

Estados Unidos

Situación Inmobiliaria

Cuarto trimestre 2010

Análisis Económico

- Las ventas y los precios de las viviendas se estabilizan.
- El ajuste del inmobiliario no residencial tocará fondo en 2011.
- El desapalancamiento hipotecario continuará también en 2011.
- Mejora ligeramente la calidad de la cartera hipotecaria.



Índice

Editorial	3
La economía se ralentizará	4
Los precios y las ventas de vivienda se están estabilizando	7
Demanda de viviendas: el proceso de formación de hogares	13
Señales positivas en el inmobiliario no residencial	17
El desapalancamiento hipotecario continuará a lo largo de 2011	20
Hogares con pérdidas patrimoniales netas y los impagos estratégicos	24
Previsiones	30

Fecha de cierre: 6 de diciembre de 2010

Editorial

De acuerdo con los últimos datos, en el tercer trimestre de 2010, el ratio entre la inversión inmobiliaria privada y el Producto Interno Bruto fue del 4,8%, el más bajo desde la Segunda Guerra Mundial. Esto supone un descenso de 4,4 puntos porcentuales desde el máximo alcanzado en 2006, lo que equivale a más de 500 mil millones de dólares. El hecho de que esta debacle inmobiliaria llevara a la economía a su peor recesión desde la Gran Depresión refleja, por una parte, el elevado nivel de apalancamiento y, por otra, la falta de fundamentos económicos sostenibles sosteniendo el boom inmobiliario. La baja tasa de ahorro, los bajos costes financieros, la extracción de riqueza inmobiliaria, los bajos estándares de crédito y otros factores contribuyeron a esta crisis. En los años previos a la crisis, la inversión privada inmobiliaria supuso más del 50% de la inversión privada bruta. Esta asignación de recursos parece incompatible con tasas de crecimiento sostenibles en el largo plazo, dado que la inversión no inmobiliaria tiende a tener productividades más elevadas. Así, a medida que avanzamos hacia 2011, es importante garantizar que la economía alcance una recuperación liderada por la inversión privada en aquellos sectores más eficientes y productivos. La recuperación económica generará las condiciones necesarias para la recuperación del mercado inmobiliario.

La plena expansión económica llevará tiempo. La tendencia actual del mercado residencial sugiere que la revitalización del mismo está produciéndose a un ritmo más bajo de lo esperado. La demanda de viviendas se mantiene frágil en un entorno de débil crecimiento del empleo y elevadas tasas de desempleo. De hecho, la venta de viviendas nuevas y usadas se ha debilitado en la segunda mitad de 2010, después de que terminaran los incentivos fiscales a la vivienda. Además, a pesar de la recuperación económica que ya está en marcha, las entidades financieras endurecieron los estándares de crédito para las hipotecas no tradicionales y para los clientes menos solventes, según se desprende de la Encuesta de Crédito de la Reserva Federal correspondiente a I cuarto trimestre de 2010. Sin embargo, la construcción de viviendas está siendo más elevada que el año anterior mientras que los precios residenciales, tras cuatro años de descensos, parece que han tocado fondo. Estas tendencias justifican nuestro escenario central de mejora en 2011, si bien aún existen riesgos de desaceleración.

Las condiciones de mercado del segmento inmobiliario no residencial continúan deteriorándose en la medida en que el proceso de ajuste no ha tocado fondo. Los ratios de desocupación se mantienen elevados mientras que los alquileres y los precios continúan descendiendo. De todas formas, la recuperación pudiera producirse antes de lo esperado y, en 2011, anticipamos que se producirán señales claras de estabilización en el segmento. Esta tendencia será más evidente en el segmento de apartamentos de alquiler, dada la re-orientación de la nueva demanda residencial. En el segmento de oficinas, la recuperación deberá esperar algo más, dado el exceso de oferta que se ha generado tras la pérdida de 7 millones de empleos y el bajo ritmo de recuperación del mismo.

Es posible que los precios inmobiliarios se beneficien de la segunda ronda de estímulo monetario anunciada recientemente por la Reserva Federal (QE2). Para que esto suceda, el QE2 debe ser efectivo en dos aspectos clave: que se mantengan bajos los costes de financiación y que se renueven los mercados secundarios de titulación hipotecaria. Los bajos costes de financiación están directamente correlacionados con los precios de la vivienda y la riqueza de las familias. Si el QE2 consigue mantener el coste de financiación bajo y los precios de la vivienda se recuperen, la mejora de la riqueza familiar permitiría un aumento del consumo familiar. De todas formas, si bien el QE2 permitirá que los tipos de interés se mantengan bajos, también pudiera afectar negativamente las expectativas de inflación, lo que llevará a tasas de interés más elevadas. Además, desplazar la inversión de bonos del Tesoro hacia otros productos financieros no significa necesariamente que se revitalizarán los mercados secundarios domésticos, ya que los inversores pudieran preferir productos en los mercados extranjeros. De esta forma, nuestro escenario central continúa asumiendo una suave recuperación, que refleja la debilidad de los fundamentos económicos. En todo caso, si el estímulo monetario temporal es efectivo, el ritmo de recuperación se acelerará ligeramente.

Espero que ustedes, nuestros lectores, encuentren esta publicación útil y provechosa.

Sinceramente,
Nathaniel Karp
Economista Jefe EE.UU.

La economía se ralentizará

La economía estadounidense se ralentizará, tal y como se esperaba, a causa del persistente desapalancamiento de los hogares y el elevado desempleo

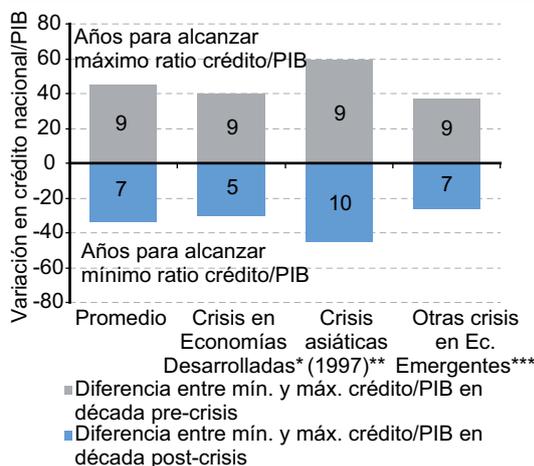
El fuerte crecimiento económico en Estados Unidos a comienzos de 2010 ha perdido intensidad en el segundo y tercer trimestre del año. Según la estimación preliminar publicada por la Oficina de Análisis Económicos (BEA por sus siglas en inglés), la economía de EE.UU. creció un 2,0% (t/t anualizado) en el 3T10, y las recientes tendencias económicas indican que el ritmo de recuperación continúa débil. Sin embargo, nuestros modelos indican que la probabilidad de una recesión secundaria es baja. Nuestras previsiones siguen siendo una recuperación moderada debido al proceso subyacente de desapalancamiento (que frena el crecimiento del consumo), a la fragilidad del mercado de trabajo (que impide el crecimiento de la renta y del empleo) y a la incertidumbre en materia normativa y de la demanda, factores que afectan a la inversión. Nuestro escenario de referencia parte del supuesto de que la economía de EE.UU. tendrá unas tasas anuales de crecimiento del 2,7% y del 2,3% en 2010 y 2011 respectivamente.

Los principales factores que han contribuido al crecimiento del PIB en el 3T10 han sido la reposición de existencias, la inversión no residencial y el consumo privado. Este último superó las expectativas de los mercados al registrar un crecimiento del 2,6% en dicho trimestre. Aunque se trata del mayor aumento desde el 4T06, se prevé que el crecimiento del consumo privado se mantendrá muy contenido debido al actual proceso de desapalancamiento, al elevado nivel de desempleo y a las restricciones de los mercados crediticios. El débil crecimiento de la renta personal real en el 3T10 también implica que el reciente aumento del consumo privado es insostenible y apunta a un crecimiento más moderado de cara al futuro. Por consiguiente, para 2011 esperamos el consumo privado crecerá un 1,8%, cifras relativamente magras en comparación con las registradas en períodos de recuperación anteriores.

La pérdida de dinamismo en la demanda privada es claramente el resultado de un continuado proceso de desapalancamiento por parte de los hogares y de un mercado laboral débil. Aunque el proceso de desapalancamiento evoluciona, en general, en línea con las expectativas, experiencias pasadas en EE.UU. y a nivel internacional (Reinhart y Reinhart, 2010) sugieren que el proceso de reducción de la deuda lleva un periodo prolongado (una media de siete años) y que los ratios de crédito tienden a caer en igual medida que aumentaron en el periodo anterior a una crisis financiera. Esa magnitud todavía es, sin duda, de mayor alcance y profundidad que la registrada hasta el momento. La reducción en los niveles de deuda, junto con una evolución de la riqueza neta de los hogares menos favorable, débiles ingresos procedentes del trabajo y una mayor incertidumbre contribuirán a mantener la tasa de ahorro por encima de la observada desde la segunda mitad de los 90. Si bien este movimiento va en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de EE.UU., también aumenta las preocupaciones cíclicas, dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles modestos y se verá compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas y unas exportaciones más robustas.

Gráfico 1

Crédito bancos nacionales/PIB 10 años antes y después crisis financiera



Fuente: BBVA Research basado en Reinhart y Reinhart (2010)

Gráfico 2

EE.UU. tasa de ahorro (%)

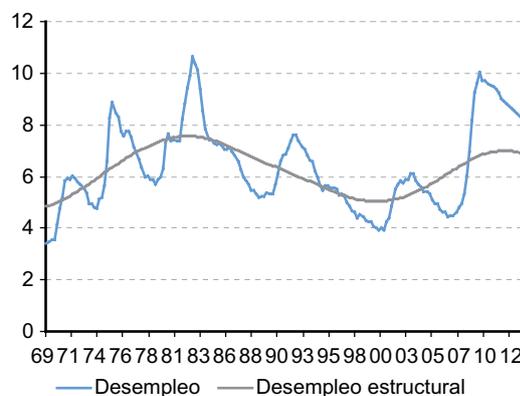


Fuente: BBVA Research

Otro factor que por sí mismo determinará una lenta salida de la recesión es la debilidad del mercado laboral, con una reducida creación de puestos de trabajo y una elevada tasa de desempleo. El intenso debate en el seno de la Reserva Federal (Fed) sobre qué parte del aumento del desempleo es estructural y qué parte es debida a una demanda débil subraya la incertidumbre que rodea a las mediciones del desempleo estructural. Una serie de elementos apuntan a un incremento del desempleo estructural de en torno a 1,5 puntos porcentuales en relación a los niveles previos a la crisis. En primer lugar, el aumento de la duración del desempleo erosiona las habilidades de los trabajadores y favorece el aumento del desempleo estructural. En segundo lugar, en la actualidad la relocalización laboral es lenta, dados los descalces geográficos y de habilidades entre oferta y demanda y dado el cambio estructural en curso en la economía estadounidense. Finalmente, en la actualidad el mercado de la vivienda obstaculiza la movilidad geográfica, ya que los propietarios de viviendas encuentran dificultades para vender sus propiedades, sobre todo si el valor de su vivienda es inferior al saldo vivo de la deuda hipotecaria. En cualquier caso, el componente cíclico del desempleo sigue siendo muy alto en comparación con las recesiones anteriores y se prevé que permanezca así durante algún tiempo, lo que justifica las políticas orientadas a impulsar la demanda agregada si existe margen para hacerlo.

Gráfico 3

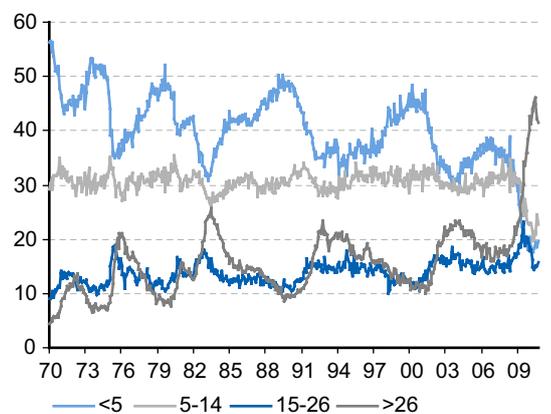
Tasa de desempleo (%)



Fuente: Bureau of Labor Statistics y BBVA Research

Gráfico 4

Duración del desempleo en semanas (% de desempleados)



Fuente: Bureau of Labor Statistics

Una nueva recesión en la economía estadounidense es altamente improbable

Como se ha señalado anteriormente, la situación del mercado laboral es un indicador de que la demanda agregada sigue siendo muy débil en EE.UU. y que el ritmo de recuperación seguirá dependiendo del margen que exista para la aplicación de más medidas por parte de las autoridades. En el frente fiscal, no son muy elevados los fondos restantes del programa de estímulo ARRA y es improbable que éste se amplíe tanto como consecuencia de las preocupaciones en torno al tamaño de los déficits actuales como, sobre todo, si se produce un cambio en el equilibrio de poder después de las elecciones al Congreso de noviembre. No obstante, la preocupación de la Fed tanto por la actividad económica como por los riesgos de deflación ha aumentado, lo mismo que la presión para que actúe, ya que el coste de tal escenario se percibe como "inaceptable". Puesto que el ritmo de recuperación de la producción y el empleo se ha ralentizado en los últimos meses, el gasto de los hogares sigue siendo débil y la inflación permanece más baja de los esperado originalmente, la Fed se va a embarcar en nuevas medidas de expansión cuantitativa, que mantendrán los tipos de interés bajos y ayudarán a sostener la demanda del sector privado.

Por otra parte, el repunte de la demanda externa y la recuperación del sector del automóvil han apoyado una recuperación generalizada de la actividad industrial y la inversión en equipo y software. En este contexto, las empresas han llevado a cabo reducciones de empleo masivas, lo que ha generado aumentos de productividad, reducción de costes laborales y el mantenimiento relativo de márgenes y beneficios. En tanto que las perspectivas de ventas mejoren y disminuyan las incertidumbres regulatorias, la inversión privada contribuirá a la reactivación de la demanda agregada.

