que a una desaceleración del mercado, dada la positiva evolución de la demanda en un entorno de oferta a la baja (las viviendas terminadas siguen siendo muy reducidas y el stock de viviendas sin vender en algunas zonas prácticamente ya ha desaparecido). Por otro lado, el índice de precios de la vivienda del INE, basado en los precios de las operaciones registradas ante notario, muestra una aceleración del incremento del precio de la vivienda en el 2T17 y el 3T17. Según el INE, en el 2T17 el precio de la vivienda se revalorizó a una tasa interanual del 5,6%, 0,3pp más que en el trimestre anterior, cuando el precio creció el 5,3% interanual. Por su parte, en el penúltimo trimestre del año el Índice del Precio de la Vivienda recoge un incremento interanual del 6,7%, el mayor ascenso desde el inicio de esta serie en 1T07 (véase el Gráfico 2.13).

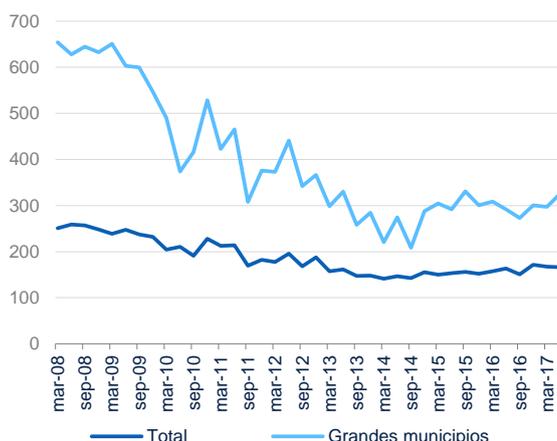
Por su parte, **el precio del suelo parece haber acentuado la tendencia de crecimiento que se inició a partir de 2014.** El mayor dinamismo en el mercado de suelo urbano se estaría empezando a dejar notar en el precio. Así, en los nueve primeros meses del año el precio habría aumentado en torno al 13,0% respecto a 2014, año en el que el precio registró el mínimo. El suelo urbano en el mercado más dinámico, el correspondiente a los grandes municipios, ha mostrado un mayor encarecimiento: entre 2014 los tres primeros trimestres de 2017 el suelo se ha revalorizado el 22,5%. Un ascenso importante pero todavía insuficiente para recuperar el descenso experimentado entre 3T07, cuando el precio era de 697,5 €/m<sup>2</sup>, y el 2T14, cuando se alcanzó el mínimo (208,6 €/m<sup>2</sup>) (véase el Gráfico 2.14).

**Gráfico 2.13** España: variación interanual del precio de la vivienda (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE y MFOM

**Gráfico 2.14** España: compra de viviendas por extranjeros (% total)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

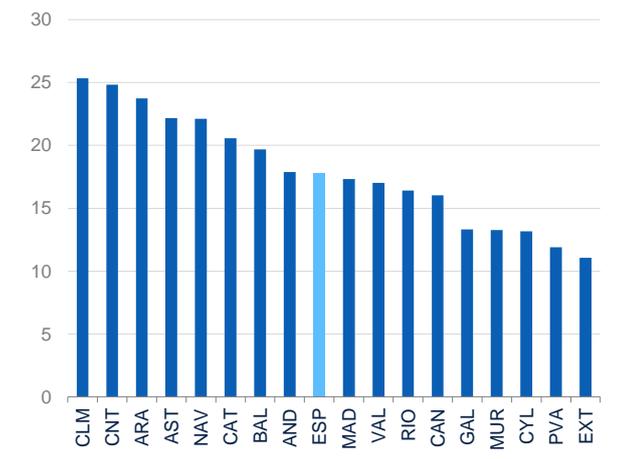
## El mercado sigue exhibiendo una elevada heterogeneidad geográfica

La evolución del mercado sigue mostrando un comportamiento muy diferencial entre comunidades autónomas y provincias. Mientras en algunas el crecimiento está consolidado, en otras comienza a asentarse.

Entre enero y septiembre de 2017, el mayor dinamismo de las ventas se registró en Castilla-La Mancha, Cantabria y Aragón, con incrementos interanuales del 25,3%, 24,8% y 23,7%, respectivamente. Por el contrario, el menor crecimiento se registró en Extremadura, donde las ventas crecieron el 11,0% interanual. De este modo, **algunas regiones que hasta el momento habían mostrado una recuperación de las ventas más lenta que la media han ganado dinamismo en los últimos dos trimestres**: es el caso de Castilla-La Mancha. Por el contrario, otras que han liderado la recuperación muestran tasas de crecimiento más moderadas: Canarias (véase el Gráfico 2.15).

