

# Situación Inmobiliaria

---

Diciembre 2002

- La iniciación de vivienda, por encima del medio millón
- Los precios continúan acelerándose pese a la ralentización económica
- La vivienda ya supone más de cinco años de salario
- Una aproximación cuantitativa a la "burbuja" inmobiliaria



Fecha de cierre: 20 de Diciembre, 2002

---

## Índice

1. Entorno económico y financiero	1
2. Actividad Constructora	5
3. Mercado Inmobiliario	9
4. Financiación Inmobiliaria	12
5. Situación Inmobiliaria en Latinoamérica: Informe Inmobiliario Chile	15
6. Tema del Cuatrimestre: Una aproximación cuantitativa a la "burbuja" inmobiliaria	22

Han elaborado esta publicación:

---

Miguel Sebastián  
David Taguas

Manuel Balmaseda           34 91 374 33 31  
Ignacio San Martín       34 91 537 48 90  
Julián Cubero Calvo       34 91 537 36 72  
Guillermo Larrain  
Francisca Lira

m.balmased@grupobbva.com  
jisanmartin@grupobbva.com  
jcubero@grupobbva.com  
glarrain@bhif.cl  
flira@bhif.cl

---

## Editorial

En 2002, la construcción está siendo uno de los motores de la economía española. El dinamismo de la obra civil, resultado de la elevada inversión en infraestructuras, y la renovada vitalidad del segmento inmobiliario han permitido que el sector vuelva a crecer a tasas muy superiores a las del conjunto de la economía española.

El buen ritmo de cumplimiento del ambicioso plan de infraestructuras español y la proximidad de las elecciones, tanto locales como generales, que siempre impulsan el gasto en obra civil, se ha traducido en importantes niveles de inversión pública en 2002. Además, la edificación residencial mantiene tasas de crecimiento elevadas, lo que ha llevado a que la producción de nuevas viviendas en 2002 haya sido similar a la de 2001 y dos veces la media de los últimos 20 años.

Esta evolución no oculta, sin embargo, un proceso de desaceleración de la actividad constructora que se prolongará a lo largo de 2003 y, previsiblemente, también de 2004. La obra ejecutada por la Administración Central, directamente o mediante sus organismos autónomos, comenzó a reducirse a partir del verano de 2002, comportamiento que continuará a lo largo de 2003, pudiendo llevar al segmento de la obra civil a tasas de crecimiento negativas en 2004.

Con respecto a la obra residencial, desde 1998, la producción de nuevas viviendas en España ha supuesto un aumento del parque residencial español superior al 12%. Estos niveles de producción no tienen parangón en ningún país de Europa desde los tiempos posteriores a la II Guerra Mundial. A pesar de ello, los precios inmobiliarios crecieron muy por encima de los del resto de los bienes desde 1998. En 2002, los precios residenciales se aceleraron, a pesar del menor ritmo de actividad en la economía española. En 2003, todo indica que el proceso de revalorización de las viviendas continuará, pero con menor intensidad.

La creciente preocupación existente sobre las fuertes revalorizaciones inmobiliarias de los últimos años y sus potenciales riesgos ha llevado al Servicio de Estudios del BBVA a realizar una primera aproximación de los factores, fundamentales o transitorios, que han motivado la evolución de los precios inmobiliarios en España. Los primeros resultados se presentan en la sección de Tema del Cuatrimestre y llevan a la conclusión de que existe cierta exuberancia inmobiliaria que no necesariamente ha de corregirse de forma brusca y en el corto plazo.

Por su interés y actualidad, se ha incorporado en este nuevo número de BBVA Situación Inmobiliaria un breve trabajo sobre la situación del sector inmobiliario y la financiación hipotecaria en Chile, que recientemente ha elaborado la Gerencia de Estudios del BBVA BHIF.



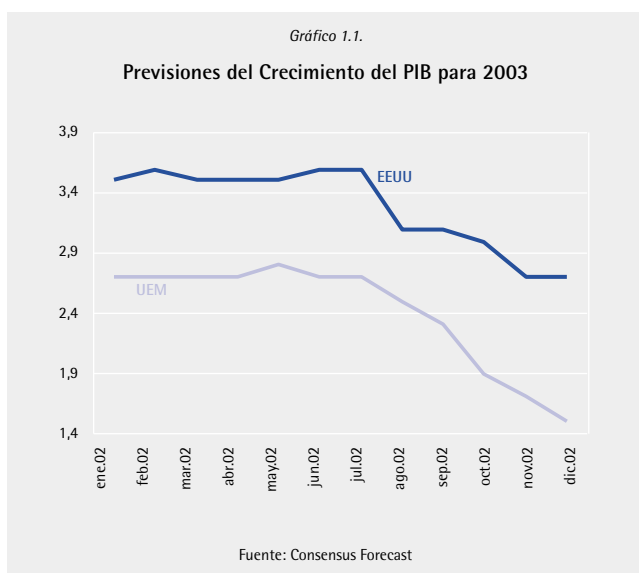
# 1. Entorno económico y financiero

## Retraso en la recuperación

A lo largo del segundo semestre de 2002 se han ido retrasando las perspectivas de una recuperación de la actividad en las economías industrializadas. Así, frente a la expectativa de que el crecimiento se situaría cerca de su potencial a finales de 2002, ahora parece cada vez más probable que esto no se observe hasta la segunda mitad de 2003.

El deterioro de las expectativas refleja un aumento de la incertidumbre por la combinación de cuatro factores. En primer lugar, la posibilidad de un conflicto bélico con Iraq, que está presionando al alza a los precios del petróleo. En segundo lugar, las dificultades para superar los problemas del sector empresarial (quiebras), lo que aumenta la volatilidad de los precios bursátiles y eleva los diferenciales de tipos en las emisiones de bonos corporativos. En tercer lugar, las crecientes dudas sobre los efectos en el sistema financiero de algunos países de un periodo de desaceleración prolongada de la actividad. Por último, y en un contexto de retraso en la recuperación de la inversión, se empieza a cuestionar la capacidad de las políticas de demanda para seguir sosteniendo algunos sectores, principalmente el consumo y la construcción, y soportando así la actividad.

Relacionado con ello, empieza a preocupar la posibilidad de que se estén generando situaciones de sobrevaloración de los precios de algunos activos, convertidos en refugio para los inversores, especialmente la vivienda. Una desviación significativa de los precios de estos activos respecto a sus fundamentos, podría producir en el futuro una corrección que tendría efectos negativos adicionales sobre la actividad.



	2000	2001	2002	2003
OCDE	3,8	0,7	1,6	2,2
EEUU	3,8	0,3	2,3	2,5
UEM	3,5	1,4	0,8	1,7
Japón	2,2	-0,8	-0,2	0,6
Países en desarrollo	5,9	4,3	4,0	4,8
Países en transición	6,3	4,9	3,8	4,0
<b>MUNDIAL</b>	<b>4,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>

Fuente: FMI y BBVA

Ante esta situación, en la que se acumulaban los riesgos de un fuerte ajuste del consumo en EE.UU., la reducción de medio punto porcentual de los tipos de interés de la Reserva Federal se puede interpretar como preventiva, buscando que el previsible ajuste del consumo se produzca de forma moderada. Además, el retroceso de los indicadores de confianza, el deterioro de las expectativas de recuperación de la actividad y la reducción marginal de las perspectivas de inflación, llevaron al BCE a reducir los tipos de interés en la UEM en la misma magnitud.

Tras las bajadas de final de este año, los tipos de interés oficiales en EEUU y en la UEM se mantendrán estables hasta finales de 2003, en que si se confirma el escenario de recuperación de la actividad, se producirán subidas tanto por parte de la FED como del BCE (50 y 25 puntos básicos respectivamente). Con todo, existe cierta probabilidad incluso de algún recorte adicional sobre los niveles actuales de los tipos oficiales si se produjera un nuevo choque negativo sobre las confianzas, especialmente en Europa.

Respecto a los tramos largos de la curva de tipos, se verán presionados al alza ante el notable deterioro de la situación fiscal en EE.UU. En la UEM, y a pesar de que hasta ahora no se han producido repuntes significativos en los tipos

Previsiones de tipos de interés oficiales				
	Actual	mar-03	jun-03	dic-03
EE.UU.	1,25	1,25	1,25	1,75
UEM	2,75	2,75	2,75	3,00
Previsiones de tipos de interés a 10 años				
	Actual	mar-03	jun-03	dic-03
EE.UU.	4,0	4,30	4,60	4,90
Alemania	4,3	4,45	4,75	4,90
Previsiones de tipos de cambio				
	Actual	mar-03	jun-03	dic-03
Dólar-euro	1,02	1,02	1,00	0,97
Yen-dólar	122,6	125	125	128

Fuente: BCE, FED y BBVA

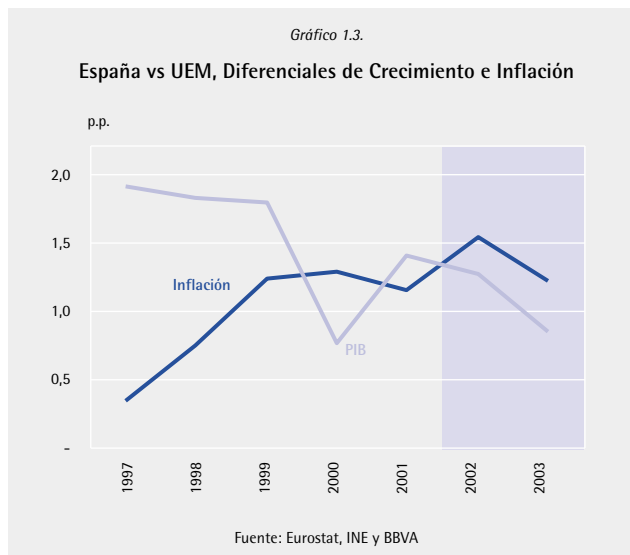
largos, la insuficiente consolidación fiscal prevista terminará presionando al alza los tipos de interés.

### España, final de la desaceleración, continuación de los desequilibrios

La fase de desaceleración en que se encuentra inmersa la economía española remitirá en 2003 como consecuencia del impulso que supondrá, sobre la renta disponible de las familias, la reforma del IRPF y, sobre el gasto de inversión y las exportaciones, la mejora del entorno internacional. Estos impulsos positivos tendrán un impacto relativamente moderado tanto por la limitada magnitud de la recuperación exterior como por el creciente endeudamiento de empresas y familias, estas últimas además con una tasa de ahorro en mínimos históricos.

Además, el persistente diferencial de inflación con la UEM, superior al punto porcentual desde 1999, y un déficit por cuenta corriente que en 2002 se situará en el 2,4% del PIB, suponen una restricción al crecimiento futuro de la economía española, en particular por la imposibilidad de recurrir a devaluaciones competitivas del tipo de cambio para corregir el déficit exterior y por la escasez de flujos internacionales de capital. La pérdida de competitividad, consecuencia del diferencial de inflación, desembocará en una menor cuota de mercado interna y externa. El déficit exterior, causado por un exceso de demanda no productivo, a su vez, dificulta la financiación de la inversión necesaria para aumentar la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía española.

Aunque es pronto para evaluar si estos factores de largo plazo ya han podido notarse, lo cierto es que la economía española se encuentra inmersa desde mediados de 2000 en una etapa de crecimiento cada vez más moderado y una tasa de inflación que, con excepción del segundo



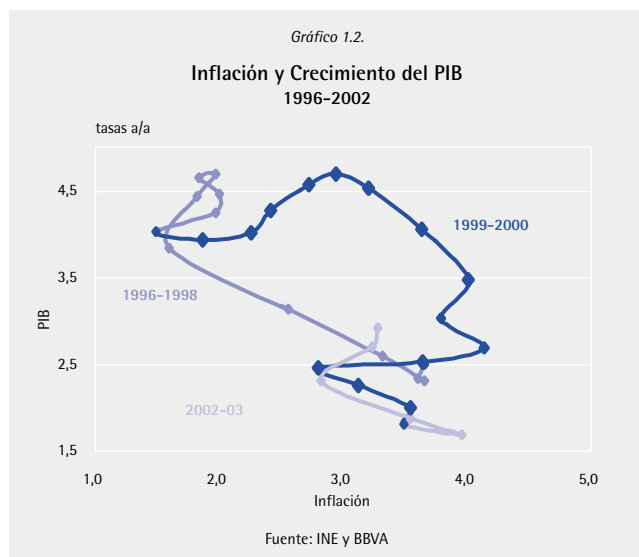
semestre de 2001 por la caída de precios energéticos, mantiene una significativa resistencia a la baja. Menos crecimiento y más inflación, lo contrario del periodo 1996-2000.

El PIB creció en el tercer trimestre de 2002 a un ritmo del 1,8%, 1,2 puntos porcentuales menos que en el mismo trimestre de 2001. Esta desaceleración fue resultado de la pérdida de vigor del gasto de las familias, la insuficiente recuperación de la inversión en equipo y la aceleración de las importaciones, compensada en parte por el buen comportamiento de las exportaciones y de la inversión en construcción.

La economía española alcanzará su mínimo cíclico en 2002, con un crecimiento inferior al 2% (1,9%) y crecerá el 2,5% en 2003. El diferencial de crecimiento con la UEM será del 1,1% en 2002 y 0,8% en 2003 respectivamente, continuando así el proceso de convergencia real de la economía española, aunque con menor intensidad que en el periodo 1997-01, durante el que el diferencial de crecimiento medio fue de 1,4 puntos.

