

Perspectivas del mercado  
inmobiliario:  
del "aterrizaje suave"  
a la "dura" realidad

José García Montalvo  
Catedrático de Economía UPF  
**Fundación Rafael del Pino**  
16 de abril de 2008

# La situación económica actual

## ■ Últimos datos

- FMI: Revisión a la baja del PIB de EE.UU. en 2008 hasta el 0,5%. La Reserva Federal ya no descarta una recesión en EE.UU.
- FMI: Alemania revisión a la baja: 1,2%
- Banco de España revisa sus expectativas de crecimiento de la economía hasta el 2,4% (aunque otros organismos los sitúan en el 2,1%). FMI rebaja hasta el 1,8%.
- FMI: Crec. mundial: 3,2%

# ¿Crisis apocalíptica?

- Rato califica la crisis financiera como “la más importante desde los años 30”
- Presentación informe CESIfo: “Viviremos la peor crisis desde el 29”
- Soros dice que la crisis será la peor de los últimos 70 años.

# El origen del problema

- En la mayoría de los países el origen del problema es el mismo: el sector inmobiliario
- En el caso español podría ser mucho peor pues el sector inmobiliario representa un porcentaje muy elevado de la producción directa (entre el 16 y el 18%). Residencial el 9% frente a una media del 6% histórica. Sumando efectos indirectos e inducidos: 30%.

# Últimos datos en España

- Hipotecas están cayendo al 27%. Además 98% a tipo variable
- Visados de obra nueva caen al 50%
- Caída de las compraventas: 27%
- Caída de las preventas: media del 40%, aunque algunas grandes como Reyal-Urbis caen un 55% o en Metrovacesa un 58%
- ¿Subida de los precios del 4,8%? ¡Menudos precios!

# Palabras que fueron moda...

- “Decoupling”
  - Estados Unidos-Europa
  - Sector financiero- sector real
  - Sector inmobiliario de Estados Unidos-Sector inmobiliario español
- “Aterrizaje suave”: no tiene fundamento
  - Ni por la teoría
  - Ni por la historia

# Teorías de moda...

- “El resto de sectores absorberán el empleo expulsado por el sector de la construcción”. Contrafactual.
- “La licitación de obra pública evitará que el sector se resienta por la reducción de la construcción residencial privada”.
- “La vivienda protegida compensará”; ¿En qué suelo? ¿Hace falta realmente?

# Fases

1. Shock: "¿Cómo es que los compradores han desaparecido?"
2. Negación: "No pasa nada"; "No hay que alarmar"; "No puede ser una burbuja"
3. Culpa: "Si hubiera vendido ese suelo antes..."
4. Ira: "Los medios de comunicación nos están hundiendo". G14 primera etapa
5. Depresión: "No vendemos ni una escoba. O el sector público ayuda o habrá mucho desempleo". G14 hoy
6. Aceptación: no hemos llegado



# El G14 en fase depresiva

- Se iniciarán un 72% menos de viviendas en 2007 (192.878 frente a las 688.000 del año pasado)
- Se destruirán 1,14 millones de empleos
- Solicitud de la declaración de "sector catastrófico" para la construcción

# Escenarios futuros: producción

- Optimista (absurdo pero muy apreciado en el pasado): la demanda motivo inversión se recupera y se pueden iniciar 550.000-650.000 viviendas anuales
- Medio: se pasa a construir en función de las necesidades demográficas (en torno a 400.000)
- Pesimista/Realista: gran sobreoferta y, por tanto, producción por debajo de las necesidades demográficas (300.000), suponiendo que la inmigración siga llegando...

# Escenario futuro: precios

- Problemas estadísticos: dada la importancia del sector en la economía española es sorprendente la nefasta calidad de los datos sobre el sector, su escasa frecuencia y su irregular generación
- También es nefasta la invasión de la política de un asunto meramente técnico (datos de precios de registradores)

# Problemas estadísticos

- Precios oficiales
  - De tasación no de transacción
  - Sesgos de la tasación
  - Problemas de homogeneidad de los bienes comparados: ni hedónicos ni ventas repetidas
  - Control por un organismo político (Ministerio de Vivienda) y no técnico: ejemplo nueva metodología o fechas de publicación