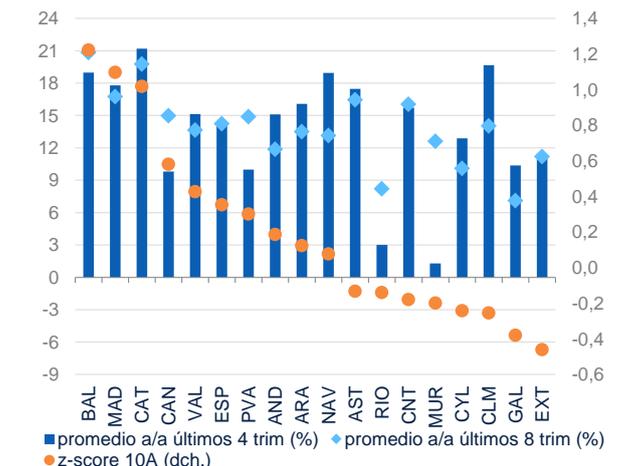
Pese a que la venta de viviendas ha crecido en todas las comunidades autónomas, en algunas de ellas el mercado inmobiliario no se encuentra completamente normalizado y la demanda no ha terminado de superar el proceso de ajuste. Es el caso de Extremadura, Galicia, Castilla-La Mancha, Castilla y León, Murcia, Cantabria, La Rioja y Asturias. En ellas, la media trimestral de las ventas entre el 1T y el 3T17 es todavía inferior al promedio trimestral de los diez últimos años (en desviaciones típicas: z-score). En el resto de las regiones, donde la ratio es positiva, puede decirse que el mercado se ha normalizado. Comparando esta ratio con la calculada en octubre de 2016 se observa cómo en la actualidad son más los mercados que han alcanzado la normalización. En particular, Aragón y Navarra son las dos regiones que en los últimos doce meses han pasado de mostrar un mercado en ajuste a contar con un mercado relativamente normalizado<sup>1</sup> (véase el Gráfico 2.16).

**Gráfico 2.15** España: venta de viviendas por CC. AA. entre enero y septiembre 2017 (% a/a)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

**Gráfico 2.16** España: venta de viviendas (indicador de normalización, último dato 3T17)

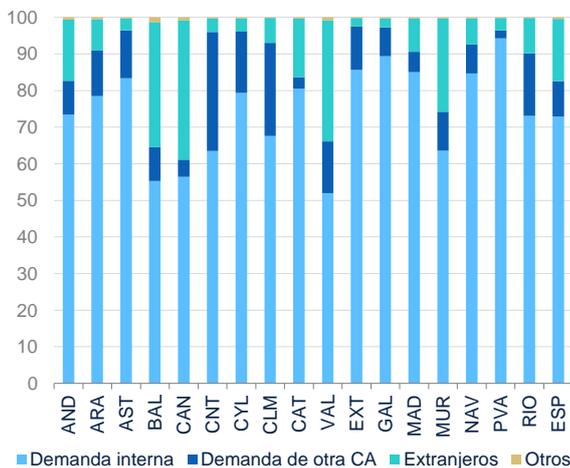


Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

1: Véase el indicador de normalización en Situación Inmobiliaria España, 2º semestre de 2016 ([https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/10/Situacion\\_Inmo\\_oct16.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/10/Situacion_Inmo_oct16.pdf))