Por el contrario, el diferencial de inflación con la UEM se situará por encima del 1% (1,4% en 2002 y 1,1% en 2003), brecha que se registra tanto en los precios de los bienes comercializables como no comercializables (servicios). Además, este sostenido diferencial de inflación no se justifica como consecuencia de un proceso de "catch-up", de convergencia de precios desde unos niveles más bajos, ni de lo que se denomina efecto Balassa-Samuelson, ya que no es resultado de un diferencial positivo del crecimiento de la productividad a favor de la economía española<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> El favorable diferencial a favor de España en 2001 y 2002 no es lo suficientemente significativo para explicar el elevado diferencial de inflación.



En resumen, la economía española apura las ganancias de la convergencia nominal conseguidas con la pertenencia a la UEM y con los tipos de interés en niveles históricamente bajos. Es más, los agentes consideran estos tipos sostenibles a largo plazo, lo que favorece un mayor nivel de endeudamiento, incrementado adicionalmente por la especial preferencia de las familias españolas por la compra de viviendas.

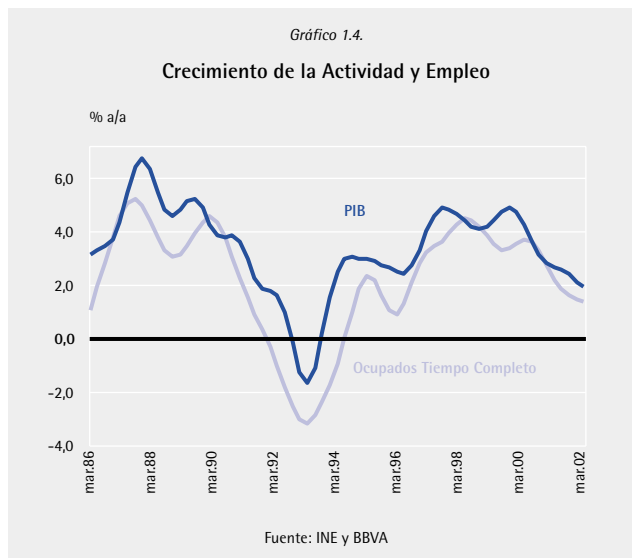
Además del riesgo de sobrevaloración de los activos inmobiliarios, el otro riesgo a destacar sobre la evolución de la economía española es el de la pérdida de moderación salarial, elemento clave en la expansión de la segunda mitad de los años 90. En este sentido, la generalización de cláusulas de salvaguardia en los convenios colectivos supone una indiciación a posteriori de rentas que contribuye a convertir choques transitorios sobre los precios en duraderos.

En este contexto, la renovación para 2003 del acuerdo firmado entre los agentes sociales en diciembre de 2001 para facilitar la moderación salarial se hace más necesaria, al menos como "second best" en ausencia de una reforma del esquema de negociación colectiva.

### El empleo aguanta la desaceleración

El empleo crecerá en 2002 por debajo de las cifras de años anteriores, pero sin experimentar tasas de crecimiento negativas, algo novedoso cuando la economía española crece por debajo del 2%. Así, desde 1981, primer dato disponible de variación del PIB según el SEC 95, 2002 sería el primer periodo en el que con un crecimiento del 1,9% no se registraría un descenso del nivel de empleo: el número de ocupados equivalentes a tiempo completo ha crecido el 1,3% anual medio en los tres primeros trimestres de 2002, con la economía creciendo el 2%.

Son varios los factores que justifican el relativamente mejor comportamiento del empleo en la desaceleración actual. En primer lugar, la desaceleración vigente es relativamente moderada, a diferencia de lo ocurrido en 1992 y 1993, cuando el PIB creció el 0,9% y el -1,0% respectivamente. Además, la regulación legal del mercado laboral se ha flexibilizado desde entonces, lo que ha facilitado la reducción de la "agresividad" salarial, que si en media de 1991-93 fue del 3,8%, en 2001-02, aunque continúe siendo elevada, se ha reducido a 1,9 puntos porcentuales. Por otra parte, la mayor rigidez laboral en el periodo 1992-93 facilitó que el ajuste durante la crisis se produjera en mayor medida vía cantidades (empleo) que vía precios (salarios). En resumen, la actual desaceleración, relativamente moderada, con un mercado laboral relativamente más flexible y tras varios años de moderación salarial real, permite que el empleo evolucione comparativamente mejor.



Con todo, a pesar de la ralentización de la actividad en 2002, se prevé que el empleo EPA crezca el 1,9%. Ahora bien, esta expansión se verá más que compensada por el aumento esperado de la población activa, del 3,0%, lo que se traducirá en un aumento de la tasa de paro en 2002 de casi un punto porcentual, desde el 10,5% de 2001 al 11,4%. En 2003, la tasa de paro se mantendrá prácticamente estable (se reduciría una décima, hasta el 11,3% de los activos) como consecuencia de la desaceleración del empleo EPA y de la población activa<sup>2</sup>.

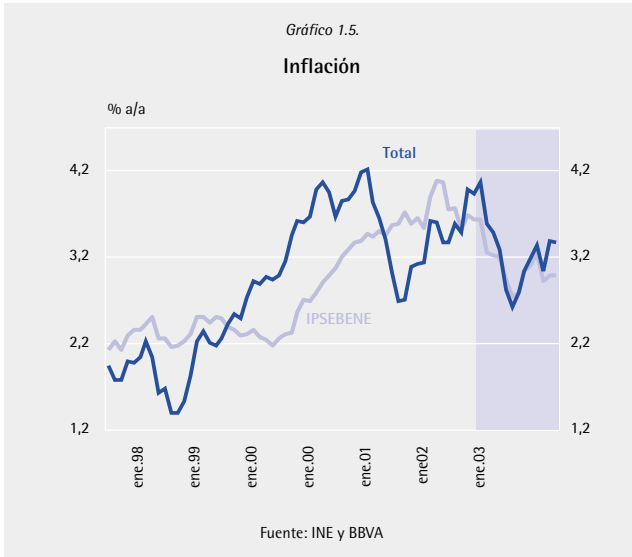
### Inflación a la baja en 2003

La inflación se situará al final de 2002 en el 4,1%, 1,4 p.p. más que en diciembre de 2001, con lo que la tasa media anual será del 3,5%, una décima menos que el año anterior. La inflación media se reducirá en 2003 hasta el 3,2%, que medida por el IPC Tendencial BBVA será del 3,4% a finales del nuevo año, cinco décimas menos que un año antes.

Esta caída de la inflación tendencial será más intensa en alimentos elaborados (sin tabaco ni aceite) y en servicios (sin enseñanza, comunicaciones ni turismo), mientras que la variación de los precios de los bienes industriales no energéticos será prácticamente la misma que en 2002, en línea con el comportamiento de los precios en fases previas del proceso productivo, como muestra el Índice de Precios Industriales de bienes no alimenticios de consumo.

En los servicios, la desaceleración prevista para 2003 es de 0,8 puntos porcentuales, del 4,6% de 2002 al 3,7%. Estas cifras incorporan el "efecto redondeo", que tras la introducción del euro ha supuesto un choque sobre el nivel de precios, pero no sobre su crecimiento, sobre la tasa de

<sup>2</sup> Hay que destacar que las mejoras introducidas en la EPA (nuevas proyecciones de población, reponderación de grupos de población por sexo y edad y cambio de definición del paro) suponen a corto plazo una mayor incertidumbre sobre las previsiones del mercado laboral.



inflación<sup>3</sup>. En este sentido, los precios de la subclase del IPC de bares y restaurantes, tras acelerarse 1,1 p.p. en el 2tr02 (del 4,7% al 5,8%), en el 3tr02 registraron una subida

del 5,9%, sólo 0,1 p.p. más que en el periodo anterior, tasa que se repitió en los datos de octubre y noviembre.

En lo referente al resto de componentes del IPC, los precios de la energía subirán en 2003 el 1,9%, coherente con: una ligera subida de los precios medios del crudo (de 25 a 25,5 dólares el barril de Brent), una apreciación del euro y una subida de la tarifa eléctrica doméstica, que se estima de entre el 1,5% y el 2%.

Con todo, la inflación registrará al final de 2003 un valor del 3,4%, manteniéndose por debajo del 3% durante el segundo trimestre del año. A pesar de la caída media de la inflación en 2003, el diferencial con el conjunto de la UEM se mantendrá por encima del 1%, la brecha media del periodo 1998-2001. Con ello, la economía española continuará perdiendo competitividad un año más, deterioro agravado respecto al área no UEM por la apreciación prevista del euro (5,5%, respecto al dólar).

<sup>3</sup> De trasladarse este aumento de precios a los procesos de negociación de rentas, podría tener un efecto duradero sobre la inflación



## 2. Actividad Constructora

### Se modera la construcción en Europa

La moderación del crecimiento económico está repercutiendo en el sector de la construcción en los países europeos que, en 2002, está presentando tasas de crecimiento inferiores a las de 2001. Esta evolución quiebra la tendencia de mejora observada a lo largo de 2001, y que se extendió hasta el primer trimestre de 2002, y plantea incertidumbres sobre su evolución en 2003.

En la zona del euro, a lo largo de 2002, el sector de la construcción se desaceleró paulatinamente hasta tasas de variación interanuales del -1,2% en el segundo trimestre del año, según los últimos datos publicados por Eurostat. Éste descenso de la actividad fue más intenso en el segmento de la edificación, con una caída del 1,4%, que en el de la obra civil, que cerró el trimestre con un descenso del 0,9%.

La desaceleración de la construcción fue especialmente intensa en Alemania, con un recorte de la producción de casi el 6,0% en el segundo trimestre de 2002 concentrado, sobre todo, en la edificación residencial, que se redujo un 7,5% en tasas interanuales. También se redujo el nivel de actividad en Holanda y Francia, aunque de forma menos intensa.

En el conjunto de la Unión Europea, el dinamismo de la construcción en el Reino Unido, tanto residencial como de obra civil, compensó la desaceleración de otros países europeos en el segundo trimestre y moderó la desaceleración hasta el -0,2%.

El descenso en la entrada de nuevos pedidos y el menor número de proyectos residenciales aprobados en la mayoría de los países europeos indican que el sector mantendrá un

cierto tono de atonía en la segunda parte de 2002, que pudiera extenderse a los primeros trimestres de 2003.

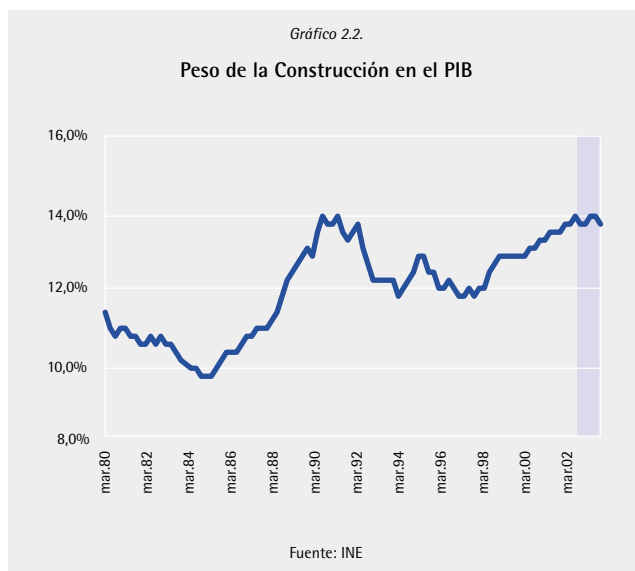
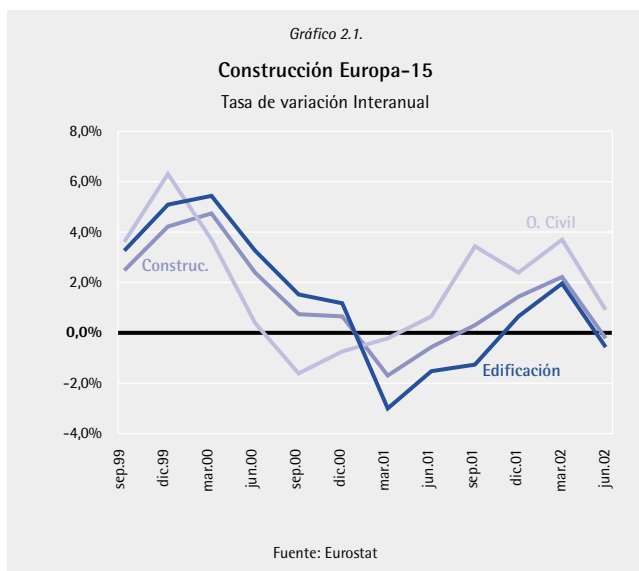
### Comportamiento más positivo en España

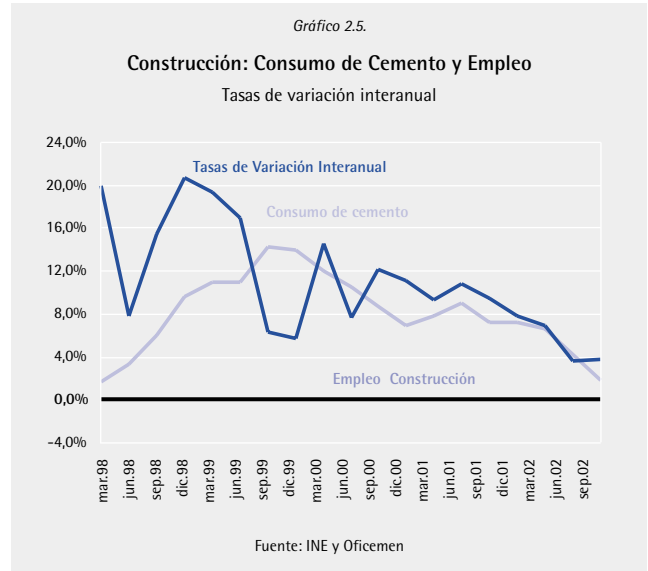
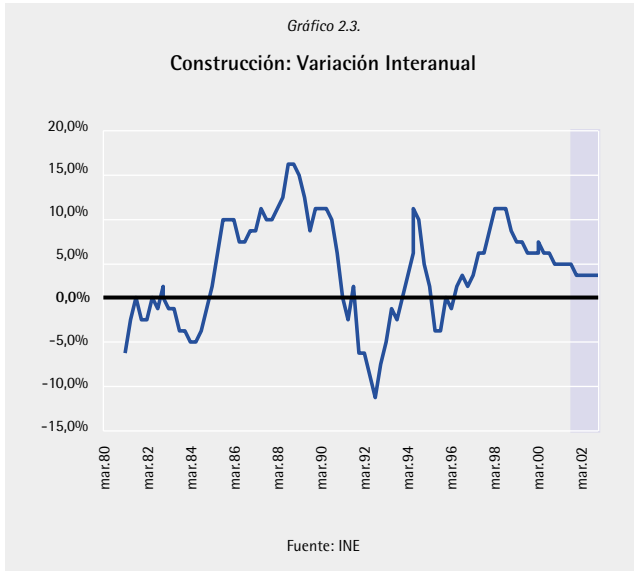
La actividad constructora también se moderó en España, si bien mostró un comportamiento más positivo que la media europea a lo largo del primer semestre del año debido, especialmente, al repunte de la edificación residencial en unos meses en los que se moderó el impulso de la obra civil.

