

Situación Inmobiliaria

Servicio de Estudios Económicos

Junio 2009



Los ajustes en el sector inmobiliario tanto en España como a nivel global aún van a requerir tiempo ...

... a pesar de la mejora de la accesibilidad de las familias ...

... y de las medidas contracíclicas adoptadas

Índice

Fecha de cierre: 28 de Mayo de 2009

En resumen	2
1. Entorno internacional: continúan las caídas sincronizadas en las economías avanzadas	4
Recuadro 1: "En busca de estabilidad en el mercado inmobiliario de EE.UU."	9
2. El ajuste inmobiliario español tomará tiempo	12
2.1. La sobreoferta del sector sigue acumulándose	12
2.2. Situación laboral y régimen de tenencia de vivienda: ¿existe una relación bidireccional?	14
Recuadro 2: "Evolución de los precios de alquiler"	19
Recuadro 3: "Perfil del adquirente de vivienda a partir de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias (2005-2002)"	21
3. Medidas contracíclicas en la dirección adecuada	23
4. Los mercados inmobiliarios en América Latina	29
Recuadro 4: "La evolución del mercado de la vivienda en México: moderación en 2009"	31

Han elaborado esta publicación:

Ana Rubio	arubiog@grupobbva.com	34 91 374 3342
Michela Scatigna	michela.scatigna@grupobbva.com	34 91 374 0182
Juan Ramón García	juanramon.gl@grupobbva.com	34 91 374 3339
Marta García	marta.garcia.tunon@grupobbva.com	34 91 374 6761
Diego Vázquez Zubeldia	diego.vazquez@grupobbva.com	34 91 374 6929
Macarena Ruesta	esperanza.ruesta@grupobbva.com	34 91 374 3321
Jose Félix Izquierdo	jfelix.izquierdo@grupobbva.com	34 91 374 4200
Ignacio San Martín	ignacio.sanmartin@compassbank.com	+1 713 881 0620
Leonardo González	leonardo.gonzalez@bbva.bancomer.com	+52 5556 217 694

Consejo de redacción:

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

Disponible en la web:

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

En resumen

Desde la última edición de esta publicación, el escenario económico global ha continuado deteriorándose. La primera mitad del año está resultando compleja, marcada por la persistencia de las tensiones financieras y una nueva caída de la actividad, si bien algunos indicadores recientes muestran una estabilización del ritmo de deterioro. Ante la continuidad de las tensiones en los mercados financieros y la recesión sin precedentes de la economía global, los gobiernos han seguido incrementando las medidas para afrontar la crisis: programas de inversión público-privados en activos financieros, compra de bonos hipotecarios, política monetaria no convencional, significativa expansión fiscal, etc. A pesar de que las medidas mencionadas podrían suponer un impacto favorable en la economía, los elementos de una posible recuperación en 2010 son todavía inciertos dada la inexistencia de precedentes sobre medidas de esta magnitud.

Un ajuste que va a requerir tiempo a nivel global...

En este contexto, la práctica totalidad de los mercados inmobiliarios de las economías desarrolladas registran caídas importantes de precios y cantidades y algunos países se enfrentan a un redimensionamiento significativo del sector. A pesar que las correcciones se están experimentando desde hace ya unos meses, la vuelta a una situación de normalidad va a requerir un cierto tiempo. La lenta recuperación del crecimiento económico y la destrucción de empleo hacen que los planes de inversión a largo plazo sean postergados, limitando la demanda de vivienda.

Ahora bien, tanto el ajuste generalizado en los precios de vivienda, como la caída en los tipos de interés constituyen el principal soporte para el sector, además de las medidas adoptadas por los distintos gobiernos. El análisis de los indicadores de accesibilidad a la vivienda a nivel internacional, muestra que los hogares tendrán que realizar un menor esfuerzo para acceder a una vivienda en los próximos trimestres.

...y en España...

En España, la estabilización del sector, a diferencia de los sectores inmobiliarios de la mayoría de los países europeos, se caracteriza por un importante desequilibrio en actividad y no tanto en precios.

La mayor velocidad de contracción de la demanda, propiciada por el deterioro del entorno macroeconómico, contribuye a la acumulación de oferta de vivienda en el mercado. Este stock, de acuerdo con las previsiones del SEE BBVA, empezará a decrecer a partir del primer trimestre de 2010 y llegará a los niveles alcanzados durante 2005 a finales de 2012.

Los últimos datos oficiales de precios muestran un proceso de ajuste más rápido de lo esperado, lo cual ayudará a acelerar la absorción de la sobreoferta de vivienda en el mercado. La interacción entre los precios y la demanda en el sector está retroalimentando el ajuste: la reducción en los precios implica que la demanda potencial de vivienda, que sigue existiendo en el mercado, tarde más en materializarse en compras dadas las expectativas de reducciones adicionales de los precios. Las previsiones de caída de los precios de vivienda, elaboradas por el SEE BBVA, se sitúan alrededor de un -10% en 2009 y un -12% en 2010 en términos nominales. En total, la caída acumulada desde el pico se estima en alrededor de un 30%.

Desde un punto de vista microeconómico, se analiza la interrelación entre el régimen de tenencia de vivienda de un individuo y su situación

laboral. Los datos muestran que en etapas recesivas se puede entrar en un círculo vicioso: el deterioro económico aumenta el desempleo, lo que hace que disminuya la proporción de propietarios. Los no propietarios están menos incentivados a la búsqueda de empleo por no tener que pagar una hipoteca, lo que a su vez reaviva el deterioro económico. Por tanto, si antes de la crisis se hubiesen implementado medidas destinadas a fomentar el alquiler de vivienda en detrimento de la adquisición, esto podría haber contribuido a suavizar el ciclo, tanto el inmobiliario como su interacción con el proceso de destrucción de empleo.

Una adecuada respuesta de políticas con efectos inciertos

En el plano internacional, además de las medidas dirigidas a la estabilización en general de los mercados financieros, se han venido desarrollando una serie de planes de apoyo específico al sector inmobiliario en muchos países europeos y en EE.UU. Con pocas excepciones, las medidas están enfocadas en ayudar a las familias más vulnerables, en prestar apoyo a los compradores de primera vivienda y en fomentar la vivienda de protección oficial, preferentemente en régimen de alquiler.

En España destacan las recientes medidas del Gobierno, que, entre otras cosas, eliminan las desgravaciones fiscales por compra de vivienda a partir del 1 de enero de 2011. Esta supresión fue largamente demandada en la etapa de expansión, ya que genera un factor de distorsión, animando la demanda de vivienda. El anuncio de su eliminación en los próximos años podría ahora tener un importante papel como medida contracíclica. Por otra parte, el paquete de medidas implementado contempla, por primera vez, una cierta equiparación de fiscalidad entre alquiler y compra. Estas actuaciones de política económica, parecen ir en la dirección más apropiada para el reequilibrio de los mercados de compra y alquiler. El mercado de alquiler es un elemento clave para la absorción del stock de vivienda nueva sin vender. En definitiva, estas medidas van en la dirección correcta, aunque probablemente en su diseño hay algunos espacios para la mejora.

Los mercados inmobiliarios de América Latina presentan importantes oportunidades

Los mercados inmobiliarios de América Latina han experimentado, si bien con distintas velocidades, un crecimiento sostenido durante la última década. Esto ha sido en buena medida el resultado de un mejor entorno macroeconómico, caracterizado por tasas de inflación en niveles mínimos históricos, tasas de crecimiento de las economías más estables y condiciones de financiación más favorables. Además, los mercados de vivienda se han beneficiado de los efectos positivos de políticas monetarias más enfocadas en controlar la inflación y estabilizar las economías.

Sin embargo, el tamaño de estos mercados en comparación con las economías avanzadas y con otros países en vías de desarrollo de Asia es modesto y su potencial de crecimiento sigue siendo elevado. Entre las oportunidades de los mercados hipotecarios de la región pueden citarse en primer lugar la reducción del elevado porcentaje de economía informal que no puede acceder a servicios financieros como las hipotecas. En segundo lugar, la reducción de la volatilidad que puede limitar los elevados costes de financiación del pasado. Es importante que la mayor aversión al riesgo actual no frene este proceso. Finalmente, el desarrollo de nuevas fuentes de financiación, como el proceso de titulización que antes de la crisis empezó a desarrollarse con éxito en algunos países y que podría retomarse una vez superada la crisis.

Gráfico 1.
Crecimiento interanual de los precios reales de vivienda

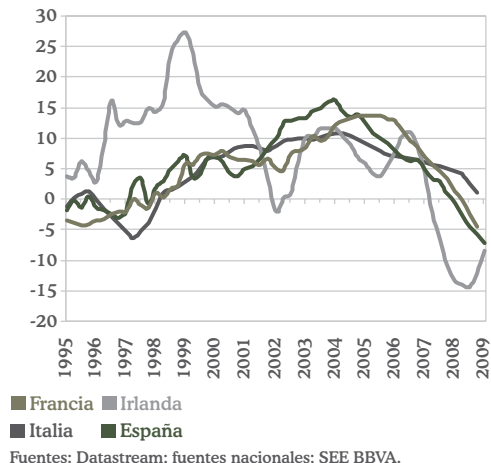


Gráfico 2.
Crecimiento interanual de los precios reales de vivienda

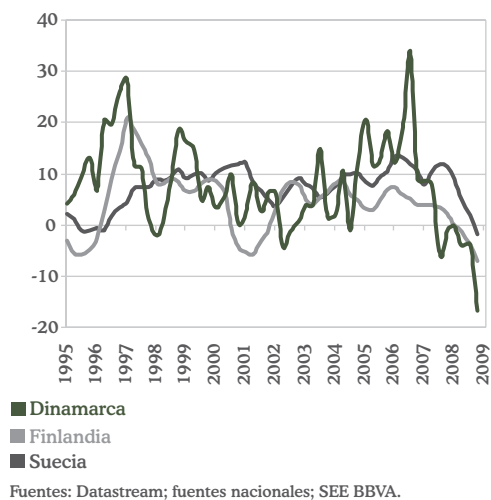
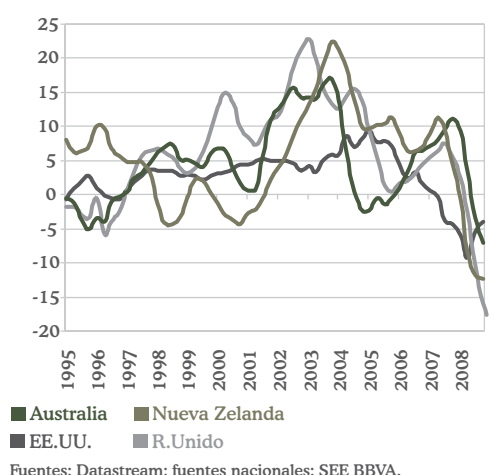


Gráfico 3.
Crecimiento interanual de los precios reales de vivienda



1. Entorno internacional: continúan las caídas sincronizadas en las economías avanzadas

Casi dos años después del inicio de la crisis financiera internacional, la práctica totalidad de los mercados inmobiliarios de las economías desarrolladas registran caídas importantes de precios y cantidades y se enfrentan a un redimensionamiento significativo del sector. En Europa, los primeros países que registraron una contracción fueron Dinamarca e Irlanda, que a mediados de 2007 ya registraban tasas de crecimiento negativas en los precios nominales de la vivienda. En el momento de escribir este artículo, todos los países de la zona euro, salvo Alemania, afrontan caídas en la actividad y en los precios inmobiliarios.

Estos movimientos presentan algunas similitudes entre países, pero la evolución a largo plazo de cada uno de ellos se verá afectada por las características particulares de su propio sector inmobiliario.

A continuación se va a analizar el grado de ajuste del mercado inmobiliario alcanzado en las economías desarrolladas. Se identifican aquellos casos en los que es más probable que el redimensionamiento sea más profundo y duradero, y se analiza en qué medida la evolución futura de la accesibilidad representa un factor de apoyo a la recuperación del sector.

Ajustes en precios y en cantidades

Durante los últimos trimestres de 2008, la caída de los precios de la vivienda, que inicialmente sólo se había registrado en EE.UU. y en algunos países europeos (Irlanda, Reino Unido y Dinamarca), se ha extendido a la práctica totalidad de los países desarrollados (Gráficos 1, 2 y 3). En términos reales, la vivienda se ha abaratado más de un 15% en los países anglosajones y más de un 5% en los países continentales. Del mismo modo, la actividad también ha empezado a contraerse en casi todos los países.

La magnitud y duración de la reducción de precios de vivienda es difícil de prever y depende de factores económicos y financieros que varían significativamente entre países. Una medida útil podría ser la comparación de las caídas de precios en ciclos precedentes con el ajuste actual. Como se puede ver en el Gráfico 4, las devaluaciones registradas en los precios de vivienda durante el último ciclo han sido excepcionales y superiores al promedio registrado en los ciclos precedentes. La evolución de los precios durante el último ciclo inmobiliario permite identificar, al menos, dos grupos de países. Un primer grupo, constituido por países que han registrado crecimientos muy fuertes en los precios de vivienda (por encima de 150% durante el último ciclo alcista) y que en esta fase de ajuste también están mostrando reducciones significativas. Es el caso, por ejemplo, de Irlanda, donde los precios ya se han reducido un 23% en términos reales, Reino Unido (-18%), o EE.UU. (-13%, OFHEO o -37% si se usa el índice Case-Shiller). Por otro lado, en la mayoría de los demás países, incluyendo España, el ajuste se está haciendo más profundo pero sigue en niveles inferiores a las devaluaciones observadas durante los ciclos inmobiliarios anteriores (Gráfico 4).

Es importante subrayar que la duración de los ciclos del mercado de la vivienda suele ser muy larga. Históricamente se observa que su duración media es de alrededor de cuatro años y medio y, en cualquier caso, de no menos de dos años y medio¹. Los diferentes grados de persistencia presentes en los índices que recogen los precios de vivienda son debidos, por una parte, a la naturaleza del bien vivienda

¹ Véanse "Situación Inmobiliaria España", julio 2008.

(heterogéneo, lo que no puede captar un índice, y de rotación reducida) y por otra, a factores que varían entre países y que son específicos de cada mercado inmobiliario.

En los países anglosajones, los ajustes parecen ser más significativos, lo que, en parte, podría deberse a los menores costes de transacción en comparación con otros países europeos, lo que facilitaría el que las familias se animaran a adquirir una vivienda ante las reducciones de precios. Como se puede ver en el Cuadro 1, el coste total de transacción por la compraventa de una vivienda es más elevado en Europa continental que en los países anglosajones².

El ajuste de precios, que todavía no ha finalizado, es difícil de precisar. Sus desviaciones de largo plazo desde un probable nivel de equilibrio han sido analizadas en una edición precedente de esta revista (julio 2008). Analizando el índice de precios de compra de vivienda en porcentaje de la renta disponible de los hogares (Gráfico 7) se observa como este indicador ha crecido por encima de su nivel de largo plazo durante el último ciclo inmobiliario y, en España, ha empezado a desacelerarse sólo en 2008. En teoría, una desviación duradera de este indicador respecto a su nivel a largo plazo no puede ser justificada sin la existencia de un shock duradero. Así, a pesar de los ajustes ocurridos hasta la fecha, el desequilibrio parece requerir caídas adicionales de los precios de entre un 20% y un 50% según el país.

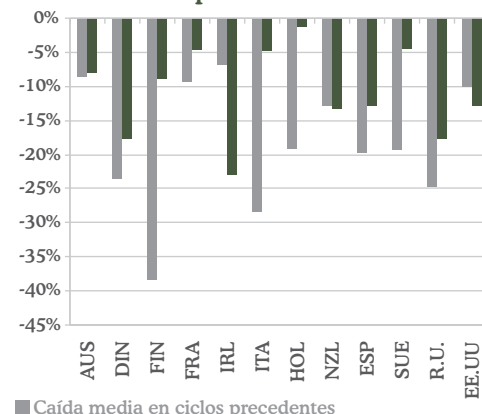
Por el lado de la actividad inmobiliaria, también se están produciendo correcciones importantes en todos los países de la muestra. Con el fin de analizar lo ocurrido hasta la fecha, se han comparado los ajustes actuales con los que se registraron durante los ciclos de inversión inmobiliaria pasados. Así, en el Gráfico 6 se puede apreciar cómo la caída de las ratios de inversión residencial sobre PIB no ha alcanzado todavía los niveles de contracción registrados durante ajustes anteriores. Sin embargo, es importante subrayar que existen diferencias significativas entre países y que en aquellas áreas en las que el sector de la construcción tiene un peso mayor, la actividad está experimentando un ajuste más significativo.

Así, si se analizan los datos trimestrales relativos a España, Irlanda, Reino Unido y EE.UU., se observa cómo las tasas de inversión en vivienda han registrado en los dos primeros un crecimiento extraordinario durante los años de fuerte expansión de los precios, con picos de casi un 14% y un 7,5% del PIB, respectivamente. En EE.UU. y Reino Unido, que también han registrado una fuerte aceleración de los precios inmobiliarios, las tasas de inversión sobre PIB se han mantenido alrededor del 5%, incluso durante la fase de expansión más fuerte de los precios.

Una comparación del ciclo económico actual con el ciclo de principios de los noventa muestra que las caídas de la tasa de inversión sobre PIB presentan un perfil parecido entre países y un nivel de profundidad y de sincronización del ajuste mayor en este ciclo que en el de principios de los noventa (Gráficos 8 y 9). Si bien en los dos períodos la inversión se contrajo en los trimestres inmediatamente posteriores al cambio de tendencia en el crecimiento de la economía, en el ciclo actual los datos disponibles hasta ahora no permiten ver un freno de la contracción en inversión residencial. En el caso español, las previsiones elaboradas por el SEE BBVA muestran que el descenso en la inversión continúa incluso después de 2010 (Gráfico 9), mientras las mismas previsiones para EE.UU. evidencian que después de ese momento la actividad empezará a crecer de nuevo.

² Otra explicación para los distintos niveles de coste de transacción se encuentra en las diferencias entre los sistemas legales de cada país. Así, en los países que se basan en la ley comercial francesa (como España, Italia, Bélgica y Holanda) los costes suelen ser mayores que en los países con sistema legal basado en el "Common law" (EE.UU., Reino Unido e Irlanda, por ejemplo).

Gráfico 4. Caídas en los precios reales de vivienda



Fuente: SEE BBVA.

