

Recuperación lenta pero sólida del mercado inmobiliario

- **La inversión foránea se dirige a sectores como el logístico y el comercial**
- **La demanda residencial aún se cubre con el stock de viviendas**

Madrid, 1 de febrero de 2017–. La recuperación de las transacciones, el crecimiento positivo de los precios y la presencia de inversión extranjera son los síntomas de la recuperación del sector inmobiliario –todavía lenta pero sólida- y que, salvo imprevistos, continuará en los próximos trimestres. El último número de *Cuadernos de Información Económica*, editado por **Funcas**, incluye un artículo en el que se analiza el momento económico del sector de la construcción y trata de identificar su capacidad de recuperarse y asentar la expansión.

Paloma Taltavull recuerda que, de media a largo plazo, el sector aporta entre un 60% y un 65% del total de la inversión de la economía, porcentaje incluso superior en los ciclos de construcción expansivos (como ocurrió entre 2001 y 2007) y que en el período 2012-2016 bajó hasta el 52%. La caída de la actividad constructora desde el comienzo de la crisis ha afectado tanto a la obra pública como a la edificación residencial. Esta última continúa sin remontar pese a que la economía acumula ya más de tres años de crecimiento y creación de empleo y de que existe una demanda potencial importante en las franjas de edad con mayor necesidad de vivienda. Sin embargo, las condiciones del mercado de trabajo para la población joven y las aún limitadas expectativas de mejora determinan que solo los hogares con ingresos estables y ahorro disponible puedan acceder a la compra de vivienda. Ello explica que en un entorno de crecimiento del 3% y de creación de empleo, no se haya recuperado la edificación como habitualmente se había observado en otros ciclos similares de recuperación económica.

Según la autora, la reactivación del sector ha venido de la mano de la inversión exterior, que acelera su entrada en 2015, y dirigida a sectores como el logístico y comercial ya que, de momento, la demanda residencial se satisface con la reducción del *stock* de viviendas sin ocupar. En términos generales, la actividad constructora puede tardar aún tiempo en recuperarse hasta su nivel de largo plazo. No obstante, se puede asistir a un inicio de edificación más intensa en las áreas con mayor demanda (principales capitales y algunas costas), en especial por las expectativas de aumentos de precios en un entorno de inflación.

César Cantalapiedra y Salvador Jiménez examinan el comportamiento de las comunidades autónomas en la financiación de su endeudamiento reciente y resaltan el protagonismo que la Administración Central ha adquirido en los últimos cinco años como financiador de los gobiernos regionales, al concentrar ya más del 50% de su endeudamiento. En un contexto económico-financiero muy favorable para las emisiones y la refinanciación en los mercados de capitales, y que las comunidades autónomas podrían haber aprovechado para alargar la vida media de su cartera y reducir su coste medio (como ha hecho el Tesoro), solo unas pocas han iniciado una vuelta a los mercados: Asturias, Castilla y León y La Rioja se han sumado así a Madrid, País Vasco y Navarra. Pero en 2016, las regiones todavía cubrieron unos dos tercios de su financiación apelando al propio Tesoro a través de los mecanismos de financiación extraordinarios (entre otros el FLA) creados para atender a aquellas que no podían acudir a los mercados.

Para los autores, es discutible que el Tesoro tenga que seguir incentivando esta vía de financiación, subvencionado el tipo de interés y disuadiendo, por tanto, de salir al mercado a quienes tienen oportunidad. En su opinión, el problema de la financiación regional no debería descansar en solventar su endeudamiento, por un lado, porque puede resultar dañino en el momento de afrontar la reentrada en los mercados y, por otro, porque “el desequilibrio más grave de nuestras finanzas públicas reside en la Seguridad Social, y dada la cercanía del agotamiento del Fondo de Reserva quizás el Tesoro debería priorizar sus esfuerzos en captar financiación para este subsector y no desincentivar a las comunidades autónomas a financiarse en los mercados de capitales”.