El sector de la construcción ha adquirido una importancia creciente a lo largo de 2002, aportando casi el 40% del crecimiento del conjunto de la economía en el tercer trimestre de año, en el que la actividad del sector se incrementó el 4,8%, según los últimos datos publicados por el INE. En la actualidad, la construcción representa el 13,8% del total de la producción de la economía española, peso relativo solo alcanzado en el máximo del anterior ciclo inmobiliario.

Tras un avance medio del 5,8% en 2001, los datos más recientes de la Contabilidad Trimestral cuantifican en un 4,4% el crecimiento del sector en los tres primeros trimestres de 2002. A pesar del menor crecimiento respecto de 2001, y tras la revisión de los datos, el perfil trimestral de las estimaciones del INE muestra una cierta aceleración de la actividad del sector a lo largo de 2002 que pudieran llevar a una tasa de crecimiento del 4,5% en el conjunto de 2002.

Los datos provisionales de la encuesta coyuntural de la construcción (ECIC) apuntan, también, a una moderación de la actividad en 2002 respecto de 2001, del 7,7% al 4,6% en los tres primeros trimestres de 2002, pero al contrario que la CNTR, el perfil es claramente descendente desde el último trimestre de 2001. Esto se debe básicamente a la





intensa moderación de la ejecución de obra civil a lo largo de 2002, que ha pasado de crecer a tasas del 10% en el último trimestre de 2001 a mostrar un ligero retroceso del 0,5% en el avance de los datos correspondientes al tercer trimestre de 2002.

En esta misma línea están evolucionando tanto el empleo en el sector como el consumo de cemento que muestran, al igual que la encuesta coyuntural, una evolución descendente a lo largo de 2002. En el tercer trimestre de 2002, la construcción ocupaba a un total de 1,9 millones de personas, lo que suponía el 11,6% de los ocupados totales. En 2002 se está produciendo una moderación en el ritmo de creación de empleo: del 6,7% del primer trimestre de este año hasta el 1,6% del tercero. En media, en los tres primeros trimestres de 2002 el empleo en la construcción avanzó a una tasa del 4,2% mientras que en 2001 lo hacía a un ritmo del 8,1%. El

consumo de cemento también ha moderado su expansión pasando de crecer el 9,4% en 2001 al 4,8% en los diez primeros meses de 2002, con un perfil descendente hasta los meses del verano, estabilizándose posteriormente sus tasas de crecimiento en el entorno del 4,0%.

La ralentización de la actividad no está, sin embargo, teniendo un reflejo tan claro en las opiniones de las empresas del sector. Éstas mantienen una visión positiva, si bien han moderado ligeramente el optimismo de trimestres anteriores.

A diferencia de otros ciclos inmobiliarios, los empresarios del sector muestran una mayor confianza en esta fase de ralentización debido, posiblemente, al buen comportamiento de la demanda inmobiliaria a pesar de la desaceleración del consumo familiar. La cartera de pedidos

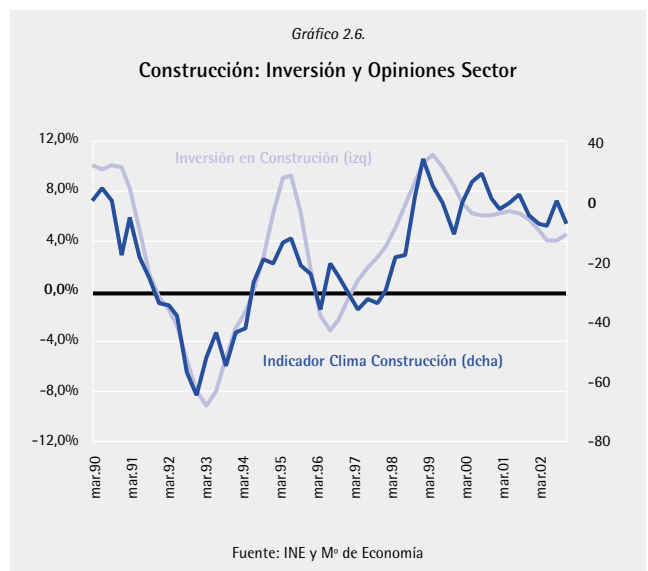
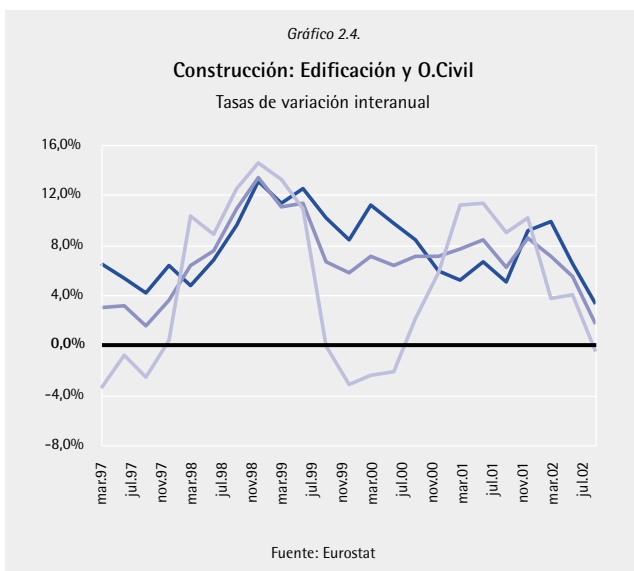
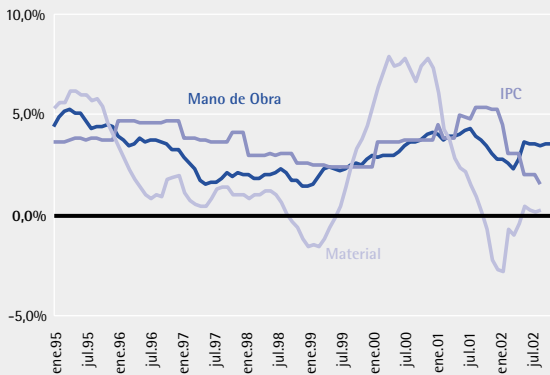


Gráfico 2.7.

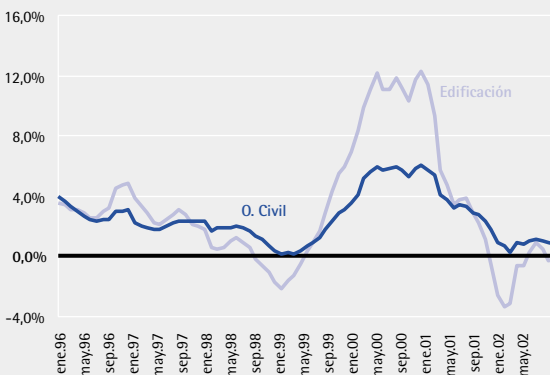
**Costes de la Construcción**  
Tasas de variación interanual



Fuente: INE y M° de Fomento

Gráfico 2.8.

**Costes de la Construcción**  
Tasas de variación interanual



Fuente: M° de Fomento

de las empresas se mantiene aún elevada si bien se concentra en proyectos de ingeniería civil, con una moderación de los de edificación.

**Los costes del sector se moderan**

Esta ralentización de la actividad constructora está trasladándose a los costes, tanto de los materiales como de la mano de obra, que están creciendo por debajo de la inflación desde principios de 2001.

El importante aumento de la capacidad de producción de la industria auxiliar de la construcción ha permitido una importante contención de los costes de los materiales. Además, las menores tensiones existentes en el mercado de trabajo se han traducido en menores aumentos de los costes salariales. Por su parte, la evolución de los costes en el segmento de la obra civil en el último año ha sido ligeramente más alcista que los correspondientes a la edificación.

**Es previsible un estancamiento de la actividad en el segmento de la ingeniería civil**

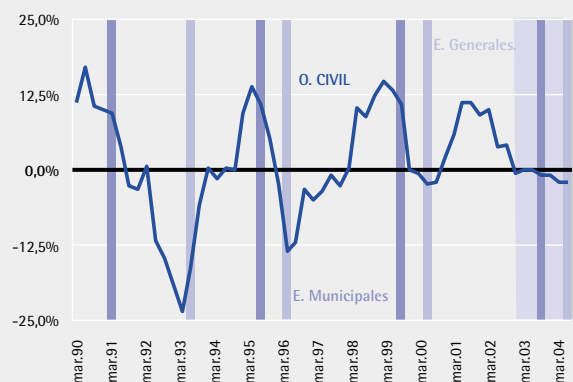
La ejecución de la obra civil se ha ido moderando paulatinamente a medida que ha transcurrido 2002 desde tasas de crecimiento del 3,7% a principios de año a tasas negativas del 0,5% en el tercer trimestre de 2002, según se desprende de los datos provisionales difundidos por Eurostat.

Esta desaceleración está ligada al control del gasto que se está produciendo en las administraciones públicas ante el menor crecimiento económico del previsto. Además, la evolución del ciclo electoral está condicionando de forma intensa la inversión en obra pública, que ya ha comenzado a dar muestra de agotamiento y marca una clara tendencia decreciente. Para 2003, las previsiones indican que se producirá un descenso de la inversión en obra civil, que dejará de impulsar directamente el crecimiento de la economía española.

Hasta septiembre, el volumen de licitación ofertada en 2002 ha crecido menos que en 2001 mostrando, incluso, retrocesos

Gráfico 2.9.

**Obra Civil y Elecciones**

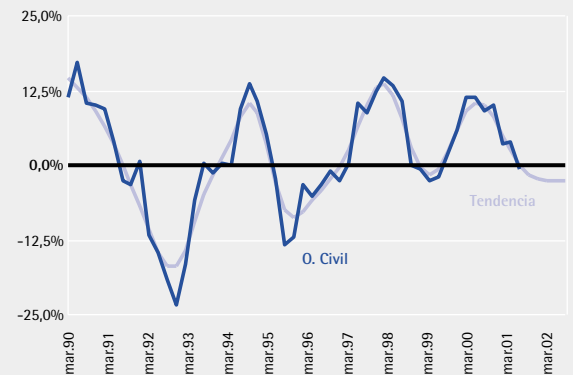


Fuente: M° de Fomento y BBVA

Gráfico 2.10.

**ECIC Obra Civil. Actividad y Tendencia**

Tasas de variación interanual



Fuente: M° de Fomento y BBVA

en algunas rúbricas desde los meses de verano. Es significativo el retroceso de la licitación en edificación y la contención de la oferta de obra civil, siendo las adjudicaciones de las empresas del Mº de Fomento las que más han descendido en 2002.

**La edificación residencial mantiene sus ritmos de crecimiento**

A lo largo del año, la edificación inmobiliaria en España está alcanzando un elevado nivel de actividad, con una producción mayor que la de 2001 y unas tasas de crecimiento más elevadas que las esperadas a principios de año. Según la Encuesta Coyuntural (ECIC), la edificación en España avanzó, en los tres primeros trimestres de 2002, a un ritmo del 6,4%, casi un punto por encima del ritmo de crecimiento del periodo correspondiente de 2001.

Este crecimiento no oculta, sin embargo, la pérdida de dinamismo del segmento, que ha pasado de tasas de crecimiento del casi el 10% en el primer trimestre a una tasa del 3,2% en el tercero. Para el conjunto del año, el aumento de la edificación pudiera ser del entorno del 7% de media anual y las estimaciones indican que se reducirá hasta tasas del 6% de media en 2003. El mayor dinamismo se está dando, principalmente, en el segmento residencial ya que el segmento no residencial presenta una cierta atonía, especialmente en los productos industriales y, en menor medida, de las superficies comerciales.