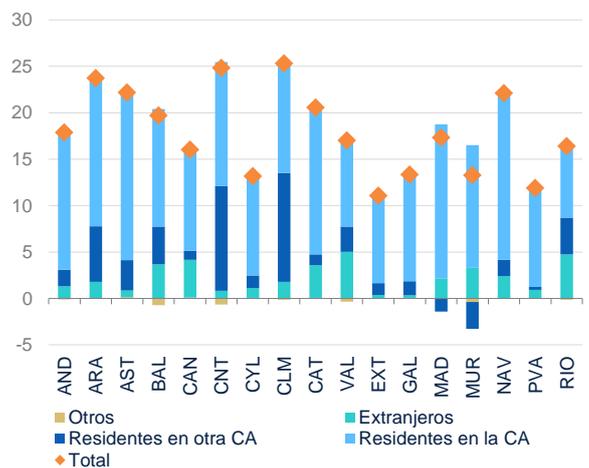
Por otro lado, **la composición de la demanda sigue siendo muy diferente entre comunidades autónomas**. Aunque en todas ellas el segmento dominante es el correspondiente a los residentes, **en algunas de ellas los compradores de otras comunidades autónomas o los extranjeros siguen siendo determinantes** en el mercado inmobiliario. Tal es el caso de Baleares, Canarias, Comunidad Valenciana y Murcia donde las compras por extranjeros superan ampliamente el 20% del total en los primeros nueve meses del año. Incluso en algunas provincias como Alicante las compras de extranjeros equivalen prácticamente a la mitad del total. Además, entre enero y septiembre de 2017 se ha observado una mayor relevancia de las compras de viviendas por parte de residentes en otra comunidad autónoma, lo que podría aproximarse a la compra de una segunda residencia. Resulta particularmente notable el peso adquirido por este segmento de demanda en Cantabria, donde casi el 33% de las compras las realizaron residentes en otras regiones. En Castilla-La Mancha esta proporción también se ha elevado, alcanzando el 25%. La Comunidad Valenciana, Asturias, Aragón y La Rioja también muestran proporciones elevadas en este campo de demanda (véase el Gráfico 2.17). De hecho, tal y como revela el Gráfico 2.18, el elevado peso de este segmento de demanda unido a un crecimiento interanual relativamente elevado ha dado lugar que las compras de residentes en otras regiones hayan sido responsables de una buena parte del crecimiento de las ventas en Cantabria y Castilla-La Mancha. Por su parte, destaca el dinamismo de la demanda de extranjeros en Canarias y la Comunidad Valenciana, responsables del 25,3% y el 29,5% del crecimiento de las ventas en cada una de las comunidades, respectivamente.

**Gráfico 2.17** España: peso de los segmentos de demanda residencial respecto al total ene-sep 2017 (%)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

**Gráfico 2.18** España: contribución al crecimiento interanual de la venta de viviendas por segmentos ene-sep 2017 (pp)

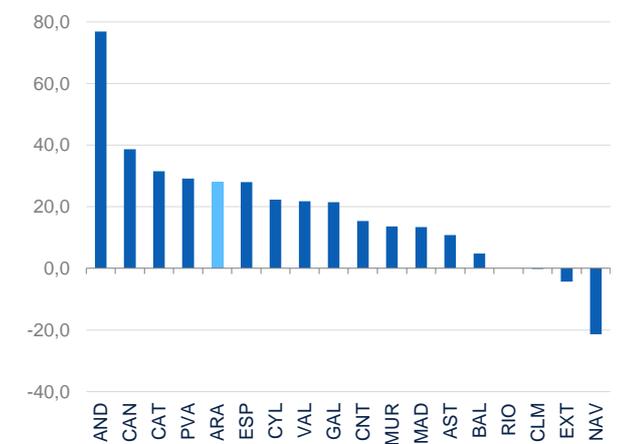


Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

El avance de la oferta también tiene lugar a distintas velocidades entre las comunidades autónomas. En los primeros diez meses del año, Andalucía muestra el mayor crecimiento de la firma de visados para iniciar nuevas viviendas y tan sólo se registraron reducciones en las comunidades de Castilla-La Mancha, Extremadura, y Navarra (véase el Gráfico 2.19). Además, **algunas de las zonas que mayor dinamismo han exhibido en el pasado comienzan a**