En conjunto, los lastres al consumo y la baja probabilidad de que se produzca un estímulo fiscal adicional (elementos parcialmente compensados por una inversión más fuerte) conllevan una salida de la crisis en EE.UU. a un ritmo muy inferior al de los ciclos anteriores, tal y como estaba ya recogido en nuestro escenario. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en

EE.UU. es altamente improbable. Los modelos indican una probabilidad muy baja de recesión, aunque los índices mensuales de actividad y nuestros modelos sugieren un crecimiento bajo durante varios trimestres más. No obstante, nuestra previsión sigue siendo un crecimiento positivo en la segunda mitad de 2010 (con un crecimiento anual del 2,7% para el conjunto del año). A partir de 2011 se prevé una recuperación gradual, con una ralentización al 2,3% en 2011 en el contexto de una inflación moderada.

En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a EE.UU. a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

La inflación sorprendió a la baja a los mercados en 2010, por lo que han aumentado los riesgos de una mayor desinflación (inflación baja pero positiva). Hasta ahora, los riesgos de deflación (inflación negativa) se han contenido gracias a que la desinflación de los precios del alojamiento se ha compensado con el aumento de precios en otros sectores. Sin embargo, los precios del alojamiento parecen estar estabilizándose, lo que debería seguir moderando las presiones deflacionistas. Por otra parte, los mercados de trabajo continúan frágiles. El bajo ritmo actual de la recuperación económica limita la creación de empleo a gran escala, razón por la cual la tasa de paro solamente se ha reducido un 0,1% en el 3T10 (hasta situarse en el 9,6%), y por la que es probable que continúe en niveles elevados durante 2011. Las altas tasas de desempleo a largo plazo, la escasa actividad en el sector de la construcción y la restringida movilidad laboral aumenta la inquietud por la evolución del mercado de trabajo estadounidense. En este entorno, las presiones inflacionistas siguen contenidas y esperamos que la inflación se mantendrá baja, aunque positiva, en 2010 y 2011.

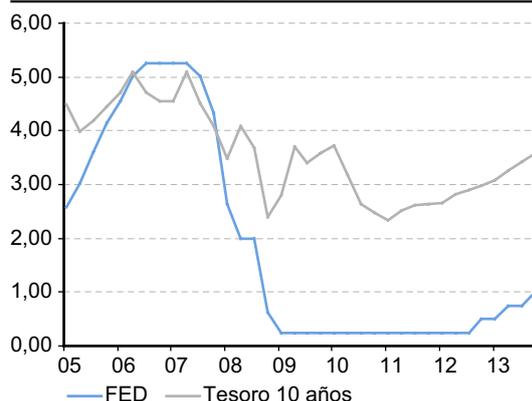
Una nueva ronda de relajación cuantitativa (QE2) en EE.UU.

En su conjunto, las tendencias deflacionistas, la baja utilización de la capacidad, el elevado desempleo y el crecimiento más lento de lo previsto han disparado las alertas en la Fed. Para ellos, las condiciones actuales son "inaceptables" y, en consecuencia, anunció una segunda ronda de flexibilización cuantitativa (QE2, por sus siglas en inglés) en su reunión de noviembre. La Fed prevé comprar valores del Tesoro a largo plazo por un valor aproximado de 600.000 millones de dólares (a un ritmo de 75.000 millones de dólares mensuales), así como seguir reinvertiendo cada mes los 35.000 millones de dólares generados por los pagos de capital de la tenencia de deuda de agencias y cédulas hipotecarias. Por tanto, las compras totales del Tesoro ascenderán a 900.000 millones de dólares (110.000 millones de dólares al mes) a finales del 2T11.

No obstante, las repercusiones totales de la QE2 siguen siendo inciertas. El éxito de la QE2 dependerá de que las inversiones salgan de sus refugios y se canalicen hacia activos de mayor riesgo y de mayor rentabilidad. En un escenario ideal, este cambio generaría un mayor nivel de préstamos, lo cual a su vez reduciría los riesgos deflacionistas y sustentaría los precios inmobiliarios y el crecimiento del consumo. Sin embargo, esta situación conllevaría el riesgo de generar otras burbujas de activos y de que se produzca una depreciación competitiva de la moneda. Las declaraciones públicas de los miembros del FOMC indican que la mayoría de sus integrantes considera que las ventajas de la QE2 son superiores a sus posibles costes. Creen que las influencias cíclicas dominan todos los cambios estructurales y, por tanto, sostienen que una nueva flexibilización monetaria puede estimular la recuperación. En nuestro escenario de referencia actual no prevemos que la Fed vaya a subir el tipo de interés objetivo de los fondos federales hasta finales de 2012.

Gráfico 5

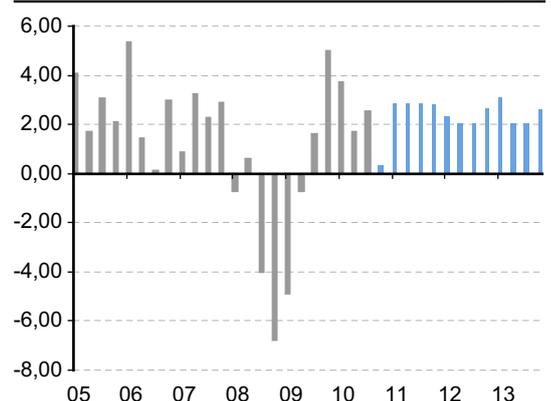
Tasa de Interés (%)



Fuente: Federal Reserve y BBVA Research

Gráfico 6

Previsiones del PIB. Variación Interanual (%)



Fuente: Bureau of Economic Analysis y BBVA Research

Los precios y las ventas de vivienda se están estabilizando

La recesión económica ha incentivado el alquiler como forma de tenencia de la vivienda habitual. La propiedad continuará perdiendo peso relativo hasta que la economía no se recupere con fuerza y el sistema financiero se reestructure y supere las dificultades actuales

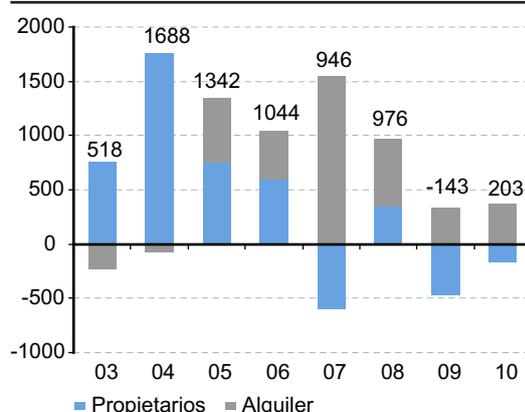
En la década 1994-2004, la propiedad como régimen de tenencia de la vivienda habitual aumentó cinco puntos porcentuales hasta alcanzar un máximo del 69%. A partir de 2004, el alza de las tasas de interés y los altos precios de las viviendas llevaron a un cambio de tendencia en el régimen de disfrute de la vivienda habitual a favor del alquiler. A partir de 2008, con la llegada de la recesión económica, dicha tendencia a favor del alquiler se intensificó. Desde entonces, la intensa crisis del mercado residencial, la inestabilidad del mercado laboral, con un aumento significativo del desempleo, y el progresivo endurecimiento de las condiciones de los créditos hipotecarios han sido los elementos que más han condicionado la elección de las familias entre la propiedad y el alquiler. Como resultado de lo anterior, a partir del segundo trimestre de 2010, el porcentaje de viviendas ocupadas en régimen de propiedad se situó por debajo del 67% por primera vez desde 1999. Este porcentaje era 2 puntos inferior al máximo alcanzado en 2004, si bien aún se sitúa dos puntos por encima de la media de los últimos 45 años.

Desde comienzos de la recesión, a finales del cuarto trimestre de 2007, hasta finales del tercer trimestre de 2010, el número total de viviendas ocupadas aumentó en algo más de 1,0 millones de unidades, hasta alcanzar un total de 112,0 millones, según se desprende de los últimos datos publicados por la oficina del Censo. Este aumento en el número de viviendas ocupadas se ha producido básicamente en el segmento de las viviendas en alquiler que, en los once trimestres de referencia, creció en algo más de 1,3 millones de unidades hasta llegar a un total de 37,0 millones. En el mismo periodo, el número de viviendas ocupadas por sus propietarios descendió en casi 300.000 unidades y se situó en algo menos de 75 millones a finales de septiembre de 2010.

Si bien es de esperar que en los próximos años el número de hogares aumente a una tasa del entorno del 1,1% (ver recuadro “demanda de viviendas”), el elevado nivel de desempleo y la aún delicada situación del sistema financiero sugieren que la propiedad, como régimen de tenencia, continuará perdiendo peso relativo en el conjunto de las viviendas ocupadas hasta que la recuperación económica no sea sólida y el sistema financiero haya superado las dificultades actuales.

Gráfico 7

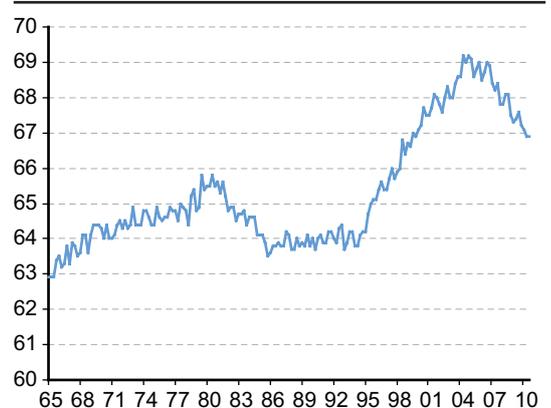
Viviendas ocupadas. Variación interanual. Número ('000)



Fuente: Census Bureau y BBVA Research

Gráfico 8

Viviendas en propiedad (%)



Fuente: Census Bureau

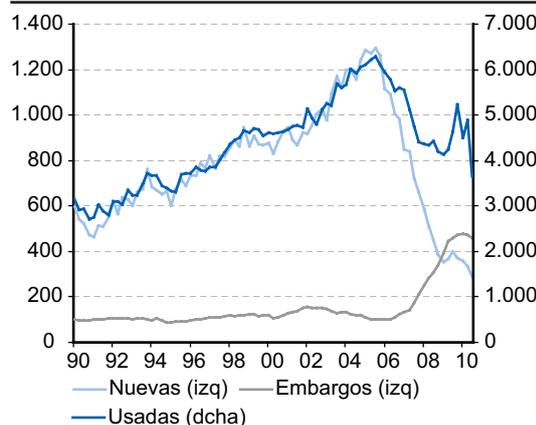
A lo largo de 2010, el creciente número de subastas de viviendas y el ajuste más intenso de los precios de las viviendas existentes están llevando a que las ventas estén mostrando una evolución claramente diferenciada por segmentos: mientras que las ventas de viviendas existentes han aumentado ligeramente, las de viviendas de nueva construcción han continuado moderándose

En los diez primeros meses de 2010, los datos desestacionalizados de ventas de viviendas alcanzaron una media mensual de 455.000 unidades, lo que supuso un aumento del 1,4% frente a la media de los diez primeros meses de 2009. Desagregando las ventas de 2010 por segmentos, se puede observar que 427.700 viviendas correspondieron al segmento de las ya existentes (con un aumento del 2,6% frente a los datos correspondientes en 2009) y 27.800 unidades al segmento de nueva construcción (que mostró un descenso interanual del 14,2%). Los incentivos fiscales, que terminaron en abril, y el descenso que se ha producido en el coste de adquisición de las viviendas en relación con la renta media de las familias son los dos elementos que sustentan el ligero despunte de la demanda.

Esta diferente evolución de las ventas en uno y otro segmento tiene su origen en tres factores: el primero, las frecuentes subastas de viviendas embargadas, que están compuestas mayormente por viviendas ya existentes, y que se han concentrado en aquellos estados donde mayor ha sido el peso de los embargos en relación con el total nacional, como es el caso de CA, FL, NY o AZ. De hecho, la venta de viviendas en situación de impago o embargadas ha llegado a suponer más de una cuarta parte del total de ventas en algunos meses de 2010 según se desprende de los datos de la "National Association of Realtors" (NAR). El segundo factor está relacionado con el mayor ajuste de precios del segmento de las viviendas existentes, que ha permitido que el coste de este tipo de viviendas haya descendido de forma más intensa que el de las viviendas de nueva construcción, atrayendo a una mayor porción de la demanda. En el tercer trimestre de 2010, el precio medio de una vivienda existente era equivalente al 80% del precio de una nueva, un 10% inferior al ratio existente en los años de la burbuja. Por último, los ratios de accesibilidad a la vivienda han mejorado más en el segmento de la vivienda usada que en el de nueva construcción, sesgando la demanda hacia dicho segmento.

Gráfico 9

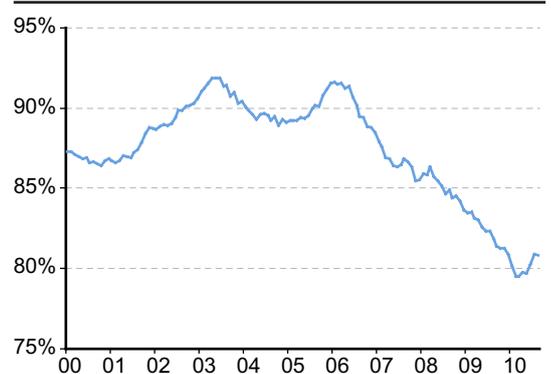
Venta de viviendas y tasa de ejecuciones hipotecarias.
Miles de unidades e índice 1Q1990=100



Fuente: NAR, Census Bureau, MBA y BBVA Research

Gráfico 10

Ratio precio vivienda nueva/vivienda usada. (%)



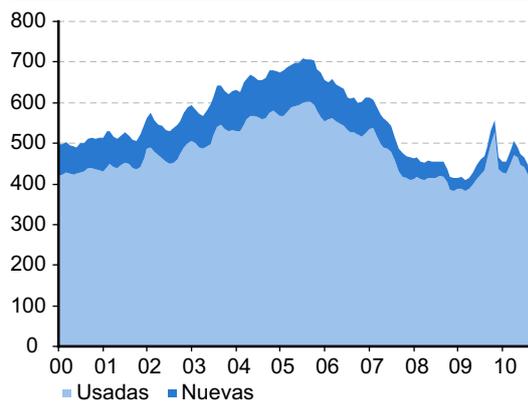
Fuente: BBVA Research

De todas formas, el fin de los estímulos fiscales en el segundo trimestre de 2010 ha llevado a un notable descenso de las ventas a lo largo del tercer trimestre del año, tanto el caso de la viviendas de nueva construcción como en de las ya existentes. De hecho, en dicho trimestre, las ventas totales descendieron casi un 30% en términos interanuales, para situarse en 4,45 millones de viviendas en datos anualizados. Sin embargo, este descenso puntual de las ventas no significa que vaya a producirse un cambio de tendencia del indicador que, desde mediados de 2009, apunta hacia un crecimiento suave de la demanda a lo largo de 2010, que continuará también en 2011. Este aumento de la demanda se orientará previsiblemente, por las razones ya comentadas, hacia el mercado de las viviendas ya existentes mientras que la demanda de nuevas viviendas se mantendrá en los bajos niveles actuales.