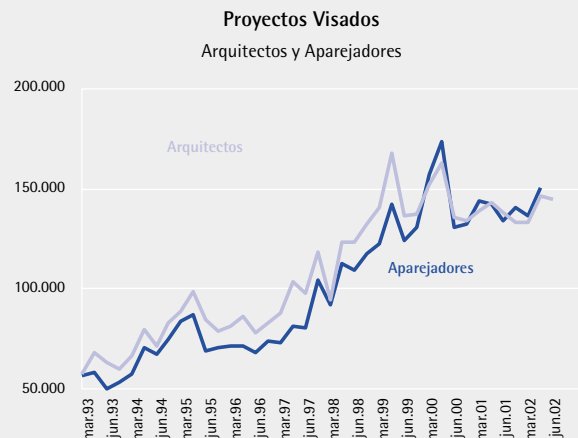
En los siete primeros meses del año, se han visado un total de 315.300 vivienda en los colegios de aparejadores, lo que significa un aumento del 1,5% respecto de las viviendas visadas en los siete primeros meses de 2001. El total de viviendas iniciadas volverá a ser del entorno de las 500.000 unidades, lo que supondrá mantener las cifras de iniciación de los últimos años, casi el doble de la media de los últimos 20 años.

Los visados de arquitectos muestran una recuperación de los proyectos a partir del verano, con un crecimiento de cercano

al 5% en el número de viviendas a iniciar en el tercer trimestre del año, rompiendo la tendencia de variaciones interanuales negativas que se observaban desde principios de 2001. Esta recuperación de la iniciación de viviendas es la repuesta de los promotores a las positivas condiciones del mercado, con ritmos de venta elevados y precios al alza.

Si bien la superficie a edificar destinada a vivienda aumento un 0,8% hasta julio de 2002, alcanzando los 51,8 millones de metros cuadrados, la iniciación de edificios con un destino distinto del residencial se resintió de forma importante, produciéndose una caída del 4% de la superficie a construir, hasta situarse en 13,2 millones de metros cuadrados. Del total a construir, la superficie destinada al comercio o almacenes y los productos industriales, que conjuntamente suponen el 50% del total, descendió un 10% en los siete primeros meses de 2002. El segmento de oficinas mantiene cierto dinamismo constructor y se visaron un total de 2 millones de metros cuadrados, lo que supone aumento interanual del 15,6%.

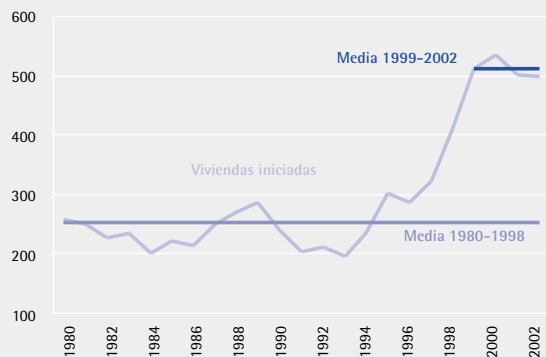
Gráfico 2.12.



Fuente: Colegios Aparejadores y BBVA

Gráfico 2.11.

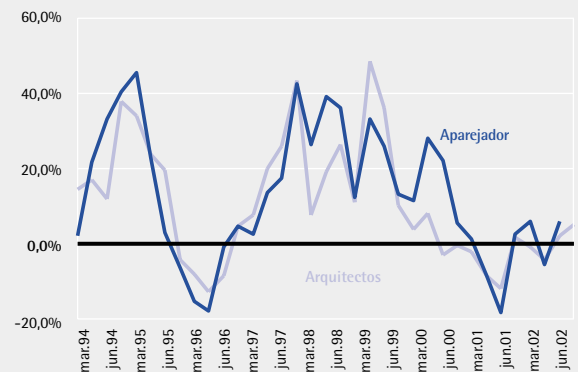
**Viviendas Iniciadas**  
Número de viviendas por año (miles)



Fuente: Colegios Aparejadores y BBVA

Gráfico 2.13.

**Viviendas Visadas**  
Tasas de variación interanual



Fuente: Colegios Aparejadores y BBVA

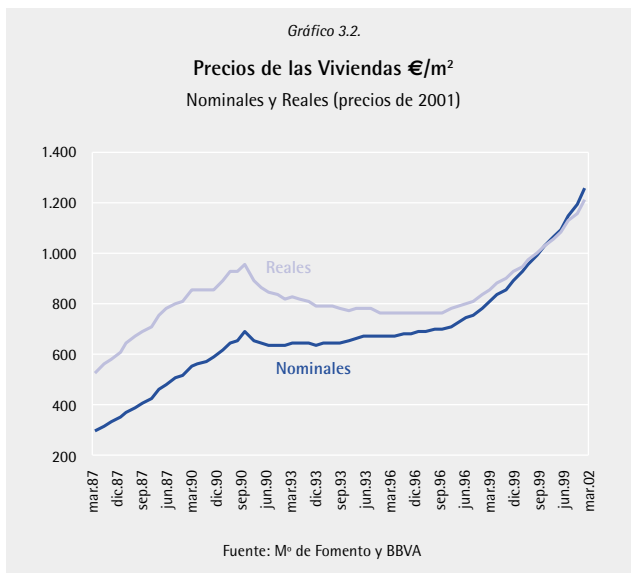
### 3. Mercado Inmobiliario

#### La demanda residencial mantiene el dinamismo del mercado inmobiliario

En 2002, el mercado inmobiliario español ha mostrado una evolución diferenciada por segmentos. Mientras que en el no residencial la demanda y los precios han descendido respecto 2001 como consecuencia del menor crecimiento económico, en el segmento residencial la demanda se ha mantenido estable, en un entorno de precios crecientes.

La ralentización económica se ha traducido en una menor inversión inmobiliaria por parte de las empresas, lo que repercute en la demanda de superficies industriales y comerciales al mismo tiempo que ha ralentizado al mercado de oficinas, en el que los precios tanto de alquiler como de venta han mostrado retrocesos en los principales mercados. Sin embargo, en el mercado residencial, el ritmo de ventas se ha mantenido estable y los elevados precios alcanzados han servido de estímulo, tanto en la vertiente de la primera residencia como en el de la vivienda vacacional. La demanda residencial por parte de las familias ha continuado impulsando los precios al alza en 2002. A lo largo de este año, los precios residenciales se han acelerado hasta alcanzar, en el tercer trimestre del año, un total de 1.254 euros por metro cuadrado construido de media en España, lo que supuso un aumento interanual del 17,7%. A finales de año, el precio medio se situará en el entorno de los 1.280 euros por metro cuadrado construido, con una revalorización interanual cercana al 17%.

Desde 1991, el precio medio de la vivienda evolucionó por debajo de la inflación hasta 1997, año en el que el mercado residencial comenzó a revalorizarse de forma significativa hasta alcanzar, en 2002, tasas de crecimiento superiores al 17%. Descontando la inflación, a finales de



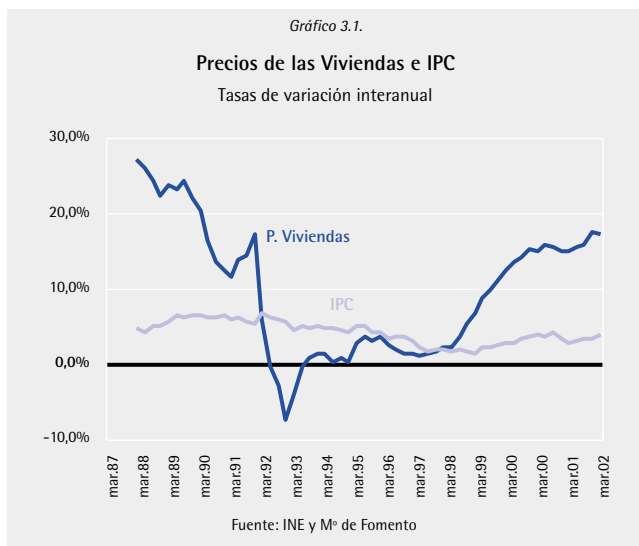
2002, los precios residenciales se situarán un 30,0% por encima del máximo del ciclo anterior, observado en el último trimestre de 1991.

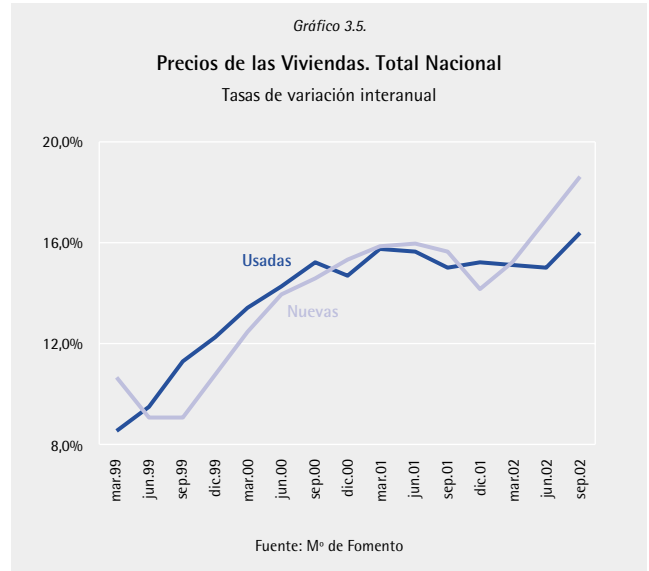
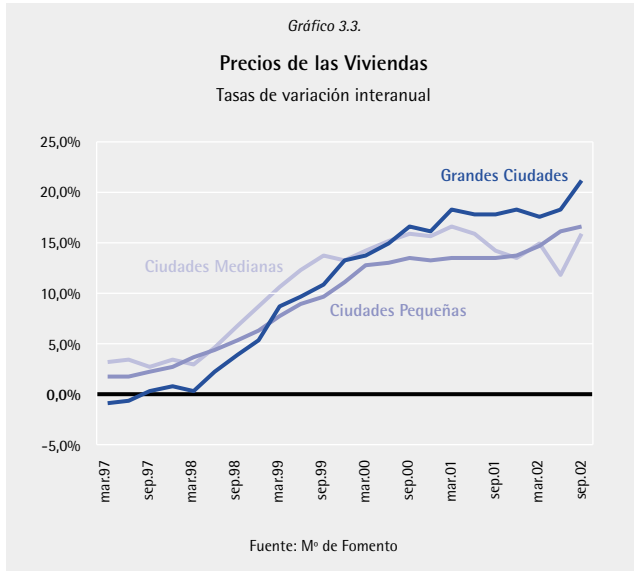
En 2002, las mayores revalorizaciones inmobiliarias se produjeron en las ciudades de mayor tamaño y con mayor intensidad en las viviendas de nueva construcción. También han mostrado una evolución más dinámica en los municipios del interior, comenzando a moderarse en las comunidades más orientadas al turismo.

#### Se produce un intenso avance de los precios en las ciudades más grandes

Desde el año 2000, las tensiones de precios han sido mayores en las ciudades de más de medio millón de habitantes, con variaciones que superarán tasas del 20% de incremento interanual a finales de 2002. Los mercados inmobiliarios de las ciudades de tamaño medio, si bien anticiparon los avances de precios, han mostrado una evolución más contenida desde comienzos de 2001.

En las grandes ciudades, los precios de las viviendas están experimentando incrementos muy por encima a la media nacional. Con datos al tercer trimestre, los precios de las viviendas crecieron a tasas superiores al 20% tanto en Valencia como en Sevilla, Malaga o Zaragoza. En el caso de Madrid y su área de influencia, en el que la ausencia de oferta está motivando que se produzcan alzas significativas, los precios de la vivienda alcanzaron una media las 2.320 euros por metro cuadrado, lo que significó un incremento del 22,5% en términos interanuales. En Barcelona, sin embargo, los precios de los bienes inmuebles están avanzando a tasas más moderadas que la media nacional en 2002, situándose en un importe medio de 2.287 euros por metro cuadrado construido en el tercer trimestre del año, con un incremento del 16,5% respecto de los precios de 2001.





En lo que respecta a los precios de las viviendas de nueva construcción continuaron acelerándose a lo largo de 2002 hasta alcanzar un ritmo de crecimiento del 18,5% en el tercer trimestre del año, cuatro puntos por encima de la tasa de fin de 2001. Los de las viviendas usadas están manteniendo una senda de crecimiento más estable y moderada, situándose su avance en el entorno del 15% desde principios de 2001 y mostrando un ligero repunte en el tercer trimestre de 2002.

