

FESTIVIDAD DE SAN JUAN DE ORTEGA

30 de mayo de 2009

*PERSPECTIVAS DEL  
SECTOR  
INMOBILIARIO*

SANTIAGO CARBÓ VALVERDE  
Universidad de Granada

# Sumario

2

- INTRODUCCIÓN
- LA CRISIS Y EL SECTOR INMOBILIARIO
- EL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA
- METODOLOGÍA PARA ELABORACIÓN DE ÍNDICES DE PRECIOS DE LA VIVIENDA
- TIPOS DE INTERÉS Y DINÁMICA BANCARIA
- CONCLUSIONES

# Introducción

3

- La crisis como “tormenta perfecta”, con el final de:
  - ▣ Un ciclo inmobiliario expansivo
  - ▣ Un ciclo de grandes ganancias en los mercados de valores
  - ▣ Un ciclo expansivo en la demanda
  - ▣ Un ciclo expansivo de creación de capacidad industrial y productiva.
  
- La crisis afecta especialmente al sector de la construcción , uno de los motores económicos de la economía española.
  
- Importancia de la vinculación entre el sector financiero y el de la construcción (ha estado presente en el discurso de la política monetaria) ----- citas de Bernanke y Trichet.

*“The proximate cause of crisis was the turn of the housing cycle in the United States and the associated rise in delinquencies on **subprime mortgages**, which is imposed substantial loses on many financial institutions and shook investor confidence in credit markets. However, although the subprime debacle triggered the crisis, the developments in the U.S. **mortgage market** were only one aspect of a much larger and more encompassing credit boom whose impact transcended the mortgage market to affect many others forms of credit.” (Ben Bernanke)*

*“It is generally agreed that the trigger for the turmoil was a myriad of problems associated with the **US housing market correction** (...) the period preceding the current financial turmoil shares many of the characteristics of the previous historical episodes –a so called- “Minsky moment” whereby there is a sudden recognition and recoil from underlying credit whose quality was in fact worsening for years.” (Jean-Claude Trichet)*

*LA CRISIS Y EL SECTOR  
INMOBILIARIO*



# Origen de la crisis financiera

7

- ❑ Comienzo: agosto de 2007, la crisis de las hipotecas de alto riesgo.
- ❑ Se extiende rápidamente en los mercados financieros a través de productos estructurados.
- ❑ Incremento significativo de la morosidad.
- ❑ Surge el racionamiento de crédito.
  
- ❑ EN ALGUNOS PAÍSES: caída de la actividad y precios del sector inmobiliario.