# Escenarios futuros: precios

- Dificultad de evaluación por los problemas intrínsecos de la predicción de un mercado como éste y, sobre todo, por la mala calidad de los datos de precios en España
- FMI: los precios están sobrevalorados un 20%
- Constructores (AFI para Asprima): caída del 8% este año
- Ciclos pasados frente al ciclo actual

# Escenarios futuros: precios

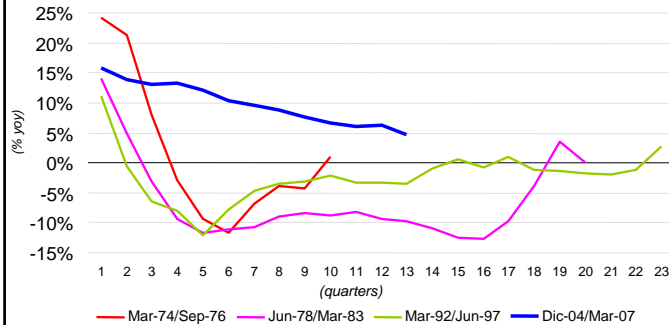
- Ejercicio: cálculo de Davis, Lehner y Martin (Reserva Federal): con el bajo nivel del PER de las viviendas (o rentabilidad del alquiler ahora al 3,5%), ¿Cuánto tendrían que caer los precios en Estados Unidos para alcanzar el PER medio de 1960-95 en 2012 con alquileres creciendo al 4% anual? RESPUESTA: el 3% anual.

# Escenarios futuros: precios

- Mismo ejercicio para España: con el bajo nivel del PER de las viviendas (o rentabilidad del alquiler ahora al 1,9%), ¿Cuánto tendrían que caer los precios para alcanzar una rentabilidad del 5% en 2012 con alquileres creciendo al 5% anual?  
RESPUESTA: ¡el 13% anual!

## A. Stylized facts: a very gradual slowdown

Housing prices in real terms.



The deceleration is the smoothest for the last 30 years.

Source: OCDE, Ministry of Housing and SEE-BBVA



# Determinantes de los precios

- Demografía
- Renta per capita
- Desempleo
- Tipo de interés
- Condiciones de los créditos
- Rentabilidad de activos alternativos
- Costes de producción
- **Rentabilidad de la inversión en vivienda**

# Determinantes de los precios

- Demografía y vivienda: simple relación no es causal ni se puede interpretar bilateralmente. Potencial frente a real
- Factores explicativos diferentes
  - Hasta 1998: desempleo y crecimiento de la renta per capita
  - Desde 1999: tipo de interés, condiciones crediticias y evolución de la bolsa

# Fundamentos teóricos

- Ecuación de arbitraje y coste de uso: la decisión de comprar frente alquilar

$$\omega = (1 - \varphi) \left[ (1 - \tau_{IRPF})i + \alpha\delta - \frac{\Delta P_{NV}^e}{P_{NV}} \right] + \rho\tau_{IBI}$$

# Rentabilidad esperada y expectativas

- Beta: proporción préstamo; ct: coste transacción; R rentabilidad imputada (alquiler menos coste menos impuestos propiedad)

$$r_V = \frac{\Delta P_V + R - i\beta P_V}{(1 - \beta + ct)P_V}$$

# Rentabilidad esperada

- Con un alto grado de apalancamiento, o haciendo "el pase", podía proporcionar rentabilidades del 800% (antes de impuestos)

# Mirando directamente a las expectativas

- Encuesta entre compradores de vivienda desde el año 2000.
- Varias tipologías de ciudades: tasa de crecimiento baja (Coruña), media (Madrid y Barcelona), alta (Murcia) y muy alta (Valencia).

# Mirando directamente a las expectativas

- Un 65% de los compradores consideraron muy, o bastante, importante la elevada rentabilidad de la vivienda.
- Un 94,5% de los entrevistados consideran que la vivienda está sobrevalorada... pero esperan que su precio aumente un 23,4% de media en los próximos 10 años.

# Mirando directamente a las expectativas

- Motivos más importantes de compra: en el futuro la vivienda será más cara y si no compro ahora ya no podré comprar (sensación de urgencia).
- Un 37,2% de los entrevistados conocen a algún familiar directo (o ellos mismos) que ha realizado operaciones de compra-venta como negocio (aunque sea a pequeña escala): "especuladores a tiempo parcial"



# Mirando directamente a las expectativas

- Expectativas que se retroalimentan: medios de comunicación y conversaciones populares.
- Olvido de lo sucedido en los ciclos pasados.
- Generalización de una serie de falacias populares.