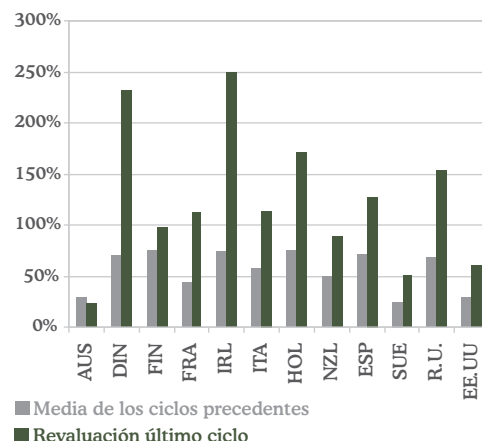
Cuadro 1. Costes totales de transacción de una vivienda

(% del valor de la propiedad)

EE.UU.	9,1	España	12,2
R.U.	5,0	Francia	16,3
Irlanda	7,0	Italia	17,0
Australia	5,9	Holanda	11,0

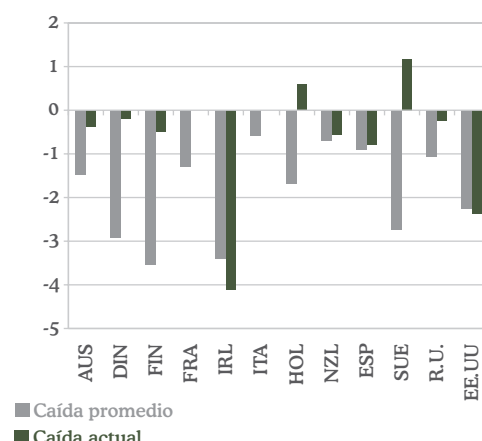
Fuente: Global Property Guide.

Gráfico 5. Crecimiento de precios reales de vivienda



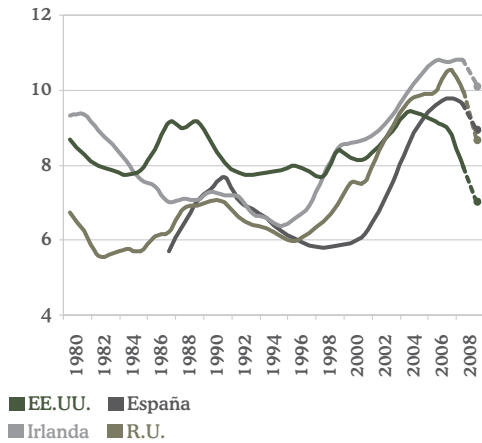
Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 6. Ciclos de caída de la inversión residencial % PIB



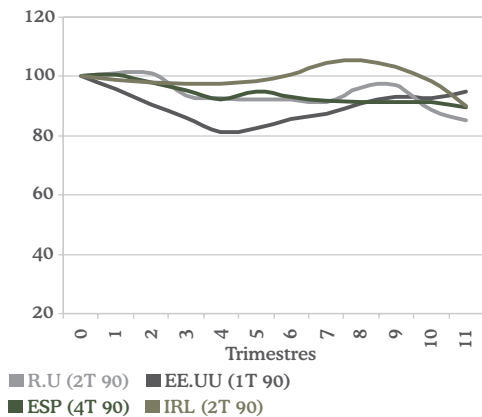
Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 7.
Precios de vivienda/Renta disponible per capita



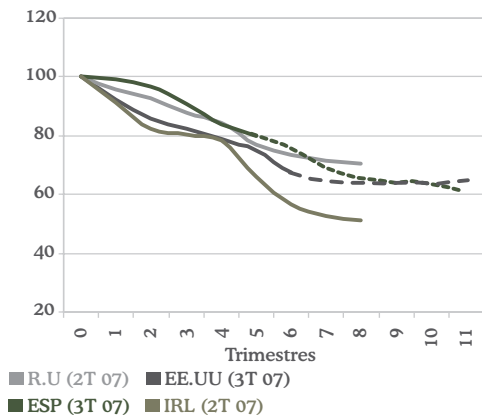
Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 8.
Evolución de las tasas de inversión residencial, inicio 90
(Índice base 100 = pico en PIB)



Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 9.
Evolución de las tasas de inversión residencial, ciclo actual
(Índice base 100 = pico en PIB)



Fuente: SEE BBVA.

La mayor contracción de la inversión que se observa en este ciclo económico se puede explicar por varios motivos.

Primero, las economías globales, y en particular los países desarrollados, se encuentran en una recesión económica que va a ser más prolongada y fuerte que en ciclos pasados³. La lenta recuperación del crecimiento económico y la destrucción de empleo hacen que los planes de inversión de los hogares, sobre todo los de inversión a largo plazo, sean postergados y se incrementen las tasas de ahorro.⁴

En segundo lugar, la crisis actual se caracteriza por una importante contracción en el crédito. Los últimos resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios muestran que en España, como en el resto de la zona euro, las condiciones de los nuevos préstamos se han hecho menos favorables durante el primer trimestre de 2009. Las tensiones en los mercados financieros globales, si bien se han moderado en los últimos meses, siguen limitando la capacidad de acceso a los mercados de financiación por parte de las entidades financieras, afectando negativamente a la oferta de crédito, sobre todo a largo plazo. Este escenario, junto a la menor demanda de crédito y a las decisiones de los hogares de postergar su consumo duradero, representan un obstáculo adicional para que la inversión en vivienda se reactive.

Por último, un factor que en el pasado ha apoyado al sector residencial de forma importante, por ejemplo en España, ha sido la inversión proveniente del extranjero. En el entorno económico actual, de crisis generalizada a nivel global, es difícil que los países de nuestro entorno puedan contribuir a una recuperación más rápida del sector.

En definitiva, los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas se están ajustando a velocidades distintas y la vuelta a una situación de equilibrio va requerir un cierto tiempo.

Adicionalmente, debe tenerse en cuenta el papel que pueden jugar las medidas contracíclicas que las autoridades están implementando en los distintos países para acelerar la recuperación de la economía y, en particular, el sector inmobiliario (véase el punto 3 de ésta revista). Por otra parte, la demanda de vivienda se podría reactivar parcialmente gracias a la mejora en el nivel de accesibilidad a la misma que se está observando, tanto en España como en otros países.

Mejora en la accesibilidad a la vivienda

El ajuste generalizado en los precios de vivienda y la caída de los tipos de interés que ha propiciado la crisis financiera internacional, afectarán a la demanda futura de vivienda de manera positiva. Un enfoque en la evolución de los indicadores de accesibilidad a la vivienda a nivel internacional, indica que los hogares tendrán que realizar un menor esfuerzo para acceder a una vivienda con respecto a los niveles registrados en el pasado.

La capacidad económica para adquirir una vivienda puede ser medida de distintas formas. En general, la decisión sobre qué indicador utilizar viene guiada por la finalidad para la que se pretenda utilizar. Por ejemplo, los indicadores de capacidad pueden ser usados por las entidades financieras como criterio para la evaluación de la solvencia de quien solicita un crédito (por ejemplo la relación préstamo-valor o LTV es un indicador de este tipo); o como indicador que mide el esfuerzo económico para adquirir una vivienda (por ejemplo, la ratio de precio de la vivienda/ingreso del hogar). En este artículo se utilizará esta segunda definición para evaluar cómo la evolución de los precios, los tipos de

³ Para una comparación del actual ciclo económico con ciclos pasados en las economías desarrolladas, véase WEO, Capítulo 3, abril 2009, FMI.

⁴ Para un análisis sobre el impacto del ciclo de vivienda sobre las tasas de ahorro véase Situación Consumo, Primer semestre 2009.

interés y la renta disponible van a afectar a la demanda futura de vivienda en propiedad en España y en otros países.

En la actualidad no existe un único criterio para calcular la accesibilidad. Esto se debe a la dificultad de resumir en un único número el esfuerzo que representa la compra de vivienda y la multitud de factores que se deben tener en cuenta en el momento de la compra. Además, el indicador es limitado en su capacidad de medir el esfuerzo, dado que no toma en cuenta, por ejemplo, el ahorro previo necesario para el desembolso inicial.

Aún con estas limitaciones, en la actualidad en varios países industrializados se publican indicadores oficiales que miden dicha capacidad y que suelen adelantar la evolución del mercado⁵. Dichos indicadores son útiles para evaluar la situación de cada país, pero no son directamente comparables entre ellos, debido a las características peculiares de los sistemas inmobiliarios y financieros de cada país, que no siempre se pueden incorporar en una única medición (por ejemplo, los diferentes tipos de tasación). Además, el bien vivienda es el bien no transable geográficamente por excelencia y su valor depende significativamente de su propia ubicación.

Dentro de los diferentes indicadores de accesibilidad que es posible calcular, en este análisis se utilizará la ratio entre el desembolso anual (incluyendo principal e intereses) de un préstamo para financiar el 80% del valor la compra de una vivienda de tamaño medio, con el plazo de amortización promedio, y la renta bruta disponible del hogar promedio (o mediano, dependiendo de los datos disponibles para cada país).

El Gráfico 10 muestra los resultados para los cuatro países de interés. Como se puede apreciar, la evolución de este indicador es similar en todos los países. En los tres países europeos analizados, el nivel de accesibilidad ha mejorado durante la segunda mitad de los noventa y comenzó a crecer nuevamente a partir de 2001. En EE.UU. se observa una dinámica parecida a la de los otros países de la muestra, pero con niveles significativamente inferiores a los europeos. La accesibilidad a una vivienda en EE.UU. tocó su nivel mínimo en 1998, con un esfuerzo de tan sólo el 23%, muy inferior a los mínimos observados en España (29% en 1999), Irlanda (42% en 1999) y Reino Unido (29% en 2001). En la parte más reciente de la muestra se observa que los niveles de accesibilidad se han deteriorado durante la última década, alcanzando, por ejemplo, en EE.UU. el 28% en 2006, y en España el 50% en 2007.

Los menores tipos de interés y precios de vivienda como principales factores de mejora de la accesibilidad

Los elementos fundamentales detrás de cualquier cálculo de la accesibilidad son siempre tres: la renta disponible de los hogares, los tipos de interés hipotecarios y los precios de vivienda. Otros factores, como la fiscalidad de la vivienda, el tamaño, etc, también son importantes, pero a fin de poder hacer una comparación internacional el análisis se enfocará en los primeros tres elementos.

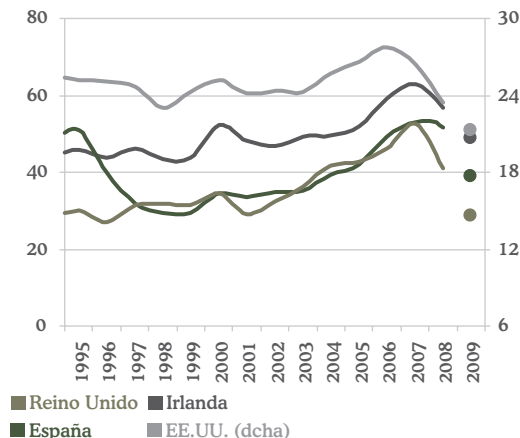
En los Gráficos del 11 al 14 se han aislado las contribuciones a los cambios en la ratio de accesibilidad durante el último ciclo, de tal manera que es posible identificar qué elementos juegan un papel más importante.

Así, en el Reino Unido el mayor esfuerzo registrado durante los años 2001-2007 se puede imputar al fuerte crecimiento de los precios de

⁵ Por ejemplo, en España, el indicador de accesibilidad ponderada del BBVA y también el indicador de esfuerzo teórico publicado por el Banco de España. En EE.UU., el índice de accesibilidad elaborado por la National Association of Realtors.

Gráfico 10.

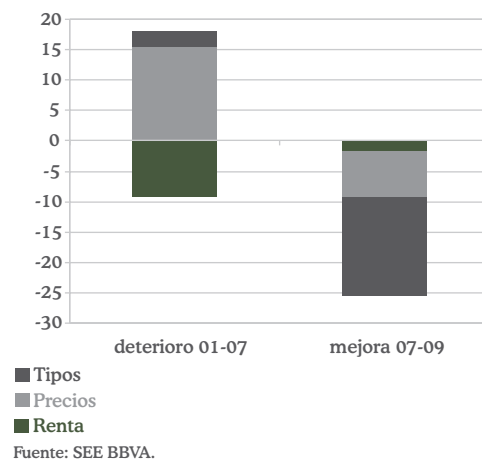
Accesibilidad a la vivienda esfuerzo salarial bruto sobre ingresos



Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 11.

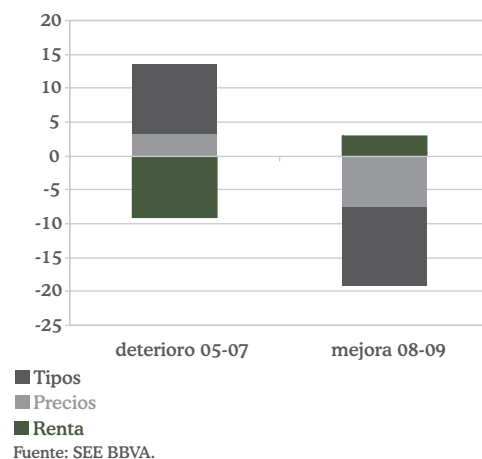
R.U.: Factores que contribuyen a los cambios en los niveles de accesibilidad



Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 12.

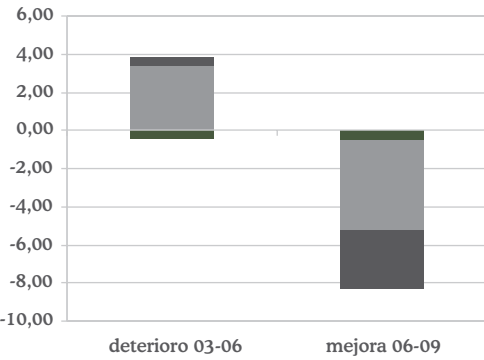
Irlanda: Factores que contribuyen a los cambios en los niveles de accesibilidad



Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 13.

EE.UU.: Factores que contribuyen a los cambios en los niveles de accesibilidad

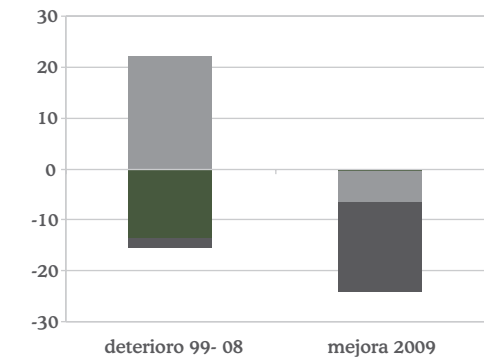


■ Tipos
■ Precios
■ Renta

Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 14.

España: Factores que contribuyen a los cambios en los niveles de accesibilidad



■ Tipos
■ Precios
■ Renta

Fuente: SEE BBVA.

vivienda. A futuro, su mejora prevista se deberá, sobre todo, a la bajada a los tipos de interés y, en segundo lugar, a la corrección en los precios inmobiliarios. Una tendencia similar se registra en España (Gráfico 14), donde desde finales de los noventa la accesibilidad se ha deteriorado, principalmente, debido a las subidas de los precios. En los próximos años la fuerte bajada de los tipos hipotecarios permitirá una mejora significativa. En el caso de EE.UU. (Gráfico 13), la reducción del esfuerzo para adquirir una vivienda se ha debido, sobre todo, a la caída de los precios de vivienda, pero también a la bajada en los tipos hipotecarios.

En conclusión, durante las fases de fuerte crecimiento de los precios de la vivienda, la accesibilidad se deteriora, aunque mejoren la renta disponible y los tipos de interés. Por otro lado, durante las fases de contracción del esfuerzo, no sólo la caída de los precios es importante, sino también los menores tipos hipotecarios. Si las recientes actuaciones de política monetaria favorecen una mejora de los índices de accesibilidad a la vivienda, esto podría acelerar la recuperación.

Con todo, que las mejores condiciones de acceso a la vivienda se conviertan en compras efectivas depende de la evolución macroeconómica futura de cada país, de la confianza de los demandantes y de la disponibilidad de crédito. La mayor probabilidad percibida de perder el trabajo, por ejemplo, podría retrasar la entrada en el mercado inmobiliario de los compradores más vulnerables.

Recuadro 1: En busca de estabilidad en el mercado inmobiliario de EE.UU.

En el largo plazo, la producción inmobiliaria depende de las necesidades de los hogares, pero en el corto plazo es más dependiente de variables económicas.

En el largo plazo, la oferta de viviendas tiende a ajustarse a la demanda. Esta última depende, básicamente, de dos factores: la formación de nuevos hogares y la renovación del parque de viviendas obsoleto. En relación con el primer factor, entre 1950 y 2008, el número de hogares en EE.UU. aumentó a un ritmo medio de 1,4 millones al año, mientras que la construcción de nuevas viviendas fue de 1,6 millones al año. En los últimos cuarenta años, tanto el número de hogares como el de viviendas se han duplicado hasta alcanzar, en 2008, un total estimado¹ de 118 millones de hogares, que disponen de 130 millones de viviendas.

En el corto y medio plazo, la edificación residencial responde, además, a la evolución de factores económicos tales como el empleo, las tasas de interés, la disponibilidad de crédito o las expectativas de los agentes. La volatilidad de estos factores lleva a que, en el corto y medio plazo, se produzcan desajustes entre oferta y demanda de viviendas. En este sentido, tanto la actividad constructora como los precios residenciales se ven directamente afectados por los mencionados desajustes.

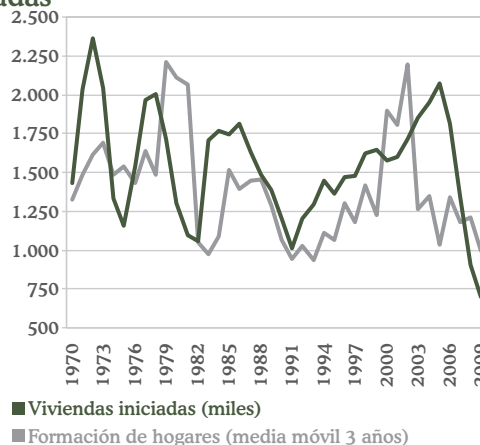
De hecho, desde 1975 se han registrado tres períodos en los que la producción de viviendas, y por lo tanto la inversión residencial, se han reducido significativamente. En el primer período, que se inició en el 4º trimestre de 1977 y terminó 16 trimestres después, en el 4º trimestre de 1981, la construcción de viviendas descendió un 58%. El segundo período, que comenzó en el 4º trimestre de 1985 y terminó en el 1º trimestre de 1991, duró 17 trimestres y el ajuste de la producción de viviendas fue del 53%. El tercer período se inició en el 3º trimestre de 2005 y aún no ha terminado; en los 14 trimestres transcurridos hasta finales de 2008, la caída de la iniciación de viviendas ha sido del 75%.