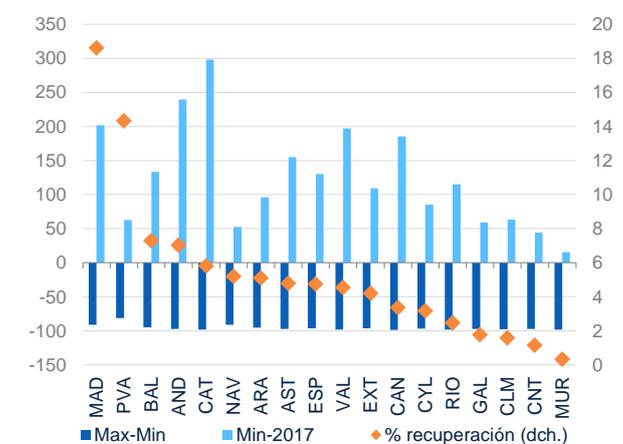
**mostrar crecimientos más moderados:** tal es el caso de las comunidades de Madrid y Baleares. Precisamente éstas son dos de las regiones españolas donde los visados más han recuperado el terreno perdido durante la crisis. Así, en Madrid los visados firmados desde 2014 hasta la actualidad han permitido recuperar el 18,6% de la recaída experimentada entre 2007 y 2013, de alrededor de 60.000 viviendas. Otras comunidades donde la recuperación de los visados supera la de la media nacional (los visados firmados desde el inicio de la recuperación equivalen al 4,7% de los visados que se perdieron durante la crisis) fueron País Vasco, Baleares, Andalucía y Cataluña. Por el contrario, hay dos regiones donde la recuperación de los visados es todavía incipiente: Cantabria y Murcia. Desde que alcanzaran el mínimo, hasta el pasado mes de octubre, los visados han crecido alrededor del 44% en Cantabria y del 15% en Murcia, lo que supone, tan sólo, el 1,2% y el 0,3% de la caída de visados que se produjo durante la crisis, respectivamente. Aunque en Cantabria no parece existir un problema de sobreoferta de vivienda nueva, en Murcia, el exceso de stock sí podría estar condicionando la puesta en marcha de nuevos proyectos y, por tanto, la iniciación de nuevas viviendas. Algo que también se aprecia en Castilla-La Mancha y La Rioja, dos de las regiones con mayores problemas de sobreoferta de vivienda nueva (véase el Gráfico 2.20).

**Gráfico 2.19** España: visados de vivienda de obra nueva enero-septiembre 2017 (%. a/a)



Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

**Gráfico 2.20** España: evolución de los visados de vivienda de obra nueva (%)

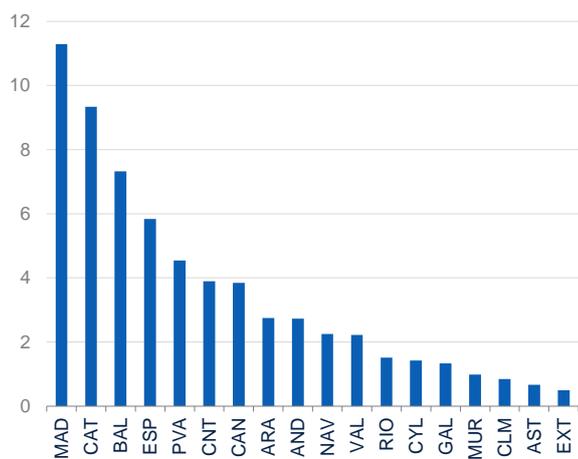


Fuente: Research BBVA RE a partir de MFOM

El análisis del precio de la vivienda, según el Índice de Precios de la Vivienda del INE, sigue revelando comportamientos muy diferenciados entre comunidades autónomas. En los tres primeros trimestres de 2017 Madrid, Cataluña y Baleares encabezaron el ranking de crecimiento. Al mismo tiempo, el menor dinamismo se localizó en Murcia, Castilla-La Mancha, Asturias y Extremadura, con un ascenso medio interanual inferior al 1% en los tres primeros trimestres del año (véase el Gráfico 2.21). Con ello, **Madrid, Baleares y Cataluña siguen liderando la recuperación del precio de la vivienda en España**, con ascensos acumulados superiores al 25% desde mínimos y con una tendencia de crecimiento positiva en el 3T17, tal y como refleja el diferencial positivo entre la tasa de crecimiento interanual de dicho trimestre y el promedio de esta última etapa de crecimiento. Sin embargo, **aunque en todas las comunidades autónomas el precio de la vivienda parece haber dejado atrás el mínimo, en algunas**