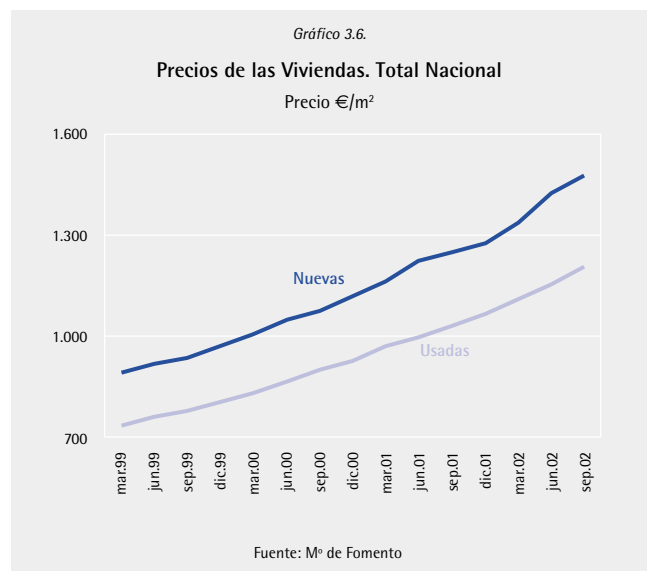
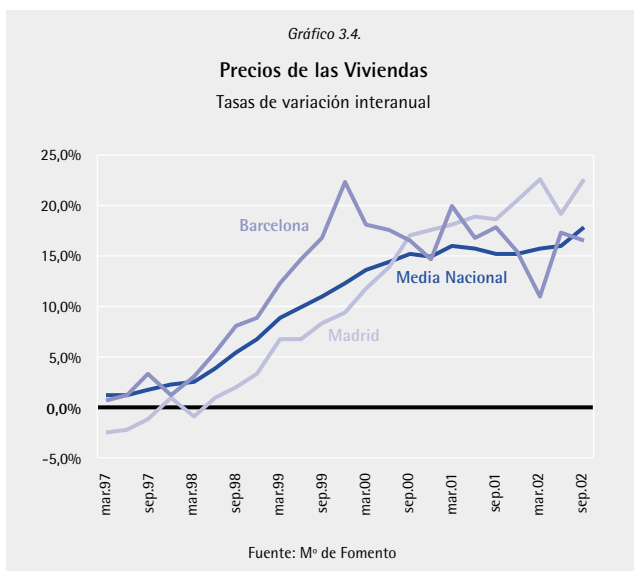
El precio del metro cuadrado construido alcanzó, en el tercer trimestre de 2002, los 1.475 euros de media en el segmento de la vivienda nueva y los 1.205 euros en el de segunda mano. Esta diferencia en el nivel de precios entre la vivienda nueva y la usada se ha mantenido relativamente estable desde mediados de 1992.

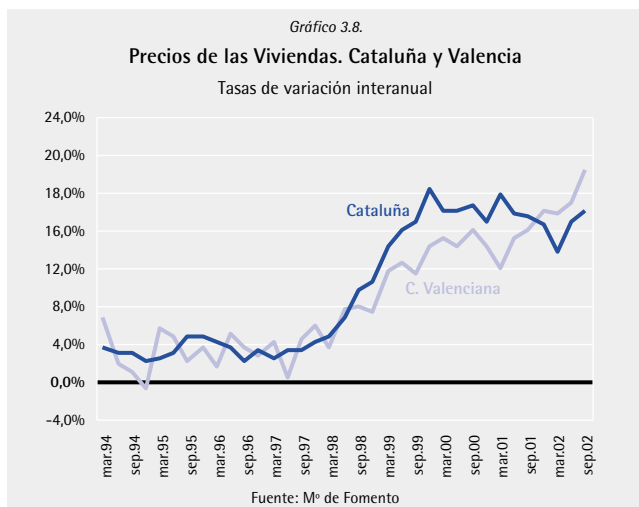
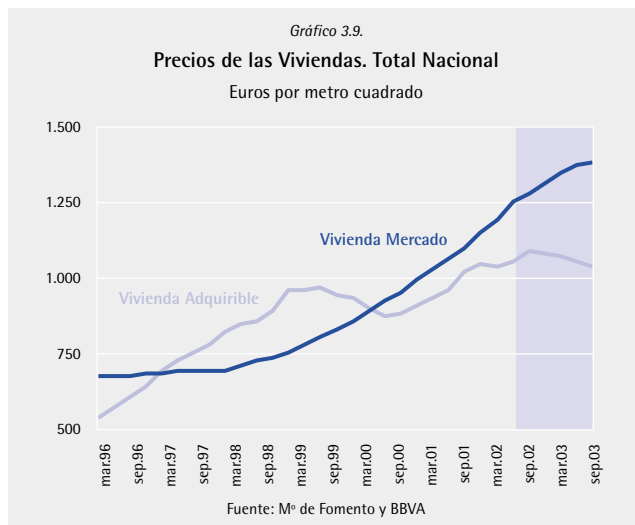
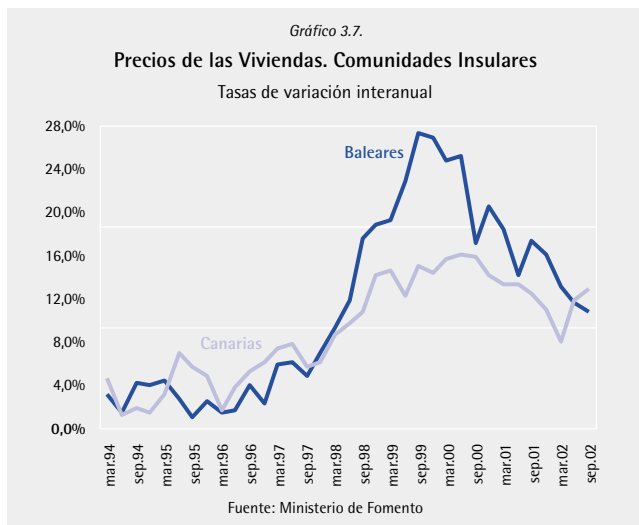
Si bien es cierto que los aumentos de precios han sido mayores en los municipios costeros que en los de interior

en el actual ciclo inmobiliario, a lo largo del año de 2002, el mayor dinamismo ha correspondido a los mercados de interior con avances de precios mayores que en los de costa.

La ralentización del sector turístico está teniendo cierto impacto en el mercado inmobiliario costero por la menor demanda de no residentes y las peores perspectivas de revalorización de la inversión por parte de los residentes. Así, en la Comunidad de Baleares o en la de Canarias, los aumentos de precios fueron inferiores al 14% a lo largo de 2002. En el litoral del mediterráneo peninsular, por el contrario, la demanda nacional ha continuado impulsando los precios a tasas cercanas a la media nacional.

En 2003, los factores económicos que fundamentan la evolución de los precios indican que las revalorizaciones inmobiliarias no debieran ser superiores a la inflación en 2003, sin embargo, la tendencia de los precios indica que otros factores pudieran llevar a que los precios





inmobiliarios cerraran el año con un avance del 10% (ver tema del cuatrimestre). En el caso de que los precios avanzaran a tasas similares a las actuales o superiores, se estarían produciendo revalorizaciones no justificadas por los fundamentos, que tenderían a ajustarse en el medio plazo.

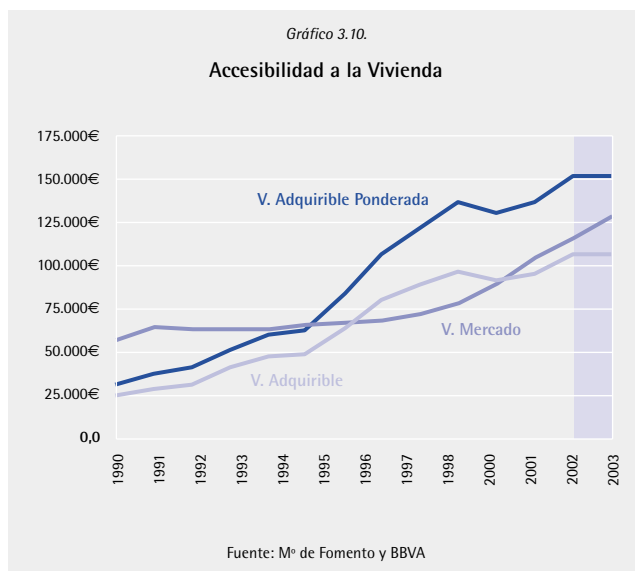
**Empeoran los ratios de accesibilidad a la vivienda.**

Los descensos de los tipos de interés y las mejoras salariales han permitido una mejora de la capacidad de endeudamiento de las familias en 2002. Sin embargo, esto no ha evitado que se haya mantenido, e incluso acrecentado, el diferencial existente entre la capacidad de compra de una familia media y los precios existentes en el mercado. En el tercer trimestre de 2002, el precio que una familia con un solo ingreso salarial podía pagar por una vivienda era del entorno de los 109.000 euros, mientras que una vivienda de tamaño y precio medio ascendía a un total de 128.200 euros.

A lo largo de 2003, es previsible que se produzca un ligero aumento de los tipos de interés hipotecarios, lo que

supondrá un ajuste de la capacidad de financiación de las familias hasta niveles del entorno de los 106.000 euros, aumentando la diferencia con los precios existentes en el mercado. Ahora bien, si consideramos el total de personas trabajando por familia, que en la actualidad es ligeramente superior a 1,4 miembros, la capacidad de compra aumenta hasta los 150.000 euros de media y continua siendo superior a los precios medios existentes en el mercado.

Por otro lado, dada la actual tendencia de los precios residenciales, la mejora de los tipos hipotecarios no se ha trasladado a los ratios de accesibilidad, que han empeorado a medida que avanzaba el año: en relación con los salarios de las familias, en el tercer trimestre de 2002, la compra de una vivienda de tamaño y precio medio era equivalente a cinco años y ocho meses del salario medio, seis meses más de salario que a principios de año. En términos de esfuerzo, este importe supone destinar el 47,5% del salario bruto al pago de las cuotas hipotecarias en el caso de adquirir la vivienda con financiación externa en condiciones de mercado.



## 4. Financiación Inmobiliaria

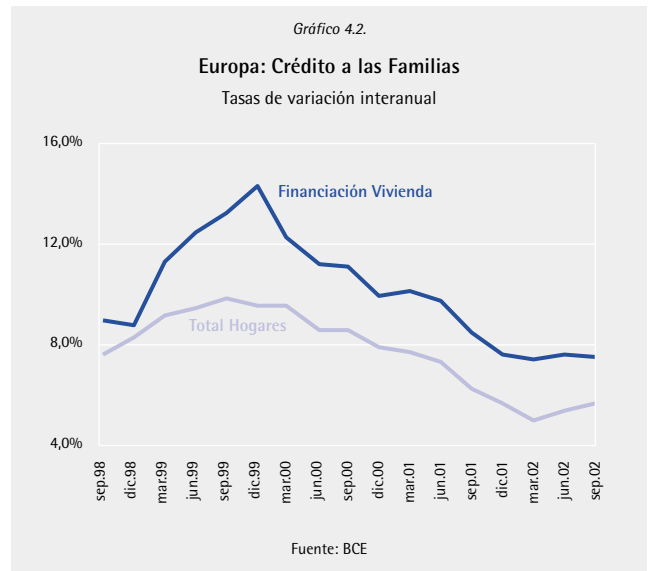
Se recupera muy ligeramente la financiación inmobiliaria en Europa...

En la zona del euro, a lo largo de 2002, se ha detenido la desaceleración de la financiación a la vivienda, mostrando en el segundo y tercer trimestre de año tasas de crecimiento superiores a las de principios de año, en un entorno de tipos de interés descendentes.

A pesar del menor crecimiento del empleo en Europa, la ligera recuperación de la confianza de los consumidores ha acompañado al aumento de la financiación de los hogares. Tras dos años de desaceleración por el menor crecimiento económico, el crédito para la adquisición de viviendas también ha mostrado una evolución más estable en 2002.

La disminución de la demanda residencial que se produjo en Europa a principios de 2000 se tradujo en una moderación importante del crecimiento del crédito hipotecario hasta el primer trimestre de 2002, en el que las tasas de crecimiento del saldo fueron inferiores al 7%, la mitad de las observadas a finales de 1999.

A finales del tercer trimestre de 2002, el crédito para la financiación de viviendas presentó un saldo vivo de 2,14 billones de euros, lo que significó un aumento del volumen de recursos destinados a la vivienda en el conjunto de los países del área del euro del 7,5% interanual. El conjunto del crédito avanzó en el mismo periodo a tasas del 5,7%. Desde principios de 1998, el crédito para la financiación de viviendas ha ganado importancia en el total de la financiación a las familias, hasta representar el 65,9%, es decir, dos de cada tres euros en la cartera de las entidades europeas destinados a financiar a las personas físicas están avalados por un colateral inmobiliario.

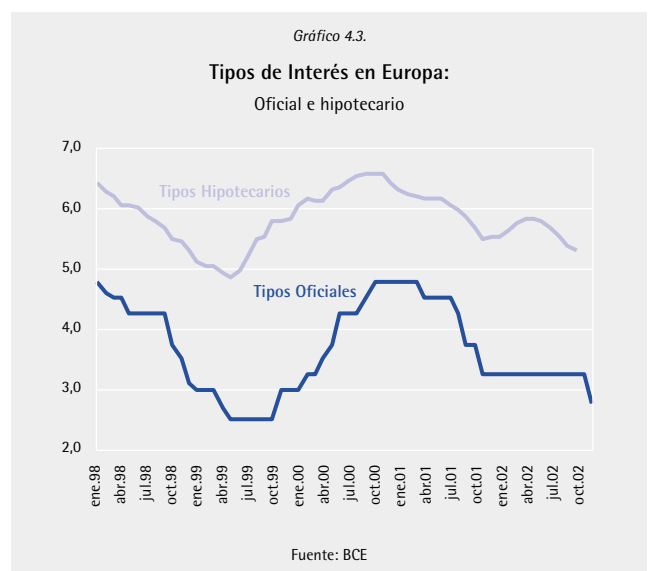
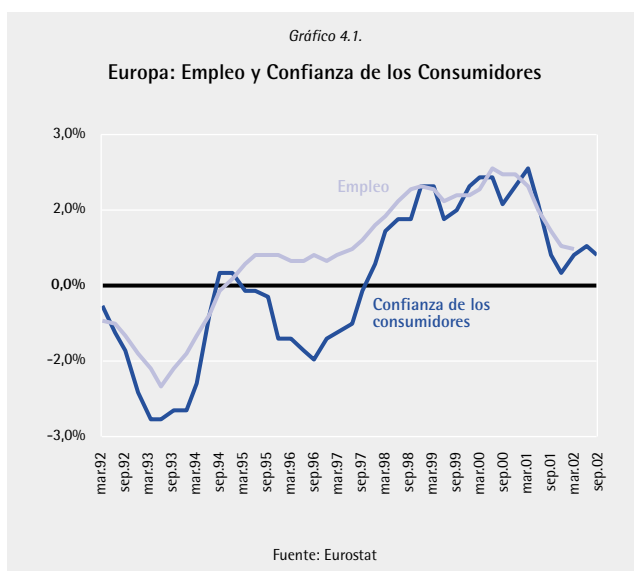


En diciembre de 2002, el Banco Central Europeo recortó en 50 puntos básicos (p.b.) el precio del dinero, hasta situarlo en el 2,75% actual. Los tipos hipotecarios han anticipado el recorte del precio del dinero con un descenso de 54 p.b. desde el máximo de mayo, hasta situarse en el 5,28% de media en noviembre de 2002.