Por otra parte, la mejora del mercado de la primera mitad de 2010 incentivó de forma relevante la oferta de viviendas existentes que se han puesto a la venta, elevando de nuevo el inventario de este tipo de viviendas hasta superar los 4,0 millones de unidades a finales de septiembre de 2010. En el caso de la nueva vivienda, el inventario ha continuado en mínimos históricos lo que ha supuesto que, en su conjunto, la oferta total de viviendas se situara en el entorno de los 4,25 millones de unidades, lo que supone un exceso de oferta, sobre la media histórica, del entorno de los 2,2 millones de unidades. Este aumento de las viviendas en venta ejercerá una presión añadida a los precios residenciales y será un freno al desarrollo de la edificación residencial en el corto y medio plazo.

Gráfico 11

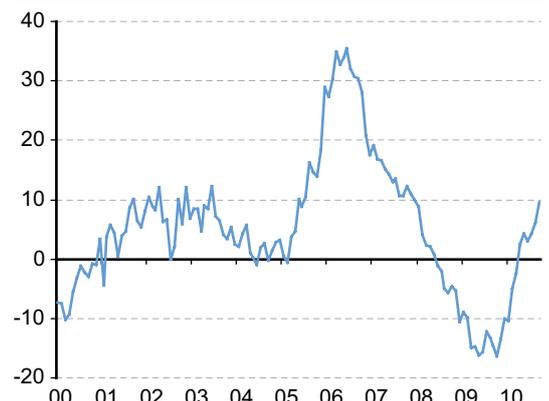
Venta de viviendas. Datos mensuales desestacionalizados. Unidades (000's)



Fuente: NAR, Census Bureau y BBVA Research

Gráfico 12

Viviendas en venta: Inventario. Variación interanual (%)



Fuente: Census Bureau, NAR y BBVA Research

Los precios de la vivienda están estabilizándose y la tendencia indica que, en los próximos trimestres, se producirán revalorizaciones positivas, pero inferiores a la inflación

La ralentización de la demanda en el tercer trimestre de 2010 ha supuesto cierta moderación de los precios residenciales. De hecho, prácticamente todos los indicadores de precios de vivienda mostraron, en la mayoría de los mercados, una evolución más negativa que en trimestres anteriores. Así, para el segmento de las viviendas existentes, los índices elaborados por Standards & Poors (S&P) mostraron aumentos interanuales de precios del entorno del 0,5% (un punto porcentual por debajo del segundo trimestre), mientras que los elaborados por la "Federal Housing Financing Agency" (FHFA) mostraron retrocesos del entorno del 3,4% (casi punto y medio mayor que en el trimestre anterior), tanto para el índice de compra como para el de compra y refinanciación.

Analizando los precios de la vivienda en términos reales (descontando la inflación), se observa que al final del tercer trimestre de 2010, las viviendas nuevas se habían revalorizado un 3,2% en tasas interanuales mientras que las existentes descendieron el 2,7%. La evolución de los precios de las viviendas de nueva construcción ha mostrado mayor volatilidad que los precios de las viviendas existentes. Ello se debe a dos factores: la debilidad de la demanda de este tipo de viviendas y a las mayores restricciones de costes a las que están sometidas las nuevas promociones residenciales.

De todas formas, desde principios de 2007, la evolución de los precios residenciales ha estado relativamente condicionada por las subastas de las viviendas embargadas, como no podía ser de otra manera dada la creciente importancia de las mismas a medida que el mercado residencial intensificaba su crisis. También la recuperación observada en 2010 ha estado influenciada por el mismo fenómeno. De hecho, analizando los índices de precios elaborados por CoreLogic (que recogen la evolución de los precios de las viviendas, tanto incluyendo como excluyendo las viviendas embargadas y subastadas), se puede observar que, si se excluyen las subastas, las variaciones de precios han sido más moderadas. De hecho, a finales del tercer trimestre de 2010, el índice de precios del total de viviendas descendió a una tasa interanual del 2,9% mientras que el índice que excluye las viviendas subastadas se había mostrado relativamente estable, con un descenso interanual del 0,8%

Para el último trimestre de 2010, las previsiones indican que los precios se mantendrán estables en los niveles actuales y no será hasta 2011 cuando se produzcan revalorizaciones positivas que, en todo caso, serán inferiores a la inflación. Esta evolución prevista de los precios residenciales no está

exenta de riesgos: por un parte, el aumento del inventario de viviendas en venta que se ha producido en la primera mitad del año introduce un elemento de incertidumbre en el mercado que, de continuar en los próximos trimestres, llevaría a un nuevo ajuste de precios. De otra, la debilidad del mercado laboral, que pudiera suponer una rémora para la recuperación del mercado residencial, en cuanto a transacciones y precio se refiere. En general, en aquellos años en los que el desempleo ha estado por encima de la media, los precios de la vivienda en términos reales, también han crecido por debajo de la media.

Gráfico 13

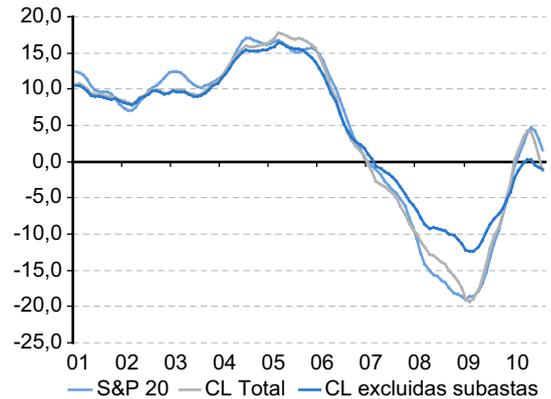
Precio de la vivienda (términos reales). Variación interanual (%)



Fuente: S&P, Census Bureau y BBVA Research

Gráfico 14

Precio de la vivienda. Variación interanual (%)



Fuente: S&P, CoreLogic (CL) y BBVA Research

Los ratios de accesibilidad a la vivienda en la actualidad son los más atractivos desde los setenta, tanto desde el punto de vista del coste de acceso a una vivienda como del de la capacidad de pago. Las restricciones crediticias suponen, sin embargo, un límite a la expansión de la demanda

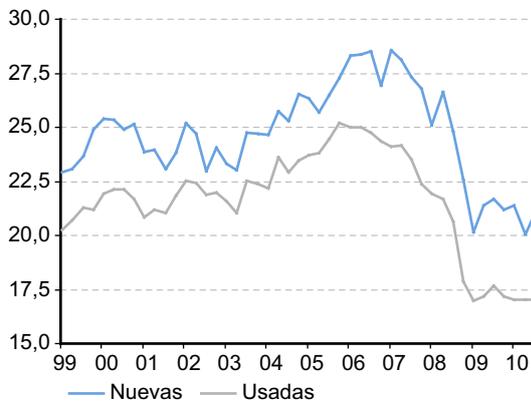
A lo largo de 2010, los indicadores de accesibilidad a la vivienda han mejorado tanto en el caso de la vivienda de nueva construcción como en la vivienda usada. El aumento de los ingresos familiares y el suave descenso de las tasas de interés han llevado a que los ratios de accesibilidad sean en la actualidad los más atractivos desde que se elaboran las series.

Si consideramos la relación del coste mensual que supone el pago de la hipoteca en relación con los ingresos medios familiares¹, se puede observar que en el tercer trimestre de 2010 este ratio era del 21,1% en el caso de las viviendas de nueva construcción y del 17,1% en el de las viviendas ya existentes. Estos ratios suponen un descenso de 0,6 y 0,7 puntos básicos respectivamente en relación con los ratios existentes un año antes. Este ratio ha descendido 7,5 y 8,1 puntos básicos desde los valores máximos de la presente década. Este efecto también se puede observar en el descenso del coste del servicio de la deuda, que recoge la relación entre los pagos por el interés de la deuda hipotecaria de las familias en relación con sus ingresos.

1: Para elaborar este indicador, se estima el coste mensual de la hipoteca en condiciones de mercado, en cuanto a las tasas y los plazos de amortización se refiere, necesaria para la adquisición de una vivienda media en relación con los ingresos medios familiares.

Gráfico 15

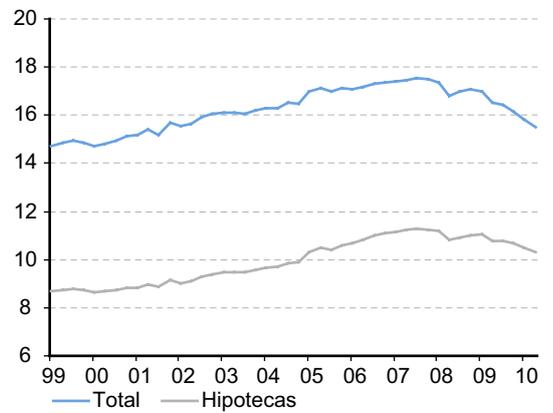
**Accesibilidad a la vivienda.
Pagos hipoteca / ingresos familiares (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 16

**Coste de la deuda.
Como % del ingreso familiar disponible**

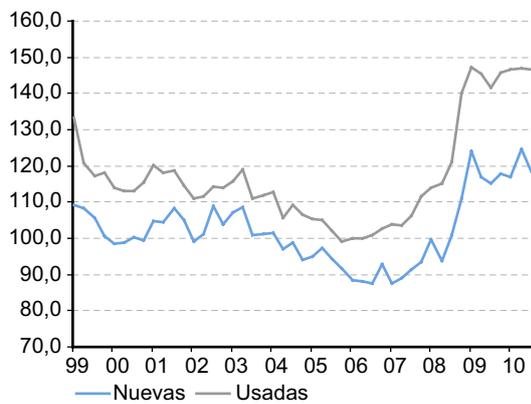


Fuente: Federal Reserve

La capacidad financiera de las familias² también ha mejorado en los tres primeros trimestres de 2010. De hecho, en septiembre de 2010, la capacidad financiera de las familias era equivalente a 1,18 veces el precio medio de una vivienda nueva y a 1,47 veces el de una vivienda existente. Estos ratios se situaron 0,03 y 0,01 puntos respectivamente por encima de los ratios existentes un año antes y 0,30 y 0,47 puntos por encima de los mínimos de la presente década. Sin embargo, esta mejora de la capacidad crediticia de las familias tardará un tiempo en trasladarse por completo a la demanda residencial dadas las actuales restricciones crediticias existentes para la financiación hipotecaria.

Gráfico 17

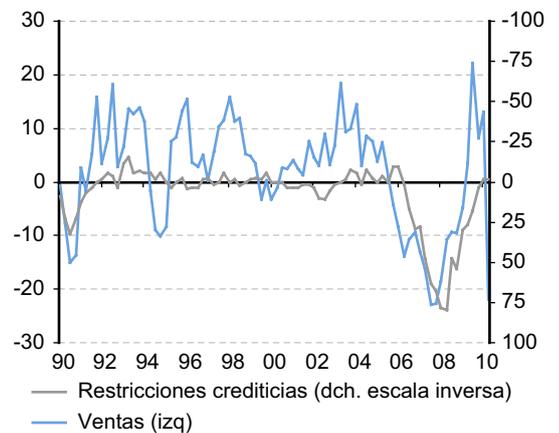
**Accesibilidad a la vivienda.
Capacidad financiera / precio vivienda**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 18

**Venta de viviendas
y restricciones financieras.
Variación interanual (%). % respuestas**



Fuente: Census, NAR, Federal Reserve y BBVA Research

2: Se mide la capacidad financiera como la relación existente entre el crédito hipotecario al que pudiera acceder una familia media en función de sus ingresos, tasas de interés y plazos de amortización, y el precio medio de una vivienda.

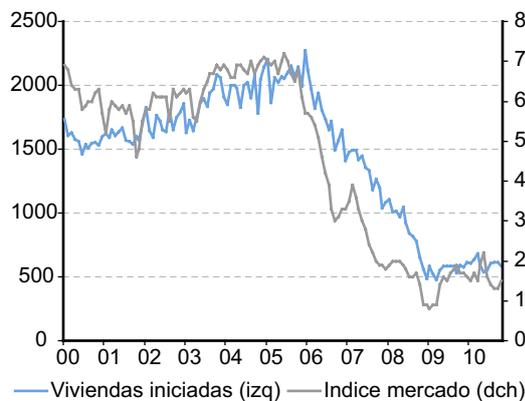
Para que se produzca una mejora sustantiva en la edificación de nuevas viviendas es necesario un nuevo impulso de ventas, menor número de embargos y que los precios continúen estables

En los diez primeros meses de 2010, el número de viviendas unifamiliares iniciadas alcanzó una media de 478.000 unidades, lo que supuso un aumento del 10,7% en relación con la media del mismo periodo de 2009, según los datos publicados por el Censo. En el caso de las viviendas en bloque, la media de enero-octubre descendió casi un 1,9%, en términos interanuales, hasta situarse en 114.700 unidades en 2010. En conjunto, el total de viviendas iniciadas aumentó un 8,0% en tasas interanuales. Esta mejora en la producción de viviendas se ha apoyado en el impulso de la demanda ya mencionado en párrafos anteriores. De todas formas, atendiendo al perfil mensual de los datos, se observa que la iniciación de viviendas se ha ralentizado significativamente desde abril, cuando terminaron los incentivos fiscales a la adquisición de vivienda. Los indicadores adelantados del segmento, como son el número de proyectos visados o las expectativas de venta futura de la National Association of Housing Builders (NAHB), sugieren que esta ralentización continuará también en los últimos meses del año.