En el caso de los precios residenciales, también se han registrado tres períodos de ajuste desde 1975 relacionados con los anteriores. El primer período abarca 14 trimestres, desde el 1º trimestre de 1979 hasta el 3º trimestre de 1982, y en el ritmo de apreciación anual de las viviendas descendió desde el 15,1% hasta el 1,8%. El segundo período duró 15 trimestres: se inició en el 1º trimestre de 1987, cuando los precios crecían al 7,6% anual, y finalizó el 4º trimestre de 1990, momento en el que las viviendas apenas se apreciaban el 0,6% anual. El último período de ajuste comenzó en el 2º trimestre de 2005 y aún no ha terminado; en este período los precios de la vivienda han pasado de crecer al 12,1% en tasas interanuales a depreciarse a un ritmo del 4,5% en el 4º trimestre de 2008, de acuerdo con los datos de OFHEO² (el índice de precios elaborado por Standard & Poors registra un máximo del 15,1% en el 2º trimestre de 2005 y una depreciación interanual del 17,4% en el 4º trimestre de 2008).

¹ Población total (305,4 millones en 2008) dividida entre el tamaño medio del hogar (2,6 miembros).

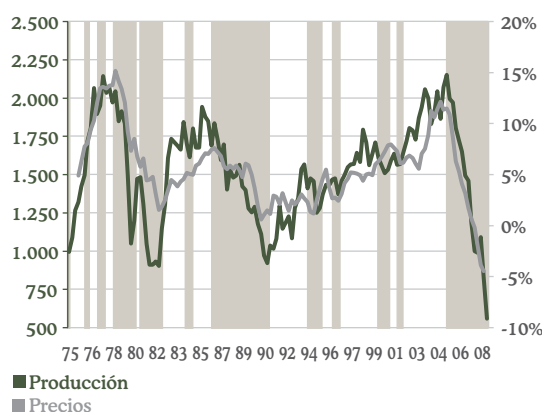
² OFHEO: Office of Federal Housing Enterprise Oversight.

Gráfico 1.
EE.UU. Formación de hogares y viviendas iniciadas



Fuente: Censu y SEE BBVA

Gráfico 2.
EE.UU. Vivienda: producción y precios
(En miles de unidades y variación anual %)



Fuente: Censu, OFHEO y BEA

Nota: La zona sombreada representa las caídas de la inversión residencial

Cuadro 1.
EE.UU. Períodos de ajuste en vivienda, 1975-2008

	Período 1	Período 2	Período 3
Producción			
Trimestre Max	4T77	4T85	3T05
Trimestre Min.	4T81	1T91	4T08
Num. Trimestres	16	17	14
Viviendas Max (miles)	2.142	1.942	2.151
Viviendas Min.(miles)	910	921	558
Diferencia	1.232	1.021	1.593
Caída %	-58%	-53%	-74%
Precios			
Trimestre Max	1T79	1T87	2T05
Trimestre Min.	3T82	4T90	4T08
Num. Trimestres	14	15	14
Variación Max (OFHEO)	15,1%	7,6%	12,1%
Variación Min. (OFHEO)	1,5%	0,6%	-4,5%
Diferencia (OFHEO)	13,6%	7,0%	16,6%
Variación Max (S&P)		8,0%	15,6%
Variación Min.(S&P)		-1,0%	-17,4%
Diferencia (S&P)		9,0%	33,0%

Fuente: Censu, OFHEO, S&P y SEE BBVA

Aparecen en el horizonte las primeras señales positivas, lo que sugiere que 2009 pudiera ser el año en el que mercado toque fondo

En este último ciclo, el elevado precio alcanzado por las viviendas y el endurecimiento de las condiciones de financiación hipotecaria llevaron a que se produjera un intenso deterioro de las condiciones de acceso a la vivienda en 2005, que se tradujo en un descenso creciente de las ventas a partir de los primeros meses de 2006. Ante la caída de ventas, los promotores recortaron la producción al mismo tiempo que se iniciaba el ajuste de precios. Esta tendencia descendente de ventas y producción ha continuado hasta la actualidad. De hecho, en 2008, las ventas descendieron hasta casi 5,4 millones unidades, casi 3 millones menos que en 2005, mientras que la producción de nuevas viviendas fue ligeramente inferior a las 870.000 unidades, casi un 60% por debajo de la producción de 2005.

A diferencia de lo que ocurrió en ciclos anteriores, en este último período de ajuste se ha creado un elevado inventario de viviendas en venta: entre 2002 y 2005, la producción de viviendas estuvo básicamente incentivada por el elevado precio de las mismas -no por las variables demográficas- y superó con creces el número de nuevos hogares que se formaron. Como consecuencia de esta sobreproducción, entre 2005 y la primera mitad de 2008 el parque de viviendas en venta se duplicó, hasta alcanzar un máximo histórico de cinco millones de unidades, el inventario equivalente a un año de ventas al ritmo observado en 2008.

Primera señal positiva: desciende significativamente el stock de viviendas a la venta a partir de la segunda mitad de 2008. A pesar de la caída generalizada de las transacciones, el parque de viviendas en venta descendió un 20% en la segunda mitad de 2008. La menor producción de viviendas nuevas, el elevado número de inmuebles embargados que se han vendido en subastas públicas o el cambio al mercado del alquiler de parte de las viviendas que estaban en venta han sido las razones para este descenso.

Segunda señal positiva: la actual producción de nuevas viviendas es claramente inferior al número de hogares que se forman. A finales de 2008, la producción de viviendas se situó en el entorno del medio millón anual, que es claramente inferior al número de nuevos hogares que se forman, cuya media en la presente década es de 1,2 millones al año. De continuar esta tendencia en la producción, el exceso de oferta desaparecerá tan pronto aumente el ritmo de ventas.

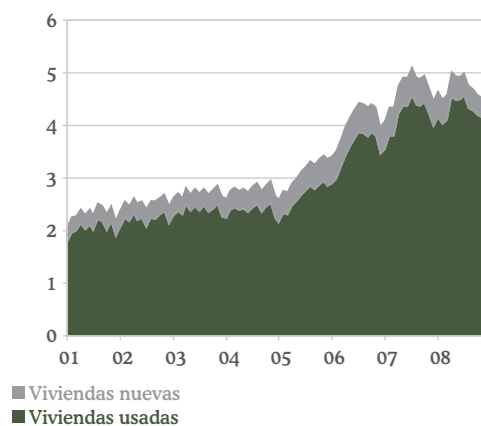
Tercera señal positiva: la importante mejora que se ha producido en las condiciones de acceso a la vivienda. A lo largo de 2008, el ajuste de los precios residenciales y los descensos de los tipos de interés han permitido que las ratios de acceso a la vivienda mejoren in-

Gráfico 3.
Accesibilidad a la vivienda en EE.UU.
Esfuerzo sobre ingresos familiares



Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 4.
Inventario de viviendas en venta en EE.UU.
Millones de unidades



Fuente: NAR y Census

tensamente hasta situarse, a finales de año, en los niveles más altos desde la existencia del indicador. A pesar de lo anterior, la oferta de crédito hipotecario se ha restringido intensamente, lo que sugiere que la mejora que se ha producido en las variables financieras no se traducirá en un incremento de la demanda de viviendas hasta que se mejoren las condiciones de los mercados financieros.

La mejora de la accesibilidad a la vivienda se ha producido por el descenso de los precios residenciales y, en menor medida, por el aumento de los ingresos familiares y los menores tipos de interés (véase sección previa).

A pesar de lo anterior, la débil situación del mercado laboral y las dificultades financieras todavía existentes limitarán la expansión de la demanda residencial en 2009. Las previsiones del SEE BBVA indican un menor volumen de ventas, que descenderán hasta los 4 millones de viviendas, y de viviendas iniciadas, que se estima será de 720.000 unidades en media en 2009. La recuperación del segmento residencial será más lenta que en ocasiones anteriores, debido al elevado parque de viviendas que aun están por vender. Esta es una característica común con el mercado inmobiliario español.

En términos generales, la inversión en vivienda requiere de una visión de largo plazo y esta muy relacionada con las expectativas de los agentes. En este sentido, históricamente, la recuperación de la edificación de nuevas viviendas ha estado muy asociada a las expectativas de los consumidores, que en estos momentos se encuentran en mínimos. Dado que la confianza de los consumidores está ligada a la evolución del mercado de trabajo, cabe esperar una mejora de las expectativas cuando la economía deje de destruir empleo.

Por tanto, el mercado inmobiliario en EE.UU. muestra importantes soportes en el largo plazo. Por otra parte, empiezan a aparecer señales económicas positivas en el corto plazo que podrían indicar que el mercado tocará fondo durante este año.

Gráfico 5.
Créditos hipotecarios en EE.UU.
(% de entidades que endurecen las condiciones de financiación)



Fuente: Reserva Federal

Gráfico 6.
Viviendas iniciadas y expectativas de los consumidores en EE.UU.
(En miles y número índice)



Fuente: Census

Gráfico 1.
España. Demanda y Oferta de vivienda
media móvil 4 trimestres, 2000=100

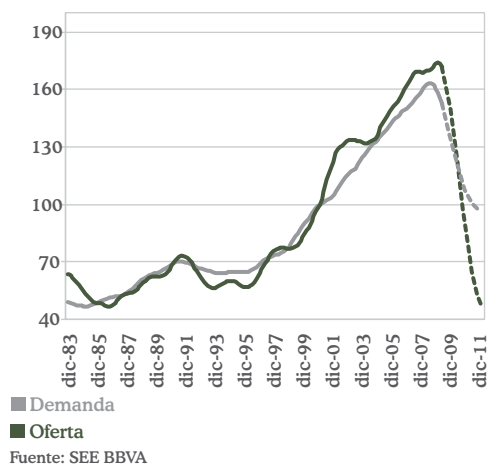


Gráfico 2.
España. Previsiones inversión en vivienda
T. Crec. Interanual, media móvil 4 trimestres

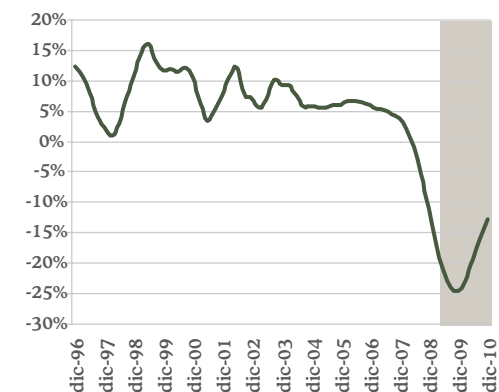
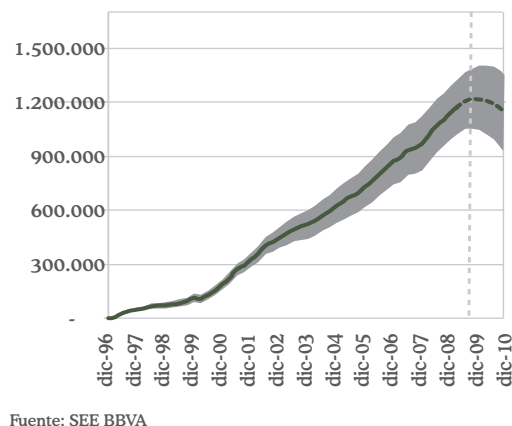


Gráfico 3.
España. Estimación de sobreoferta de vivienda nueva, previsiones



2. El ajuste inmobiliario español tomará tiempo

2.1. La sobreoferta del sector sigue acumulándose

Después del análisis de la evolución de los ciclos inmobiliarios a nivel internacional, en este capítulo se estudiará con más detalle la coyuntura del sector inmobiliario en España durante el último trimestre. El sector español, a diferencia de los sectores inmobiliarios de la mayoría de los países europeos, se caracteriza por un importante desequilibrio en actividad y no tanto en precios.

Los desequilibrios descritos en la edición anterior de esta revista siguen siendo importantes, y la evolución del entorno macroeconómico no está ayudando a acelerar el ajuste. En términos de actividad, los últimos datos muestran que la demanda de vivienda sigue contrayéndose a un ritmo elevado. Los datos relativos a las transacciones de vivienda publicados por el INE muestran que durante el primer trimestre de 2009 se han vendido poco más que 34.000 viviendas, un 34% menos que en el primer trimestre de 2008 y un 54% menos con respecto a 2007.

La mayor velocidad de contracción de la demanda contribuye a la acumulación de oferta de vivienda en el mercado. Este stock, de acuerdo con las previsiones del SEE BBVA, empezará a decrecer a partir del primer trimestre de 2010 y llegará a los niveles alcanzados durante 2005 a finales de 2012. Sin embargo, estas dinámicas dependen de factores que son difíciles de prever. Es razonable suponer que hay un cierto nivel de stock de vivienda sin vender en el mercado de tipo "friccional", que puede mantenerse durante una fase estable del mercado porque las viviendas ofertadas no se ajustan completamente a las demandadas. La falta de series históricas largas y detalladas sobre el parque de vivienda y su distribución (entre vivienda vacía y no) no permiten desarrollar estas estimaciones e identificar de manera precisa dicho stock "friccional".

En la fase actual del ciclo de vivienda este stock de sobreoferta dificulta el ajuste, por lo que se prevé que la actividad de construcción residencial se mantenga en niveles muy reducidos. Los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento indican que en el mes de marzo de 2009 se han emitido solamente 11.234 visados, lo que lleva a que la contracción en el primer trimestre de 2009 sea de un -64% interanual. Aunque en términos intermensuales estos últimos datos representan una mejora con respecto a enero y febrero, nuestras previsiones permanecen conservadoras y se estima que durante 2009 y 2010 se visarán alrededor de 150.000 viviendas por año (Gráfico 4).

Por otra parte, el exceso de oferta de vivienda existente en el mercado, que no se moderará sustancialmente durante los próximos meses, y las expectativas de ofertas de viviendas rebajadas siguen empujando los precios a la baja. En el primer trimestre de 2009 los precios por metro cuadrado de una vivienda en España volvieron a niveles de 2006, con una tasa de crecimiento negativa de un 6,8%. Dicha contracción se manifiesta tanto en vivienda nueva (-6,5%) como en vivienda usada (-6,9%). La devaluación acumulada en términos

reales desde el máximo, de finales de 2007, asciende a un -13%. A futuro se prevé que esta evolución bajista continúe (Gráfico 5). Los precios muestran un proceso de ajuste más rápido de lo esperado, lo cual podría ayudar a acelerar la absorción de la sobreoferta de vivienda en el mercado. Además, las recientes medidas del Gobierno que eliminan las desgravaciones fiscales por compra de vivienda a partir del 1 de enero de 2011 podrían afectar el ajuste de precios y moderar su caída durante los próximos 19 meses¹.

Con todo, las previsiones de caída en los precios de vivienda se sitúan alrededor de un -10% en 2009 y un -12% en 2010. En total, la caída acumulada desde el pico se estima en alrededor de un 30%.

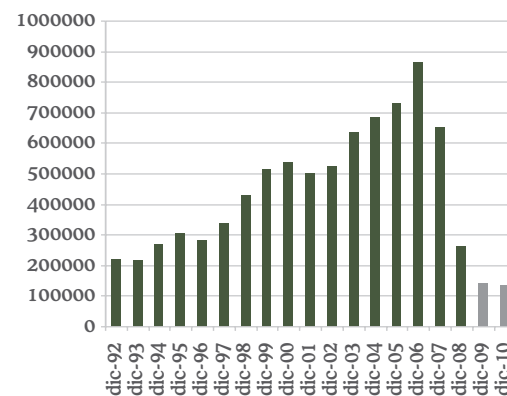
La mejora en la accesibilidad y las medidas contracíclicas podrían acotar la caída de la demanda interna

Algunos factores, como la bajada en los tipos oficiales de interés del BCE, la reducción de la inflación y algunas medidas públicas, contribuirán a incrementar la renta disponible de los hogares. En este entorno el esfuerzo para acceder a una vivienda se reduce, y este hecho, junto con la reducción de los precios de vivienda, mejora la accesibilidad y acelera la absorción de la sobreoferta de viviendas en el mercado.

En España se calcula que la bajada de los tipos hipotecarios será el principal factor que contribuirá a mejorar la accesibilidad a la vivienda (véase punto 1 en esta revista). No obstante, la transformación de la demanda potencial en compraventas efectivas sigue siendo incierta, sobre todo en el corto plazo. Los niveles de confianza están mejorando, pero las condiciones de acceso al crédito se endurecen y la recesión económica hace postergar las decisiones de inversión a largo plazo, como por ejemplo la inversión en vivienda.

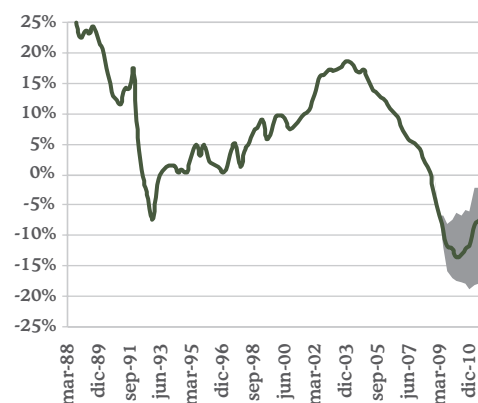
Por otro lado, las últimas políticas de vivienda, además de estimular la compra actual (al anunciar la cancelación futura de las deducciones fiscales por los pagos de hipoteca), intentan fomentar el desarrollo del mercado de alquiler, con el objetivo de paliar el desequilibrio existente entre los diferentes regímenes de tenencia de vivienda. En el entorno económico actual, el estímulo del mercado de alquiler sería muy positivo, no solamente por la capacidad que tiene de absorber parte de la sobreoferta en el mercado, sino también por su capacidad de suavizar los procesos de creación y destrucción de empleo, tal y como se muestra en el siguiente apartado.