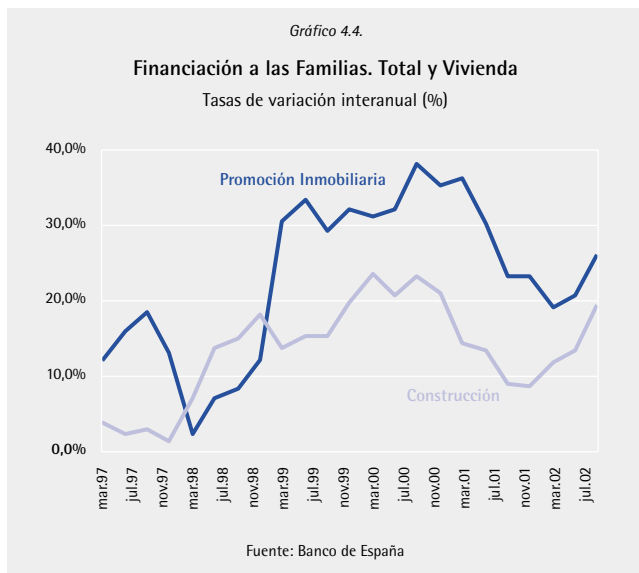
Las previsiones para 2003, indican que si bien pudieran continuar los descensos en los primeros meses del año, los tipos de interés de los préstamos hipotecarios tenderán a aumentar en la medida en que se produzca la reactivación económica del área euro.

### ...con un comportamiento más positivo en España

En España, la financiación inmobiliaria ha mantenido un ritmo de crecimiento mayor que en Europa, con un repunte de las tasas desde principios de año en todos los segmentos. Así, la financiación a los promotores







inmobiliarios ha mostrado tasas de crecimiento elevadas, con un renovado dinamismo desde la primavera de este año en consonancia con la evolución de la actividad promotora. Hasta el tercer trimestre de 2002, la financiación destinada a la promoción inmobiliaria alcanzó un saldo de 51.298 millones de euros, con un aumento interanual del 26%, siete puntos superior al crecimiento del primer trimestre del año.

La financiación del segmento de la obra civil, menos afectado por las revalorizaciones inmobiliarias, ha presentado unas tasas de crecimiento más moderadas, pero con un perfil creciente, desde mediados de 2001. Esta rúbrica ha alcanzado un saldo vivo de 53.777 millones de euros.

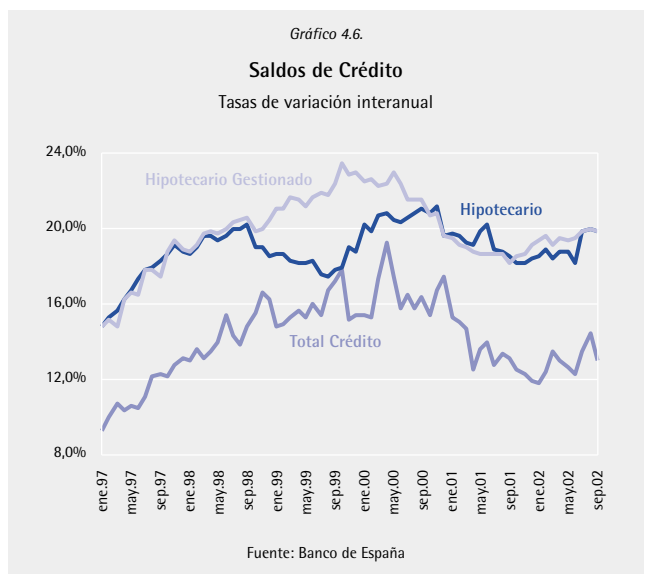
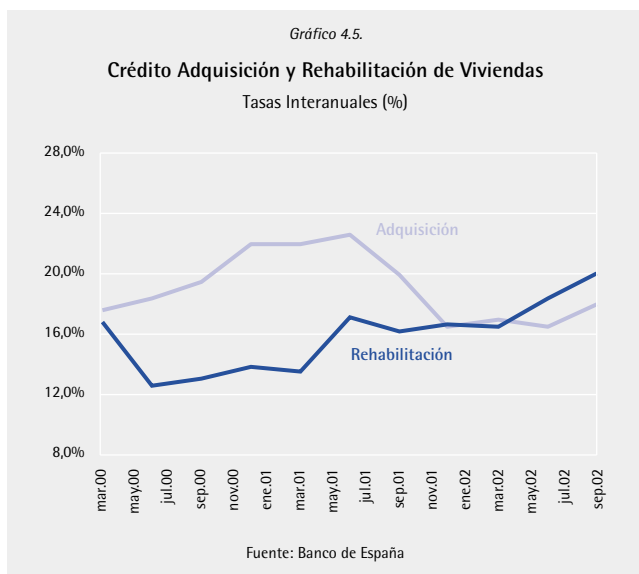
En el caso de la financiación a la vivienda, en España, también se ha mantenido una senda de crecimiento más elevada que la europea, con un incremento interanual

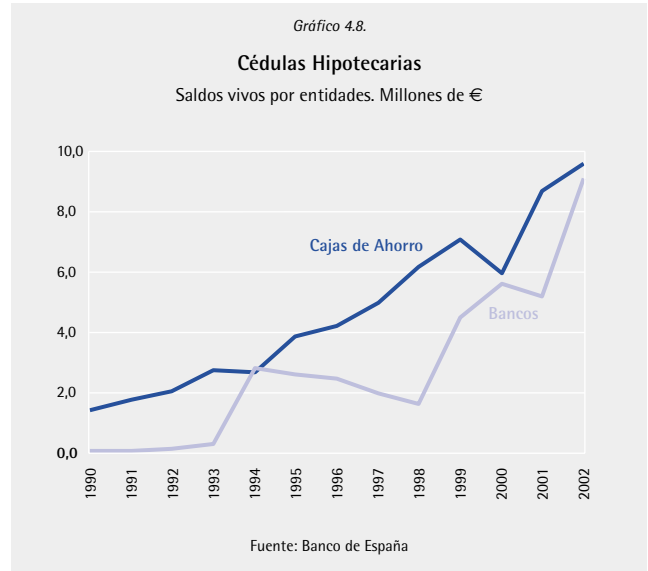
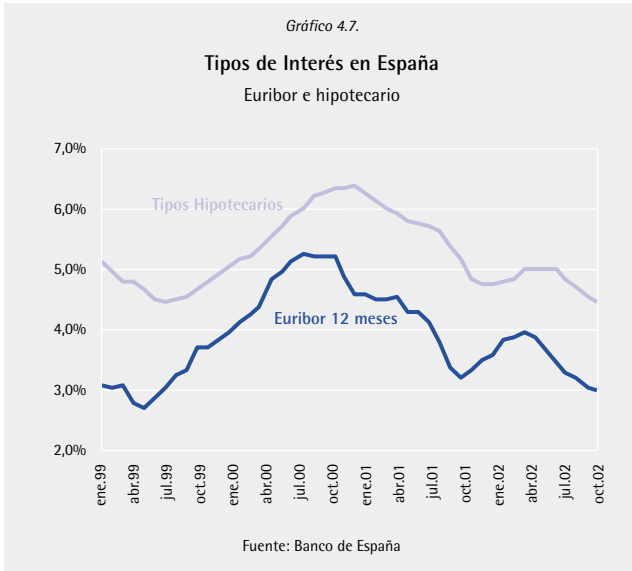
del 18% hasta el tercer trimestre de 2002, pero mostrando un perfil similar, con una recuperación significativa del crédito a medida que avanzaba el año. El crédito para la rehabilitación de vivienda está manteniendo mayor dinamismo y está presentando tasas de crecimiento mayores que el segmento de la adquisición. En su conjunto, la financiación a la vivienda presentó un saldo de 234.668 millones de euros a finales de septiembre de 2002.

La buena marcha de la financiación a la vivienda, en todos sus segmentos, ha impulsado la demanda de crédito con garantía hipotecaria que, a finales de octubre de 2002, presentaba un saldo vivo de 347.826 millones de euros, con un avance interanual del 20%, más de cinco puntos por encima de la financiación total al conjunto de la economía. El crédito hipotecario ha aumentado su peso en la cartera de las entidades financieras hasta superar en la actualidad el 50% de la cartera de créditos vivos.

Esta evolución del crédito se ha producido en un entorno de bajos tipos de interés, ya que si bien comenzaron el año con ligeras alzas, desde julio de 2002 los tipos hipotecarios se habrán reducido en más de 50 puntos básicos, hasta situarse por debajo del 4,5%. Las perspectivas apuntan a ligeros aumentos a lo largo de 2003, especialmente después del verano, que pudieran llevar a que los tipos hipotecarios cerraran el año en el entorno del 5,5%.

En noviembre de 2002, los índices de referencia del mercado hipotecario continuaron con los descensos iniciados en el verano y se situaron en los mínimos anuales. El índice del euribor a 12 meses cerró el mes con una media del 3,02% mientras que el índice de los tipos más empleados por el conjunto de las entidades financieras fue del 4,52%. El índice de referencia de la deuda descendió del 4% por primera vez en 2002.





### Los pasivos hipotecarios

El crecimiento del crédito hipotecario ha llevado a las entidades financieras a una mayor necesidad de captar pasivo, produciéndose un aumento de la utilización de los instrumentos propios de este mercado, básicamente cédulas y bonos de titulización hipotecaria.

Así, a finales del tercer trimestre de 2002, el saldo vivo de cédulas hipotecarias era casi de 18.700 millones de

euros, un 42% por encima del saldo existente un año antes. Los bonos de titulización hipotecaria suponían en las mismas fechas un saldo vivo de 14.764 millones de euros, casi un 22% por encima del saldo existente en septiembre de 2001. Los saldos de estos instrumentos representan, en conjunto, el 9,4% del total de las hipotecas gestionadas en España.

## 5. Situación Inmobiliaria en Latinoamérica

### Informe Inmobiliario Chile.

Francisca Lira,  
Gerencia de Estudios. BBVA Banco BHIF

#### El mercado inmobiliario en Chile

##### 1. Introducción

El sector de la construcción es uno de los más relevantes del país tanto por su tamaño en términos de participación en el PIB como, especialmente, su participación en el empleo. De hecho, no puede entenderse la recesión chilena de 1999 sin entender qué le pasó a este sector. Históricamente, el desarrollo del sector de la construcción y del mercado inmobiliario en Chile ha contado con tres grandes ventajas:

- (a) El fuerte y estable crecimiento de la economía desde 1986 hasta 1998. En dicho período, el PIB creció al 7,3% promedio anual, lo que permitió que se generara un círculo virtuoso, en que la caída en el desempleo, el alza en los salarios, el desarrollo del sistema financiero y particularmente el bancario y la modernización de las empresas del sector se conjugaron para permitir un crecimiento acelerado del sector;
- (b) La moderación de la inflación a lo largo de la última década. Chile había sido tradicionalmente un país de inflación alta: a comienzos de los noventa la inflación era del 27%, mientras que los últimos datos la sitúan alrededor del 3%, en su nivel de largo plazo. La existencia de una unidad de cuenta, llamada "unidad de fomento" o UF, que varía con la inflación mensual, ha permitido la persistencia de un mercado hipotecario amplio en los años de elevada inflación.
- (c) Finalmente, simultáneamente con el crecimiento de la economía y el control de la inflación, se ha generado demanda para instrumentos financieros de largo plazo. Esta demanda es consecuencia de la reforma del sistema de pensiones y su impacto sobre el mercado de los seguros de vida que se ha desarrollado en Chile la necesidad de invertir en instrumentos de largo plazo, algunos de los cuales son los créditos hipotecarios.

En 1999, Chile vivió una recesión en que el PIB total del país cayó un 1%. En ese contexto, el sector de la construcción fue el más perjudicado con un descenso de su actividad del 10% y una masiva destrucción de empleo. Desde el cuarto trimestre de 2000, el sector se ha recuperado y se ha convertido en uno de los más pujantes de actividad.

En la parte 2 se describe el sector de la construcción en Chile mientras la parte 3 queda para el mercado de la

vivienda, ambos desde el punto de vista tanto institucional como estrictamente económico. La principal de las conclusiones es que se espera que dinamismo del sector se mantenga en el futuro.