El inventario de viviendas de nueva construcción en venta era, en septiembre de 2010, de algo más de 205.000 unidades, mostrando un descenso interanual de más del 19%. Este volumen de oferta se sitúa en los niveles más bajos desde la existencia de la serie. Si bien existen riesgos en el corto plazo, el previsible aumento de la demanda, el descenso del número de embargos y la mayor estabilidad de los precios residencial facilitarán la recuperación del sector en el medio y largo plazo. De todas formas, dado el evado volumen de viviendas existentes en venta, la recuperación de la inversión residencial será más suave que en recuperaciones anteriores.

Gráfico 19

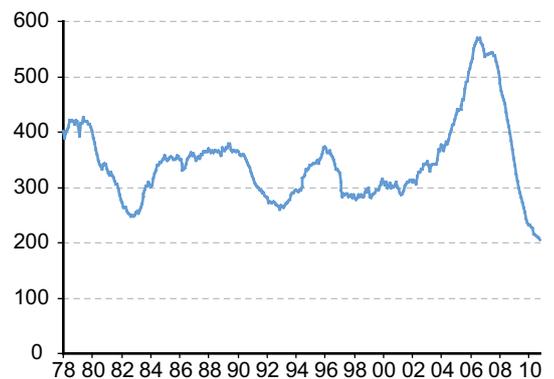
Viviendas iniciadas e indicador de confianza del mercado. Unidades (000) e índice



Fuente: Censu, NAR y NAHB

Gráfico 20

Venta de viviendas nuevas. Miles



Fuente: Censu Bureau

Demanda de viviendas: el proceso de formación de hogares

En 2010, la población de Estados Unidos se situará en el entorno de los 309,5 millones de personas, agrupadas en algo más de 112,2 millones de hogares que dispondrán aproximadamente de 131 millones de viviendas, según las primeras estimaciones que se desprenden de los datos publicados por el Censo. Del total del parque de viviendas, algo más de 112 millones de unidades estaban ocupadas mientras que unos 18 millones de unidades estaban vacantes o se utilizan solo temporalmente o estaban disponibles para la venta o alquiler. Desde el punto de vista histórico, dos fenómenos han caracterizado la evolución demográfica de los últimos treinta años: el primero, el tamaño medio de los hogares se ha mantenido relativamente estable, en el entorno de los 2.6-2.8 miembros por hogar. El segundo, el continuo aumento del consumo de metros cuadrados de viviendas per cápita, cuya media ha pasado de ser ligeramente superior a los 47 metros cuadrados en 1970 a situarse cercana a los 81 metros cuadrados en 2010. Este incremento del consumo de vivienda per cápita es coherente con el carácter superior del bien vivienda y el aumento de la renta per cápita real de estas décadas pasadas.

Como se puede deducir de los datos censales, el aumento del parque de viviendas y el proceso de formación de hogares están íntimamente relacionados, mostrando en el largo plazo tasas de crecimiento muy similares. De hecho, en la década de los setenta, tanto el número de hogares como el de viviendas aumentaron un 25% mientras que en la década de los ochenta, dicho crecimiento descendió hasta ratios del 18% en el caso de los hogares y del 20% en el de las viviendas. Ya en los noventa, el número de hogares creció un 12% y el de viviendas lo hizo el 13%. En la presente década, sin embargo, mientras que los hogares aumentaron a un ritmo del 6%, el número de viviendas existentes aumentó un 9%. En términos absolutos, en la última década, mientras el total de hogares aumentó aproximadamente en unos 6,5 millones de unidades, el de viviendas lo hizo en 11 millones de unidades, lo que nos da una primera idea de la sobreoferta residencial que se ha acumulado en los últimos años.

Tabla 1

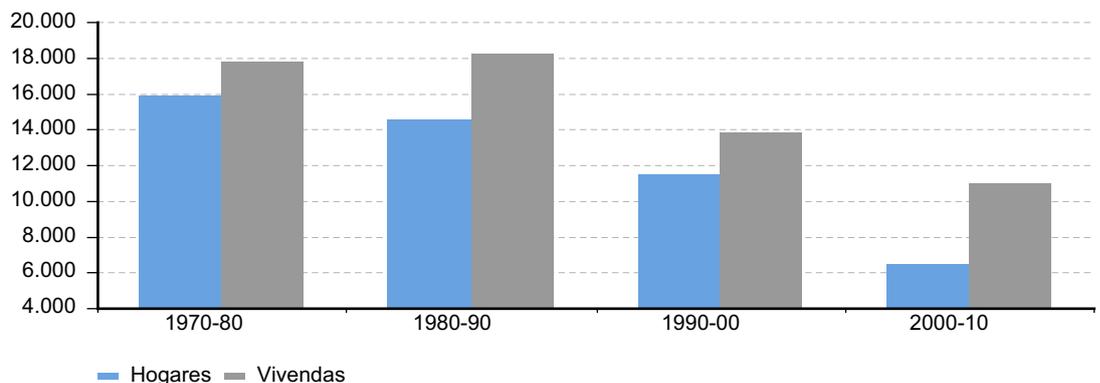
Población, hogares y viviendas

	Población (000's)	Hogares (000's)	Viviendas (000's)	Personas/ Hogar	M ² de Vivienda/capita
1970	204.982	63.692	70.283	3,2	47
1980	227.622	79.637	88.060	2,9	55
1990	250.047	94.224	106.328	2,7	71
2000	282.310	105.721	120.144	2,7	77
2010*	309.500	112.233	131.158	2,8	80

* Estimación BBVA Research con los últimos datos disponibles
Fuente: Censo y BBVA Research

Gráfico 21

Hogares y viviendas, crecimiento neto 1970-2010. Variaciones decenales (000's)



Fuente: Census Bureau y BBVA Research

El proceso de formación de hogares, tan importante para conocer la demanda inmobiliaria potencial, y la situación del mercado laboral están estrechamente relacionados en dos aspectos relevantes: la emancipación de los jóvenes y la atracción de inmigrantes. En relación con el primer aspecto, un retraso en la edad de emancipación de los jóvenes por falta de expectativas laborales significa un retraso en la demanda de viviendas mientras que, por el contrario, una mejora intensa del empleo estimula la emancipación de los jóvenes, anticipando su entrada en el mercado inmobiliario.

En relación con el segundo, la capacidad de generar empleo en los próximos años también condicionará la entrada de inmigrantes, fenómeno que afectará directamente al proceso de formación de hogares: cuando la economía crece por encima de su potencial, la inmigración se intensifica y viceversa. De hecho, en los últimos diez años, la inmigración ha aportado la mitad del crecimiento demográfico del país, según se desprende de los datos elaborados por el Censo.

La formación de hogares: modelo de “jefes de hogar”

Para estimar el número de hogares que se formarán en EE.UU. en el periodo 2011-2020, se parte de la estructura por edades de la población existente en el año 2009 y se calculan las tasas de “jefe de hogar” a partir del número de hogares existentes en dicho año, en relación con el total de la población, para cada estrato de edad. Dicha tasa se aplica a las proyecciones de población 2010-2020 elaboradas por el Censo, obteniéndose, de este modo, el número de hogares existente cada año hasta 2020 en cada estrato de edad.

Considerando:

$$Ti = ni/Ni$$

Donde:

Ti = Tasa de jefe de hogar

ni = Número de jefes de hogar

Ni = Total de la población

El subíndice “i” hace referencia a la edad. El intervalo de edades considerado comprende desde los 15 hasta los 85 años, agrupando a los jefes de hogar menores de 15 años y mayores de 85 en la primera y última tasa respectivamente. La tasa de jefe de hogar refleja fundamentalmente el proceso de formación de núcleos familiares a partir de las uniones matrimoniales, de las separaciones y divorcios y el conjunto de madres solteras. Los matrimonios representan una parte importante de los nuevos hogares potenciales.

La tasa de jefe de hogar para cada estrato de población y diferentes momentos en el tiempo, multiplicada por el número de habitantes, proporciona el número de hogares asociado a un grupo de edades:

$$Nit \times Ti = nit / Hit$$

donde los subíndices “i” y “t” hacen referencia a las edades de la población y al año de referencia respectivamente.

Es decir, las tasas de jefe de hogar (Ti), aplicadas sobre la población de cada año clasificada por edades (Nit), permite obtener el número de jefes de hogar (nit) en el año “t” y que pertenecen a la “i-ésima” cohorte y, por lo tanto, el número de hogares que pueden atribuirse a dicho segmento de la población en el año correspondiente (Hit). Este procedimiento permite el análisis del número de hogares existentes en un periodo determinado.

La variación del número de hogares es la resultante de aplicar la tasa de jefe de hogar correspondiente a las variaciones producidas en la población existente en cada estrato de edad. La evolución de la población y las alteraciones en la estructura de edades son las variables clave del análisis de la demanda potencial de viviendas por motivos demográficos.

En el cuadro 2 se muestran las tasas de hogar por cohortes de edad obtenidas a partir de los datos de la encuesta “America’s Families and Living Arrangements” de 2009. Así, en dicho año, el 48,8% de la población total representaba a los jefes de hogar, abarcando al 50,7% de la población masculina y al 47,1% de la femenina. A medida que se avanza en la pirámide de edad, el peso de los jefes de hogar aumenta, alcanzando su máximo en los estratos de 60 y más años. El crecimiento del flujo de nuevos hogares más importante se observa, como es lógico, en los estratos de los jóvenes, de 20 a 34 años.

Tabla 2

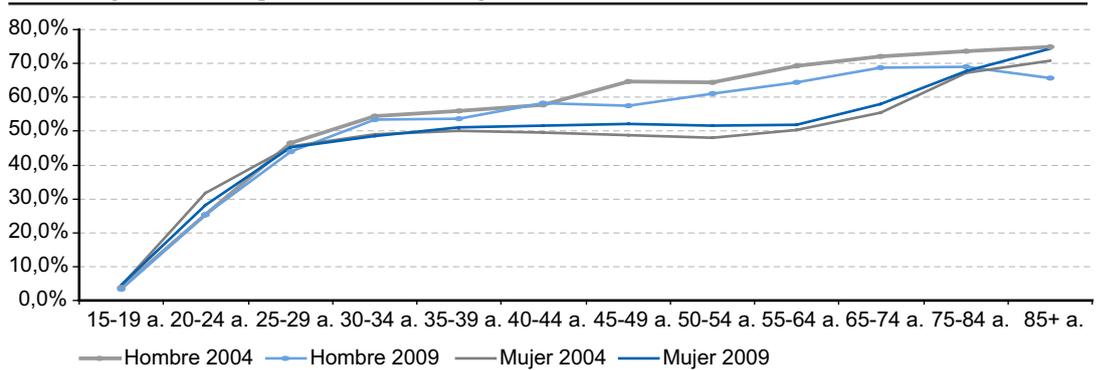
Ratios de Cabeza de Familia. 2009

	Total	Hombre	Mujer
Total	48,8%	50,7%	47,1%
15-19 Años	4,0%	3,4%	4,6%
20-24 Años	26,8%	25,4%	28,1%
25-29 Años	44,6%	43,9%	45,2%
30-34 Años	51,1%	53,5%	48,7%
35-39 Años	52,4%	53,7%	51,1%
40-44 Años	54,9%	58,4%	51,5%
45-49 Años	54,8%	57,5%	52,1%
50-54 Años	56,3%	61,2%	51,7%
55-64 Años	58,0%	64,5%	52,0%
65-74 Años	62,9%	68,7%	58,0%
75-84 Años	68,2%	68,9%	67,8%
85+ Años	71,4%	65,8%	74,3%

Fuente: Census Bureau y BBVA Research

Gráfico 22

Tasa de jefes de hogar. Hombres, mujeres 2004-2009



Fuente: Census Bureau y BBVA Research

Una importante limitación del ejercicio es el uso de unas tasas de jefe de hogar constantes para todo el período de análisis, siendo los ratios utilizados los correspondientes a 2009. Para mitigar esta limitación, se puede suponer una tasa de jefes de hogar dinámica, cuya evolución sea en el mismo sentido y con la misma intensidad que en la última década, en cuyo caso los resultados obtenidos amplifican el fenómeno de creación de hogares estimado con el modelo de tasas fijas. A pesar de la limitación anterior, en el presente ejercicio se aplican las tasas de jefe de hogar correspondientes a 2009 para todo el periodo dada la no certeza de la evolución futura de esta variable.

Resultados del modelo

Partiendo de la estructura de edades existente en 2009, de las proyecciones de crecimiento de la población elaboradas por el Censo y del supuesto de que la inmigración será similar a la media anual de la presente década, estimada en el entorno del millón de personas, los resultados del modelo indican que en los próximos años se producirá un aumento neto de más de 1,26 millones de nuevos hogares de media anual. De este total, 0,84 millones de hogares provendrán de la población actualmente residente y 0,42 millones de los nuevos inmigrantes. Con unos supuestos de inmigración más suaves (contemplando una llegada de 500.000 inmigrantes/año), el aumento neto del número de hogares se reduce hasta algo más de un millón de media durante el periodo de análisis, de los que unos 200.000 hogares provendrían de la población inmigrante.

En el periodo de análisis, y bajo los supuestos mencionados, se observa que mientras la población aumentará a una tasa del 0,8% anual, los hogares lo harán a una tasa ligeramente superior que, estimamos, será del entorno del 1,1%.

Tabla 3

Población y hogares. 2010-2020

(Millones)	Población total	Total hogares	Formación neta de hogares	Residentes	Inmigrantes
2010	309,5	112,2	1,10	0,73	0,37
2011	311,7	113,3	1,10	0,72	0,38
2012	313,9	114,4	1,11	0,73	0,38
2013	316,6	115,5	1,40	0,98	0,42
2014	319,3	116,9	1,39	0,96	0,43
2015	322,1	118,3	1,40	0,96	0,43
2016	324,7	119,7	1,33	0,89	0,44
2017	327,4	121,0	1,30	0,86	0,44
2018	330,0	122,3	1,28	0,83	0,45
2019	332,6	123,6	1,25	0,79	0,46
2020	334,6	124,9	1,24	0,79	0,44
	Variación anual	Variación anual	(Millones)	(Millones)	(Millones)
Media	0,8	1,1	1,26	0,84	0,42

Fuente: BBVA Research

En relación con la demanda de vivienda, de los datos de formación de hogares pueden desprenderse, simplificando, dos implicaciones fundamentales. La primera, que el nivel de formación de nuevos hogares que esperamos en los próximos años, aunque inferior al registrado en la actualidad, continuará siendo ciertamente significativo. En segundo lugar, y ligado a lo anterior, la desviación con relación al escenario central de formación de hogares vendrá determinada fundamentalmente por el grado de estabilidad y el crecimiento potencial de la economía.