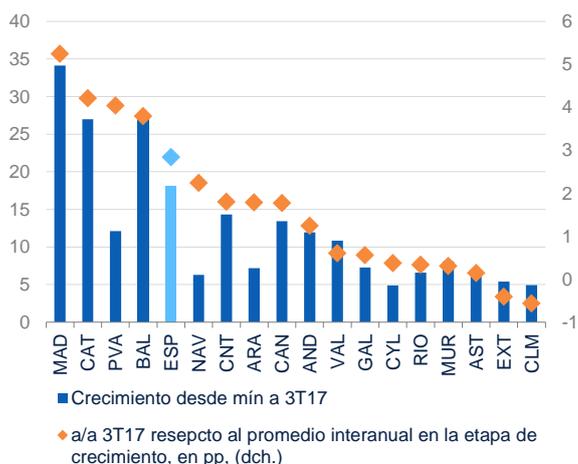
la **tendencia de crecimiento no es tan clara**. Tal es el caso de la Castilla-La Mancha y Extremadura, donde el crecimiento del precio en el 3T17 fue inferior al promedio registrado en los últimos trimestres de crecimiento (véase el Gráfico 2.22).

**Gráfico 2.21** España: precio de la vivienda (promedio interanual en 1T17, 2T17 y 3T17)



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

**Gráfico 2.22** España: precio de la vivienda



Fuente: Research BBVA RE a partir de INE

### 3. Perspectivas del mercado inmobiliario

**La solidez de la economía española y la de los determinantes del mercado inmobiliario apoyan las perspectivas de crecimiento del sector en los próximos trimestres.** Si bien, el incremento de la incertidumbre en torno a la política económica gestada en torno a la situación política en Cataluña podría afectar algo a la evolución del mercado, tal y como también podría reflejarse en el conjunto de la economía.

Hacia adelante, la ralentización de la economía en el 4T17 ha dado lugar a una revisión de 0,2pp a la baja del crecimiento del PIB para 2017, hasta el 3,1%. Para 2018 la economía seguirá beneficiándose por la inercia positiva de la actividad y por la ligera revisión al alza del crecimiento de los principales socios comerciales españoles, que impulsaría las exportaciones. Pese a todo, otros factores apuntan hacia una moderación del crecimiento a lo largo del próximo año: el agotamiento de los vientos de colca que han venido impulsando a la economía española, cierta saturación del sector turístico, deterioro de las expectativas derivadas de las consecuencias económicas de los ataques terroristas del pasado mes de agosto y del aumento de la incertidumbre asociada a la situación política en Cataluña. Este incremento de la incertidumbre supone un riesgo para las partidas de demanda más vinculadas a la inversión y a la exportación de servicios, sobre todo en Cataluña, tal y como se recoge en el Observatorio Regional del 4T17<sup>2</sup>.

**La moderación del crecimiento de la economía española en la última etapa del año y el incremento de la incertidumbre se dejará notar también en el sector inmobiliario.** Además, la previsión de crecimiento de la inversión en vivienda para 2018 se revisó a la baja respecto al escenario anterior debido, sobre todo, al incremento de la incertidumbre y a la consiguiente moderación del crecimiento económico en los próximos trimestres. En un sector de regulación compleja como el inmobiliario, la incertidumbre en torno a la política económica puede tener mayor repercusión que en otros.

Desde el punto de vista de la venta de vivienda el año terminará en positivo. El crecimiento acumulado en los diez primeros meses del año ha sido del 16,4%. **De cara al último trimestre de 2017 se espera que se haya producido una moderación para cerrar el año con un crecimiento en torno al 12,5%**, lo que equivale a algo menos de 520.000 transacciones residenciales. **De cara a 2018, se espera que la venta de viviendas crezca en torno al 6,0%, lo que supondría un nivel de casi 550.000 transacciones.** Se trata de un incremento algo inferior al esperado en el escenario anterior, explicada por la moderación del crecimiento económico, la paulatina normalización del comportamiento de la demanda tras el inicio de la recuperación (muy afectada por el efecto base derivado de los bajos niveles de venta alcanzados durante la crisis) y por el aumento de la incertidumbre.

---

2: <https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2017/11/Observatorio-Regional-4T17.pdf>

**La actividad constructora seguirá respondiendo a la positiva evolución de la demanda.** En un contexto en el que la vivienda de obra nueva escasea en algunas áreas del territorio nacional, se espera que la industria continúe avanzando en incrementar la oferta. Al igual que sucede con la demanda residencial, la firma de permisos para iniciar obra nueva podría haber experimentado una moderación del crecimiento en la parte final del 2017 como consecuencia de la mayor incertidumbre. Con todo **se espera que los visados de vivienda de obra nueva hayan cerrado el año con un crecimiento en el entorno del 24%. En 2018 se espera que la firma de visados crezca alrededor del 16%, lo que se traduciría en unos 92.000 nuevos visados** de vivienda de obra nueva.