Gráfico 4.
España. Visados de obra nueva



Fuente: Ministerio de Fomento; SEE BBVA

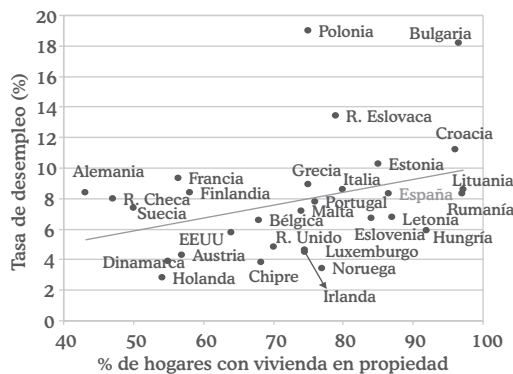
Gráfico 5.
España. Previsiones de precios nominales de vivienda
(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: SEE BBVA

¹ Para más detalle sobre los efectos de esta medida véase el punto 3 en esta revista

Gráfico 6.
Tasa de desempleo vs porcentaje de hogares con vivienda en propiedad.
(Varios años)



Fuente: European Mortgage Federation, Eurostat y SEE BBVA
 2000: Suiza y Turquía
 2001: Bélgica, R. Checa, Chipre y Noruega
 2002: Bulgaria, Alemania, Estonia, Italia, Holanda, Rumanía y Serbia
 2003: Hungría, Austria, Eslovenia y Rusia
 2004: Francia y Polonia
 2005: Lituania, Luxemburgo, Malta, Finlandia, Suecia y R. Unido
 2006: Dinamarca, Grecia, Irlanda, Letonia, Portugal, R. Eslovaca y Croacia
 2007: España
 2008: EEUU

2.2. Situación laboral y régimen de tenencia de vivienda: ¿existe una relación bidireccional?

La persistencia de las tensiones financieras en el contexto internacional ha intensificado el deterioro de la actividad económica global a lo largo del año 2008 y durante el primer trimestre de 2009. En España, el ajuste de la economía se ha visto agravado por el redimensionamiento que está experimentando el sector inmobiliario, en particular, la inversión en vivienda. La caída de la actividad económica favorecida por ambos factores –persistencia de las tensiones financieras y ajuste inmobiliario- ha impactado negativamente en el mercado laboral, lo que se ha manifestado en una intensa destrucción de empleo que, unida al dinamismo exhibido por la población activa, han provocado que la tasa de desempleo se haya incrementado 7,7 puntos porcentuales (pp) en el último año hasta alcanzar el 17,4% de los activos en el primer trimestre del año actual.

Además de la relación directa entre el ajuste inmobiliario y el deterioro del mercado laboral, podría existir una relación indirecta derivada del vínculo existente entre el régimen de tenencia de vivienda de un individuo y su situación laboral. Al respecto, en tres trabajos realizados en la segunda mitad de la mediados de la década de los noventa, A. Oswald sugirió que las diferencias internacionales (e interregionales) en tasas de desempleo se podrían explicar por la existencia de diferencias en la composición del régimen de tenencia de vivienda. Haciendo uso de los datos existentes para algunos países de la OCDE (y datos regionales para EEUU, Italia, Francia, Suecia y Suiza), Oswald encontró una correlación positiva entre el porcentaje de propietarios de vivienda y la tasa de desempleo, tanto entre países como entre regiones de un mismo país¹.

En el caso español, verificar la existencia de una relación entre el peso de la vivienda en propiedad y la tasa de desempleo resulta relevante no sólo porque ambas variables alcanzan una magnitud comparativamente elevada en relación con los restantes Estados miembros de la UE-15 –tal y como se puede observar en el Gráfico 6- sino también por las implicaciones que puede tener en términos de política de vivienda. Al respecto, nótese que una de las causas de la importancia creciente de la vivienda en propiedad ha sido el tratamiento fiscal diferencial que ha bonificado la adquisición en detrimento del alquiler. De hecho, no existen ayudas fiscales generalizadas al alquiler de vivienda en España desde 1998.

Por tanto, el objetivo de esta sección es analizar la interrelación entre el régimen de tenencia de vivienda de un individuo y su situación laboral desde un punto de vista microeconómico utilizando los datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF) correspondiente al año 2006. Los resultados obtenidos indican que el choque demográfico experimentado por la economía española, el intenso proceso de creación de empleo y el desarrollo del mercado hipotecario desde mediados de la década de los noventa contribuyeron a que la relación entre el peso de la vivienda en propiedad y la tasa de desempleo fuese inequívocamente negativa. Cuando se tienen en cuenta las restantes variables que pueden afectar a la situación laboral del individuo y/o al régimen de tenencia de su vivienda, se obtiene que el efecto de ser propietario sobre la probabilidad de estar ocupado es positivo y significativo. Este resultado se explica por la importancia de los ocupados que tienen una hipoteca: el coste de perder el empleo para los ocupados hipotecados –que probablemente no podrían devolver su crédito- incrementa su compromiso con el mercado laboral y, por lo tanto, su probabilidad de permanecer en la ocupación.

¹ Sus resultados -no condicionados a otras variables explicativas- indican que un incremento de 10 pp en el porcentaje de propietarios de vivienda se traduce en un aumento de la tasa de desempleo en 2 pp. Igualmente, un aumento de 10 pp en el peso de la vivienda en alquiler incrementa en 4 pp la proporción de hombres ocupados. Véase Oswald (1996, 1997, 1999).

Dado que la probabilidad de ser propietario depende positivamente de que el individuo se encuentre ocupado, el deterioro del empleo podría provocar una disminución de la proporción de hogares que son propietarios de su vivienda. En términos agregados, esta tendencia podría disminuir el coste de perder el trabajo, lo que reduciría la probabilidad de empleo. Esta retroalimentación entre el ajuste del mercado laboral y el de la vivienda en propiedad podría haber sido suavizada si se hubiesen implementado medidas que fomentasen el alquiler de vivienda en detrimento de la adquisición.

Canales de transmisión entre el mercado de la vivienda y el de trabajo

Siguiendo los trabajos de Bover *et al.* (1989) y Oswald (1996, 1997, 1999), se identifican –al menos- seis canales a través de los que el régimen de tenencia de vivienda de un individuo puede afectar (negativamente) a su situación laboral y, por tanto, a las macro magnitudes del mercado laboral:

- Tener una vivienda en propiedad podría reducir la movilidad laboral debido, entre otros motivos, a los costes (de transacción) asociados a la venta de la vivienda. Si así fuese, la vulnerabilidad de los propietarios de vivienda ante un deterioro de la situación económica de su región sería mayor.
- Si tener una vivienda en propiedad limita la movilidad, la probabilidad de que los emparejamientos laborales trabajador-empresa no sean adecuados es comparativamente elevada, lo que se traduciría en una menor productividad, menores salarios y mayores costes laborales unitarios.
- Un reducido porcentaje de viviendas en alquiler en un mercado (o área geográfica) dinámico podría suponer un freno a la movilidad geográfica de los desempleados residentes en otras áreas hacia la región ante la dificultad de acceder a una vivienda.
- Desincentivo a la participación laboral derivado del efecto riqueza. Cuando el precio de la vivienda crece, se incrementa la riqueza inmobiliaria de los hogares propietarios, lo que puede disminuir el coste de oportunidad del ocio y, por lo tanto, desincentivar la participación laboral y el empleo.
- Desincentivo a la creación de empresas. En aquellas regiones en las que predominan los propietarios de vivienda, la creación de empresas podría ser menor debido a que el votante mediano -*i. e.*, el individuo propietario - podría rechazar el establecimiento de cierto tipo de empresas próximas a su residencia², lo que supondría una menor creación de empleo en la región.
- Asumiendo que el tiempo que los propietarios de vivienda tardan en llegar a su puesto de trabajo es mayor que el que emplean aquellos que viven de alquiler (Gráfico 7), podrían surgir problemas de congestión que incrementarían el coste de oportunidad del empleo³.

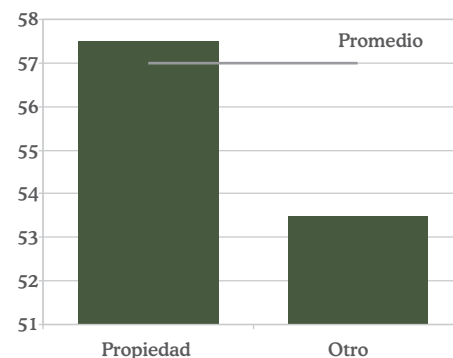
Pero la relación entre el régimen de tenencia de vivienda y las magnitudes del mercado de trabajo es bidireccional. Así, la probabilidad de adquisición de vivienda por parte de un individuo ocupado será mayor dado que tener empleo incrementa su renta permanente, lo que favorece la adquisición de bienes duraderos, entre los cuales se encuentra la vivienda. Este efecto renta se ve intensificado por la mayor facilidad de obtención de financiación que tienen los ocupados (Gráfico 8).

² Cuando dichas empresas tuviesen externalidades negativas sobre el valor de las viviendas.

³ El desincentivo provocado por el mayor coste de oportunidad del empleo cuando aumenta el tiempo de desplazamiento al lugar de trabajo es cualitativamente igual al derivado de la prestación por desempleo.

Gráfico 7.

España. Efecto del régimen de tenencia de vivienda sobre el tiempo de desplazamiento al lugar de trabajo

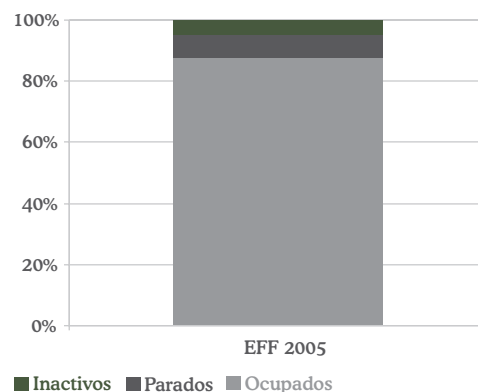


Dos individuos representativos tan sólo diferenciados por su régimen de tenencia de vivienda

Fuente: SEE BBVA a partir de INE (Encuesta de empleo del tiempo, 2002-03).

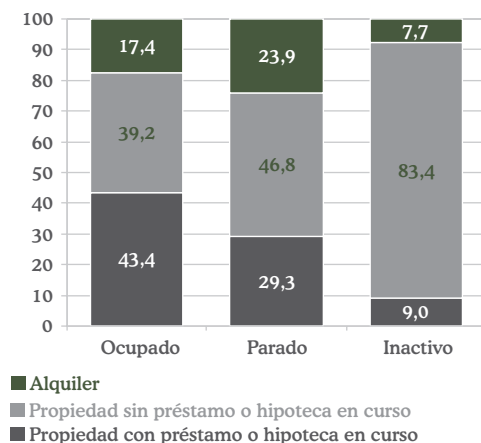
Gráfico 8.

España. Distribución de los individuos con préstamos suscritos para la adquisición de vivienda por situación laboral



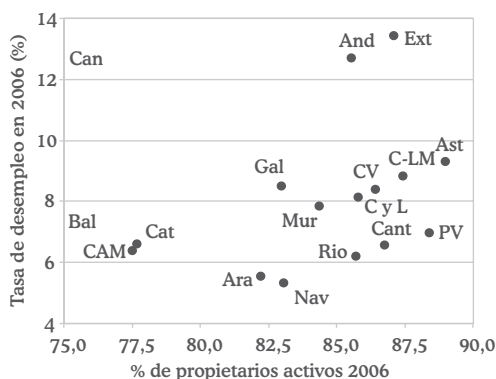
Fuente: SEE BBVA a partir de la Encuesta Financiera de las Familias 2005

Gráfico 9.
España. Régimen de tenencia de vivienda según situación laboral del sustentador principal (%)



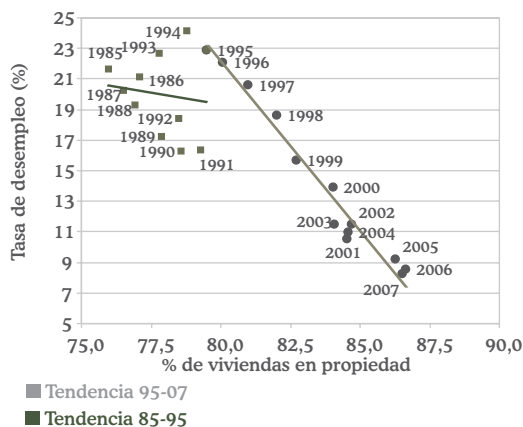
Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 10.
España. Situación laboral y régimen de tenencia de vivienda
(Activos cuya vivienda principal es comprada o alquilada)



Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 11.
España. Tasa de desempleo vs porcentaje de hogares con vivienda en propiedad.
1985-2007



Fuente: INE, Ministerio de Vivienda y SEE BBVA

La literatura económica no arroja resultados concluyentes acerca de la relación entre el régimen de tenencia de vivienda y el desempeño del mercado laboral

Tras la aparición de los trabajos de Oswald, numerosos autores han analizado la relación entre el régimen de tenencia de vivienda y diferentes aspectos que caracterizan el mercado de trabajo⁴: tasa de desempleo (y su cambio), probabilidad de empleo/desempleo, tiempo de permanencia en el empleo/desempleo, retribución salarial (y su cambio), movilidad geográfica y laboral, etc. Los resultados obtenidos no son concluyentes, sino que dependen del país analizado, del período muestral, del subgrupo de población examinado y de la metodología empleada.

En el caso de España, Barrio y Rodríguez (2004) estudian la relación entre la tasa de desempleo y el porcentaje de propietarios de vivienda a nivel provincial con los datos del censo de 1991. Encuentran un efecto negativo y bidireccional entre ambas variables que explican por la posible existencia de externalidades positivas asociadas a la vivienda en propiedad y a la influencia de un mercado hipotecario ampliamente desarrollado. Por el contrario, Barceló (2006) –haciendo uso de los microdatos del Panel de Hogares de la Unión Europea para Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España entre 1994 y 1998- encuentra que ser propietario de una vivienda afecta negativamente a la movilidad geográfica de los desempleados.

La evidencia descriptiva indica que en España la relación no condicionada entre el peso de la vivienda en propiedad y la tasa de desempleo es negativa

Dado que la evidencia existente para España es escasa, este artículo pretende contribuir al conocimiento de la interrelación entre la situación laboral de cada individuo y el régimen de tenencia de su vivienda principal. Para ello se han utilizado los microdatos de la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF) correspondiente al año 2006.⁵

Los resultados del análisis descriptivo indican que si bien el porcentaje de desempleados propietarios de su vivienda es 3,2 veces mayor que el porcentaje de desempleados inquilinos, el peso de la vivienda en propiedad es mayor entre los ocupados (un 82,6%) que entre los desempleados (un 76,1%) (Gráfico 9).⁶

Si se estudia la relación entre ambas variables por Comunidad Autónoma, no se obtiene un resultado claro ya que entre las que exhiben un peso de la vivienda en propiedad comparativamente elevado, coexisten regiones con tasas de desempleo significativas –como Andalucía y Extremadura- con otras cuyas tasas de desempleo son comparativamente reducidas –como Cantabria y País Vasco, entre otras (Gráfico 10).

Asimismo, tampoco la evolución temporal de la relación entre la importancia de la propiedad y la tasa de desempleo para el conjunto de España es consistente con la hipótesis sugerida por Oswald. Los resultados indican que la correlación es negativa y significativa (Gráfico 11), especialmente desde mediados de la década de los 90 debido a la magnitud del choque demográfico experimentado por la economía española y al intenso proceso de creación de empleo (Gráfico 12).⁷

⁴ Véanse van Ewijk y van Leuvensteijn (2009) y García (2009) para una revisión detallada de la literatura económica que estudia la relación entre el régimen de tenencia de vivienda y el comportamiento del mercado laboral.

⁵ Si bien los resultados de la EPF de 2007 son públicos desde finales de 2008, los microdatos anonimizados todavía no están disponibles.

⁶ Dado el objetivo del artículo, se excluyen del análisis los individuos inactivos y aquellos que residen en viviendas de cesión gratuita. En el primer caso, la consideración del elevado porcentaje de inactivos propietarios de vivienda desvirtuaría los resultados del análisis. En el segundo, la disposición de una vivienda de cesión gratuita –salvo excepciones- no depende de las características del hogar.

⁷ Tampoco se encuentra una relación positiva cuando se compara la primera derivada de ambas variables. Así, el Gráfico 8 indica que cambios en el peso de la vivienda en propiedad están inversamente relacionados con cambios en la tasa de desempleo.

... y lo continúa siendo cuando se tienen en cuenta los restantes determinantes de las probabilidades de estar ocupado y ser propietario...

Si bien la evidencia descriptiva sugiere que la relación a nivel agregado entre el peso de la vivienda en propiedad y la tasa de desempleo en España es negativa, podría suceder que dicha relación fuese casual -o su signo, el opuesto- debido al papel jugado por terceras variables. Por ejemplo, si la probabilidad de estar ocupado crece con el número de miembros del hogar –debido a que el coste de perder el empleo aumenta- mientras que la probabilidad de tener una vivienda en propiedad disminuye –debido a la necesidad de adquirir una de mayor tamaño y, por lo tanto, menos asequible-, la relación negativa entre propiedad y empleo no sería causal, sino que estaría determinada por el tamaño del hogar.

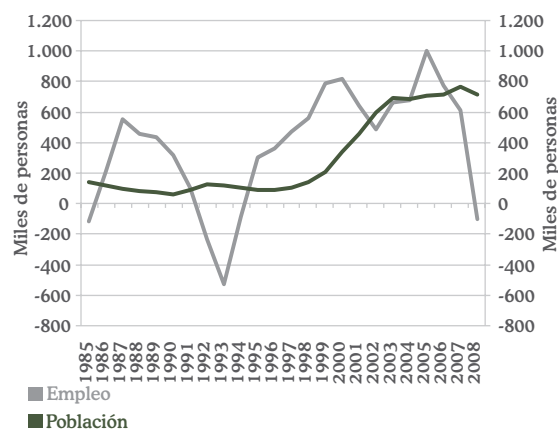
Por tanto, para aislar el efecto de cada variable sobre las probabilidades de tener una vivienda en propiedad (o ser arrendatario) y de estar ocupado (o desempleado), se ha estimado un modelo biecualcional de elección discreta⁸ en el que la situación laboral de cada individuo depende del régimen de propiedad de su vivienda y viceversa, así como de las características del lugar de residencia, del tamaño y la composición del hogar, de las particularidades del sustentador principal, de las características de la vivienda y de la magnitud y la composición de los gastos e ingresos del hogar.