En este sentido, la evolución del mercado laboral y de las condiciones de financiación hipotecaria son relevantes ya que condicionan la mayor o menor presión puntual en el mercado inmobiliario, y afecta a las expectativas de los agentes, lo que puede provocar cambios significativos en las condiciones de demanda. Así, un mayor optimismo en la facilidad para obtener un empleo, en la estabilidad del mismo y en las posibilidades futuras de mejora, en un entorno de fácil acceso a la financiación, incrementa la propensión de una familia a la adquisición de una vivienda. Un razonamiento similar puede aplicarse a la inmigración, ya que conforme se mantengan unas expectativas positivas de creación de empleo, el atractivo de venir a EE.UU a trabajar no tendría que modificarse.

Señales positivas en el inmobiliario no residencial

En la segunda mitad de 2010, el mercado inmobiliario no residencial está mostrando algunas señales positivas a pesar de la debilidad de la demanda: los ratios de desocupación se están estabilizando, las rentas efectivas están alcanzando sus mínimos y las rentabilidades por alquiler ya presentan ratios positivas a los precios actuales. Además, el descenso de los tipos de interés de los bonos a largo plazo incrementará el atractivo de la inversión en CRE. La suave mejora del empleo y el aumento del consumo de los hogares son otros de los elementos que apoyan al sector.

De todos modos, el exceso de oferta de CRE es aún elevado y los precios aun no han tocado fondo. Además, la debilidad de la recuperación económica sugiere que el crecimiento de la inversión en CRE no se producirá hasta 2012. De hecho, en el tercer trimestre de 2010, los datos de la Contabilidad Nacional mostraron un nuevo descenso de la inversión inmobiliaria no residencial, que fue de casi el 12% en tasas interanuales. En los tres primeros trimestres de 2010, la inversión en CRE se ha reducido una tercera parte en relación con el nivel de inversión que se observó en 2008, año en el que alcanzó el nivel máximo de la década.

Se está frenando el deterioro del segmento inmobiliario no residencial: tanto los ratios de desocupación como las rentas efectivas están estabilizándose en oficinas y superficies comerciales y mejorando en los apartamentos de alquiler

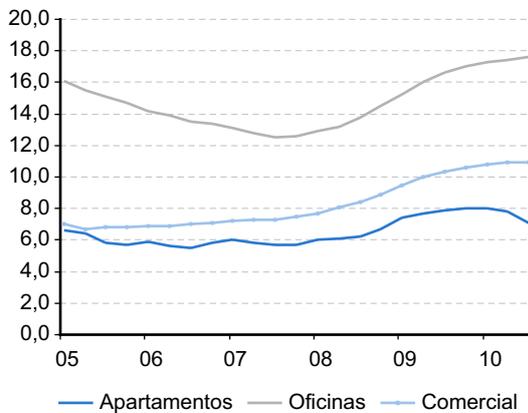
La incipiente mejora del empleo está permitiendo que se frene la desocupación de espacios productivos. Así, en los diez primeros meses de 2010, se han generado un total de casi 1,1 millones de empleos no agrícolas. De este total, 163.000 empleos correspondieron al segmento de la industria manufacturera y casi 400.000 a los servicios que demandan superficies de oficinas. En educación y sanidad, el aumento fue de algo más de 310.000 empleos. Esta mejora de la situación laboral de los hogares ha permitido que también haya mejorado el consumo personal que, en el tercer trimestre del año, creció a un ritmo interanual del 1.9% en dólares constantes, el más elevado desde el comienzo de la recesión.

La mejora tanto del mercado laboral como del consumo de los hogares ha permitido que el inventario de espacio disponible se haya estabilizado paulatinamente a lo largo de 2010. En este sentido, de acuerdo con los últimos datos de REIS, a finales del tercer trimestre del año, el segmento de oficinas alcanzó una ratio desocupación del 17,6%, ligeramente superior al del trimestre previo, mientras que el de superficies comerciales se mantuvo estable en el 10,9%. En el caso del segmento de los apartamentos en alquiler, el aumento de la demanda ha permitido que la superficie disponible se redujera hasta el 7.1% del total en el tercer trimestre desde el máximo del 8.0% observado en el primer trimestre del año.

En la segunda mitad de 2010, las rentas efectivas han evolucionado de forma paralela a la desocupación: han descendido ligeramente en el segmento de oficinas, mientras que se están estabilizando en el caso de los centros comerciales. En el segmento de los apartamentos en alquiler las rentas efectivas se han apreciado ligeramente, según se desprende de los últimos datos publicados por REIS. De todos modos, la existencia de una elevada oferta de superficie disponible supondrá una rémora para el aumento de los alquileres en el medio plazo.

Gráfico 23

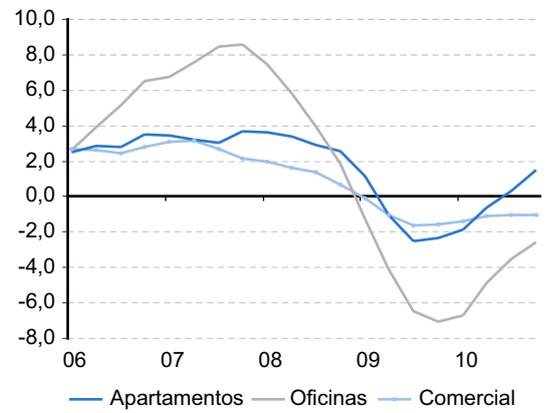
Inmobiliario no residencial, ratio de desocupación. % de la oferta total



Fuente: REIS

Gráfico 24

Inmobiliario no residencial, rentas efectivas. Variación interanual (%)



Fuente: REIS

Continúa el descenso de los precios de los inmuebles no residenciales, pero a una ratio más moderada que en trimestres anteriores. Las previsiones indican que pudieran tocar fondo en la primera mitad de 2011

En el tercer trimestre del año, el descenso que se ha producido en los tipos de interés de los bonos del tesoro a largo plazo ha permitido que aumentara la prima de riesgo de los inmuebles no residenciales, lo que ha incentivado la llegada de nuevos compradores al mercado, estimulando ligeramente la demanda que, a pesar de estas nuevas compras, se encuentra aún en niveles muy bajos. Esta nueva demanda es selectiva y se está orientando hacia inmuebles ya existentes, que han experimentado sustanciales recortes de precio y que están alquilados a inquilinos solventes. En este entorno, si bien los precios han continuado descendiendo, lo han hecho a un ritmo mucho menor que en trimestres anteriores. La tendencia indica que los precios pudieran tocar fondo en la primera mitad de 2011.

A los precios actuales, las rentabilidades por alquiler han comenzado a ser positivas en casi todos los segmentos del CRE y comienzan a situarse por encima de las rentabilidades de la deuda a largo plazo, lo que supondrá un estímulo en el medio y largo plazo. De todas formas, las dificultades existentes para acceder a financiación externa limita en la actualidad el atractivo de las inversiones en inmuebles no residenciales.

Gráfico 25

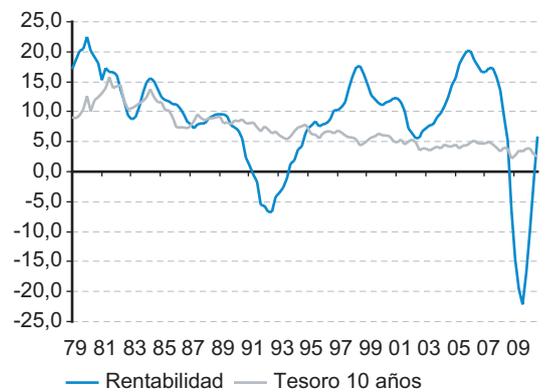
Inmobiliario no residencial, precios. Variación interanual (%)



Fuente: MIT

Gráfico 26

Inmobiliario no residencial, rendimiento y tipos de interés letras del Tesoro. %



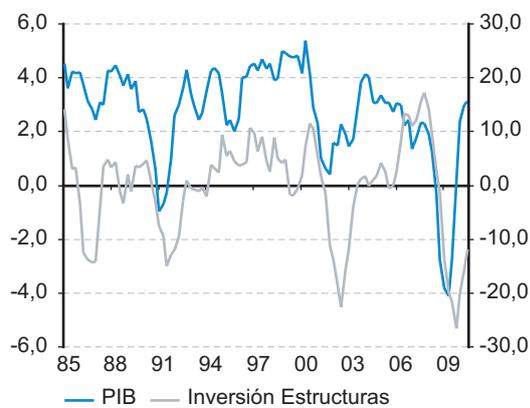
Fuente: NCREIF, Federal Reserve y BBVA Research

La inversión en CRE continúa deprimida. Es necesario un descenso significativo del inventario disponible no residencial para que se recupere la inversión

El descenso del gasto en construcción ha sido generalizado en todos los segmentos a lo largo de 2010. Los datos indican que la inversión en estructuras aún no ha tocado fondo, si bien la caída ha comenzado a moderarse. En septiembre de 2010, el gasto corriente en estructuras comerciales alcanzó un volumen ligeramente a los \$278 bn, lo que supuso un descenso del 24% en términos interanuales. De este total, una tercera parte correspondió al segmento de educación y algo más de la mitad a la suma de hospitales, oficinas, centros comerciales y edificios industriales. Como en recuperaciones pasadas, la mejora de la inversión en estructuras está mostrando cierto retraso temporal en relación con la recuperación económica general.

Gráfico 27

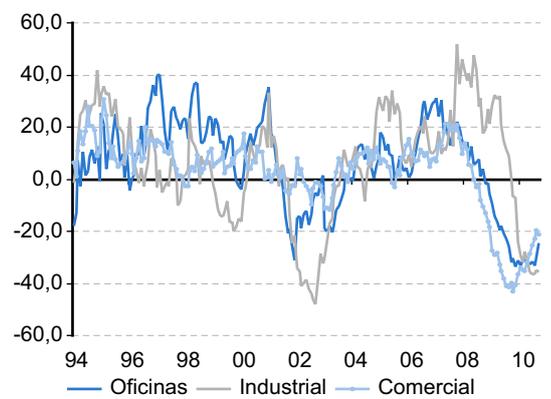
PIB e inversión inmobiliaria no residencial. Variación interanual (%)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Gráfico 28

Inmobiliario no residencial, gasto en construcción. Variación interanual (%)



Fuente: Census Bureau

El desapalancamiento hipotecario continuará a lo largo de 2011

La banca comercial está experimentando una recuperación paulatina a lo largo de 2010: la morosidad crediticia está disminuyendo en prácticamente todas las categorías de crédito y las pérdidas se están reduciendo. Sin embargo, la debilidad de la recuperación económica supone un límite al crecimiento de la demanda de crédito, por lo que pensamos que el sistema bancario todavía seguirá inmerso en el proceso de desapalancamiento durante algunos trimestres más. En este entorno, las entidades financieras están aumentando sus recursos propios y fortaleciendo sus ratios de capital, tendencia que se mantendrá en el medio plazo.

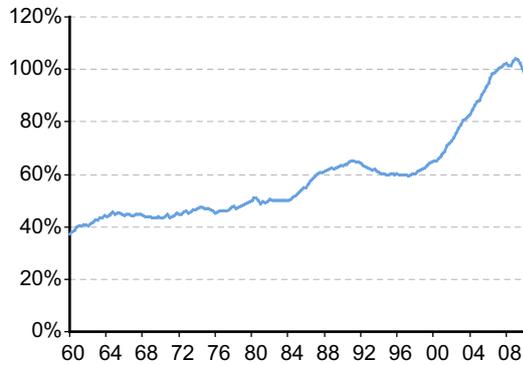
Dada la recapitalización y las extraordinarias facilidades de liquidez proporcionadas por el gobierno junto con unas claras tendencias hacia la mejora de la calidad de los activos, con el tiempo, los balances de los bancos comerciales volverán a la normalidad. Esto significa que la incertidumbre principal sobre el crecimiento del crédito hipotecario se centrará en los factores que afectan a los hogares, como el empleo, el crecimiento de la renta y los ahorros.

El crédito hipotecario continuó descendiendo a lo largo de 2010, el elevado volumen de ejecuciones y la baja demanda residencial están en el origen de esta evolución

A final del tercer trimestre de 2010, la deuda hipotecaria del total del sistema alcanzó un saldo de 13,95 billones de dólares, lo que supuso un descenso del 3,5% en tasas interanuales. Este es el noveno trimestre consecutivo en el que el saldo de crédito desciende. Desde Junio de 2008, momento en el que se alcanzó el máximo, la deuda hipotecaria del total del sistema se ha reducido un 5,1%, según los datos de la Reserva Federal. Por segmentos, se observa que el ajuste en el residencial se inició antes, a mediados de 2008, y se extenderá hasta mediados de la segunda mitad de 2011, momento en el que el saldo se situará en el entorno de los 10,3 billones de dólares, según nuestras previsiones. El ajuste en el segmento no residencial se inició más tarde, en el primer trimestre de 2009, y estimamos que se prolongue hasta mediados de 2012. En este segmento, el saldo total descenderá hasta situarse en unos 3,0 billones. En conjunto, el proceso de desapalancamiento hipotecario del total del sistema será del entorno del 10% y tendrá una duración de algo más de tres años.