Por su parte, **el precio de la vivienda seguirá evolucionando al alza en los próximos trimestres.** El dato del tercer trimestre del año mostró, tal y como se esperaba, un impulso del crecimiento tras la moderación registrada en el 2T17. Sin embargo, **el menor aumento del precio en el segundo trimestre, junto con la mayor incertidumbre y la moderación del crecimiento de la demanda han llevado a revisar la previsión del crecimiento del precio a la baja. Así, se espera que el año haya concluido con un incremento del 2,5%**, en promedio anual, 0,5pp menos de lo que se preveía en el escenario anterior. **De cara a 2018**, el buen tono de la demanda en un escenario de oferta contenida, ya que el número de viviendas terminadas sigue siendo reducido, vaticina nuevos avances en el incremento del precio residencial. En particular, **se espera que el precio muestre un avance del 4,9%, en promedio anual.**

Con todo, **la creación de empleo**, aunque a tasas algo más moderadas de lo esperado que en el escenario anterior y la persistencia de **un escenario de bajos tipos de interés** junto con un **mayor crecimiento de la economía europea** y, por tanto, un buen tono de la demanda extranjera, **auguran un buen futuro para la industria residencial en 2018.**

**A escala regional las previsiones seguirán mostrando una elevada diversidad.** Las áreas más activas económicamente y las más favorecidas por el turismo seguirán mostrando una evolución positiva del mercado inmobiliario, más aún si prosigue aumentando la demanda de segunda residencia. Por su parte, **el avance del sector en las zonas del norte e interior peninsular con crecimientos económicos más moderados y con una población más envejecida seguirá siendo positivo, aunque el ritmo de la evolución continuará siendo más lento.** Ello no estará reñido con la aparición de tasas de crecimiento elevadas puntuales derivadas, en la mayor parte de los casos, de los bajos niveles de partida de la recuperación. Mención especial merece el caso de Cantabria, una de las regiones del norte peninsular donde mayor dinamismo muestra el precio de la vivienda, en buena medida, por la positiva evolución de la demanda por parte de no residentes en la región. De igual modo, el mercado inmobiliario en País Vasco muestra un mejor comportamiento que las regiones vecinas donde el menor castigo que sufrió el sector durante la crisis podría estar favoreciendo su recuperación.

Por último, tal y como se ha dicho a lo largo de todo el informe, **la incertidumbre derivada de la situación política en Cataluña no beneficiará al sector inmobiliario nacional ni, sobre todo, al catalán.** Hasta el momento, se estima que la economía catalana crezca por debajo de la media en 2018, lo que repercutirá directamente en la

demanda residencial doméstica. Pero no sólo eso, la incertidumbre en torno a la política económica tampoco favorece a la demanda foránea, y en una región en el que el 16% de las viviendas vendidas las compran extranjeros (más del 30% en Girona), una desaceleración de este segmento puede dejarse notar en el mercado.

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

## Este informe ha sido elaborado por la unidad de Research del Área Real Estate de BBVA

David Cortés  
david.cortes@bbva.com

Leopoldo Duque  
Leopoldo.duque@bbva.com

Félix Lores  
Felix.lores@bbva.com

### Unidad de España y Portugal

#### Economista Jefe de España y Portugal

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

Ignacio Archondo  
ignacio.archondo@bbva.com  
+34 673 70 60 36

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

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

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

María Gómez de Olea  
maria.gomezdeolea@bbva.com  
+34 91 537 79 11

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

Myriam Montañez  
miriam.montanez@bbva.com  
+34 638 80 85 04

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

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

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

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

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

### BBVA Research

#### Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

##### Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

##### Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

##### Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

##### Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

##### Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

##### Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

##### Coordinación entre Países

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

##### Regulación Digital

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

##### Regulación

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

##### Sistemas Financieros

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

##### Inclusión Financiera

##### España y Portugal

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

##### Estados Unidos

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

##### México

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

##### Oriente Medio, Asia y

Geopolítica  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

##### Turquía

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

##### Asia

Le Xia  
le.xia@bbva.com

##### América del Sur

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

##### Argentina

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

##### Chile

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

##### Colombia

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

##### Perú

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

##### Venezuela

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

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