# Falacias impulsoras de expectativas

- “El precio de la vivienda no puede bajar”
- “España es diferente. Aquí nunca ha pasado”.
- “El suelo es el problema” NOOO..
- “Todos los nórdicos quieren venir a jubilarse a España”
- “La demografía y los inmigrantes mantendrán la demanda de vivienda”
- “Los precios de la vivienda suben más deprisa en España para converger con Europa”

# Falacias impulsoras de expectativas

- “Los elevados costes de transacción impiden que se formen burbujas en precios de la vivienda”
- “Pagar una hipoteca es siempre mejor que pagar un alquiler y al final la vivienda es mía”
- “La inversión en vivienda en el largo plazo siempre es más rentable que la inversión en bolsa”
- “Cuando se compra una vivienda hay algo físico detrás; no es como cuando se compra una acción”

# Buffet habla de “locura financiera”

- Buffet en su última carta anual a los accionistas de Berkshire Hathaway:
  - “Sólo te enteras de quién ha estado nadando desnudo cuando baja la marea, y lo que estamos contemplando en algunas de nuestras mayores instituciones financieras es su desnudez”.
- En España hay muchas instituciones financieras e inmobiliarias que nadaban desnudos ... pero también académicos, o pseudo-académicos

# “Nadando desnudos...”

- “Los factores demográficos permitirán una demanda estable y sólida de vivienda entre 550.000 y 650.000 viviendas anuales. No preocuparse por nada”
- ¡Qué insensatez!

# “Nadando desnudos ...”

- Estudio de un estadístico facultativo del INE para el Ministerio de Vivienda usando el “cuento de la vieja”: “se necesitan 685.000 nuevas viviendas”:
  - 210.000 matrimonios;
  - 13.000 parejas de hecho;
  - 125.000 jóvenes emancipados;
  - 210.000 hogares de inmigrantes;
  - 127.000 divorciados y separados.
  - Dobles contabilizaciones, no muere nadie, etc.

# “Nadando desnudos ...”: el INE

- “Creación de hogares” según la EPA:  
512.000 en el primer trimestre de 2007.  
En el tercer trimestre de 2007 a un ritmo  
anual de 353.000. ¿Qué debacle ha  
sucedido?

# Otros que “nadaban desnudos”

- Servicio de Estudios del BBVA: dos etapas: de la burbuja (2003) a la demografía lo resolverá todo (post 2003)
- AFI en su informe sobre demanda de vivienda pagado por las asociación de constructores



# Otros que “nadaban desnudos”

- Las cuentas del Gran Capitán (Josep Oliver, UAB)
  - 450.000 nuevos hogares
  - 100.000 secundarias residentes
  - 75.000 secundarias no residentes
  - = 625.000 viviendas demanda demográfica

# ¿Por qué no cogieron el bañador?

- ¿Realmente había que nadar desnudos?  
NOOOOOO
- Usando la tasa de jefe de hogar en 2005 y el incremento de población del padrón, en España se formaron 321.000 hogares. ¡La EPA daba entonces que 517.000!

# ¿Por qué no cogieron el bañador?

- Estimación de base no creíble. La EPA sirve para lo que sirve (seguimiento del empleo) pero no para calcular adecuadamente el número de nuevos hogares. Además, brutos no netos.
- Implicaría un tamaño medio de los nuevos hogar de 1,2 personas (el tamaño medio del conjunto es de 2,8 personas)

# Incidencia sobre la economía

- El sector de la construcción representa el 16,8% del PIB, el 15% del empleo ... y ¡el 25% del crecimiento del PIB!
- Incluyendo los servicios inmobiliarios, los sectores industriales ligados a la construcción (muebles, carpintería metálica, etc.) el impacto es muy superior (en torno al 30%).