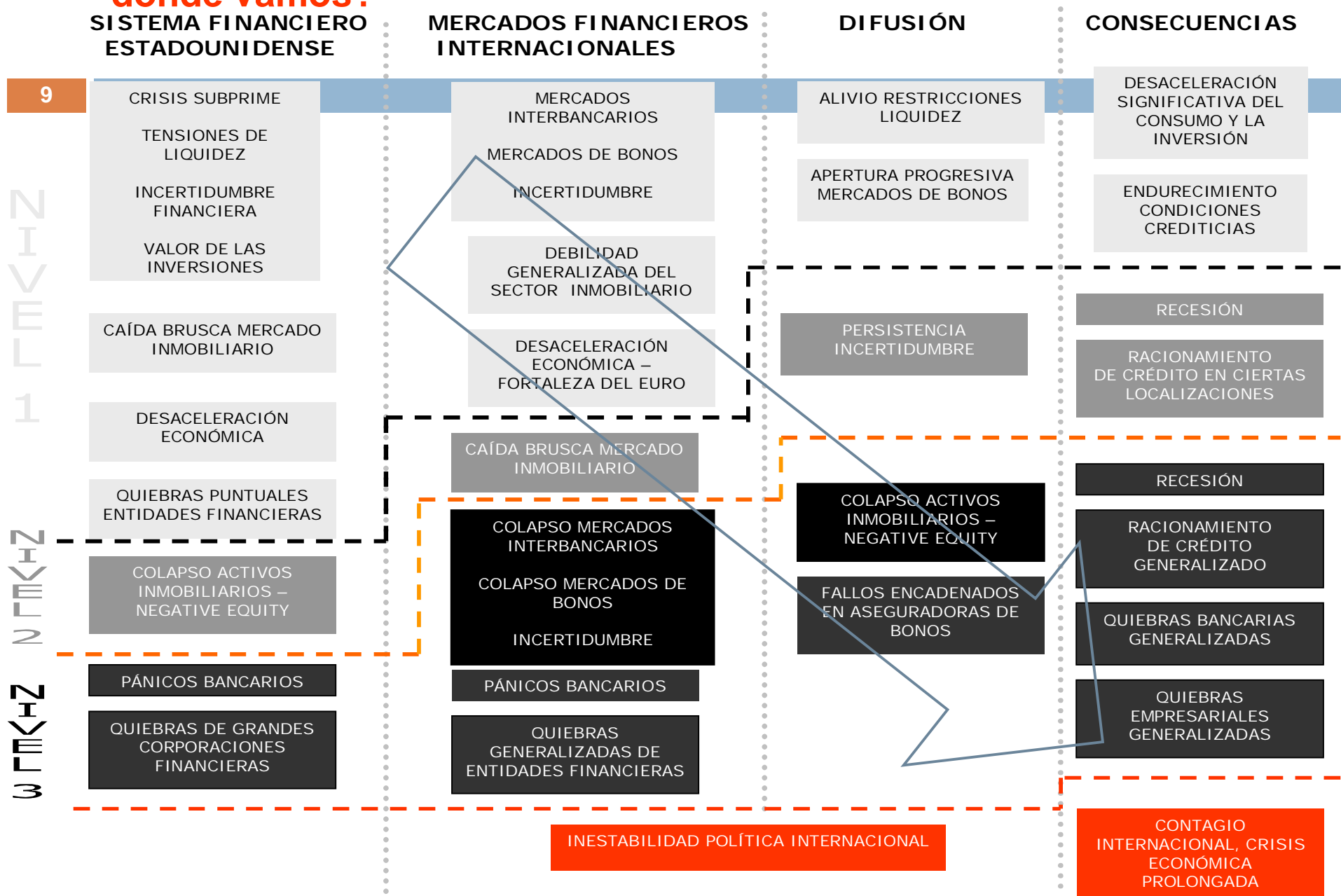
# Origen de la crisis financiera

8

- El origen de la crisis está en el **fin de cuatro ciclos**:
  1. Fin del ciclo inmobiliario.
  2. Fin del ciclo de crecimiento del precio de los activos.
  3. Fin del ciclo de la demanda.
  4. Fin del ciclo de la sobrecapacidad productiva industrial.