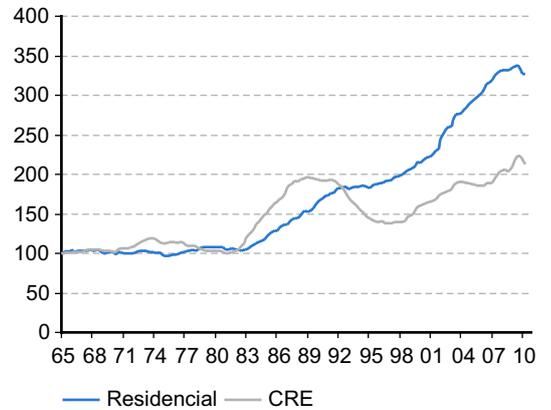
Al final del tercer trimestre de 2010, la financiación hipotecaria al segmento residencial alcanzó un saldo de 10,61 billones de dólares, mostrando un descenso interanual del 2,9%, con lo que el ajuste acumulado al segundo trimestre de 2010 ha sido del 5,6%. Dos terceras partes de la financiación residencial provenía de compañías de seguros, fondos de pensiones y de las entidades de titulización (Fannie mae y Freddy mac) mientras que solo algo más de una cuarta parte provenía de las entidades financieras. Los bancos comerciales aportaban uno de cada cinco dólares. La financiación hipotecaria al segmento no residencial se situó a finales del segundo trimestre en un total de 3,20 billones de dólares, mostrando una caída interanual del 5,4%, lo que supone un ajuste total del 6,2% desde su punto máximo. En el caso del no residencial, algo más del 50% de los fondos provenían de las entidades financieras, el 40% de compañías de seguros, fondos de pensiones y entidades de titulización y el 10% restante de otros agentes. En este caso, los bancos aportaban casi el 45% de la financiación total.

Gráfico 29
Saldo hipotecario y PIB (%)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Gráfico 30
Importancia relativa del crédito hipotecario, en términos reales y normalizada. Índice 1Q65 = 100



Fuente: Census Bureau

La financiación hipotecaria ha ganado peso paulatinamente desde principios de la década de los ochenta. En los primeros años de aquella década, algunos cambios normativos, cierta innovación financiera y el impulso del mercado secundario llevaron a un impulso del crédito hipotecario que, en unos años, llegó a doblar su importancia relativa en el sistema. Ya en la década de los noventa, el prolongado y casi continuo descenso de los tipos de interés hipotecarios supuso un importante impulso para el mercado de crédito, especialmente el residencial. En la actualidad, el crédito hipotecario es equivalente al 94,6% del producto interno bruto, nueve puntos porcentuales por debajo del máximo observado en el primer trimestre de 2009.

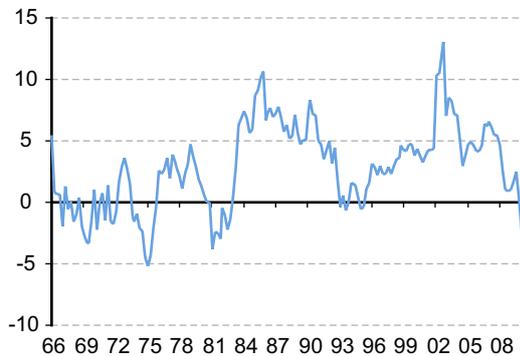
El proceso de desapalancamiento hipotecario continuará también a lo largo de 2011, especialmente en el segmento no residencial

Como se puede deducir de los datos de la Reserva Federal, el proceso de desapalancamiento está siendo generalizado en el conjunto del mercado hipotecario en los últimos dos años. Establecer un límite inferior o suelo para este proceso es complejo. En el caso del mercado residencial, desde el punto de vista histórico, solo se han producido dos episodios en los que el crédito hipotecario (medido en términos reales y normalizado por el número de viviendas) ha experimentado descensos significativos: el primero se observó a finales de los sesenta y principio de los setenta, en el que el crédito hipotecario residencial se corrigió un 7,2% en términos reales. El segundo, a principio de los ochenta, en el que la corrección fue del 4,8%. En el caso de que el actual proceso de apalancamiento fuera semejante al ocurrido en los setenta, el saldo hipotecario debiera descender otro 5%, lo que le llevaría a un saldo mínimo, en términos nominales de 10,10 billones de dólares. Si fuera semejante al desapalancamiento de principio de los ochenta el saldo descendería unos 200.000 millones adicionales hasta situarse en un mínimo de 10,45 billones de dólares.

En el caso del crédito hipotecario no residencial, los datos históricos (cuando los consideramos en términos reales y normalizado por el empleo no agrícola) muestran cuatro episodios relevantes de desapalancamiento desde principios de los cincuenta: el primer episodio se observó al final de la década de los sesenta, el segundo episodio a mediados de los setenta, el tercer episodio al final de los setenta y el cuarto episodio al principio de los noventa. El descenso del crédito osciló entre el 3,3% del primer episodio y el 29,0% del último. En la actualidad, la corrección ha sido del 5,5%, pero aún no ha tocado fondo. Si la experiencia de los noventa se fuera a repetir, el saldo de crédito hipotecario no residencial descendería por debajo de los 2,85 billones de dólares.

Gráfico 31

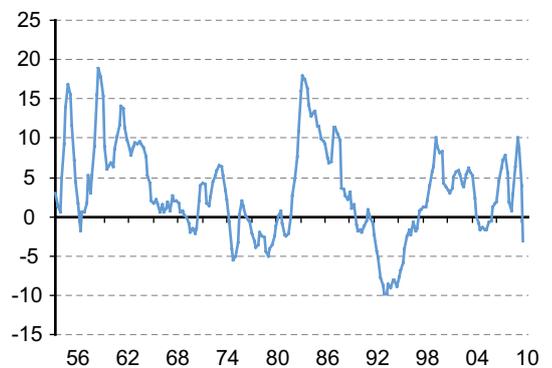
Saldo hipotecario residencial real normalizado. Variación interanual (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 32

Saldo hipotecario no residencial real normalizado. Variación interanual (%)



Fuente: BBVA Research

Dos son los elementos que permitirán reducir el nivel actual de deuda hipotecaria: de una parte, la salida del balance de los créditos impagados, que supondrá un montante estimado entre 300.000 y 400.000 millones de dólares en el segmento residencial y del entorno de los 200.000 millones de dólares en el no residencial. De otra parte, una entrada de nuevos créditos inferior al volumen de las amortizaciones de los créditos ya existentes.

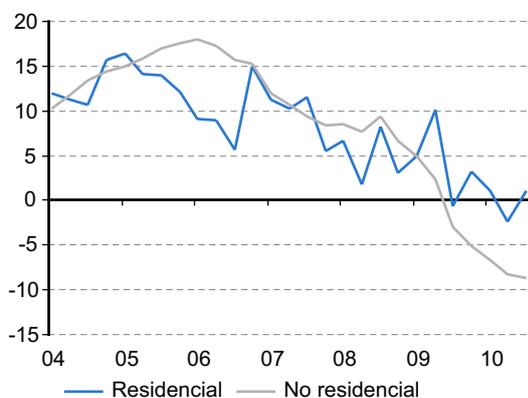
La banca comercial gana peso en la financiación hipotecaria

Desde que se inició el proceso de desapalancamiento hipotecario, la banca comercial ha ganado peso relativo en el total del crédito hipotecario debido, básicamente, a las dificultades existentes en la actualidad para transmitir el crédito a otros agentes. En el pasado, este proceso se realizaba mediante la titulación de activos hipotecarios. Este tipo de emisiones se han reducido drásticamente desde finales de 2007. En la medida en el que este proceso no se restablezca, la banca comercial continuará incrementando su protagonismo en este segmento del crédito.

En línea con lo anterior, los datos del tercer trimestre de 2010 correspondientes a la banca comercial indican que, si bien el total de activos aumentó ligeramente, el crédito hipotecario continuó descendiendo, aunque lo hizo a una tasa menor que la de trimestres anteriores. La evolución por segmentos es, sin embargo, muy diferente: mientras que el crédito hipotecario residencial repuntó ligeramente en relación con el segundo trimestre, el del no residencial la caída continuó acelerándose. Dentro de crédito no residencial, el mayor ajuste está realizándose en el segmento de la construcción.

Gráfico 33

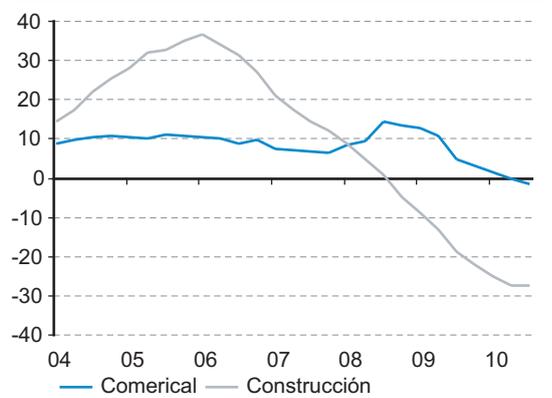
Crédito hipotecario residencial, bancos. Variación interanual (%)



Fuente: FDIC

Gráfico 34

Crédito hipotecario no residencial, bancos. Variación interanual (%)



Fuente: FDIC

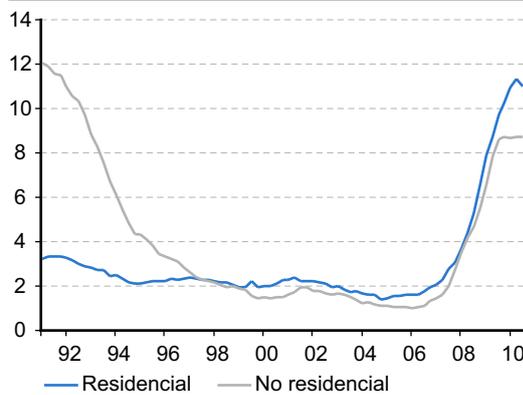
Mejoran las perspectivas sobre la calidad de la cartera hipotecaria

Dadas las elevadas tasas de morosidad actual, uno de los elementos determinantes para el buen desarrollo del mercado hipotecario es la mejora de la calidad de la cartera crediticia. En este sentido, a lo largo de 2010, están produciéndose las primeras señales positivas: tanto la morosidad hipotecaria como las pérdidas netas de los bancos comerciales se están reduciendo ligeramente. De todas formas, las previsiones indican que a lo largo de 2011, tanto los ratios de morosidad como las pérdidas netas se mantendrán en niveles elevados, lo que supondrá cierta limitación para el crecimiento del crédito hipotecario.

A finales del tercer trimestre de 2010, la morosidad hipotecaria de la banca comercial era del 9,8%, casi 20 puntos básicos por debajo de la del trimestre anterior, según se desprende de los últimos datos elaborados por la Reserva Federal. La morosidad en el segmento residencial se situó casi en el 11,0% de la cartera mientras que en el no residencial era del 8,7%. Las pérdidas netas de la cartera hipotecaria se redujeron hasta el 2,1% del total de la cartera, algo más de cincuenta puntos básicos por debajo del ratio existente a finales de 2009. En el segmento residencial las pérdidas netas supusieron el 1,7% de la cartera, algo más de cien puntos básicos por debajo de las existentes a finales de 2009; mientras que en el no residencial este ratio era del 2,4%, casi cincuenta puntos básicos por debajo del máximo.

Gráfico 35

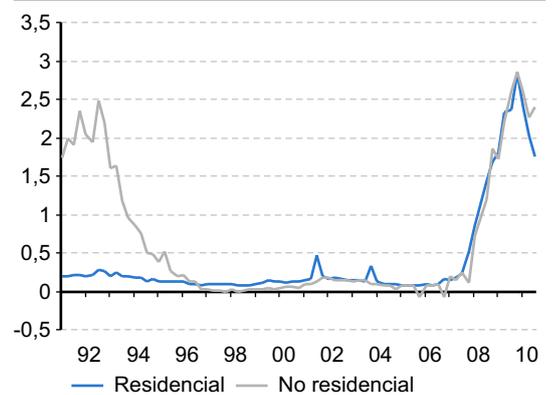
Morosidad hipotecaria (%)



Fuente: Federal Reserve

Gráfico 36

Pérdidas hipotecarias (%)



Fuente: Federal Reserve

Hogares con pérdidas patrimoniales netas y los impagos estratégicos

Precios de la vivienda e impagos estratégicos

A finales de 2010, el exceso de oferta de vivienda se situará en el entorno de los dos millones de unidades, un millón por debajo del máximo alcanzado a mediados de 2007. Este descenso ha permitido que los precios se estabilizaran paulatinamente a lo largo de 2010. Sin embargo, un nuevo y repentino aumento del inventario presionaría los precios residenciales a la baja.

Algunos analistas creen que una gran proporción de familias con “pérdida patrimonial hipotecaria” procederán al “impago estratégico” de su deuda y, por consiguiente, aumentará el inventario de viviendas en venta. Este es un tema recurrente en los círculos económicos desde que terminaran las desgravaciones fiscales a la vivienda, lo que genera un elemento de incertidumbre en el mercado residencial. Una familia tiene pérdida patrimonial hipotecaria cuando su deuda hipotecaria es superior al precio de la vivienda que ha utilizado como garantía del préstamo. El impago estratégico es el que se produce cuando el deudor decide dejar de pagar la hipoteca, aun teniendo capacidad para continuar haciendo frente a los pagos.

La caída de precios que ocasionaría un potencial aumento de las viviendas en venta tendría un efecto negativo tanto en la riqueza de los hogares como en el consumo. También aumentaría el riesgo de deflación. Además, deterioraría la cartera de crédito de las instituciones financieras, incrementando el riesgo de quiebra de bancos comerciales. En este entorno, se acrecentaría la probabilidad de que se produjera una nueva recesión económica.

En esta nota examinamos con detalle los elementos que hay detrás de la morosidad hipotecaria. Concluimos que se han exagerado los riesgos de que se produzcan impagos estratégicos masivos, ya que las familias, racionalmente, consideran otros muchos factores además del financiero antes de incumplir los pagos hipotecarios.

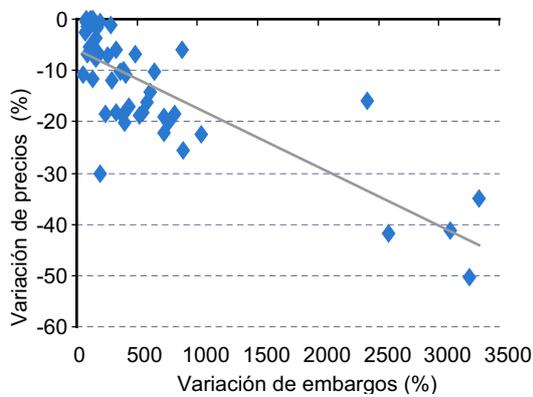
Para que se produzca el impago de una deuda hipotecaria, la existencia de patrimonio negativo es una condición necesaria, pero no suficiente

Desde un punto de vista teórico, la existencia de patrimonio negativo es una condición necesaria para el impago de las hipotecas, ya que de lo contrario el deudor podría vender la casa y cancelar la deuda. Pero no es una condición suficiente. Gran parte del aumento de la morosidad hipotecaria que se ha producido desde que comenzara la recesión económica se explica por la caída de los precios de la vivienda en combinación con un aumento del desempleo. La intensidad del morosidad depende también de factores tales como: a) el método de amortización de la hipoteca (tradicional, amortización al final de la vida del crédito, etc.); b) la naturaleza del tipo de interés (fijo o variable); c) la calidad crediticia del prestatario (de bajo riesgo o de alto riesgo); y d) el propósito de tenencia de la vivienda (como inversión o para residencia propia).