Los resultados de la estimación indican que el efecto de tener una vivienda en propiedad sobre la probabilidad de estar ocupado es positivo y estadísticamente significativo. Cuando se calcula la probabilidad predicha de que dos individuos que tan sólo se diferencian en el régimen de tenencia de su vivienda se encuentren ocupados, se obtiene que el individuo propietario tiene una probabilidad 3,3 pp mayor de estar ocupado que el inquilino (Gráfico 14). La causa de dicho efecto -además de la posible existencia de externalidades positivas de la propiedad sobre la probabilidad de empleo- es el mayor coste de perder el empleo de los ocupados propietarios con hipoteca en curso. Así, el hecho de que el 53,1% de los ocupados propietarios tenga una hipoteca en curso provoca que el efecto negativo que la propiedad puede tener sobre la movilidad geográfica y laboral sea más que compensado por el efecto positivo del mayor ‘compromiso’ con el mercado laboral de los ocupados propietarios (Gráfico 15).

Del mismo modo, la probabilidad condicionada de tener una vivienda en propiedad depende positivamente de que el sustentador principal del hogar esté ocupado, si bien la magnitud del efecto es reducida. Así, la probabilidad predicha de que un individuo ocupado tenga una vivienda en propiedad es tan sólo 1,6 pp mayor que la de otro que se encuentre desempleado pero tenga las restantes características iguales que el primero (Gráfico 16). Por lo tanto, además del efecto renta permanente derivado de encontrarse ocupado, existen otros factores que determinan la probabilidad de tener una vivienda en propiedad, tales como las características del lugar de residencia (Comunidad Autónoma, capital de provincia, densidad de población, etc.), el tamaño y la composición del hogar, las características personales del sustentador principal (edad, nacionalidad, ...), etc.

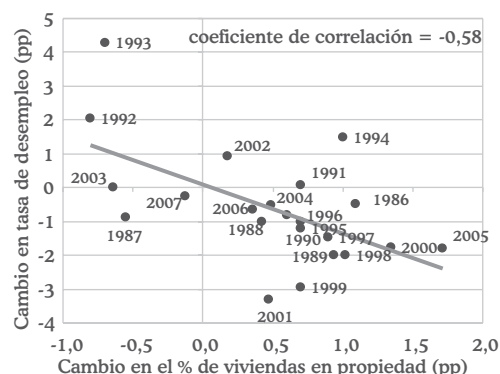
⁸ Siguiendo Heckman (1978) y Maddala (1983), la estimación del modelo de ecuaciones simultáneas se realiza de modo bietápico. En la primera etapa, se escriben las ecuaciones del modelo estructural en forma reducida y se obtienen estimaciones consistentes de los coeficientes; en la segunda etapa, se sustituyen las endógenas del lado derecho del modelo estructural por sus valores predichos en la etapa anterior y se estiman los coeficientes estructurales por máxima verosimilitud. Dado que los estimadores obtenidos en la segunda etapa son insesgados pero inconsistentes, se corrigen los errores estándar de los coeficientes del modelo estructural. Véase García (2009) para una descripción detallada del modelo utilizado y de los resultados obtenidos.

Gráfico 12. España. Crecimiento demográfico y creación de empleo (Variación anual en miles de personas)



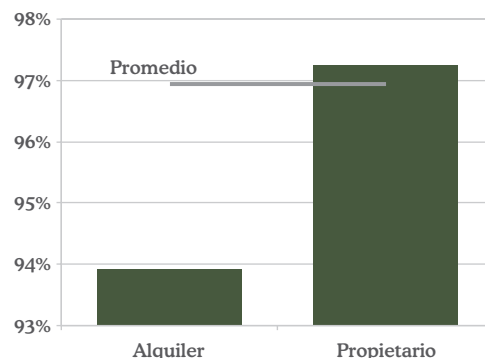
Fuente: AMECO, INE y SEE BBVA

Gráfico 13. España. Cambio en la tasa de desempleo vs cambio en el porcentaje de hogares con vivienda en propiedad. 1985-2007



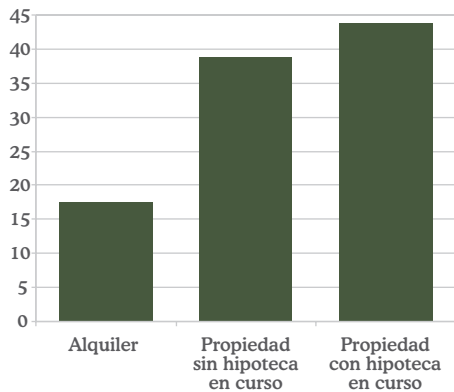
Fuente: INE, Ministerio de Vivienda y SEE BBVA

Gráfico 14. España. Probabilidad predicha de que el individuo medio esté ocupado según su régimen de tenencia de vivienda



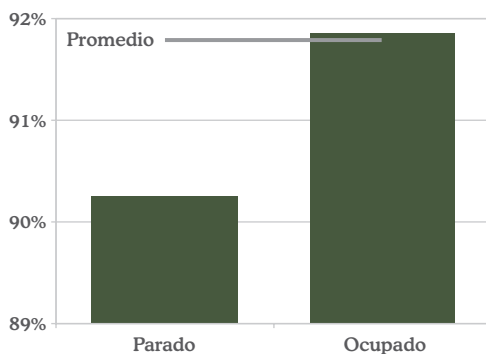
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 15.
España. Porcentaje de ocupados según su régimen de tenencia de vivienda



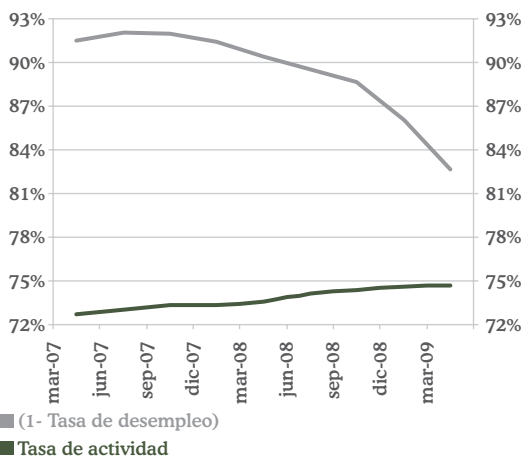
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 16.
España. Probabilidad predicha de que el individuo medio tenga una vivienda en propiedad según su situación laboral



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 17.
España. Tasas de actividad y ocupación



Fuente: INE y SEE BBVA

..., lo que en una etapa recesiva como la actual se podría traducir en una disminución de la adquisición de viviendas mayor de lo previsto

Dados los resultados del modelo, ¿cuáles pueden ser las consecuencias de la caída de la actividad económica sobre la composición del régimen de tenencia de vivienda en España?

El deterioro que está experimentando la economía española reduce la probabilidad de empleo de los individuos (Gráfico 17). Esta consecuencia, unida a la ralentización del crecimiento del crédito, dificulta la adquisición de vivienda. En términos agregados, la disminución de la proporción de hogares que son propietarios de su vivienda reduciría el coste de perder el empleo y, por lo tanto, limitaría los incentivos de los trabajadores a permanecer en la ocupación⁹ y desincentivaría la búsqueda de empleo, tanto entre los desempleados como entre los inactivos, lo que, a su vez, reduciría adicionalmente el peso de la vivienda en propiedad.

La disminución de la probabilidad de estar ocupado y/o de acceder a un empleo podría verse agravada por una caída de los precios de la vivienda. Así, una reducción del precio de la vivienda podría provocar que el valor de la deuda hipotecaria —o bien, el precio pagado por la vivienda— superase al valor real de la propiedad (*negative equity*). Esto tendría un efecto adverso sobre la movilidad de los propietarios de vivienda¹⁰, lo que podría deteriorar la probabilidad de empleo.

El alquiler como mecanismo de suavización del ciclo

Por lo tanto, dada la retroalimentación de los efectos cruzados entre empleo y propiedad, la disminución acumulada del peso de la vivienda en propiedad en España podría ser mayor que la derivada únicamente de la contracción de la renta permanente de los hogares. Por tanto, si se hubiesen implementado medidas destinadas a fomentar el alquiler de vivienda en detrimento de la adquisición, esto podría haber contribuido a suavizar el ciclo, tanto el inmobiliario como su interacción con el proceso de destrucción de empleo.

Bibliografía

- Barceló, C. (2006), "Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries". Documento de Trabajo 0603, Banco de España.
- Barrios, J. A. y J. E. Rodríguez (2004), "User Cost Changes, Unemployment and Homeownership: Evidence from Spain", *Urban Studies*, 41 (3), 563-578.
- Bover, O., J. Muellbauer y A. Murphy (1989), "House prices, wages and the UK labour market", *Oxford Bulletin of Economic and Statistics*, 51, 97-136.
- Heckman, J. J. (1978), "Dummy endogenous variables in a simultaneous equation system", *Econometrica*, 46, 931-959.
- Henley, A. (1998), "Residential mobility, housing equity and the labour market", *The Economic Journal*, 108, 414-427.
- García, J. R. (2009), "Situación laboral y régimen de tenencia de vivienda: una relación bidireccional", SEE BBVA, *mimeo*.
- Maddala, G. S. (1983). *Limited-dependent and qualitative variables in econometrics*. Econometric Society Monographs N° 3. Cambridge University Press.
- Oswald, A. J. (1996), "A conjecture on the explanation for high unemployment in the industrialised nations: part I", University of Warwick Economic Research Papers, 475.
- Oswald, A. J. (1997), "Thoughts on NAIRU", *Journal of Economic Perspectives* (Correspondencia), 11, 227-228.
- Oswald, A. J. (1999), "The Housing Market and Europe's Unemployment: A Non-Technical Paper", University of Warwick, *mimeo*.
- van Ewijk, C. y M. van Leuvensteijn (2009). *Homeownership and the Labour Market in Europe*. Oxford University Press.

⁹ Nótese que se trata de un efecto incierto dado que el menor incentivo a permanecer en el empleo derivado de la menor importancia relativa de la propiedad podría ser más que compensado por un mayor compromiso con el mercado laboral de los ocupados provocado por el mayor riesgo de pérdida de su empleo.

¹⁰ Henley (1998) demuestra que la existencia de *negative equity* disminuye significativamente la movilidad residencial en Reino Unido, provocando que los propietarios de vivienda no respondan ante choques negativos en sus condiciones laborales.

Recuadro 2: Evolución de los precios de alquiler

La desaceleración de la economía española ha evidenciado que el mercado de alquiler puede jugar un papel importante en reactivar el mercado inmobiliario. En este entorno, una variable que ha venido ganando interés es el precio de alquiler de viviendas.

La evolución de los precios de alquiler en España empezó a mostrar una tendencia descendente a partir de finales de 2007, así como un comportamiento divergente entre las Comunidades Autónomas. Así, si se compara la tasa de crecimiento interanual del total nacional con la del resto de comunidades, la tendencia cambia significativamente (Gráfico 1). En tan sólo 10 de las 18 Comunidades Autónomas (Ceuta y Melilla no se incluyen porque no hay disponibilidad de datos) han disminuido los precios de alquiler.

Siendo Asturias e Islas Baleares, las CC.AA. con mayores incrementos de precios (11,4% y de un 6,3% respectivamente). En el otro extremo, destacan Extremadura (-15,7%) y el País Vasco (-12,8%). En términos nacionales, la tendencia de los precios es decreciente. En promedio, el precio de alquiler en 2008 ha caído en España un 0,6%, frente al crecimiento promedio del 7,6% en 2007.

El análisis de la evolución de los precios de alquiler se ve limitado por la falta de fuentes oficiales de datos. La Sociedad Pública de Alquiler, publica datos de los precios de alquiler por metro cuadrado desde 2005. Una fuerte limitación para el uso de estos datos es que, además de tener un histórico limitado, su muestra es pequeña y no suficientemente representativa.

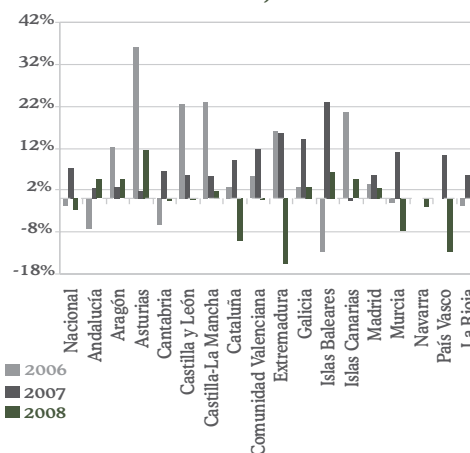
Por otra parte, se podría utilizar el componente de precios de alquiler contenido en el Índice de Precios de Consumo (IPC), que publica el INE, con una serie histórica más larga y también desglosada por CC.AA. La principal limitación de este índice es que la metodología con la que está calculado no es tan clara y no se conoce la fuente de dicho componente.

Un indicador que es interesante analizar para apreciar la evolución de los precios de alquiler es el índice de accesibilidad a la vivienda en alquiler. Se elabora a partir del cociente entre el coste de alquiler anual (calculado a partir de los costes para alquiler implícitos en la rentabilidad bruta por alquiler que publica el Banco de España) y la renta familiar. Como muestra el Gráfico 3, sigue una tendencia de desaceleración desde 2003, reflejando que el índice de accesibilidad a una vivienda en alquiler ha bajado y por tanto el esfuerzo para vivir de alquiler se ha reducido.

El coste del alquiler seguirá disminuyendo

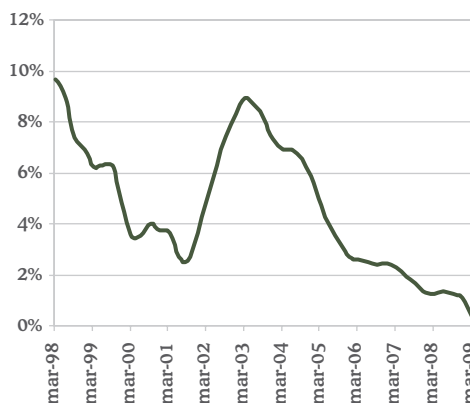
En el actual contexto de crisis, la opción del alquiler cuenta con importantes ventajas frente a la compra, que podrían hacer que su peso en el mercado de vivienda español se incrementase en los próximos trimestres. Analizando los factores que afectan al alquiler, se deben distinguir los relacionados con la demanda y con la oferta.

Gráfico 1.
Evolución del precio de alquiler
(Tasa de crecimiento interanual)



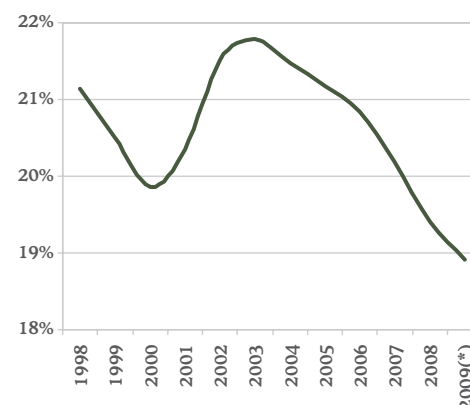
Fuente: Ministerio de Vivienda.

Gráfico 2.
Tasa de crecimiento interanual del precio de alquiler
media móvil 4 Trimestres



Fuente: SEE BBVA a partir de Banco de España

Gráfico 3.
Accesibilidad a la Vivienda en Alquiler
Alquiler/renta familiar (%)



(*) Datos hasta marzo
Fuente: SEE BBVA

Por el lado de la demanda, la incertidumbre económica repercute negativamente en la confianza de los consumidores, que podrían preferir alquilar una vivienda en lugar de endeudarse por un período largo de tiempo. Las restricciones de crédito, la incertidumbre sobre la renta familiar de los españoles y las elevadas tasas de desempleo podrían empujar a los hogares a postergar sus decisiones de compra.

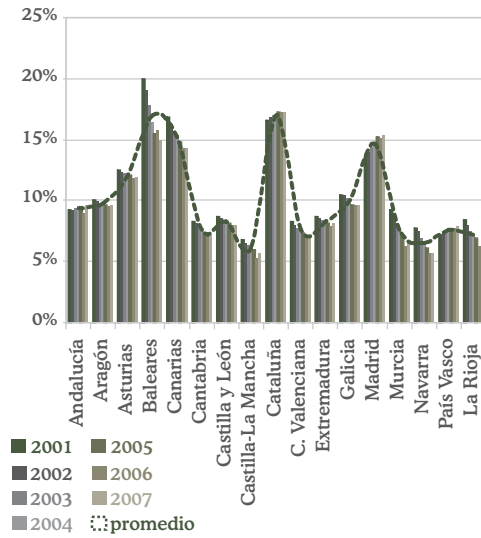
Por el lado de la oferta, la sobreoferta de vivienda se podría reconvertir en vivienda en alquiler y esto incrementaría la cantidad de vivienda ofrecida por esta vía, empujando los precios a la baja.

El Gráfico 4 muestra el peso de las viviendas del mercado de alquiler sobre el total de viviendas, que sigue siendo reducido e inferior a la media europea, donde representa un 30%. Aunque esta modalidad aún tiene una importancia relativa limitada, en los últimos años su peso está aumentando. De hecho, en 2007 la ratio de vivienda alquilada era de un 9,7% frente al 9,6% de 2006.

Además de estos factores, se debe tener en cuenta el papel del marco legal que afecta al mercado del alquiler. Recientemente se ha desarrollado el Plan de Impulso al Alquiler del Ministerio de Vivienda (véase Cuadro 3 en esta revista). Uno de sus objetivos es el de fomentar un incremento de la oferta en el mercado de alquiler, y mejorar las garantías para propietarios e inquilinos. Para ello, se trata

de incrementar la seguridad y confianza de los propietarios (por ejemplo agilizando los trámites de desahucio), apoyar la iniciativa empresarial en el sector de la construcción (mediante construcción para alquiler o reconversión de viviendas destinadas a la venta), y fomentar la emancipación y la movilidad juvenil.

Gráfico 4.
Ratio viviendas alquiladas sobre el total



Fuente: Ministerio de vivienda

Recuadro 3: Perfil del adquirente de vivienda a partir de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias (2005-2002)

En este artículo se analizan los resultados, recientemente publicados por el Banco de España, de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) de 2005¹. En este caso, se presentan los resultados obtenidos del análisis comparativo de las dos oleadas de la mencionada encuesta (2005 y 2002)², para las familias propietarias de su vivienda principal que se encuentran hipotecadas.