# Incidencia sobre la economía

- Aumento significativo del desempleo en el sector de la construcción: entre 400.000 y 600.000. Aumento del desempleo en el sector de agencias inmobiliarias.
- Efecto multiplicador sobre la renta y la producción.
- Caída de los ingresos fiscales en 1/3 (en especial los ingresos locales)

# Incidencia sobre la economía

- Reducción de la actividad del sector financiero
- Aumento de la morosidad: en Estados Unidos se ha multiplicado por 2 en poco tiempo. La morosidad actual no indica nada sobre la morosidad futura. Oliu (Bsabadell) reconoce que podría llegar al 3% en un año
- Además hay algunos analistas que explican como se pueden hacer bajar estas cifras
- Concentración crediticia en el sector inmobiliario y provisiones

# La intervención pública en el sector

- Motivos
  - Objetivos asignativos: fallos del mercado
    - Poder de monopolio de los oferentes les permite fijar precios
    - Imperfecciones en los mercados de capitales: información imperfecta sobre rentabilidad futura e incertidumbre s/capacidad pago préstamos
    - Externalidades
  - Objetivos redistributivos
  - Objetivos de estabilización

# La intervención pública en el sector

- Regulación económica
  - Leyes de arrendamientos urbanos
  - Leyes del suelo
- Medidas presupuestarias
  - Ayudas directas: Planes de vivienda
  - Tratamiento fiscal en el IRPF
  - Impuestos sobre la propiedad (IBI)
  - Impuestos s/adquisición y transmisión (IVA-ITP)
- Coste total: llegó al 2% del PIB
- Subsidio efectivo: ha llegado a ser superior al 50%



# Decálogo (utópico) sobre posibles soluciones al problema de la vivienda

1. Eliminar la desgravación a la vivienda en el IRPF y el tratamiento ventajoso en otros impuestos.
2. Incluir una desgravación con límites razonables de renta para el alquiler. No "obligar" a comprar a los jóvenes. ¿Y si quieren? Seguridad Social.
3. Dejar tranquilo el suelo.
4. No crear falsas expectativas: el precio de la vivienda también puede bajar. BDE.

# Decálogo (utópico) sobre posibles soluciones al problema de la vivienda

5. Dejar de jugar a la lotería con un derecho de los ciudadanos: solo alquiler público y mientras se cumplan las condiciones.
6. Dejar de pensar que es mejor controlar los mercados que proporcionar los incentivos correctos.
7. Crear “murallas chinas” entre entidades financieras y sociedades de tasación (como las existentes en los bancos de inversión con las divisiones de fusiones y adquisiciones).
8. Que los bancos sean conscientes que nadie es lo suficientemente grande como para no caer.

# Decálogo (utópico) sobre posibles soluciones al problema de la vivienda

9. Hacer cambios normativos con un estudio "ex ante" serio y profesional. No intentar soluciones "sui generis" (zapatillas, expropiaciones de pisos vacíos, etc.).
10. ¡Dejar de confundir a mis alumnos!

# Hay que hacer algo, ¡YA!

- Peligro: que la política económica se centre en el corto plazo (400 euros, rebajas de impuestos, más gasto social, etc.) y no preste atención a los problemas más estructurales.
- Propuesta de Solbes de extender el plazo de las hipotecas: un poco de seriedad.

# Hay que hacer algo, ¡YA!

- ¿Qué haremos cuando la tasa de morosidad empiece a subir y el valor de la vivienda no cubra la hipoteca restante?
- En Estados Unidos ya se ha empezado a pensar en soluciones más estructurales similares a la aplicada en la Depresión de los 30: la Home Owners' Loan Corporation (HOLC).

# Hay que hacer algo, ¡YA!

- La HOLC fue creada en 1933 para ayudar a familias al borde del embargo. El procedimiento fue comprar préstamos hipotecarios a los bancos a cambio de bonos del tesoro y emitir nuevos préstamos para las familias.
- Sería más fácil de hacer en España que en Estados Unidos

# Hay que hacer algo, ¡YA!

- El "Frank-Dodd proposal": que la FHA (Federal Housing Administration) garantice los nuevos préstamos en lugar de actuar sobre los antiguos. El efecto es similar: viejos préstamos no pagables se transforman en nuevos préstamos y el gobierno asume el riesgo de impago: en lugar del gobierno ser una gran inmobiliaria sería una gran aseguradora

# Hay que hacer algo, ¡YA!

- Otra propuesta: los bancos recuperan la propiedad de la vivienda y los dueños pasan a ser inquilinos. Dada la tendencia al “jingle bell” en Estados Unidos esta solución beneficiaría a ambas partes.