Según se deduce de los datos existentes, tanto la caída de los precios de la vivienda como el crecimiento del desempleo guardan una elevada correlación con el aumento de la morosidad hipotecaria, cuando se comparan a nivel de los estados. La caída de los precios de la vivienda por estados (medida como la diferencia de precio entre el punto máximo y el mínimo actual) tiene una correlación negativa del 80% con el aumento de los embargos hipotecarios (medido como el porcentaje de variación entre el nivel mínimo y el máximo). El aumento del desempleo (medido como el porcentaje de variación entre la tasa mínima y la máxima) guarda una correlación de casi el 60% con el aumento de la variación de los embargos hipotecarios.

Gráfico 37

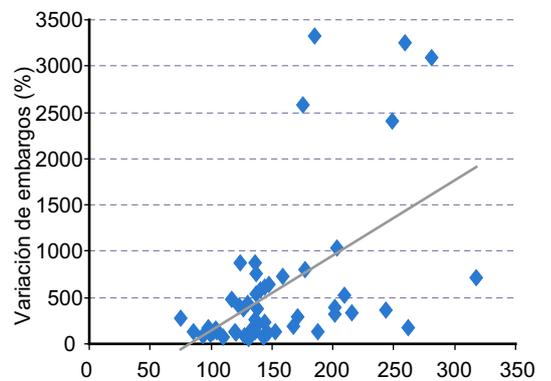
Precio de la vivienda y aumento de embargos hipotecarios por estado %



Fuente: BBVA Research

Gráfico 38

Desempleo y aumento de las ejecuciones hipotecarias por estado %



Fuente: BBVA Research

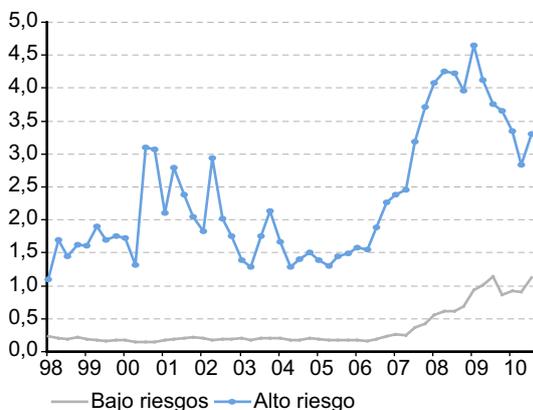
Algunos tipos de hipotecas son más susceptibles de terminar en patrimonio negativo que otros (Ellis, 2008). En lo que respecta al método de amortización, la devolución del principal en las hipotecas convencionales depende del importe inicial del préstamo, del periodo de vencimiento y del tipo de interés. En el caso de las hipotecas con amortización negativa o con pago exclusivo de intereses, el pago del principal no se produce hasta el final de la vida del préstamo y, por consiguiente, la deuda total se mantiene constante o aumenta con el tiempo. En un entorno de caída de precios de las viviendas y de aumento del desempleo, los dos últimos tipos de hipotecas son más susceptibles de convertirse en patrimonio negativo que las hipotecas convencionales.

Teniendo en cuenta la naturaleza de los tipos de interés, los datos de la Asociación de Bancos Hipotecarios (MBA) sugieren que las hipotecas con tipos variables (ARM) tienen una mayor probabilidad de morosidad que las hipotecas a tipos fijos (FRM). Con respecto a la calidad crediticia del deudor, los datos indican que cuanto más baja sea la calificación crediticia, mayor será la probabilidad de impago (Haughwout y Okah, 2009). Por consiguiente, un prestatario de alto riesgo con un plan de amortización con pago exclusivo de intereses y un tipo de interés variable tendría un riesgo mayor de impago que un deudor de bajo riesgo con una hipoteca convencional a un tipo de interés fijo.

Además, es importante destacar que la ratio de ejecuciones hipotecarias de viviendas de inversores es dos puntos porcentuales más alta que la ratio de ejecuciones hipotecarias de viviendas ocupadas por sus dueños, según datos de First American CoreLogic.

Gráfico 39

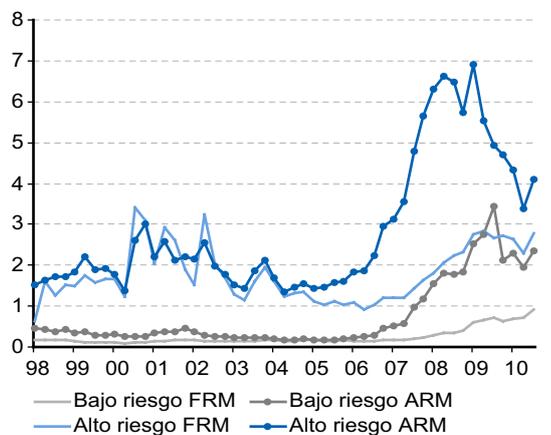
Embargos hipotecarios iniciados en el trimestre, como % de cartera



Fuente: MBA

Gráfico 40

Embargos hipotecarios iniciados en el trimestre, como % de cartera



Fuente: MBA

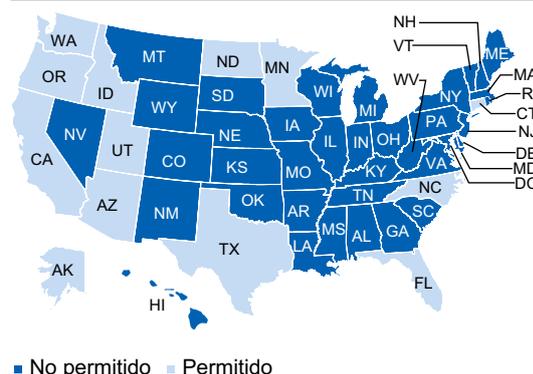
En la mayoría de los Estados, las entidades financieras tienen medios para recuperar la deuda hipotecaria. En dichos Estados, el impago estratégico no tiene sentido económico

A finales del segundo trimestre de 2010, había casi 11 millones de familias cuya deuda hipotecaria era superior al valor actual de la propiedad, según First American CoreLogic. Estas familias representaban casi el 23% de las familias con deuda hipotecaria. Más de la mitad de las mismas, aproximadamente 6 millones, se concentraban en cinco estados: NV, AZ, FL, CA y MI. En NV, casi el 70% hogares tenía patrimonio hipotecario negativo. En AZ y FL este porcentaje se situaba en torno al 50%, mientras que en CA y MI era ligeramente inferior al 40%.

En caso de que las familias con pérdida patrimonial hipotecaria decidieran, estratégicamente, dejar de pagar la deuda, ello pudiera acarrear consecuencias legales. De acuerdo a la legislación hipotecaria, en la mayoría de los Estados existen métodos para que las entidades financieras puedan recuperar el importe total de la deuda. Un método es el “recurso hipotecario”, que es posible en 36 de los 50 estados más Washington, DC. El recurso hipotecario permite a la entidad financiera reclamar al deudor el total de la deuda cuando la propiedad se vende o se adjudica por un precio menor al importe de la deuda. Otro método legal es la “deficiencia hipotecaria”, que se aplica, en distintos grados, en 43 de los 50 estados más el Distrito de Columbia. En caso de poderse aplicar, la deficiencia hipotecaria se basa en una orden judicial que permite a la entidad financiera recuperar el importe que el deudor hipotecario ha dejado todavía sin pagar, incluso después de la ejecución hipotecaria de la propiedad, o de cualquier tipo de garantía puesta como aval del préstamo.

Gráfico 41

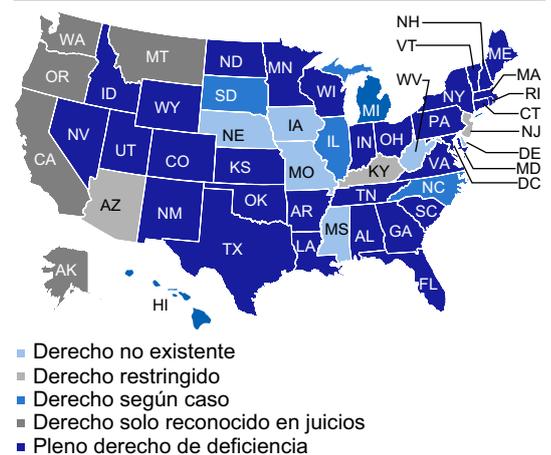
Estados con recurso y sin recurso hipotecario



Fuente: BBVA Research

Gráfico 42

Estados con derecho a reclamar deficiencia

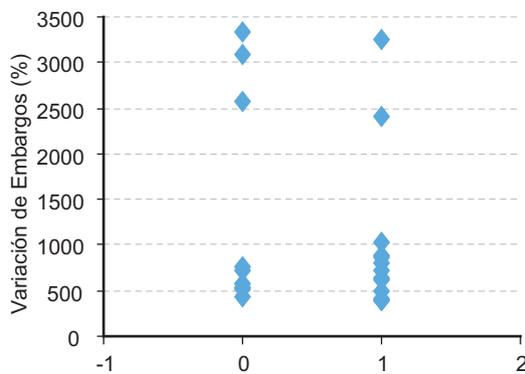


Fuente: BBVA Research

Los datos actuales muestran que no existen diferencias significativas en el aumento de las ejecuciones hipotecarias entre aquellos estados que permiten a las entidades financieras recuperar el importe total del crédito hipotecario y aquellos que limitan la acción legal de las mismas, lo cual confirma que en aquellos estados donde coexisten un elevado número de familias con pérdidas patrimoniales hipotecarias y un marco legal débil no se da necesariamente un incremento sustancial de la morosidad. Del mismo modo, en aquellos estados con un marco legal fuerte y un bajo porcentaje de familias con pérdida patrimonial hipotecaria la morosidad puede aumentar significativamente.

Gráfico 43

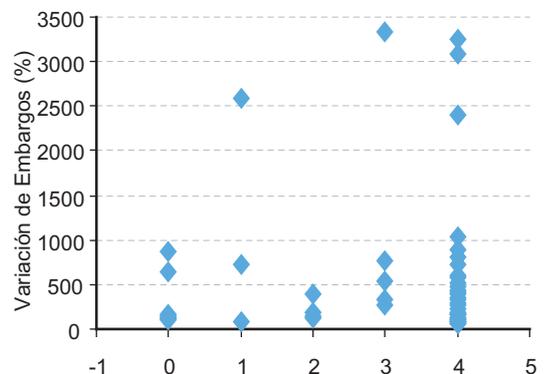
Estados con recurso y aumento de los embargos hipotecarios (%)



Nota: Recurso: 0= no existente; 1= existente
Fuente: BBVA Research

Gráfico 44

Estados con deficiencia y aumento de los embargos hipotecarios (%)



Nota: Deficiencia: 0= no existente; 1= restringido; 2= caso por caso; 3= solo jurídico; 4= existente
Fuente: BBVA Research

Hay aspectos sociológicos que influyen de forma significativa en el comportamiento de los deudores con respecto al patrimonio negativo y la morosidad hipotecaria estratégica

Una encuesta reciente (Fannie Mae, 2010) pone en evidencia diversos aspectos sociológicos de las familias que tienen pérdida de patrimonio hipotecario que ayudan a entender su postura sobre el impago estratégico. También revela que al término de la primera mitad de 2010, los hogares con pérdidas patrimoniales hipotecarias tienen mejores perspectivas al respecto de las que tenían a finales de 2009. Según la encuesta de julio de 2010, el porcentaje de propietarios de viviendas con pérdidas patrimoniales que están algo o muy estresados se ha reducido hasta el 35%, desde el 48% observado en la encuesta de diciembre de 2009.

Otros hallazgos interesantes de la encuesta son que el 69% de los prestatarios con pérdida patrimonial afirman que tener una vivienda en propiedad es una inversión segura. Además; entre los prestatarios con pérdida patrimonial, aumenta la creencia de que si dejaran de pagar sus hipotecas, las entidades financieras reclamarían la deuda (9 puntos por encima del porcentaje de diciembre de 2009). La inmensa mayoría de los que respondieron a la encuesta que está mal visto que los deudores dejen de pagar su hipoteca; un 91% de los prestatarios con pérdida patrimonial dijeron que no dejarían de pagar sus hipotecas.

Aunque las encuestas tienen potenciales sesgos que limitan el análisis y las conclusiones, pueden ayudar a entender el comportamiento de los deudores. En general, en la encuesta mencionada, los prestatarios con pérdida patrimonial respondieron de forma similar al resto de la población hipotecada más que como deudores morosos. Este hecho confirma que el valor económico de poseer una casa no solo está ligado al patrimonio del activo, sino también el valor que tienen otros elementos, como la calidad de la educación, la seguridad física, el espacio disponible y la capacidad de modificarlo, la ubicación de la vivienda, el éxito que refleja, el compromiso con la comunidad y los valores éticos. Por consiguiente, un prestatario con pérdida patrimonial no caerá en el impago estratégico si la suma del valor económico de todos los elementos mencionados compensa con creces la brecha financiera.

¿Qué ocurriría si los hogares se decidieran por el impago estratégico?

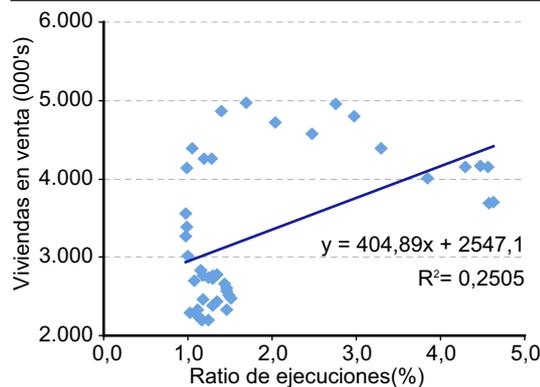
La vivienda es tanto un activo de inversión como un bien de consumo. Como activo de inversión, se caracteriza por su larga duración y su capacidad de generar ganancias de capital. Como bien de consumo se caracteriza por ser un bien necesario y por la inexistencia de bienes alternativos.