# Gráfico 1. ¿De dónde venimos? ¿Dónde estamos? ¿Hacia dónde vamos?



# Preguntas clave

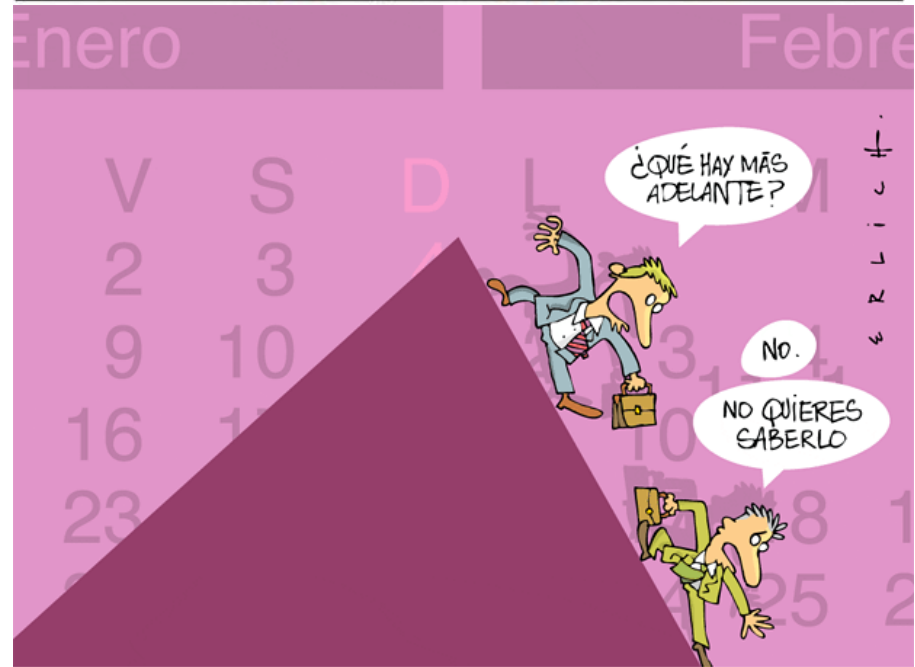
10

- Al respecto surgen dos preguntas clave:
  - ✓ ¿Cuáles son las causas del incremento del precio de la vivienda en los países industrializados?
  - ✓ ¿El incremento del crédito hipotecario es el culpable del incremento del precio de la vivienda?

La visión de la calle



La perspectiva de las entidades bancarias



# Evidencia para EE.UU.

12

- La evidencia reciente no esta demasiado clara:
  1. La actividad *subprime* parece no haber impactado demasiado sobre el precio.
  2. Sí existe evidencia de un efecto-precio de las grandes hipotecarias como Fannie Mae y Freddie Mac, desplazados por nuevos emisores. ¿Tiene la titulización un papel en el *boom* inmobiliario?

# Evidencia para Europa

13

- El crecimiento ha sido notable para España, el Reino Unido e Irlanda.
- Los precios se han incrementado un 180% entre 1997 y 2007 en estos tres países, el mayor crecimiento entre los países industrializados.
- La financiación hipotecaria ha sido parte del foco de debate en Europa, antes y durante la crisis.
- La dinámica de la relación entre el crédito hipotecario y precio de la vivienda no está del todo clara.