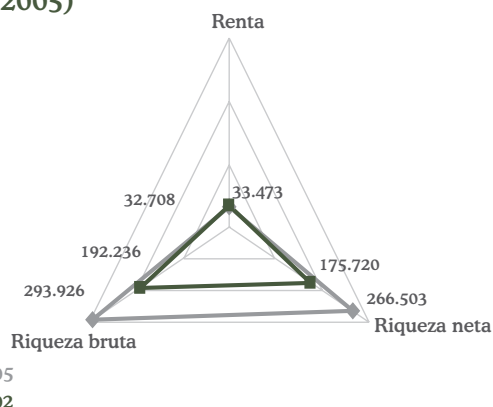
En primer lugar, se analizarán las características socio-económicas de las familias en 2005 y los principales cambios que se han producido desde la encuesta de 2002. Y en segundo lugar, se mostrarán las características de los préstamos hipotecarios que tienen como finalidad la compra de la vivienda principal de la familia.

En el entorno actual este análisis tiene una particular relevancia, pues las familias están altamente endeudadas; el impacto de la crisis sobre los hogares va a ser significativo; y en el que las medidas gubernamentales se orientan, entre otros objetivos, a amortiguar el ajuste del mercado inmobiliario español y, por lo tanto, de la actividad hipotecaria española.

Entre 35 y 44 años, en pareja y empleado por cuenta ajena...

Las familias españolas propietarias de su vivienda principal representan alrededor de un 84% del total de las familias encuestadas, en las dos oleadas disponibles. Factores como el crecimiento del valor de las viviendas durante los últimos años o los incentivos fiscales contribuyeron a que la mayoría de las familias españolas tenga su vivienda en propiedad, en contraste con otros países desarrollados.

Gráfico 1.
Características de los hogares encuestados.
Media
(€ de 2005)



Fuente: Encuesta Financiera de las Familias, Banco de España

Al igual que la media de las familias encuestadas, aquellas que tienen su vivienda principal hipotecada presentan un

¹ La primera parte de este análisis, relativa a la financiación del consumo, se publicó en la revista Situación Consumo de mayo de 2008.

² Véase Bover (2004, 2008^a y 2008^b) para un análisis detallado de las características y resultados de las EFF correspondientes a 2002 y 2005.

tamaño medio de tres individuos; y, además, el cabeza de familia es hombre. En este caso, si se comparan los resultados obtenidos para 2005 con los previos, el porcentaje de hogares hipotecados por su vivienda principal que tiene cabeza de familia mujer es más alto en 2005, lo que, entre otras razones, podría deberse a la mayor integración en el mercado laboral de las mujeres o al mayor número de divorcios.

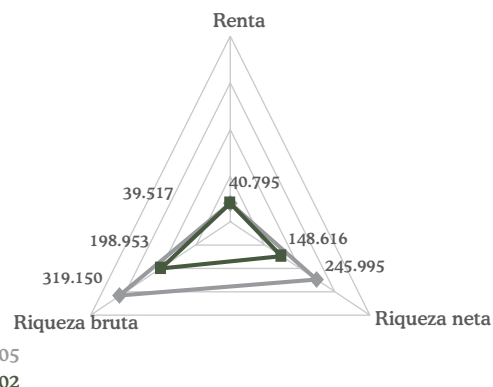
Además, al igual que ocurría en los préstamos de consumo, se repite el patrón descrito por la teoría del ciclo vital: son los hogares en edades comprendidas entre los 35 y 44 años los que concentran un mayor número de hipotecados. La concentración de propietarios hipotecados en pareja, ya sean casados o en pareja de hecho, es muy elevada, sin que se observen cambios relevantes entre las dos encuestas (el 87% de los hipotecados en 2005 estaban casados o tenían pareja de hecho).

La situación laboral del cabeza de familia tampoco ha cambiado a lo largo del tiempo. Así, la mayoría de los hogares, hipotecados o no, tenían ocupado por cuenta ajena al cabeza de familia. Observando la renta y la riqueza de las familias hipotecadas, en euros constantes de 2005, se concluye que la renta del cabeza de familia disminuyó un 3% entre 2002 y 2005. No ocurre así con la riqueza, ni bruta ni neta, pues ambas aumentan por encima del 60%, acompañando el aumento de los precios de la vivienda durante dicho período.

... hipoteca a mayor plazo y por mayor importe

La mayoría de las familias españolas que adquieren su vivienda principal lo hacen endeudándose. De entre las que se endeudan casi el 80% lo hacen con garantía hipotecaria. Es por esto y por la importancia que tienen las hipotecas de vivienda principal para las entidades financieras por lo que en esta segunda parte del artículo se hace un análisis más detallado de las hipotecas en España.

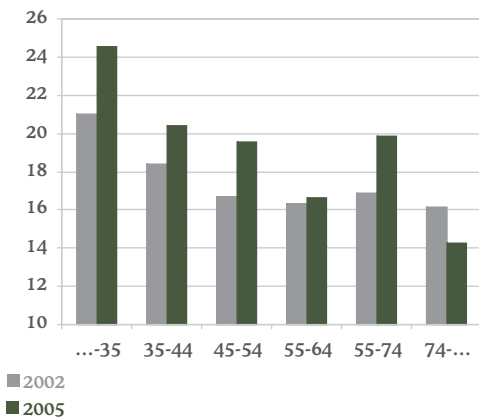
Gráfico 2.
Características de los hogares hipotecados para la compra de su vivienda principal. Media
(€ de 2005)



Fuente: Encuesta Financiera de las Familias, Banco de España

Como también ocurría con los préstamos personales, las principales entidades prestamistas son las cajas de ahorros y los bancos. Sin embargo, entre 2002 y 2005 estas entidades perdieron parte de su cuota en favor del resto de entidades financieras: cooperativas de crédito, establecimientos en Internet y entidades financieras de crédito. Estas últimas entraron en el mercado durante este período, aprovechando un momento en el que el acceso al crédito era más laxo y las condiciones de financiación mayorista eran muy favorables.

Gráfico 3.
Plazo inicial de la hipoteca por tramo de edad
(años)



Fuente: Encuesta Financiera de las Familias, Banco de España

El importe de las hipotecas solicitadas creció en media un 34% durante el período analizado, alcanzando en 2005 77.311€ de media. Por tramo de edad son las hipotecas solicitadas por los menores de 35 años las que presentan un mayor aumento, posiblemente debido a que son quienes más han podido alargar los plazos de las mismas. El importe inicial del préstamo hipotecario de estas familias pasó de 63.500€ a 93.500€ en media.

Las hipotecas solicitadas, en media, no superan el 80% del valor de la vivienda (Loan to value, LTV), aunque durante el transcurso del período de 2002 a 2005 sí se ha producido

un aumento de casi tres puntos porcentuales, hasta alcanzar el 79%, tendencia.

Durante este período los plazos de las hipotecas se han alargado significativamente, como corroboran los datos publicados por los Registradores de la Propiedad Inmobiliaria. Los datos obtenidos son los que se presentan en el gráfico 3 en el que, como se ha mencionado, son los menores de 35 años los que tienen las hipotecas de mayor plazo, alcanzando casi 25 años en media. Además, son estos hogares los que más aumentaron su plazo de concesión en comparación con las cifras de 2002.

Por último, la mayoría de las hipotecas están firmadas a tipos variables, incrementando su importancia a lo largo del período hasta alcanzar un 82% del total de los hogares hipotecados. Todo esto ha dado lugar a que los hogares, en promedio, paguen una cuota mensual en 2005 de 429€, lo que ha supuesto un aumento del 9,1% en términos nominales en el período 2002 – 2005.

Desde el año 2005 hasta la actualidad algunas de las características de las hipotecas y de los hogares han cambiado: los plazos de las hipotecas se han estancado, los precios de la vivienda han revertido su tendencia creciente... pero para responder a preguntas tan importantes como si las familias reducen su apalancamiento, o si las medidas gubernamentales de apoyo al alquiler tienen efecto, habrá que esperar a próximas oleadas de la EFF.

Referencias:

- Bover, O. (2004), "La Encuesta Financiera de las Familias Españolas (EFF): Descripción y Metodología de la Encuesta de 2002", Documentos Ocasionales N° 0409, Banco de España.
- Bover, O. (2008a), "The Spanish Survey of Household Finance (EFF): Description and Methods of the 2005 Wave", Documentos Ocasionales N° 0803.
- Bover, O. (2008b), "Dinámica de la Renta y la Riqueza de las Familias Españolas: Resultados del Panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005", Documentos Ocasionales N° 0810.

3. Medidas contracíclicas en la dirección adecuada

Dada la intensidad y la duración de la actual crisis económica, que está afectando sobre todo a las economías desarrolladas y en particular los sectores inmobiliarios de algunas de ellas, se han puesto en marcha una serie de medidas contracíclicas para acelerar la recuperación.

Existe una literatura muy amplia sobre la capacidad de los gobiernos para acelerar la salida de la crisis de una economía y los resultados, si bien varían mucho según el país y la muestra temporal, apuntan a un impacto positivo de estas políticas sobre el ciclo económico. Resulta además que el éxito de las políticas discrecionales implementadas en períodos de crisis dependerá, en buena medida, de: la capacidad de los gobiernos de implementarlas en el momento oportuno dirigidas a los agentes que las necesitan y con una duración limitada, de tal manera que no empujen el crecimiento de la deuda pública hacia niveles insostenibles.

Desde el principio de la crisis, las políticas monetarias, a ambos lados del Atlántico, han respondido inmediatamente, tanto con recortes en los tipos de interés oficiales, como con inyecciones directas de liquidez en el sistema. Con respecto a la rapidez en implementar recortes en los tipos oficiales de interés, EE.UU. ha sido el que más temprano empezó a reducir los tipos (noviembre 2007). En Europa, el BCE empezó a disminuir el coste del dinero casi un año después (octubre 2008, Gráfico 1). Uno de los efectos de estas medidas de política monetaria ha sido el reducir el coste de financiación, aunque en distinto grado en los diferentes países.

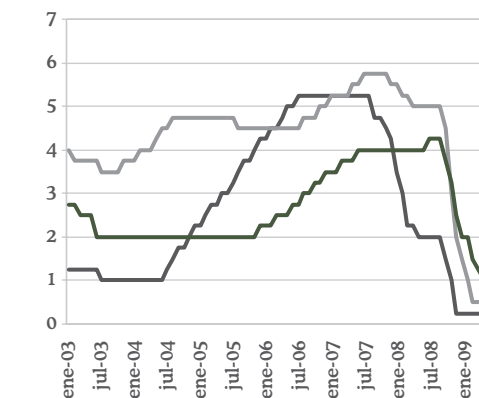
Como muestra el Gráfico 2, la transferencia de la bajada de los tipos oficiales hacia los tipos hipotecarios ha sido importante, aunque en algunos países la transmisión de la política monetaria ha funcionado más que en otros. De los 325 puntos básicos que el BCE ha recortado desde octubre 2008, en España se han transferido a los tipos hipotecarios unos 235 (hasta marzo), mientras en otros países europeos las cifras varían entre 35 y 200 puntos básicos. En EE.UU. de los 450 puntos básicos de recorte, solamente un tercio se ha transmitido a los tipos hipotecarios. En buena medida este es el resultado del mayor peso que las hipotecas a tipo fijo tienen en EE.UU. y de la elevada estabilidad que los tipos hipotecarios muestran en este país.

Medidas específicas sobre el sector inmobiliario

Además de las medidas dirigidas a la estabilización en general de los mercados financieros, se han venido desarrollando una serie de planes de apoyo específico al sector inmobiliario en muchos países europeos y en EE.UU. En el Cuadro 1 se han resumido las medidas lanzadas en este ámbito hasta la fecha. Con pocas excepciones, las medidas están enfocadas en tres aspectos principales del mercado de la vivienda.

- En primer lugar, en casi todos los países de la muestra se han implementado planes para ayudar a las familias más vulnerables desde el punto de vista financiero y que más corren el riesgo de perder su vivienda. Es el caso de EE.UU., con el plan llamado "Making Home Affordable"; o del Reino Unido, con el programa de rescate que podría ayudar hasta a 6.000 hogares a evitar el embargo; o de España con la moratoria en el pago de la hipoteca para los parados¹.
- En segundo lugar, existen una serie de medidas que se dirigen a los compradores de primera vivienda. Dado el endurecimiento de los

Gráfico 1.
Tipos de interés oficiales (%)

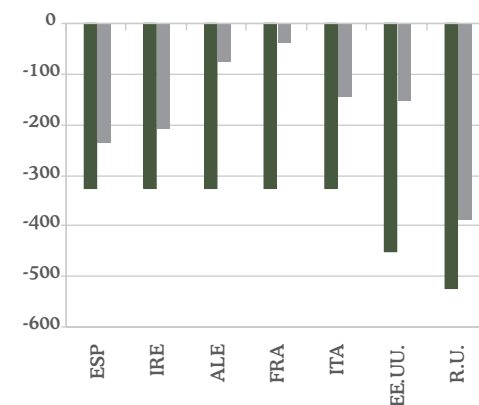


■ Banco Central Europeo
■ Banco de Inglaterra
■ Reserva Federal

Fuente: Datastream.

Gráfico 2.
Tipos oficiales y tipos hipotecarios de referencia

puntos básicos desde el inicio de las intervenciones*



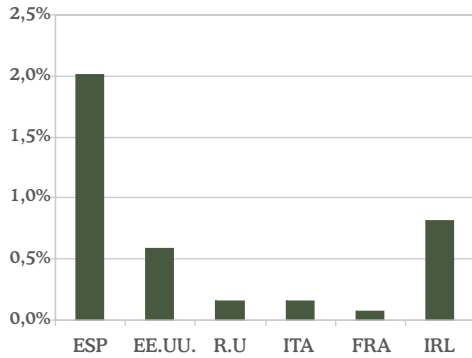
■ Tipos oficiales
■ Tipos hipotecarios

Nota: los tipos hipotecarios son los de referencia en cada país. En España, Irlanda, Reino Unido, Italia, tipo variable sobre nuevas operaciones. Alemania, Francia, tipo fijo a 10 años. EE.UU. tipo hipotecario fijo a 30 años.

* Reserva Federal (nov-07); Banco de Inglaterra (dic-07); BCE (oct 08). Fuente: BCE; Datastream; SEE BBVA.

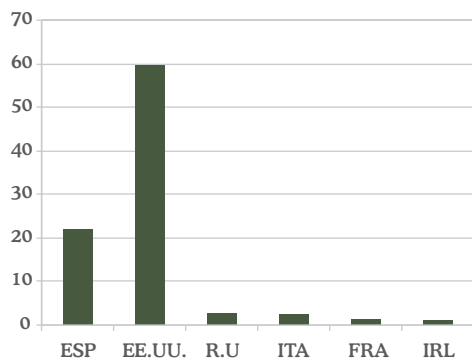
¹ Para más sobre los efectos de ésta medida véase Situación Inmobiliaria, diciembre 2008.

Gráfico 3.
Ayudas al sector inmobiliario:
presupuestos en % PIB



Nota: los porcentajes representan el total de los presupuestos de apoyo hacia el sector. Incluyen, ayudas a la construcción, VPO, alquiler y rehabilitación como también medidas específicas de cada país. No se incluyen los efectos de gasto indirectos por ventajas fiscales.
Fuentes: Ministerios de Vivienda; fuentes nacionales; SEE BBVA.

Gráfico 4.
Ayudas al sector inmobiliario:
presupuestos en miles de millones de euros



Nota: los niveles representan el total de los presupuestos de apoyo hacia el sector. Incluyen, ayudas a la construcción, VPO, alquiler y rehabilitación como también medidas específicas de cada país. No se incluyen los efectos de gasto indirectos por ventajas fiscales.
Fuente: Ministerio de Vivienda; fuentes nacionales; SEE BBVA.

criterios para la aprobación de las nuevas hipotecas, registrado tanto en Europa como en EE.UU., es probable que los compradores de primera vivienda sean los más afectados, en cuanto no disponen de una garantía real para respaldar la compra de vivienda.

- Un último grupo de medidas apunta a fomentar la vivienda de protección oficial, siempre en régimen de alquiler en lugar de en propiedad.

Como se puede observar en el Cuadro 1, el número y la magnitud de las medidas presenta una elevada variabilidad entre países. Así, en porcentaje del PIB, España resulta ser el país en donde la cantidad presupuestada para la recuperación del sector es más alta (Gráfico 3), seguido por Irlanda y Estados Unidos. Se podría inferir que este esfuerzo refleja el peso que el sector inmobiliario tiene en cada una de estas economías, así como de la libertad presupuestaria de la que disponen.

Además de estas medidas directas a la recuperación y ajuste de los sectores inmobiliarios, en algunos países se ha apuntado hacia medidas de carácter fiscal, dirigidas a favorecer la compra o el alquiler de vivienda. A continuación, se presenta un análisis del papel que los regímenes fiscales relativos a la compra de vivienda pueden tener para el desarrollo del mercado inmobiliario.

El papel de las desgravaciones fiscales

Casi todos los países desarrollados conceden a la vivienda un tratamiento fiscal favorable, que históricamente se justifica por el objetivo de las sociedades modernas de incrementar lo más posible el acceso a una vivienda en propiedad. Entre los diversos instrumentos que pueden ser utilizados, algunos son más importantes que otros.

- Desgravaciones sobre los impuestos indirectos pagados en el momento de la compra (IVA; impuestos sobre los actos jurídicos; impuestos sobre herencias).
- Deducciones en el impuesto sobre la renta por inversión en vivienda, de interés y/o de cuota principal por pago de hipoteca.
- Imposición favorable directa de los inmuebles y de las plusvalías derivadas por sus ventas.

Alguna o una mezcla de estas herramientas que favorecen la compra de vivienda se han utilizado en varios países de nuestro entorno con bastante heterogeneidad. En particular, existen varias razones contra la subvención a la compra de vivienda a través de mejoras fiscales, en cuanto que podrían distorsionar el funcionamiento del mercado. Por eso se han ido modificando y reduciendo en la mayoría de los países. En la literatura se han identificado principalmente tres motivos de distorsión del mercado por desgravaciones fiscales asociadas a la compra de una vivienda:

En primer lugar, las ayudas fiscales a la compra favorecerían la inversión en vivienda con respecto a otros activos, es decir que el coste de oportunidad de invertir en activos alternativos (por ejemplo activos financieros) sería menor. Esto causaría un incremento de la demanda de vivienda, no sólo como bien para vivir en ella sino como bien de inversión.

En segundo lugar, desde un punto de vista de justicia fiscal, las desgravaciones relativas a la compra de vivienda favorecerían a los compradores con ingresos más elevados, en cuanto las desgravaciones suelen incorporarse en el precio de oferta de la vivienda, generando una subida de los precios (sobre todo en presencia de una oferta de vivienda poco elástica), que afecta negativamente a la accesibilidad de los hogares con menos ingresos.