Supongamos que los 11 millones de familias con pérdidas patrimoniales se decidieran por el impago estratégico. Los índices de morosidad y de ejecuciones hipotecarias se dispararían, lo que llevaría, en primer lugar, a un aumento de la oferta de vivienda, bien para la venta o bien para alquilar (alrededor de 11 millones). La distribución entre venta y alquiler dependerá del total del inventario en venta existente y del volumen de embargos hipotecarios. De hecho, los datos muestran que una vez que el inventario de vivienda en venta llega a un cierto nivel, un aumento de las ejecuciones hipotecarias

no contribuye a una subida adicional de la oferta en venta, sino más bien de las casas en alquiler. Esto podría reflejar que una gran proporción de las propiedades ejecutadas se pasa al mercado del alquiler. Un segundo efecto llevaría a un aumento de la demanda de vivienda en aproximadamente 11 millones de unidades, cifra equivalente al número de familias que abandonarían sus viviendas. Esta demanda se cubriría principalmente con viviendas en alquiler. Como consecuencia de ello, los alquileres aumentarían y atraerían a los inversores, lo que daría como resultado unos precios de la vivienda más altos.

Gráfico 45

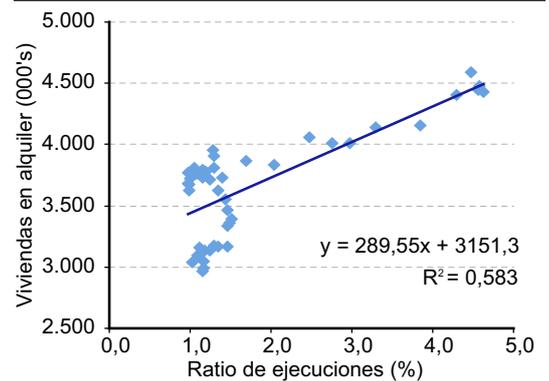
Ratio de ejecuciones hipotecarias e inventario de vivienda en venta (%)
Foreclosure Ratio and Inventory of Homes for Sale (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 46

Ratio de ejecuciones hipotecarias e inventario de vivienda en alquiler (%)



Fuente: BBVA Research

El resultado final sobre los precios dependería de los efectos cruzados de la oferta y la demanda. Las casas y los pisos de alquiler verían aumentar sus precios (la mayoría de las familias con pérdidas patrimoniales no podrían comprar una casa y, por consiguiente, tendrían que alquilar). Por otra parte, el inventario de vivienda en venta aumentaría y los precios caerían. El efecto neto sobre la demanda de vivienda sería insignificante, a no ser que las familias con pérdidas patrimoniales decidieran convertirse en personas sin hogar o vivieran con los familiares. En cualquier caso, lo que está claro es que la cuota del segmento de alquiler aumentaría, mientras que la del segmento ocupado por sus propietarios se reduciría. Además, las familias con pérdidas patrimoniales también tendrían que asumir minusvalías económicas. Asimismo, verían el deterioro de su calificación crediticia, lo que pondría en peligro su consumo futuro. Este entorno sería más perjudicial si además las instituciones financieras aumentaran sus pérdidas y volvieran a endurecer las condiciones crediticias.

Conclusión

Según nuestro análisis, no se pueden descartar nuevas caídas de los precios de la vivienda. Sin embargo, esto solo es probable que suceda si suben las tasas de morosidad y los embargos hipotecarios en combinación con un aumento del desempleo. Los temores de que aumenten la morosidad y las ejecuciones hipotecarias como consecuencia de impagos estratégicos por parte de familias con pérdidas patrimoniales parecen infundados. En el caso de las familias que viven en sus propias casas, cuando se encuentran con un "patrimonio negativo" en sus viviendas: ¿dejarán de pagar racionalmente tan pronto como se encuentren en situación de "pérdida patrimonial" con respecto a sus hipotecas o se quedarán en sus casas y pagarán su hipoteca? De hecho, "el patrimonio negativo solo se convierte en una pérdida financiera si el propietario vende; hasta ese momento es una cuestión de opinión más que una realidad". No se van a producir impagos estratégicos. Si no ha ocurrido con ratios más altas de prestatarios con pérdidas patrimoniales y con peores perspectivas económicas, ¿por qué habría de ocurrir de forma tan repentina?

Nuestra perspectiva con respecto a los precios de la vivienda no es de crecimientos elevados. Sin embargo, los fundamentos económicos limitan los riesgos a la baja y nuestro escenario central indica que se producirán aumentos moderados de precios en los próximos años. La mayor calidad de las hipotecas constituidas en 2009-2010, con menor peso de los préstamos variables y otorgadas masivamente a clientes de bajo riesgo, contribuirá a limitar la morosidad y los embargos hipotecarios a corto y medio plazo. Además, la política actual de la Reserva Federal podría impulsar el mercado secundario de hipotecas y, por tanto, el mercado primario de concesión de hipotecas.

Referencias

Ellis, L. 2008. "How many in negative equity? The role of mortgage contract characteristics", BIS Quarterly Review, Diciembre 2008, pp 81-93.

Houghwout, A., y E. Okah, 2010. "Below the line: estimates of negative equity among nonprime mortgage borrowers", FRBNY Economic Policy Review /. Por publicar.

Fannie Mae, 2010. Fannie Mae National Housing Survey. Septiembre 2010. Disponible en: <http://www.fanniemae.com/about/housing-survey-091610.html>

Previsiones

Tabla 4

Inmobiliario residencial: indicadores y previsiones

Habitantes (millones)	Región BBVA								Compass
	EE.UU.	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX	
2008	304,1	4,7	6,5	36,6	4,9	18,4	2,0	24,3	97,4
2009	307,0	4,7	6,6	37,0	5,0	18,5	2,0	24,8	98,6
2010	310,3	4,8	6,8	37,3	5,1	18,7	2,0	25,3	100,0
2011	313,2	4,8	6,9	37,6	5,2	18,9	2,1	25,8	101,2
2012	316,0	4,8	6,9	37,9	5,3	19,1	2,1	26,3	102,5
Households (million)									
2008	117,2	1,9	2,3	12,4	1,8	7,2	0,8	8,5	34,8
2009	117,3	1,9	2,3	12,5	1,9	7,3	0,8	8,8	35,6
2010	118,4	1,9	2,4	12,6	2,0	7,4	0,8	9,0	36,0
2011	119,5	1,9	2,4	12,7	2,0	7,4	0,8	9,2	36,5
2012	120,6	1,9	2,5	12,9	2,0	7,5	0,8	9,3	36,9

Fuente: US Census Bureau & BBVA Research

Tabla 5

Inmobiliario residencial: indicadores y previsiones

Precio viviendas (usada) variación interanual	Región BBVA								
	US	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX	
2008	-6,1	-1,5	-17,1	-24,8	-2,9	3,3	-1,3	1,0	
2009	-4,7	-1,2	-18,0	-12,3	0,0	2,8	-4,8	0,1	
2010	-2,8	-3,8	-9,3	0,5	-0,9	2,5	-3,0	1,6	
2011	0,6	1,8	-0,1	1,0	0,3	2,5	0,3	2,4	
2012	2,2	2,5	2,3	2,7	2,5	2,5	2,1	1,9	
Accesibilidad a la vivienda. Precio vivienda/Ingreso familiar									
2008	4,3	3,3	3,7	5,5	3,5	3,3	4,2	1,0	
2009	3,9	3,2	3,1	4,8	3,4	2,8	4,0	2,6	
2010	3,9	3,1	2,7	4,7	3,2	2,5	3,8	2,6	
2011	3,8	3,0	2,6	4,6	3,2	2,5	3,8	2,6	
2012	3,8	3,0	2,6	4,6	3,2	2,5	3,8	2,6	

Fuente: FHFA y BBVA Research

Tabla 6

Commercial Real Estate: indicators and forecast

Inmobiliario no residencial					Inmobiliario no residencial						
Variación interanual	Fecha	Previsión				Variación interanual	Fecha	Previsión			
	2009	2010	2011	2012		2009	2010	2011	2012		
Albuquerque (NM)					Los Angeles (CA)						
Oficinas Renta Efectiva	-2,1	-2,6	2,9	3,8	Oficinas Renta Efectiva	-6,1	-5,0	1,6	2,0		
Precio	-9,8	-9,0	0,2	1,3	Precio	-13,4	-11,4	-1,8	-0,3		
Comercial Renta Efectiva	-2,0	-1,8	1,7	2,2	Comercial Renta Efectiva	-4,2	-2,9	0,4	1,2		
Precio	-10,4	-6,0	-1,1	-0,4	Precio	-12,4	-7,1	-1,6	-0,5		
Apartamentos Renta Efectiva	1,0	0,4	2,5	2,2	Apartamentos Renta Efectiva	-3,3	-1,4	2,7	2,8		
Precio	-7,6	-3,9	-0,3	-0,5	Precio	-11,6	-5,7	-0,1	0,1		
Birmingham (AL)					Miami (FL)						
Oficinas Renta Efectiva	0,1	-1,3	1,2	2,4	Oficinas Renta Efectiva	-3,0	-3,1	0,3	1,5		
Precio	-7,7	-7,9	0,5	1,8	Precio	-10,6	-9,5	-2,4	-0,7		
Comercial Renta Efectiva	-2,6	-1,2	2,0	2,5	Comercial Renta Efectiva	-2,3	-1,1	0,1	1,2		
Precio	-10,9	-5,5	-0,8	-0,1	Precio	-10,6	-5,3	-1,3	-0,5		
Apartamentos Renta Efectiva	-0,5	-0,5	2,7	2,6	Apartamentos Renta Efectiva	-3,8	0,0	1,6	1,6		
Precio	-9,0	-4,7	0,1	0,1	Precio	-12,0	-4,3	-1,2	-1,0		
Dallas (TX)					Phoenix (CO)						
Oficinas Renta Efectiva	-5,3	-5,4	-0,6	0,0	Oficinas Renta Efectiva	-9,0	-5,7	0,0	1,1		
Precio	-12,6	-11,7	-3,2	-2,5	Precio	-16,0	-12,0	-2,2	-0,5		
Comercial Renta Efectiva	-1,2	-1,7	0,1	1,3	Comercial Renta Efectiva	-4,1	-2,5	0,1	0,9		
Precio	-9,6	-5,9	-1,2	-0,7	Precio	-12,3	-6,7	-2,2	-0,1		
Apartamentos Renta Efectiva	0,8	0,3	0,2	1,9	Apartamentos Renta Efectiva	-3,3	-1,9	3,1	3,0		
Precio	-7,8	-4,0	-1,6	-0,7	Precio	-11,6	-6,1	0,3	0,4		
Denver (CO)					San Francisco (CA)						
Oficinas Renta Efectiva	-4,9	-5,2	1,7	2,3	Oficinas Renta Efectiva	-12,8	-3,9	0,2	1,5		
Precio	-12,3	-11,6	-0,8	0,7	Precio	-19,6	-12,1	-1,3	0,9		
Comercial Renta Efectiva	-2,9	0,0	0,5	1,5	Comercial Renta Efectiva	-1,1	-3,7	0,8	2,5		
Precio	-11,2	-4,3	-1,6	-0,8	Precio	-9,5	-6,5	-1,2	0,5		
Apartamentos Renta Efectiva	-0,7	1,9	2,2	1,5	Apartamentos Renta Efectiva	-4,2	-0,2	3,6	3,5		
Precio	-9,2	-2,5	-0,5	-1,2	Precio	-12,4	-3,1	3,0	3,5		
Houston (TX)					San Bernardino (CA)						
Oficinas Renta Efectiva	0,8	-2,4	0,6	1,6	Oficinas Renta Efectiva	-6,0	-3,3	-0,5	0,4		
Precio	-7,0	-8,9	-1,8	0,1	Precio	-13,3	-11,4	-2,6	-0,7		
Comercial Renta Efectiva	-1,5	-1,3	1,6	2,0	Comercial Renta Efectiva	-5,5	-2,8	0,6	1,8		
Precio	-9,9	-5,5	-1,1	-0,6	Precio	-13,5	-5,6	-2,0	0,8		
Apartamentos Renta Efectiva	1,3	1,0	1,5	1,3	Apartamentos Renta Efectiva	-3,2	-0,8	2,7	2,8		
Precio	-7,4	-3,3	-1,3	-1,4	Precio	-11,5	-3,6	2,1	2,8		
Jacksonville (FL)					Tampa (FL)						
Oficinas Renta Efectiva	-4,3	-1,7	0,9	1,1	Oficinas Renta Efectiva	-6,0	-3,9	0,9	1,5		
Precio	-11,8	-8,3	-1,1	-0,5	Precio	-13,3	-10,3	-2,0	-0,7		
Comercial Renta Efectiva	-5,7	-2,8	0,0	1,1	Comercial Renta Efectiva	-4,7	-4,1	3,7	4,7		
Precio	-13,7	-7,0	-2,2	-0,4	Precio	-12,8	-8,3	0,8	2,0		
Apartamentos Renta Efectiva	-0,3	-0,5	1,2	1,2	Apartamentos Renta Efectiva	-0,9	0,0	2,9	2,8		
Precio	-8,9	-4,7	-1,5	-1,4	Precio	-9,4	-4,3	0,1	0,1		

Fuente: REIS & BBVA Research

Fuente: REIS & BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Estados Unidos

Economista Jefe

Nathaniel Karp
+1 713 881 0604
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Hakan Danis
+1 713 843 5382
hakan.danis@bbvacompass.com

Jason Frederick
+1 713 843 5369
jason.frederick@bbvacompass.com

Jeff Herzog
+1 713 843 5348
jeff.herzog@bbvacompass.com

Marcial Nava
+1 713 881 0604
marcial.nava@bbvacompass.com

Ignacio San Martín
+1 713 881 0620
ignacio.sanmartin@bbvacompass.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

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

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

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

Interesados dirigirse a

BBVA RESEARCH USA

5 Riverway, Suite 320
Houston TX 77056
USA
Tel: + 1 713 341 8200
E-mail: researchusa@bbvacompass.com