# Evidencia empírica reciente

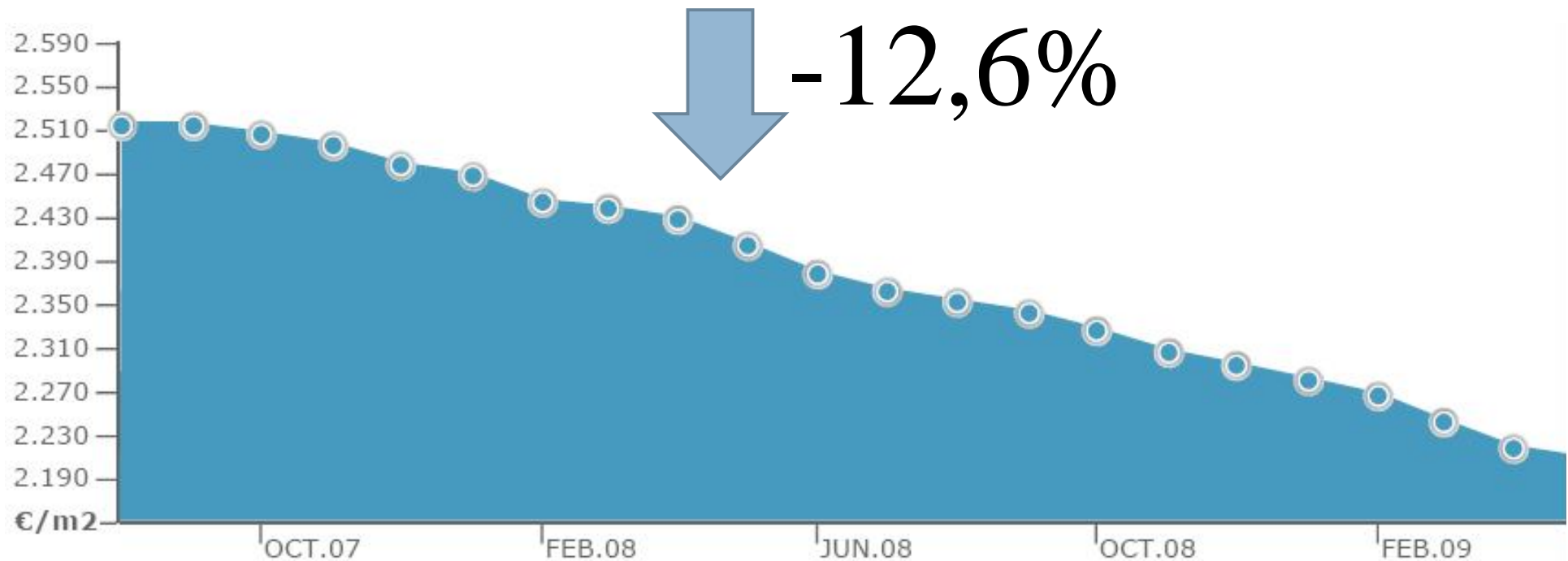
14

- Carbó y Rodríguez (2009) analizan la relación entre crédito hipotecario y precio de la vivienda:
  - El precio de la vivienda tiene un componente cíclico con correcciones a largo plazo relacionadas con el tipo de interés y las correcciones de la demanda y la oferta de la vivienda.
  - Esto sugiere que la evolución del precio de la vivienda en España no fue impulsado por el crédito hipotecario, sino una acomodación del mismo a la evolución del precio de la vivienda.

*EL PRECIO DE LA  
VIVIENDA EN ESPAÑA*



## Precio de la vivienda libre (agosto 2007-abril 2009)



Estancamiento claro del mercado pero caída de los precios no tan evidente.



# Tasaciones (unidad: vivienda)

17 Comunidades Autónomas Provincias	Año 2006				Año 2007				Año 2008				Año 2009
	Trimestre				Trimestre				Trimestre				Trimestre
	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º
Andalucía	45.490	59.681	37.557	49.891	40.851	45.313	34.360	37.388	36.339	36.126	24.355	23.151	28.720
Aragón	6.124	7.924	4.417	6.492	6.140	7.151	4.362	5.602	5.574	5.086	3.739	4.306	4.805
Asturias (Principado de)	3.792	4.724	3.933	5.837	2.895	3.751	3.602	3.397	3.623	3.762	3.154	2.277	2.668
Baleares Illes	5.725	6.806	4.707	5.858	4.432	5.758	4.548	4.836	4.264	3.924	2.732	2.333	3.910
Canarias	10.760	12.799	10.852	13.165	10.533	12.655	9.812	9.166	8.625	8.995	5.757	4.434	5.816
Cantabria	2.804	3.136	2.628	3.540	2.406	2.407	2.104	2.023	2.583	3.071	1.950	1.268	1.772
Castilla y León	8.871	11.267	7.601	10.958	9.527	10.653	9.462	9.913	9.209	8.623	7.274	5.726	7.409
Castilla-La Mancha	10.380	12.708	8.235	11.910	9.167	11.610	9.658	9.869	9.231	8.406	5.150	4.677	7.124
Cataluña	39.622	46.763	31.186	38.782	32.618	36.018	24.874	30.317	27.898	26.915	16.882	17.122	24.967
Comunidad Valenciana	34.433	44.937	26.208	34.346	27.126	35.137	25.602	25.756	24.220	26.038	16.814	12.639	21.128
Extremadura	3.392	4.500	2.694	4.293	3.294	3.970	3.200	3.122	3.554	3.018	2.242	2.566	2.823
Galicia	9.060	12.552	6.524	10.266	6.429	9.403	10.156	10.538	9.663	8.232	7.215	3.881	6.870
Madrid (Comunidad de)	33.454	39.119	22.453	29.741	19.460	27.192	19.902	20.952	21.471	22.845	14.180	16.070	19.732
Murcia (Región de)	9.190	12.100	6.721	9.400	7.862	9.896	7.161	8.097	8.211	6.802	5.553	4.565	5.978
Navarra (Comunidad foral de)	2.346	3.289	1.837	2.386	1.651	1.941	1.607	1.740	2.600	2.492	1.936	492	2.045
País Vasco	3.573	4.402	2.917	7.189	5.210	5.667	4.874	5.430	6.595	6.961	3.981	5.216	5.351
Rioja (La)	1.655	2.188	1.371	1.690	1.771	1.844	1.523	1.378	1.611	1.287	1.374	875	1.376
Ceuta y Melilla	402	416	328	543	197	345	181	271	377	314	157	121	187
<b>España</b>	<b>231.073</b>	<b>289.311</b>	<b>182.169</b>	<b>246.287</b>	<b>191.569</b>	<b>230.711</b>	<b>176.988</b>	<b>189.795</b>	<b>185.648</b>	<b>182.897</b>	<b>124.445</b>	<b>111.719</b>	<b>152.681</b>