En último lugar, si las desgravaciones a la compra de vivienda no se acompañan con desgravaciones similares al alquiler, se puede penalizar el desarrollo del mercado de alquileres, con consecuencias negativas sobre los precios del alquiler y la movilidad laboral (sobre este último punto véase el punto 2.2 de esta revista).

En el Cuadro 2, se han tratado de resumir los principales impuestos relacionados con la vivienda en algunos países europeos. Como se puede observar, los regímenes fiscales de la vivienda presentan características muy distintas, aún entre países del mismo entorno. Históricamente, las ayudas fiscales a la vivienda han sido objeto de cambios que ha intentado influir en la evolución de la inversión en vivienda, o bien para fomentar la vivienda en propiedad con respecto al alquiler o como política económica para moderar el crecimiento del mercado inmobiliario cuando existan señales de que se esté formando una burbuja inmobiliaria. Algunos estudios resultan particularmente interesantes en cuanto que miden el efecto de una reducción o eliminación de los beneficios fiscales a la compra de vivienda sobre los precios de la misma.

Como se puede observar en el Gráfico 5, existiría una correlación bastante fuerte entre la volatilidad en los precios de vivienda (medida como desviación de los precios de su tendencia de largo plazo) y los incentivos fiscales (medidos como cuña fiscal, es decir el coste de uso, o de tenencia, de una vivienda cuando se tienen en cuenta las deducciones fiscales y el mismo coste sin deducciones). Además, otros estudios apuntan a un rol importante del régimen fiscal sobre los precios. En Suecia, por ejemplo, en el pasado se podían deducir todos los pagos por intereses de una hipoteca, sin límite. Esto, junto con un fuerte crecimiento económico y la desregulación de los mercados financieros contribuyó a un fuerte crecimiento de los precios de vivienda entre 1982 y 1991 (con un crecimiento acumulado de alrededor de un 122%). La introducción de límites progresivos a las desgravaciones fiscales por intereses (entre el 1983 y el 1991), se estima que causó un ajuste en los valores inmobiliarios de entre un 10%-15%².

Otro país que ha reducido, y finalmente eliminado, las deducciones de los pagos por intereses hipotecarios es Reino Unido. El efecto sobre los precios de esta medida (que se empezó a implementar a partir de los años setenta), lo ha estimado el Banco de Inglaterra: cada punto porcentual de reducción en el coste de uso de una vivienda (implicado por menores límites de deducción de intereses) habría provocado una caída de los precios de vivienda de un 3% en el corto plazo.

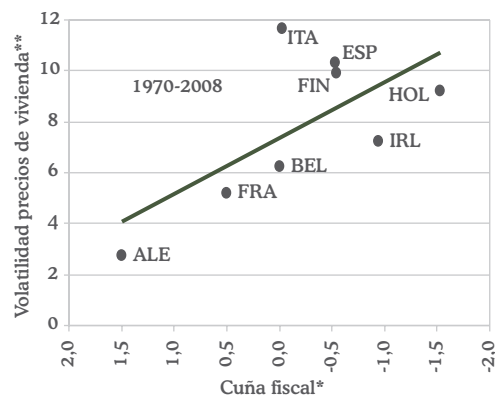
Implicaciones de las recientes medidas del Gobierno español sobre el sector inmobiliario

A la luz de las experiencias observadas en otros países y de las recomendaciones de política económica de varios organismos internacionales (como el FMI o la OCDE)³, y con el objetivo de corregir los desequilibrios del mercado de vivienda español, el Gobierno ha decidido eliminar gradualmente las deducciones fiscales a la compra de vivienda.

A partir del 1 de enero de 2011 los contribuyentes con más de 17.000 euros de renta anual que compran una vivienda no podrán deducir los pagos de sus hipotecas. El recorte será escalonado para que-

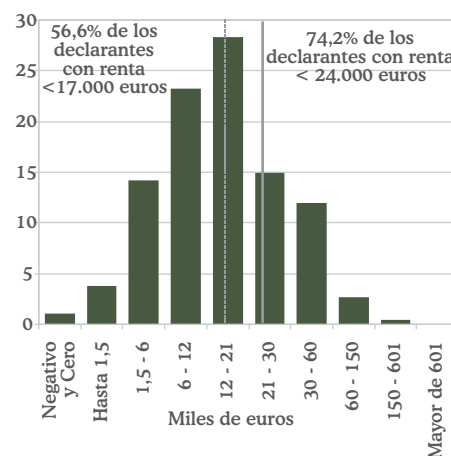
² Agell, J. and Berg, L. (1995), «Does financial deregulation cause the Swedish consumption boom?» Scandinavian Journal of Economics, 98, no 4, 579-601.
³ Véase por ejemplo el OCDE Economic Survey of Spain 2005: Stabilising the housing market, OECD 2005; o el IMF-Spain staff report for the 2008 Article IV Consultation, 3 febrero 2009.

Gráfico 5. Correlaciones entre cuñas fiscales y volatilidad en los precios de vivienda



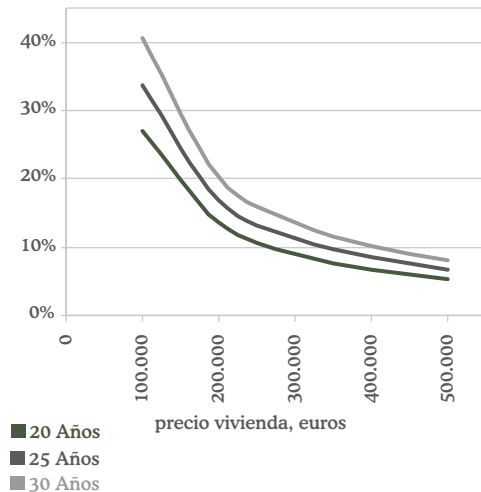
* Diferencia entre el coste de uso de una vivienda con y sin desgravaciones fiscales. Un valor negativo implica un mayor incentivo fiscal para la compra de vivienda.
 ** Desviación media porcentual de la tendencia en los precios reales.
 Fuente: OCDE; SEE BBVA.

Gráfico 6. España. Distribución de los contribuyentes según base imponible general



Fuente: AEAT (IRPF 2006)

Gráfico 7.
Bajada equivalente del precio de vivienda, por plazo de la hipoteca



* Hipoteca con un LTV = 80%; tipo hipotecario = 4%.
Fuente: SEE BBVA.

nes cobren desde 17.000 hasta 24.000 euros, y desaparecerá completamente para las rentas superiores a 24.000 euros⁴. Uno de los efectos esperados de esta medida sería el favorecer una aceleración en la compra de vivienda durante los próximos 19 meses.

Ahora bien, que la medida se traduzca en mayores ventas de vivienda dependerá de varios factores y de las expectativas de los agentes económicos sobre la probabilidad de que los precios de vivienda sigan bajando después del 1 de enero 2011. Un ejercicio sencillo sobre cuánto deberían bajar los precios para que la eliminación de las ventajas fiscales fuera compensada, evidencia que el efecto dependería sobre todo del precio de la vivienda y del plazo de la hipoteca (Gráfico 7).

Cuanto más bajo es el precio de la vivienda mayor deberá ser la corrección del valor de la vivienda durante los próximos 19 meses. Por ejemplo, para una vivienda de 150.000 euros con una hipoteca a 20 años, la caída esperada del precio en 2011 debería ser del 22%, mientras para una vivienda de 300.000 euros al mismo plazo sería suficiente una caída del 9%. La misma relación directa se obtiene si se mira a los plazos de la hipoteca. Cuanto más largo es el plazo de la hipoteca más debería caer el precio de la vivienda para que se compense la pérdida del beneficio fiscal.

Este simple ejercicio evidencia cómo las expectativas sobre la evolución de los precios de la vivienda juegan un papel clave entre decidir comprar hoy a un precio más alto y mantener las deducciones de la hipoteca, o esperar hasta 2011 y comprar a un precio que podría ser más bajo una vez que las deducciones fiscales sean finalmente eliminadas. Este *trade-off* es posible que se resuelva en favor del beneficio cierto de las deducciones hoy, respecto a la incierta percepción de los agentes económicos sobre la futura caída de los precios de vivienda.

La medida llega con retraso con respecto a la evolución del sector, pues la experiencia en otros países muestra como este tipo de medidas se suelen tomar durante la fase creciente de los precios, justo para moderar la rápida subida en los precios y la formación de una burbuja. A pesar de esto, la deducción fiscal por vivienda representaba un factor de distorsión del mercado que necesitaba ser eliminado, y que en este momento de redimensionamiento a la baja del sector podría tener un efecto contracíclico.

Además del cambio en el régimen fiscal de la vivienda el paquete de medidas implementado contempla, por primera vez, una cierta equiparación de fiscalidad entre alquiler y compra. Se equiparan los umbrales para la deducción de alquiler con los pagos de una hipoteca, y el arrendador, podrá deducir hasta el 60% de las rentas generadas por alquiler (o el 100% en el caso que el arrendatario tenga menos de 35 años). Estas medidas, junto con las que ya se han tomado desde finales de 2008 (resumidas en el Cuadro 3), parecen ir en la dirección más apropiada para el reequilibrio de los mercados de compra y alquiler. El mercado de alquiler es un elemento clave para la absorción del stock de vivienda nueva sin vender.

⁴ Los límites de renta no han sido todavía aprobados. La decisión de discriminar entre rentas altas y bajas para tener derecho a la deducción podría representar un elemento de distorsión (incentivos al ocultamiento de rentas y distorsión de los tipos marginales efectivos para los contribuyentes con renta por encima del límite que mantiene el derecho a la deducción).

Cuadro 1. Medidas dirigidas al sector inmobiliario desde el principio de la crisis

Pais	Nombre de la medida	Importe	Descripción
Francia	Hipotecas para la adquisición de VPO		Aumento de los recursos destinados a la adquisición de una vivienda protegida. 60% de hogares podrán beneficiarse de estos tipo de crédito inmobiliario (antes sólo un 20%).
	VPO	1,4 billones de €	120.000 viviendas en 2009 (medida prevista anteriormente).
	Pass Foncier		Es un programa de financiación para la adquisición de vivienda por hogares con recursos limitados, se extiende el número de hogares que pueden solicitar dicho plan de 20.000 a 30.000 en 2009. Reducciones en las cotizaciones a la Seguridad Social de las rentas más bajas.
	First-time buyers		Ayuda para first-time buyers, ninguna sobre los precios que tienen que ajustarse hasta su nivel «natural».
	Apoyo al sector de la construcción		Compra a precio reducido, por parte del Estado de más de 30.000 viviendas de nueva construcción.
Dinamarca			Préstamos de hasta un máximo que supera los 10 billones de € a los bancos y el resto a las compañías hipotecarias a un tipo de interés variable determinado por la fortaleza financiera de la compañía con un término medio del 10% .
Irlanda	Ayudas para hipotecados		Se concede una moratoria en la ejecución de hipotecas para los propietarios en situación precaria y se interrumpe tal procedimiento cuando la propiedad hipotecada sea la vivienda habitual del propietario y su morosidad no supere los doce meses.
	Ayuda para first-time buyers	1 billón de €	Permitiría a más de 4000 personas la compra de su primera casa.
Italia		2,4 billones de €	En favor de los titulares de hipotecas a tasas variables, que han subido mucho en el último año con grave daño para los presupuestos familiares. En 2009 las cuotas no podrán superar un 4% de interés, de cualquier cifra superior se hará cargo el Estado italiano.
	«Plan casa»		Pagos para las familias más necesitadas (supresión de impuestos). Plan de estímulo del mercado inmobiliario a través de ayudas para ampliaciones y reformas de viviendas (unifamiliares o adosados).
Reino Unido	«New Build home»		A través de propiedad compartida con el Estado, el potencial comprador se haría con un mínimo del 25% y pagaría el alquiler por el resto. Desde abril de 2008 se han construido 6.000 viviendas.
	«Open Market Homebuy»		Ayuda a la gente a comprar la propiedad que ellos elijan. Esto ha ayudado a 8.700 personas hasta la fecha, incluyendo 3.500 desde abril de 2008.
	«Rent to HomeBuy»		Es un plan donde el potencial comprador alquila una vivienda nueva al 80 % del valor del mercado durante un máximo de cinco años. Tiene la opción de comprar un porcentaje de la propiedad durante ese período, o al final del mismo.
	HomeBuy Direct	300 millones de GBP	Para financiar préstamos hipotecarios a interés cero, para 5 años, por el 30% del valor de la vivienda, para adquisición de vivienda nuevas; dedicado a personas con ingresos menores de 60.000 GBP. Podría ayudar a 10.000 compradores potenciales.
	Impuesto de escritura (Stamp-duty)		Importe desde que se empieza a pagar el 1 % del impuesto sobre el importe de la vivienda 175.000 GBP (desde 125.000).
	Mortgage rescue	285 millones de GBP	Un fondo que podría ayudar hasta 6.000 hogares a evitar el embargo de la vivienda. En los casos más extremos una entidad estatal adquirirá la deuda que cobrará la renta directamente de la familia. Las entidades hipotecarias se verán obligadas a demorar el proceso de embargo de propiedades a clientes.
	Vivienda Protegida	710 millones de GBP	Incremento de la vivienda protegida, el Estado se hace con vivienda vacía y la reconvierte en vivienda protegida. Hasta la fecha 5.000 casas se han acogido a esta medida.
	Desempleo/Hipoteca		En caso de pérdida de trabajo el desempleado tendrá que esperar 13 semanas (en lugar de 39) para recibir subsidios para pagar los intereses de una hipoteca, hasta un máximo de 175 mil GBP en lugar de 100 mil.
	Asesoría	25 millones de GBP	Ayuda económica para la representación y consultoría legal a aquellos hogares con riesgo de embargo.
	Construcción nuevas viviendas	1.000 mill. de GBP	Plan para fomentar la construcción de vivienda y para mayor apoyo a los parados.
Alemania			Rescate de compañías inmobiliarias como Hypo Real State.
EE.UU.	«Making Home Affordable program»	75.000 mill de \$	Refinanciación de la vivienda accesible para 4 o 5 millones de familias con créditos emitidos o garantizados por Freddie Mac o Fannie Mae a tipos más bajos.
			Tiene como objetivo reducir los pagos de entre 3 o 4 millones de ciudadanos, a no más de un 31% del total de sus ingresos.
	«American Recovery and Reinvestment Act of 2009»	4.000 mill. de \$	Para reparar y modernizar el parque de viviendas públicas.
		2.000 mill. de \$	Para la ayuda de vivienda en alquiler.
		1.500 mill. de \$	Para ayudar a la relocalización y alquiler de familias de menos ingresos.
		510 mill de \$	Para la rehabilitación de viviendas para Nativos Americanos.
	200 mill. de \$	Para la vivienda social en entornos rurales.	
		El programa incluye la ayuda de 8.000 \$ a los compradores de primera vivienda en 2009.	
España	VPO	2.870 mill.€	Oferta pública de compra de suelo para la construcción de entre 15.000 y 20.000 viviendas protegidas.
	ICO	3.000 mill.€	Para fomentar el mercado de alquiler una nueva línea de crédito para la conversión de vivienda sin vender.
	PEV	10.188 mill.€	Nuevas tipologías de VPO; presupuesto para renovaciones y reconversiones de viviendas en VPO en alquiler; rehabilitación de edificios con mayor eficiencia energética.
	Medidas para hipotecados		Para los parados con cargas hipotecarias, moratoria de 2 años en el pago de la mitad de la cuota mensual hipotecaria, máx 500 euros. Hipotecas < 170.000 euros.
	Medidas de fomento del alquiler		Véase cuadro 3.
	Medidas fiscales		Eliminación de la deducción por vivienda en IRPF a partir del 1 enero 2009 (Véase artículo en esta revista).
	Garantía para las hipotecas de vivienda protegida	6.000 mill. €	El Ministerio de Vivienda compartirá el riesgo con la banca para facilitar el acceso de VPO a más de 100.000 familias. El ICO se encargará de la gestión.

Cuadro 2. Tratamiento Fiscal de la vivienda a nivel internacional

	Deducciones en los pagos de préstamos hipotecarios	Plusvalías de capital	Impuesto sobre bienes inmuebles
España	Sí, hasta el 1 de Enero de 2011 se podrá deducir un 15 % de los pagos por hipoteca (tanto por intereses como por el principal) sobre una base máxima de 9.015,08 € en la adquisición, o renovación de la vivienda (uso continuado como primera residencia durante tres años). A partir de esa fecha se suspenderán las deducciones para la compra de vivienda para aquellas personas que dispongan de una renta superior a 17.000 €. La deducción se reducirá de forma escalonada cuando la renta oscile entre 17.000 € y 24.000 €.	Exento si se reinvierte en menos de dos años	Sí, el 0,4 % en zonas urbanas, y el 0,3 en zonas rurales
Irlanda	Sí, la ayuda hipotecaria es dada en forma de crédito en una tasa estándar del 20 % del impuesto sobre los ingresos, sujeta a ciertas restricciones (hasta 5.080 € para los sujetos casados y 2.450 € para contribuyentes individuales). Para los compradores de vivienda por primera vez, las limitaciones se ven aumentadas hasta 8.000 € (sujetos casados) y 4.000 € (sujetos individuales) en los primeros siete años de este derecho.	Exento	No
Bélgica	Sí. El interés en los préstamos hipotecarios contraídos antes del 1/1/2005 podrían ser deducidos de los ingresos sujetos a imposición fiscal hasta la cantidad total de ingresos de la propiedad inamovible. El interés en hipotecas contraídas en o después del 1/1/05 podría ser deducido hasta 2.000 € durante los primeros 10 años y 1.500 € de ahí en adelante.	Exento	No
Reino Unido	No. La deducción de los intereses hipotecarios fue gradualmente eliminada durante un curso de más de 25 años (1974-1999).	Exento	No
Holanda	Sí	Exento	No
Francia	Se aplica en los primeros 5 años de hipoteca. Se aplica tanto en la compra como en la construcción de vivienda. Está disponible para los compradores por primera vez o propietarios que vayan a comprar una nueva residencia principal. El máximo reembolso en caso de que la hipoteca esté a un solo nombre es de 3.750 € y si es una pareja 7.500 €.	Exento, si está ocupada durante más de 5 años	No
Suecia	Los costes por intereses hipotecarios, son parcialmente (30 %)deducibles.	2/3 de las ganancias de capital estan sujetas al 30%	Sí, el impuesto es del 0,5 % para la propiedad industrial y el 1 % para viviendas y comercios
Italia	Sí. Un crédito del 19 % de intereses pagados en préstamos hipotecarios para viviendas ocupadas por el propietario, hasta un crédito máximo de 686,89 €.	Exento si está ocupada durante más de cinco años	No
Dinamarca	Sí	Exento	No
Alemania	No	Exento	No
EE.UU	Sí	Exento hasta un máximo de 250.000 \$ (500.000 \$ por pareja)	No, sólo a nivel local

Fuente:European tax handbook; BCE; IMF; fuentes nacionales.