#### 2. El sector de la construcción en Chile

##### 2.1. Antecedentes Globales

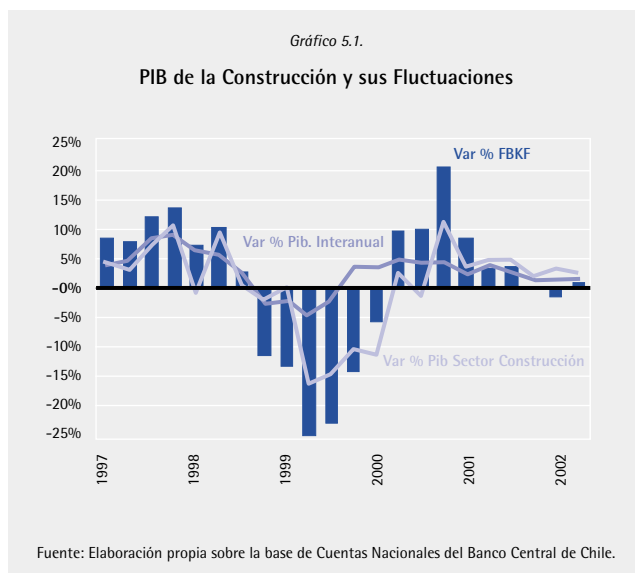
Al cierre de 2001 el sector construcción – que incluye el segmento habitacional, no habitacional, obras de ingeniería, reparaciones y demoliciones<sup>1</sup> – representó aproximadamente el 8% del PIB total, dando ocupación también al 8% del empleo total nacional. Este sector se caracteriza por mayores fluctuaciones en su nivel de actividad que otros sectores económicos, generándose excesos de oferta tras los períodos de "boom", que se traducen en estancamientos en el mercado, en periodos de ralentización económica, hasta materializar las liquidaciones de stocks.

Tras haber impulsado al PIB, con un fuerte crecimiento de 9,2% en el lapso 1986–1996, superior a la expansión económica global de 7,7% del periodo, a partir de 1997 la construcción comenzó a mostrar tasas de variación más moderadas, marcando un promedio de 0,8% entre 1997 T1 y 2002 T2, mientras el PIB crecía a una tasa media del 3,1%.

El gráfico deja de manifiesto la mayor fluctuación de la construcción respecto del PIB agregado, pero su relativa mayor estabilidad como componente de la inversión<sup>2</sup>. En el peor periodo de la recesión, la Formación Bruta de

<sup>1</sup> No habitacional: son edificaciones distintas de vivienda, tales como escuelas, hospitales, oficinas, etc. Obras de Ingeniería son de proyectos de infraestructura tales como caminos, puentes, centrales eléctricas, etc.

<sup>2</sup> La desviación estándar entre 1997 T1 y 2002 T2 es de 7% para el PIB de la construcción, 12% para la FBKF y 3% para el PIB total.



Capital fijo cayó más de 23%, por la fuerte volatilidad del componente de inversión en maquinaria y y la contracción de la construcción, que fue del 15% a pesar del comportamiento anticíclico de la inversión pública, que en los últimos 10 años ha representado cerca del 27% de la inversión total sectorial y alcanzó su máximo en 1999.

A partir del último trimestre de 2000, el PIB sectorial ha constituido un impulso para la economía gracias a la continua expansión de la inversión en infraestructuras públicas y al dinamismo del sector habitacional. Desde el final de la recesión, la demanda residencial ha absorbido los excesos de inventarios habitacionales, apoyada por los descensos de los tipos de interés hipotecarios y la caída de los precios de los terrenos.

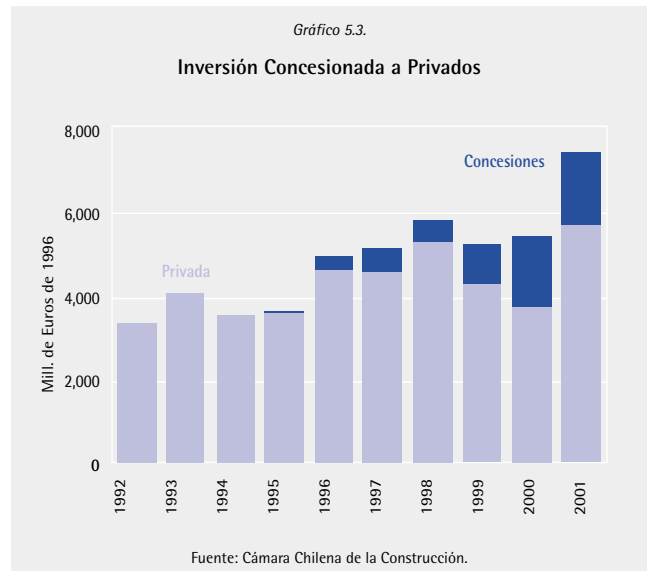
**2.2. Composición del sector: vivienda, infraestructura y otros**

Durante la década de los 90, la inversión en construcción de vivienda e infraestructura totalizó cerca del doble que el observado en las décadas anteriores, y su evolución anual se muestra en el siguiente gráfico.

**(a) Inversión en Infraestructura**

Respecto del crecimiento de inversión en infraestructura se distinguen dos etapas: la primera, entre 1992 y 1996, en la que la inversión creció a una media del 15% y la segunda, desde 1997 hasta 2001, en la que el crecimiento medio se moderó hasta el 6%, impulsado básicamente por la inversión pública, incluyendo obras concesionadas.

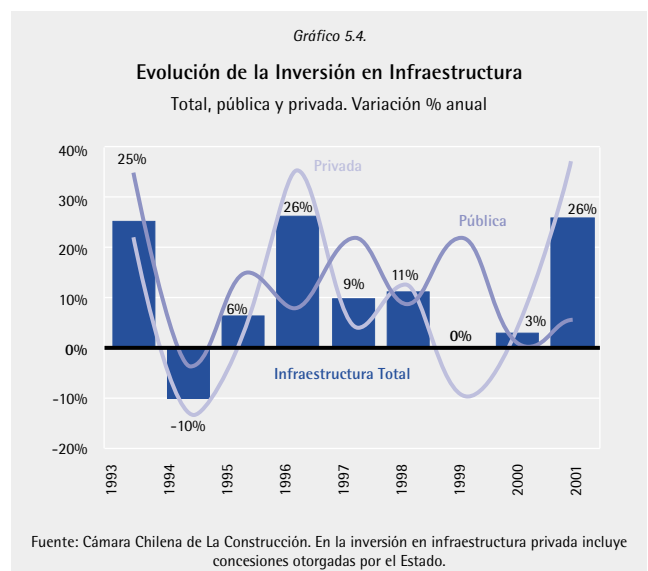
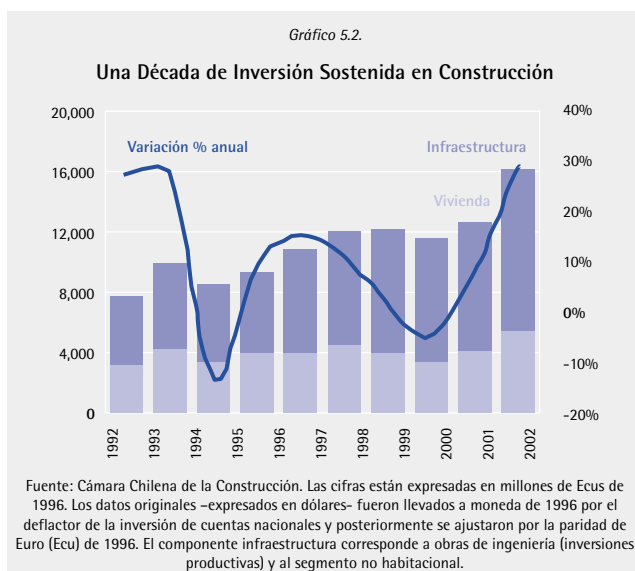
El notable crecimiento de la inversión en infraestructura en el país se explica tanto por una situación macroeconómica propicia como por el impulso específico otorgado por las reformas económicas implementadas durante la década pasada y con anterioridad. La inversión extranjera atraída en parte por el proceso de privatización



de grandes empresas públicas iniciado en la segunda mitad de la década de los ochenta, contribuyó también a la expansión de la inversión en infraestructura.

En 1991 se creó el programa de concesiones de infraestructura pública, con el objetivo de solucionar la problemática del déficit en infraestructura de transporte y con el fin de suplir la escasez del sector público en lo referente a recursos financieros, de organización y humanos. El programa de concesiones, que incluye un sistema de contratos de construcción, operación y transferencia de obras, comenzó a dar sus frutos en 1993 y su importancia dentro del total de inversión pública ha ido ganando importancia de año en año representando en 2001 cerca del 16% del total. En el gráfico siguiente se muestra la evolución de inversión en concesiones en comparación con la inversión privada no inducida.

En el siguiente gráfico se observa que en 1999, año de la recesión, quedó en evidencia el rol contracíclico de la



inversión del sector público, con una expansión del 21% mientras la inversión privada caía de forma importante, para totalizar una expansión nula en la inversión en construcción. Si se considera que la inversión pública incluye a las concesiones (inversión privada inducida) se observa que a partir de 1997, ésta muestra una evolución en dirección opuesta al de la inversión privada, dejando de manifiesto el rol anticíclico de la política fiscal sectorial.

**(b) Inversión en Vivienda**

En la década de los 90, la inversión en vivienda experimentó un crecimiento promedio anual de 5% y estuvo impulsada principalmente por el sector privado, que ha llevado a cabo más del 80% de la inversión total. De dicha inversión privada, un 20% corresponde a obras encargadas por el sector público a constructoras privadas y el 80% restante corresponde a proyectos privados desarrollados por cuenta propia y vendidos a terceros, que los han financiado casi en su totalidad con créditos hipotecarios.

En Chile se construyen en promedio cerca de 100.000 viviendas por año, cuya evolución se muestra en el gráfico siguiente, observándose que tras el máximo de 140.000 viviendas construidas el año 1996, el número de unidades habitacionales edificadas mostró caídas en los años 1998 a 2000.

De acuerdo a antecedentes proporcionados por la Cámara Chilena de la Construcción, de esas 100.000 cerca de 30.000 corresponden al sector privado y se venden sin subsidios estatales a través de financiamiento proporcionado por bancos y sociedades financieras especializadas.

**3. El mercado hipotecario en Chile**

**3.1 Caracterización de los tipos de vivienda**

El segmento habitacional en Chile, está comprendido por viviendas sociales, viviendas adquiridas por subsidio y viviendas privadas, cuya respectiva participación estimada

sobre el número total de viviendas construidas en 2001 fue del 15%, 58% y 27% respectivamente.

Las viviendas sociales (o viviendas básicas) son inmuebles de carácter permanente, construidos de material sólido, preferentemente ladrillo, con una superficie edificada de entre 38m<sup>2</sup> y 42m<sup>2</sup>, y de un precio inferior a los 7.100 euros (300 UF)<sup>3</sup>.

Las viviendas privadas cuya adquisición cuenta con subsidio estatal son aquellas cuyo valor fluctúa entre los 9.000 y 35.600 euros y su superficie edificada entre 47 m<sup>2</sup> y 80 m<sup>2</sup>, y cuyos compradores pueden optar a un subsidio estatal de demanda, que fluctúa entre el 6% y el 26% del precio del inmueble, dependiendo del valor de la propiedad, previa exigencia de un ahorro mínimo equivalente al 10% del valor final de la vivienda. En caso de tratarse de zonas de renovación urbana, dicho subsidio cubre entre el 13% y 36% del valor total de la vivienda, alcanzando un máximo de 4.750 euros para aquellas unidades habitacionales de menos de 11.900 euros. En dicho proceso el Estado interviene únicamente en la entrega de los subsidios mientras que la responsabilidad por la construcción y su financiamiento, la comercialización y el otorgamiento de créditos al comprador son de responsabilidad de distintos agentes del área privada.

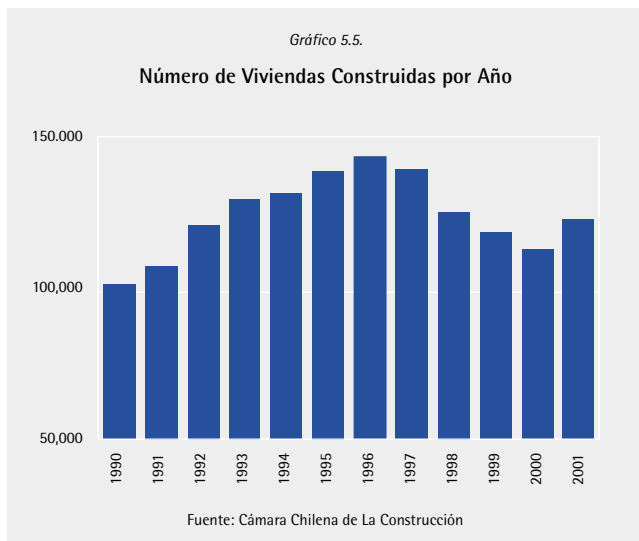
Las viviendas privadas sin subsidio corresponden a aquéllas adquiridas sin subsidio ni intervención estatal alguna. Su valor promedio es de 47.500 euros con una superficie construida en torno a los 100 m<sup>2</sup>.

**3.2 Fuentes de financiamiento para la vivienda**

Las alternativas de financiamiento para adquisición de viviendas son proporcionadas tanto por bancos como por otro tipo de instituciones financieras especializadas. La totalidad de los créditos se otorgan en Unidades de Fomento y los plazos fluctúan entre 8 y 30 años. La legislación vigente para créditos hipotecarios señala que el aporte del comprador debe ir desde 20% a 25% (dependiendo de la forma de financiamiento), aunque puede llegar a 10% bajo modalidad de entregar un crédito de consumo complementario al crédito hipotecario.