Fuente: Ministerio de Vivienda

Euros/m<sup>2</sup>: marzo 2006 (231.073)  
marzo 2009 (152.681)

**NECESIDAD DE  
AJUSTAR PRECIOS  
A VALORACIÓN**

# Precio del suelo

18

- Deben considerarse algunas líneas generales al respecto:
  - ▣ La tendencia es descendente en términos generales entre los años 2007 y 2008.
  - ▣ Tomando como referencias las poblaciones de más de 50.000 habitantes, existen diferencias muy importantes que señalan la dificultad de controlar el precio del suelo (ej. Variación 2007/2008 = -29,8% en Extremadura y 17,9% en Castilla La Mancha).

# Precio del suelo en municipios > 50000 habitantes (eur/m<sup>2</sup>)

19

	Año 2007				Año 2008				variación interanual
	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	
TOTAL NACIONAL	654,9	688,0	697,5	640,3	653,8	627,8	644,9	632,5	-1,2
Andalucía	497,2	553,3	552,9	517,9	560,2	552,3	509,4	517,0	-0,2
Aragón	747,8	764,9	815,8	824,6	953,6	714,3	509,2	674,2	-18,2
Asturias (Ppdo. de )	422,4	349,9	477,6	567,7	615,4	434,7	508,7	471,4	-17,0
Balears (Illes)	550,5	655,5	644,5	650,3	642,6	716,6	656,3	672,5	3,4
Canarias	575,7	575,2	533,0	583,7	574,4	559,8	546,3	626,7	7,4
Cantabria	359,8	322,6	353,2	397,6	379,9	374,7	345,6	395,0	-0,6
Castilla y León	490,2	462,4	505,9	517,2	518,1	554,7	474,2	484,6	-6,3
Castilla-La Mancha	482,4	477,2	488,0	441,6	495,2	427,1	481,8	520,6	17,9
Cataluña	1.042,8	1.002,2	1.117,2	977,5	871,0	1.027,0	923,3	825,3	-15,6
Comunidad Valenciana	735,2	829,0	773,8	817,6	798,5	834,1	751,5	781,4	-4,4
Extremadura	415,3	440,1	450,7	569,3	506,0	505,3	452,6	399,8	-29,8
Galicia	406,5	452,8	459,7	523,3	425,6	458,5	488,4	499,1	-4,6
Madrid (Com. de)	1.057,3	1.200,0	1.213,9	975,7	956,5	1.006,9	1.100,2	1.089,1	11,6
Murcia (Región de)	592,2	570,4	582,9	574,8	592,3	569,3	572,9	571,8	-0,5
Navarra (Com. F. de)	n.s.	n.s.	n.s.	.	n.s.	754,0	n.s.	741,3	.
País Vasco	662,4	780,7	788,2	809,4	859,4	863,4	794,9	930,6	15,0
Rioja (La)	n.s.	n.s.	n.s.	917,3	n.s.	985,2	960,2	n.s.	.
Ceuta y Melilla	625,8	433,8	389,7	399,7	402,3	386,1	358,0	409,2	2,4

Fuente: Ministerio de Vivienda

*METODOLOGÍA PARA  
ELABORACIÓN DE ÍNDICES  
DE PRECIOS DE LA  
VIVIENDA*



# La importancia de la metodología de estimación de precios de la vivienda

21

- La información sobre los precios de la vivienda en España es deficiente.
  - El precio oficial de la vivienda en España se calcula a partir de la agregación ponderada de precios de tasación suministrados por diversas sociedades. Los problemas asociados al cálculo de este índice son múltiples, destacando:
    - La agregación de los precios se produce sin tener en cuenta la composición de la calidad de las viviendas tasadas en cada periodo. El precio de la vivienda en España no recoge, por tanto, ninguna corrección hedónica por la calidad de los inmuebles, a pesar de ser bienes muy heterogéneos.