* El límite de renta a partir del cual se eliminan las deducciones por compra de vivienda no es definitivo.

Cuadro 3. Medidas para fomentar el mercado de alquiler en España:

• Préstamos cualificados, con posibilidad de subsidio por parte del Ministerio de Vivienda para promotores de VPO de nueva construcción destinadas a alquiler.
• Subvenciones a la recalificación de vivienda libre en VPO en alquiler (hasta 410 € por metro cuadrado).
• Subvenciones hasta 6.000 € para los propietarios de vivienda libre para destinarla al alquiler.
• Ayudas directas a inquilinos, de preferencia jóvenes, del 40% de su renta anual, hasta un máximo de 2.880 €.
• Los arrendadores pueden deducir de su declaración IRPF hasta el 60% de las rentas generadas por el alquiler, hasta un máximo del 100% cuando el arrendatario sea menor de 30 años, o hasta 35 años para los contratos existentes.
• Creación de Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI), con la finalidad de invertir en inmuebles destinados al alquiler.
• Ayudas de 210 € al mes para jóvenes entre 22-30 años que alquilen una vivienda.
• Agilización de los trámites judiciales en caso de impago.
• Deducción fiscal por pago de alquiler con los mismos umbrales que existen para la vivienda en propiedad.

Fuentes: Ministerio de la Vivienda y fuentes nacionales.

4. Los mercados inmobiliarios en América Latina

Los mercados inmobiliarios de América Latina han experimentado, si bien con distintas velocidades, un crecimiento sostenido durante la última década. Esto ha sido, en buena medida, el resultado de un mejor entorno macroeconómico, caracterizado por tasas de inflación a niveles de mínimos históricos, tasas de crecimiento de las economías más estables y condiciones de financiación más favorables. Sin embargo, el tamaño de estos mercados en comparación con las economías avanzadas y con otros países en vías de desarrollo de Asia es modesto y su potencial de crecimiento sigue siendo elevado.

La estabilidad económica que ha caracterizado a la región en la última década se enfrenta ahora a condiciones de mayor estrés. A más de un año del inicio de la crisis financiera internacional, estas economías están mostrando signos de debilidad que pueden ralentizar el desarrollo de los mercados de vivienda en la región.

En este apartado se analiza el grado de desarrollo alcanzado por los sectores inmobiliarios en las diversas economías de América Latina, y que cambios se pueden producir en el sector a la luz de la actual crisis financiera global.

Situación de partida

La actividad inmobiliaria de América Latina se ha beneficiado de la estabilidad económica existente desde el principio de la presente década. La oferta de vivienda, medida por el crecimiento de los visados de obra nueva en cada país, se ha acelerado de forma muy intensa en todas las economías de la región (Gráfico 1). En Perú, por ejemplo, durante los años 2002-2008 se visaron en promedio 8.000 viviendas al año, más que tres veces lo que se visó durante 1995-2001. En Colombia también el crecimiento ha sido importante y los visados registraron un incremento de más de un 50%¹.

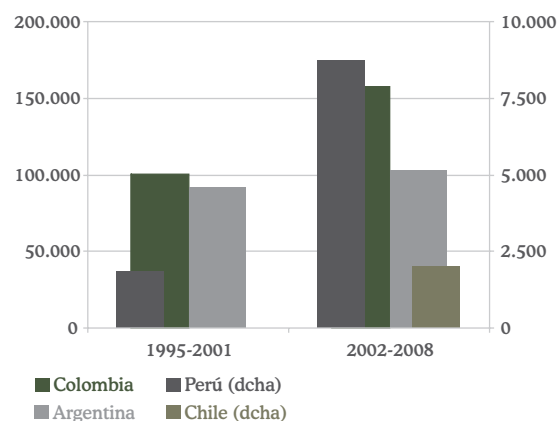
Comparar indicadores entre países, sobre todo de oferta, es difícil debido a la falta de datos estadísticos detallados sobre el sector. Además, una parte de la actividad inmobiliaria no se registra debido a la intensa construcción informal o autoconstrucción.

Por el lado de la demanda, los indicadores de precios de vivienda disponibles permiten reconocer una tendencia alcista que ha venido moderándose probablemente desde el principio de la crisis financiera global y que por falta de datos más actualizados no se puede cuantificar en detalle. Aún así, es interesante destacar que con la excepción de Chile y Colombia, los precios de vivienda han crecido en toda la región. En términos reales, los precios de vivienda en Argentina, por ejemplo, se incrementaron casi un 9% interanual en 2008. En Perú, el crecimiento durante el mismo período ha sido aún mayor: en términos nominales, la vivienda se ha revaluado un 40%, y en valores reales un 35%.

Este desarrollo del mercado de vivienda ha venido acompañado por un crecimiento en el crédito hipotecario muy significativo, aunque todavía sigue en niveles muy bajos en comparación con los estándares de mercados más maduros. Como se puede ver en el Gráfico 3, el país que presenta el mayor grado de desarrollo en la región es Chile (el saldo de crédito supuso un 18% del PIB en 2008), seguido por México (14%). En España, por ejemplo, estos ratios llegaron a un 60% del PIB en 2008 y en EE.UU., hasta niveles superiores al 70%.

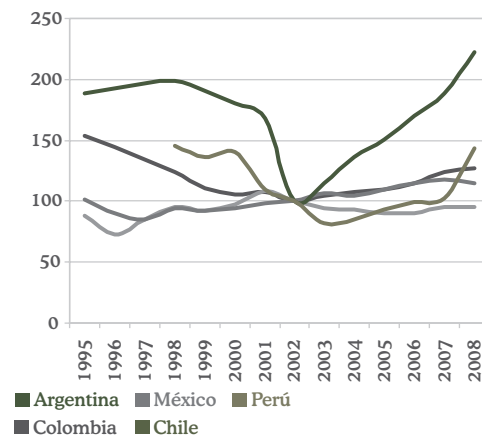
¹ Estos indicadores suponen un tamaño medio de la vivienda de entre 80 y 70 metros cuadrados.

Gráfico 1.
Visados de obra nueva promedio



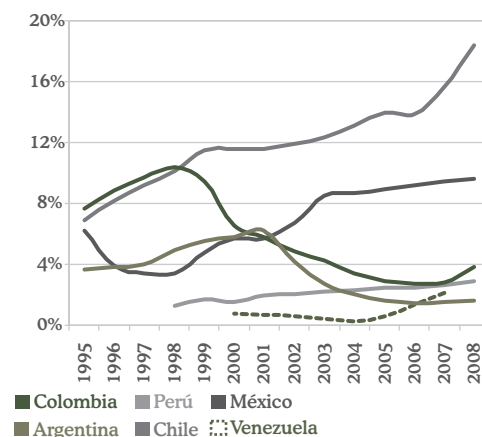
Fuente: SEE BBVA con datos nacionales.

Gráfico 2.
Precios nominales de vivienda
2002 = 100



Fuente: SEE BBVA con datos nacionales.

Gráfico 3.
Crédito hipotecario, % PIB



Fuente: SEE BBVA con datos nacionales.

Gráfico 4.
Argentina: indicadores de accesibilidad a la vivienda

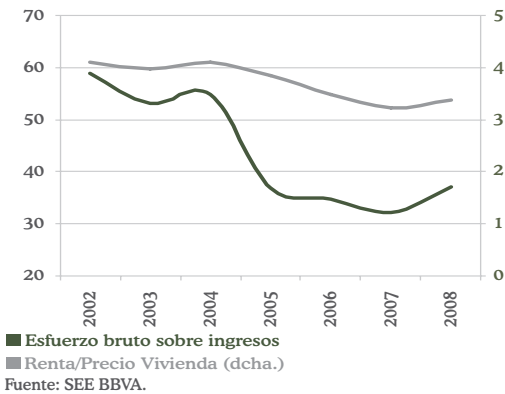


Gráfico 5.
Chile: indicadores de accesibilidad a la vivienda

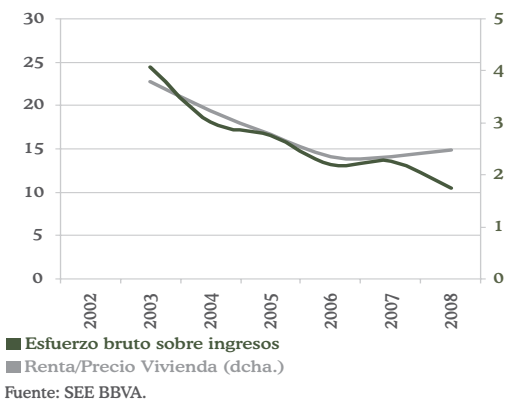


Gráfico 6.
Perú: indicadores de accesibilidad a la vivienda

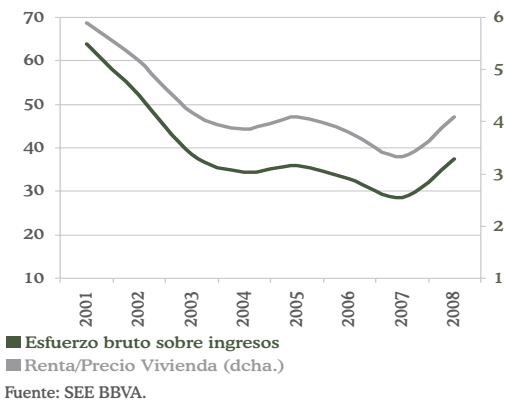
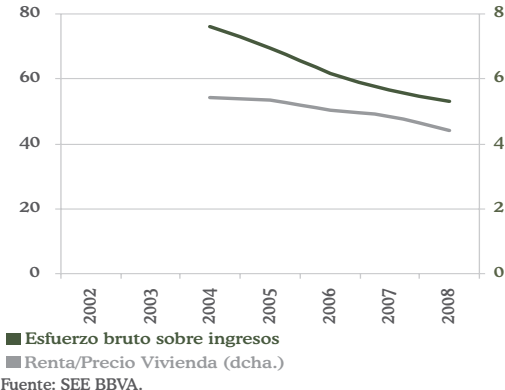


Gráfico 7.
México: indicadores de accesibilidad a la vivienda



La escasez de crédito hipotecario en la región puede explicarse principalmente por dos factores. En primer lugar, existe un elevado porcentaje de economía informal que no puede acceder a servicios financieros como las hipotecas², en países en los que el grado de bancarización aún es reducido. Además, una historia de crecimiento volátil en la región ha generado elevados costes de financiación, y ha incrementado la aversión de los bancos a asumir riesgos (como préstamos a largo plazo financiados por depósitos a corto plazo). Básicamente, las fuentes de financiación del mercado de la vivienda siguen en un estado básico; el proceso de titulización que había empezado a desarrollarse con bastante éxito en países como México y Colombia, se ha detenido por el comienzo de la crisis financiera internacional.

Reducción del esfuerzo para acceder a la vivienda en cuatro países de la región

A pesar del freno al desarrollo de los mercados de vivienda en la región, cabe mencionar que los últimos años han supuesto probablemente el período de mayor estabilidad económica en los países analizados. La estabilización macroeconómica llevó a estas economías a mostrar unos niveles de crecimiento sostenidos y a contener el crecimiento de la inflación como nunca antes. El sector inmobiliario se ha beneficiado en parte de estos importantes desarrollos del entorno macroeconómico, así como de factores como el crecimiento demográfico de estos países. Como se ha destacado antes, los valores de los activos reales han crecido y los niveles de accesibilidad a la vivienda han mejorado.

En los Gráficos 4-7 se muestran los indicadores de accesibilidad a una vivienda con un tamaño medio de 70 metros cuadrados, y una hipoteca a 25 años, que se mide como el esfuerzo en porcentaje de la renta familiar. Como se puede ver, a partir de 2002 la accesibilidad ha mejorado de manera significativa. En Argentina, por ejemplo, el indicador de esfuerzo bruto sobre los ingresos ha pasado de un 60% en 2002 a un mínimo del 31% en 2007. En Perú también se ha observado una mejora similar. En México, por otro lado, a pesar de que este índice haya bajado de nivel, sigue suponiendo un esfuerzo elevado para adquirir una vivienda.

Con todo, estos indicadores muestran cómo los mercados de vivienda se venían desarrollando en la dirección adecuada, beneficiándose de los efectos positivos de políticas monetarias más enfocadas en controlar la inflación y estabilizar las economías.

La crisis financiera internacional ha interrumpido este proceso, y a pesar de que el origen de la actual inestabilidad financiera no está en esta región del mundo, es posible que los niveles de aversión al riesgo se mantengan elevados. Sin embargo, el elevado déficit de viviendas y el rápido crecimiento de las ciudades en la región constituyen fundamentales sólidos para el desarrollo de los mercados de vivienda en América Latina.

² El desarrollo de los micro-créditos ha supuesto una ayuda, si bien parcial, para satisfacer una parte de la demanda de crédito de los trabajadores irregulares.

Recuadro 4: La evolución del mercado de la vivienda en México: moderación en 2009

La crisis financiera global, detonada por el mercado de vivienda norteamericano, empieza a tener impactos sobre el sector inmobiliario de México, estrechamente vinculado a las fluctuaciones económicas de EE.UU. La desaceleración del sector se ha manifestado desde 2008, con ajustes significativos en las ventas de vivienda, aunque con dinámicas distintas entre sus regiones y segmentos.

Las ciudades de playa representan una de las zonas más afectadas, en donde más fuerte ha sido el impacto de la contracción inmobiliaria. Los menores volúmenes de compra de segunda vivienda por parte de los baby boomers, e indirectamente, la menor actividad turística, han deprimido los volúmenes de compra de vivienda en estas zonas. Por otro lado, una mirada al desglose de las ventas en estas ciudades, por segmento de vivienda, evidencia un cierto dinamismo en el sector "A", de vivienda social. Como se puede apreciar (Gráfico 1), también a nivel nacional este segmento es el que sigue mostrando un cierto dinamismo.

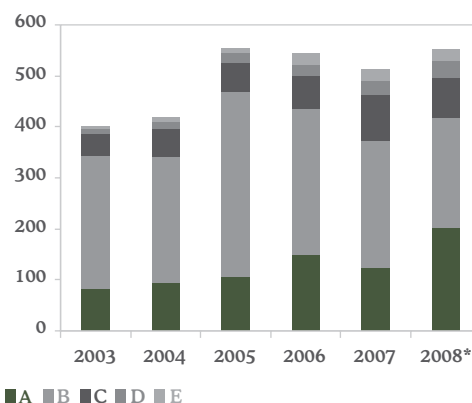
Esta fortaleza se explica en buena medida con la mayor disponibilidad de la oferta de suelo para construir este tipo de vivienda. En México, la oferta de vivienda es muy inelástica, no solamente a causa de la rigidez en su esquema institucional de adquisición, sino por los altos costes de desarrollo en zonas alejadas de los centros urbanos, en las que faltan la provisión de servicios como luz, agua, transporte o seguridad, entre otros. Con todo, estos elementos ejercen una presión sobre los costes de construcción que limitan los desarrollos de viviendas de segmentos más altos.

Desde el punto de vista de la financiación, el proceso de desarrollo del mercado hipotecario y sobre todo del proceso de titulización de la cartera hipotecaria, que ha representado un factor innovador en la región y ha permitido un incremento en las fuentes de financiación a la vivienda, se ha detenido temporalmente. Desde el inicio de la crisis financiera destaca un notable incremento en la cartera vencida de las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (Sofoles-Sofomes).

No obstante, los tipos hipotecarios han tenido una evolución relativamente estable, y aún existe una coyuntura favorable para la innovación en instrumentos (hipoteca inversa, colateralizar hipotecas con activos correlacionados) y para la profundización de la bancarización hipotecaria. Estas fortalezas latentes serán un factor importante en el momento de la recuperación del sector.

Superada la crisis financiera, en el momento en que el PIB vuelva a crecer a mayores tasas, el empleo permanente en el sector formal de la economía también crecerá de manera importante y los tipos de interés promedio se estabilizarán e incluso se reducirán. En ese momento se podría esperar una vuelta del crédito bancario a la vivienda a la senda de crecimiento.

Gráfico 1.
Ventas de vivienda a nivel nacional
(miles)



* Proyección, con cifras al tercer trimestre
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Softec

Interesados dirigirse a:

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

Depósito Legal: M-3479-1994

Servicio de Estudios Económicos:

Economista Jefe:

José Luis Escrivá

Economistas-Jefe de las Unidades:

España y Europa: Rafael Doménech r.domenech@grupobbva.com

España: Miguel Cardoso m.cardoso@grupobbva.com

Europa: Miguel Jiménez mjimenez@grupobbva.com

Estados Unidos y México: Jorge Sicilia j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos: Nathaniel Karp nathaniel.karp@compassbank.com

México: Adolfo Albo a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México: Julián Cubero juan.cubero@bbva.bancomer.com

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo teresa.ledo@grupobbva.com

Análisis Sectorial: Ana Rubio arubiog@grupobbva.com

Escenarios Financieros: Daniel Navia daniel.navia@grupobbva.com

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido giovanni.diplacido@grupobbva.com

Tendencias Globales: David Tuesta david.tuesta@grupobbva.com

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal: Sonsoles Castillo s.castillo@grupobbva.com

América del Sur: Joaquín Vial jvial@bbva.cl

Argentina: Ernesto Gaba egaba@bancofrances.com.ar

Chile:

Colombia: Juana Téllez juana.tellez@bbva.com.co

Perú: Hugo Perea hperea@grupobbva.com.pe

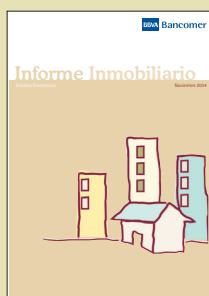
Venezuela: Oswaldo López oswaldo_lopez@provincial.com

Asia:

China: Li-Gang Liu lliu@bbva.com.hk

Resto de Asia: Ya Lan Liu yalan@bbva.com.hk

otras publicaciones



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

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

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