En un escenario marcado por los riesgos a la baja en la economía internacional, tres artículos se centran en diversos aspectos del entorno externo: el impacto de las iniciativas económicas anunciadas por el nuevo presidente norteamericano; las repercusiones internacionales de la política monetaria de la Reserva Federal; y las incertidumbres que genera la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

Juan Carlos Berganza y Pilar L’Hotellerie-Fallois repasan las medidas anunciadas por Donald Trump y el alcance que puedan tener sobre los demás países. La economía de EEUU está fuertemente integrada económica y financieramente con el resto del mundo: representa el 22% del PIB mundial, el 11% del comercio mundial o el 12% de los flujos bancarios transfronterizos. Aunque los mercados han reaccionado con rapidez mediante subidas de las bolsas, aumentos de los tipos de interés y depreciación de la mayoría de

monedas frente al dólar, el impacto sobre la actividad económica y el comercio internacional es más difícil de anticipar, si bien el giro proteccionista afectará a los tratados comerciales. Pese a que un mayor crecimiento en EEUU, derivado de una política fiscal más expansiva, y la apreciación del dólar estimularán las exportaciones de sus socios comerciales, son efectos positivos que podrían verse contrarrestados por la mayor incertidumbre y el mayor proteccionismo comercial, con una alta probabilidad de escenarios adversos especialmente para aquellas economías más expuestas al comercio con EEUU.

EEUU es una pieza central del sistema financiero internacional y el dólar desempeña el papel de moneda de reserva, por lo que su política monetaria influye en el resto del mundo. El artículo de **Juan Carlos Berganza y Javier Vallés** estudia el proceso normalización monetaria de la Reserva Federal y sus efectos internacionales. En diciembre de 2015 se produjo una primera subida del tipo de interés tras siete años de tipos cero, que se vio acompañada por una segunda subida en diciembre de 2016. Aunque las incertidumbres sobre la economía norteamericana y su entorno exterior mantienen todavía los tipos por debajo del nivel que correspondería a las reglas utilizadas para el diseño de la política monetaria en EEUU, las medidas adoptadas han dado lugar a una fuerte apreciación del dólar (un 26% en los dos últimos años respecto a una cesta de monedas) que, si bien afecta positivamente a la competitividad de los bienes producidos fuera de EEUU, tiene efectos de carácter contractivo sobre el resto del mundo por la menor demanda de ese país y por la traslación de este endurecimiento de las condiciones financieras a los demás países. Estos efectos suelen ser más significativos en los países emergentes.

En el momento actual, los cambios en las políticas fiscal, comercial e inmigratoria anunciados por la Administración Trump han alterado las perspectivas de la política monetaria norteamericana para los próximos trimestres, que ahora se prevé pueda ser más restrictiva para contrarrestar el aumento de las expectativas de inflación. Ello agudizaría la divergencia con la política monetaria de otros países desarrollados, y en particular del Banco Central Europeo, todavía muy expansiva a la espera de una mejora de la eurozona. En momentos de débil recuperación en Europa, los cambios que pueden producirse en los mercados (tipos de interés a largo plazo) y en los tipos de cambio requerirán del BCE y de las autoridades económicas europeas una respuesta apropiada que evite el aumento de los desequilibrios globales.

Santiago Carbó y Francisco Rodríguez analizan la situación del sector financiero español ante el *Brexit*. La salida del Reino Unido de la UE tiene implicaciones importantes para España y el financiero es un sector de particular incidencia por su elevada exposición tanto a través de la inversión directa (es el sector que lidera dicha inversión con 16.600 millones de euros), como a través de los derechos que detenta en Reino Unido, especialmente frente al sector empresarial no bancario en forma de créditos y participaciones. Además, la banca española tiene una significativa presencia en el mercado minorista británico, por lo que cualquier incidencia negativa derivada para la economía del Reino Unido tendría consecuencias negativas. Al margen de los riesgos, hay oportunidades para la banca española. De algunas ya se han hecho eco las autoridades españolas: la CNMV, en coordinación con el Gobierno, ha desarrollado un plan para atraer a las entidades que puedan considerar cambiar su sede a España. También instituciones regulatorias o supervisoras europeas que opten por dejar su sede en Londres podrían encontrar en España ventajas en términos de coste y condiciones de actuación.