- Los precios oficiales de la vivienda se ve mermado por los sesgos asociados al utilizar precios de tasación y no precios de transacción.
  - La tasación es una operación que sirve fundamentalmente para obtener un préstamo con garantía hipotecaria. El aumento de los precios de la vivienda respecto a la capacidad financiera de las familias españolas ha provocado situaciones en las cuales, ante la imposibilidad de pagar una entrada del 20%, el comprador solicita más del 80% del préstamo.
  - Para cumplir, al menos formalmente, la recomendación de no conceder préstamos por encima del 80% del valor de la vivienda, las sociedades de tasación se ven tentadas, y más si pertenecen a una entidad crediticia, a generar un valor de tasación superior al valor real del inmueble.

- La “sobretasación” genera externalidades en los precios de tasación de las viviendas, lo que provoca un claro sesgo al alza de los precios.
  - Este mecanismo no es inocuo respecto al bienestar de los ciudadanos: las noticias del rápido aumento de los precios, transmitidas por los medios de comunicación, provocaron hordas de inversores inmobiliarios que en el pasado aceleraron el crecimiento de los precios y perjudicaron el acceso a la vivienda de muchos ciudadanos.
  - De esta manera parte de la espiral inflacionista observada podría ser consecuencia del propio método de medición de los precios.

- ESTOS PROBLEMAS TIENEN SOLUCIÓN:
  - ▣ La ausencia de ponderación por la calidad de las viviendas que se agregan se podría superar mediante un análisis hedónico o la construcción de índices de ventas repetidas como el indicador Standard and Poor/Case-Shiller de Estados Unidos.
  
  - ▣ El Ministerio de la Vivienda no realiza ajustes hedónicos y los investigadores no pueden acceder a los datos de tasación que recibe el ministerio. En Estados Unidos, el US Census Bureau ofrece por 50 dólares/año información sobre todas las viviendas iniciadas, completadas o vendidas en Estados Unidos incluyendo 40 características físicas así como el precio de transacción, el valor del suelo, ...



- En cuanto a la posibilidad de usar valores de transacción, aunque requeriría un cambio metodológico importante y un aumento significativo del presupuesto para la construcción de este indicador, sería muy beneficioso.

# *TIPOS DE INTERÉS Y DINÁMICA BANCARIA*



# Tipos de referencia hipotecarios

27

- Hasta septiembre de 2008 existe una tendencia creciente en los tipos hipotecarios.
- Especial aumento de los tipos los tres primeros trimestres de 2008, el efecto de la crisis de confianza y liquidez.
- Los Bancos Centrales llevan a cabo en octubre de 2008 una serie de medidas para inyectar liquidez en la economía: descenso de los tipos en los primeros meses de 2009.
- ¿Hacia dónde va el Euribor?

# Tipos de referencia hipotecarios

28

- **Máximos registrados:**
  - ✓ Interbancario a 3 meses: julio 2008 (5,361%)
  - ✓ Euribor 12 meses: septiembre de 2008 (5,384%)
  
- **Niveles actuales (abril 2009):**
  - ✓ Mercado interbancario (1,771%)
  - ✓ Euribor 12 meses (1,771%)

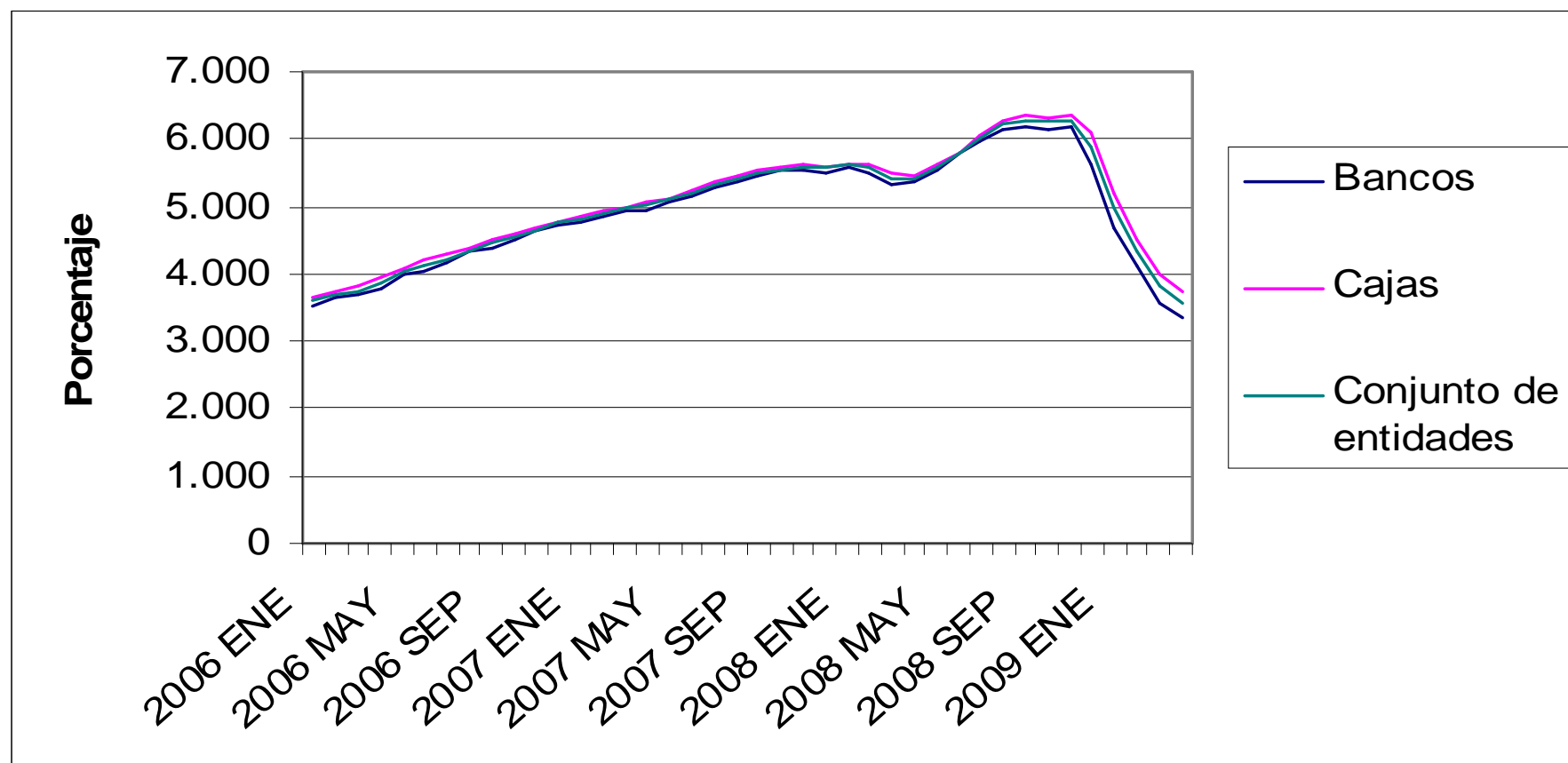
# Tipos de referencia hipotecarios

29

- ❑ **Máximos registrados:**
  - ✓ Bancos: septiembre de 2008 (6,176%)
  - ✓ Cajas: septiembre de 2008 (6,338%)
  - ✓ Conjunto de entidades: septiembre de 2008 (6,265%)
- ❑ **Actualmente (abril de 2009):**
  - ✓ Bancos (3,335%)
  - ✓ Cajas (3,743%)
  - ✓ Conjunto de entidades (3,573%)

# Tipo hipotecario a más de tres años

30



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

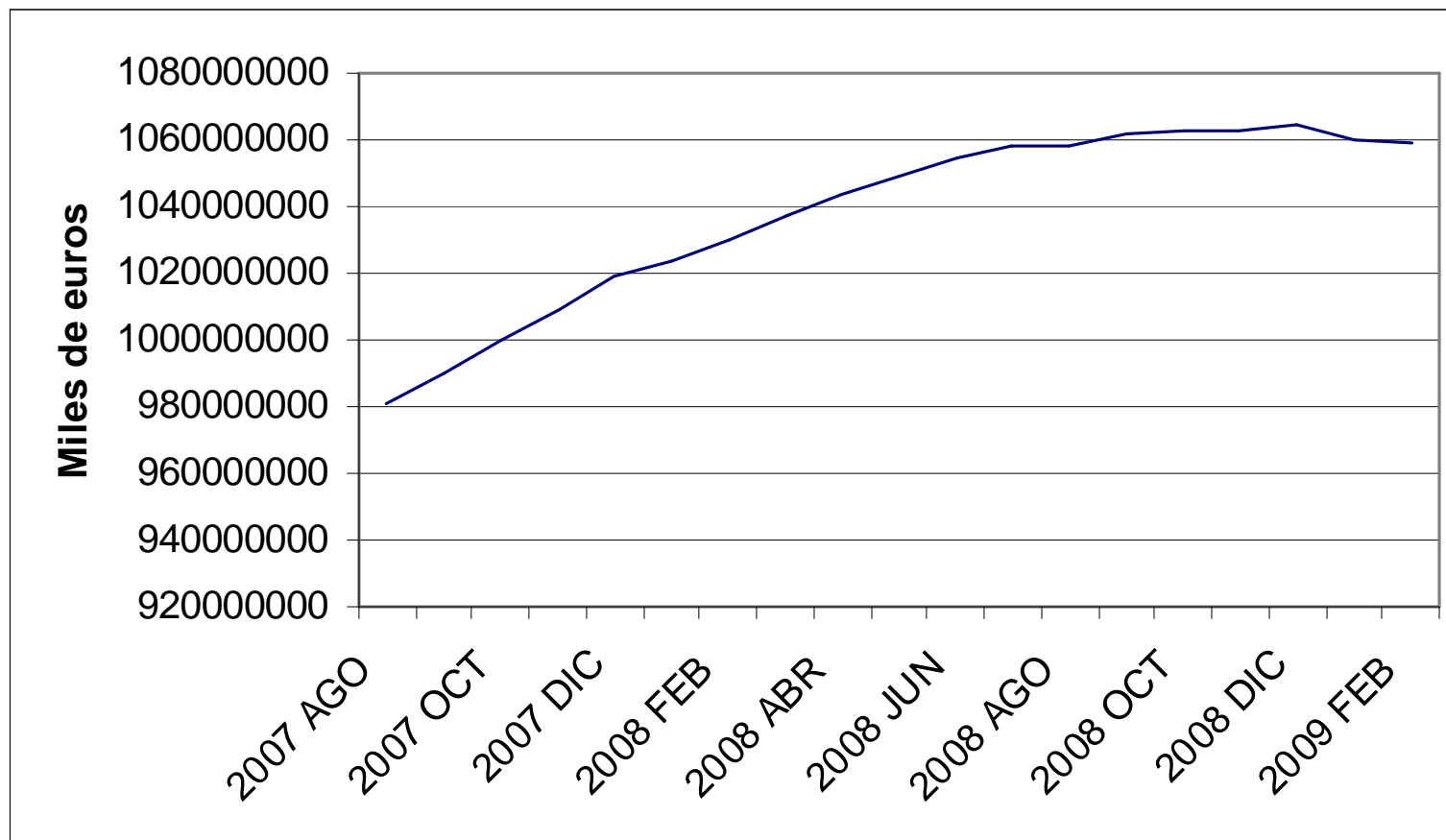
# Crédito hipotecario (2005-2009)

31

- Tendencia creciente en el periodo anterior a la crisis financiera.
- Desaceleración a partir del verano de 2008.
- Se llega a un máximo en diciembre de 2008 y desciende en los siguientes meses.

# Crédito hipotecario (agosto 2007-febrero 2009)

32



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.



# Crecimiento de la morosidad y problemas de viabilidad

33

- Los niveles de morosidad se incrementan a ritmos superiores al 10% mensual desde julio de 2008.
- El Banco de España advierte que la morosidad puede dispararse hasta el 9%.
- En general se habla de “deterioro de activos”.
- Entidades bancarias afrontan problemas y precisan reestructuración: Fondo de Reestructuración de Activos.

# *CONCLUSIONES*



# Conclusiones

- Los efectos de la crisis financiera persistirán hasta 2011 según las previsiones más recientes.
- Queda un largo camino que recorrer en el sector financiero y en el sector de la construcción para superar la actual crisis.
- Es necesario desarrollar un modelo de crecimiento más amable, y no exigir tasas de crecimiento del crédito y los precios de la vivienda tan elevadas.

# Conclusiones

- Es preciso plantearse hasta qué punto el sector construcción debe liderar el crecimiento de la economía (y en qué medida será posible en el futuro).
- Las estadísticas de precios de la vivienda deben mejorarse de forma significativa.