Los principales agentes dedicados a los préstamos hipotecarios son, principalmente, los bancos y, en segundo lugar, la compañías mutuarías y, de forma residual, las compañías de leasing habitacional. La participación sobre

<sup>3</sup> La Unidad de Fomento es una unidad de cuenta indexada a la inflación del mes inmediatamente anterior al periodo en que se calcula. Esta fue creada en 1967 (1 UF = 100) y a la fecha presente (30 noviembre de 2002) registra un valor de 16.711,03 pesos. Antes del día 9 de cada mes el Banco Central de Chile entrega públicamente el valor de la UF diaria para el periodo comprendido entre el día 10 del mes en curso y el 9 del mes siguiente, registrando una variación entre ambas fechas equivalente a la variación del Índice de Precios al Consumidor del mes inmediatamente anterior.



el saldo de crédito hipotecario se exhibe en la siguiente tabla:

	Mill. de euros	%
Bancos	8.158	81%
<i>Letras de Crédito</i>	5.658	56%
<i>Mutuos Hipotecarios</i>	2.500	25%
Compañías Mutuarias	1.791	18%
Compañías de Leasing Habitacional	118	1%
<b>Total</b>	<b>10.066</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia sobre la base SBIF, Minvu y otros

Los bancos captan cerca del 80% del mercado hipotecario. La casi totalidad de estas instituciones otorgan financiamiento para adquisición de viviendas cuyo valor es superior a los 21.600 euros mientras que el único banco estatal y algún banco privado de tamaño pequeño están orientados a segmentos de ingresos más bajos, financiando viviendas de un precio mínimo de 10.700 euros, entrando en el segmento viviendas con subsidio estatal. Las formas de financiamiento proporcionada por los bancos son letras hipotecarias (que se venden al mercado secundario) y mutuos hipotecarios principalmente endosables, aunque también existen modalidades asociadas al financiamiento recursos propios no endosables.

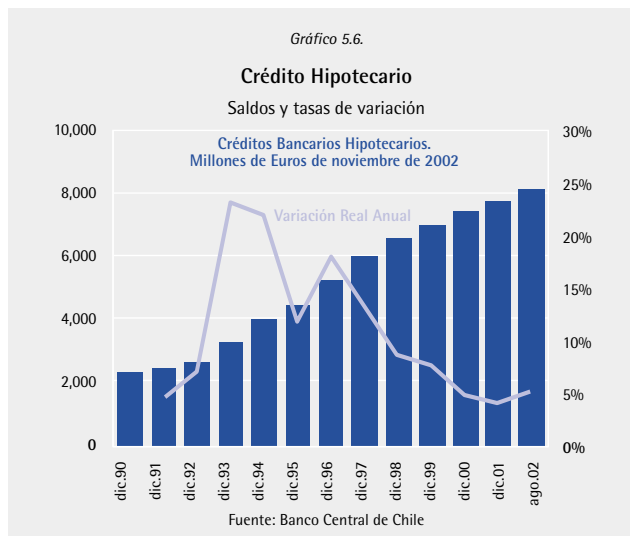
Las mutuarias son compañías especializadas en el otorgamiento de créditos por medio de mutuos hipotecarios. Si bien compiten por el mercado con los bancos, tienen la particularidad que abarcan un espectro algo más amplio, financiando viviendas más baratas desde 17.800 euros.

Las compañías de leasing habitacional financian viviendas de un valor mínimo de 11.900 euros bajo la modalidad de arrendamiento financiero. Si bien el monto aportado por el demandante es de apenas el 5% de total, estas instituciones aplican al contrato una tasa de interés implícita bastante más elevada que bancos y mutuarias.

### Evolución de los Créditos Hipotecarios Bancarios

Desde 1990, los saldos de crédito hipotecarios aumentaron, en términos reales, a tasas de 2 dígitos hasta 1997 con posteriores moderaciones hasta alcanzar tasas de expansión en torno al 5% a partir de 2000, como se puede observar en el siguiente gráfico.

En términos relativos esta expansión ha sido superior al de otras categorías de préstamos bancarios, y se explica básicamente por el crecimiento de los ingresos de la población, que han permitido acceder a la financiación a familias que antes no calificaban como deudores hipotecarios o a ampliar la capacidad para adquirir viviendas de mayor



valor o segunda. Lo anterior se conjugó favorablemente con la evolución de la industria bancaria en el país, donde la mayor concentración de la banca y la entrada a la propiedad de multinacionales extranjeras trajo consigo una mayor competencia en la industria, que redundó en una caída de las comisiones cobradas a los clientes. Además, desde mediados de la década los bancos comenzaron a ofrecer créditos por el 90% del valor de la vivienda (antes del 75% al 80%), lo que también ha contribuido al desarrollo de la demanda de crédito hipotecario.

### 3.3 Accesibilidad a la vivienda

El concepto de accesibilidad a la vivienda se refiere al esfuerzo financiero que tiene que realizar una familia (o la población como conjunto) al adquirir una vivienda de determinadas características por la vía de créditos hipotecarios dados sus ingresos mensuales. Es así como este indicador dependerá tanto de la evolución de los ingresos de la población, de los precios de las viviendas y de las condiciones de financiamiento existentes en cada momento.

#### Normativa Vigente

La legislación vigente establece que el monto del crédito hipotecario en letras de crédito que otorguen los bancos no podrán exceder del 75% del menor valor entre su precio de adquisición y la tasación bancaria del inmueble. Si los préstamos son otorgados por la vía de mutuos hipotecarios endosables –ya sea a través de bancos o mutuarias– dicha cobertura asciende a 80%. Lo anterior se fundamenta tanto en la prevención de caídas en los precios de los inmuebles – a fin de evitar que se deteriore la cobertura de garantías– y en financiar los gastos asociados a un eventual remate de la propiedad<sup>4</sup>. Esta situación es comparable a la de otros países con un mercado hipotecario desarrollado.

<sup>4</sup> En el punto 4 se trata el tema de evolución de precio de las viviendas.

Cuadro 5.2. Normativa vigente en Chile

	Letras de Crédito	Mutuos Hipotecarios (*)	Leasing Habitacional
% del valor del inmueble a financiar	75%	80%	95%
Cuota mensual/ ingresos propietario	25% para viviendas de menos de 71.200 euros		
Plazo	hasta 20 años	hasta 30 años	
(*) Se aplica a bancos y empresas mutuarías			
(**) Menor valor entre valor de tasación y precio de adquisición			
Fuente: Elaboración propia sobre la base SBIF			

Cuadro 5.3. Normativa vigente en Chile

País	Normativa	Comentarios
EE.UU.	80%	Si bien no hay una norma explícita, las instituciones que compran los créditos hipotecarios a los bancos y otros generadores, exigen esta cobertura.
Canadá	75%	Ampliable hasta 95%, vía contratación de un seguro para el valor de la propiedad.
Alemania	60% a 80%	Cuotas constantes Endowment
España	70% a 80%	Cuotas constantes
Francia	70% a 80%	Cuotas constantes
Italia	40%	Cuotas constantes
Reino Unido	90% a 95%	Cuotas constantes Endowment
Bélgica, Dinamarca	80%	Cuotas constantes
Irlanda, Portugal	80%	Cuotas constantes
Fuente: Los datos de EE.UU. y Canadá fueron tomados de A. Reinstein y G. Sanhueza 2002. *Límites a los préstamos hipotecarios*. La información de Europa es de la Federación Hipotecaria Europea		

### a) Políticas de Crédito (Valor mínimo de la vivienda a financiar y los ingresos mínimos requeridos)

A pesar de que la normativa vigente pone un límite del porcentaje del valor del inmueble a financiar, en la práctica los bancos financian hasta cerca un 90% del valor comercial del inmueble por la vía de otorgar un préstamo de consumo complementario. El importe máximo de este préstamo es de 15% del valor de la vivienda y se otorga a una tasa más alta que la del crédito hipotecario aunque al mismo plazo.

Si bien la normativa exige que la cuota mensual no supere el 25% de los ingresos para aquellas viviendas de menos de 71.200 euros, muchas de las entidades restringen los créditos a ratios relacionados con las cuotas totales pagadas al sistema financiero (incluyendo deudas hipotecarias y de consumo) respecto de los ingresos totales<sup>5</sup>. Lo anterior hace que el grado de accesibilidad a la vivienda disminuya a medida que se incrementan los créditos de consumo con

<sup>5</sup> Este indicador se centra en 50% y fluctúa entre 30% y 60% dependiendo de la edad, la fuente de ingresos del solicitante y sus antecedentes de comportamiento de pago con el sistema financiero.

la banca y otros agentes tales como tiendas por departamentos.

Asimismo, existen políticas de precio mínimos de la vivienda, lo que determina el monto de ingresos mínimos requeridos para acceder a cada categoría de crédito.

- Los bancos comerciales (excepto el banco estatal y otro pequeño que se orientan al segmento más bajo) financian viviendas desde 21.600 euros. Suponiendo que una familia adquiere una deuda por el 75% del precio de la vivienda y contrae el crédito a una tasa de interés de 8,3% a un plazo de 20 años, ésta debiera pagar una cuota mensual de 142.4 euros (excluidos los seguros asociados al crédito y a la propiedad), lo que se traduce en que el ingreso familiar mensual debiera ser superior a 570 euros para acceder a este tipo de vivienda con financiación externa.
- El banco estatal financia viviendas de un valor mínimo de 11.100 euros. Realizando el mismo cálculo que para el caso anterior y también excluyendo los seguros, pero utilizando una tasa de 9%, el dividendo a pagar alcanza a 76 euros, con lo que la renta mínima exigida es de 303 euros.
- Las compañías de mutuos hipotecarios financian un valor mínimo de la propiedad 17.800 euros. El dividendo e ingreso mensual asociado es de 120 y 480 euros respectivamente (tasa 9%; plazo 30 años).

### b) Accesibilidad a la vivienda

A fin de ver la evolución de ingresos de las familias en Chile se trabajó con los antecedentes arrojados por la encuesta Suplementaria de Ingresos de Hogares y Personas desde 1988 hasta 2000. Esta es realizada con frecuencia anual –salvo algunos años– por el Instituto Nacional de Estadísticas<sup>6</sup>. El tamaño de la muestra fluctúa en torno a las 30.000 familias –equivalente al 1% del total– con un intervalo de confianza del 95% y los datos se estratifican al nivel de deciles de ingresos.

En el periodo considerado los ingresos reales promedio familiares crecieron en un 4,8% anual pasando desde 425 euros en 1988 hasta 855 euros en 2000 (620 euros en 1992 y 932 euros en 1997). Entre 1988 y 1993 los ingresos crecieron en 7% promedio anual, para posteriormente desacelerarse hasta una tasa de 2,9% en el periodo 1995 a 2000<sup>7</sup>. El importante crecimiento de ingresos, sumado al hecho de que, en promedio, las familias pertenecientes a

<sup>6</sup> Los años considerados son aquellos comprendidos entre 1988 y 2000 inclusive, a excepción de los años 1989 y 1994 en los cuales la encuesta no se realizó.

<sup>7</sup> Los ingresos incluyen: a) aquellos provenientes de la ocupación (trabajo asalariado y no asalariado); b) de otro tipo tales como rentas y dividendos de la propiedad y c) transferencias desde el sector público (pensiones, subsidios de cesantía) y entre hogares (pensiones alimenticias).

los deciles de más bajos ingresos, han mostrado un crecimiento superior a la media, se ha traducido en que cada vez menos familias registren ingresos por debajo del límite inferior exigido por las instituciones que otorgan créditos hipotecarios.

- Acceso a financiamiento para adquisición de viviendas

En la siguiente tabla se muestran la evolución del porcentaje de familias de acuerdo a los siguientes tramos de ingresos, todos en moneda de diciembre de 2001. Estos tramos de ingresos fueron estratificados de acuerdo a las consideraciones de ingresos mínimos requeridos para acceder a créditos hipotecarios con las distintas categorías de agentes, descritas en el punto b de la presente sección.

Cuadro 5.4. Número de familias según tramos de ingresos					
Ingreso mensual familiar. Euros en moneda de diciembre de 2001					
(*)	Menor que 303	303-480	480-570	Mayor a 570	Total
1988	60%	20%	10%	10%	100%
1990	50%	20%	10%	20%	100%
1992	40%	20%	10%	20%	100%
1995	20%	20%	10%	50%	100%
1997	20%	20%	10%	50%	100%
1999	20%	20%	10%	50%	100%
2000	20%	20%	10%	50%	100%

(*) Menor a 303 euros	Sin acceso a financiamiento hipotecario privado
Desde 303 hasta 480 euros	Bancos orientados al segmento económico (estatal y otro)
Desde 480 hasta 570	Mutuarias y bancos orientados al segmento económico
Mayor a 570 euros	Bancos

Fuente: Elaboración propia sobre la base Encuesta suplementaria e ingresos de cada año del Instituto Nacional de Estadísticas. Los tramos de ingresos se dividieron de acuerdo a lo señalado en el punto b de la presente sección

Los principales antecedentes que se desprenden de la tabla son: a) el número de familias que no tienen acceso a financiamiento hipotecario – definido bajo los supuestos ya planteados- ha caído en forma importante en los últimos 10 años, pasando desde 50% en 1990 hasta 10% en 2000; b) el número de familias que tienen acceso a créditos otorgados a través del banco estatal y compañías de mutuos hipotecarios ha logrado aumentar desde 30% en 1990 hasta 40% en 2000 y c) las familias con acceso a financiamiento solamente bancario han aumentado desde 20% hasta 50%. Destaca el incremento experimentado en el periodo 1990 a 1995, fecha en que las colocaciones bancarias mostraron una importante expansión.

- Vivienda Adquirible

El concepto de "vivienda adquirible" se define como el precio máximo de la vivienda que pueden financiar vía crédito hipotecario las familias en atención a sus ingresos mensuales<sup>8</sup>. Considerando las importantes diferencias de

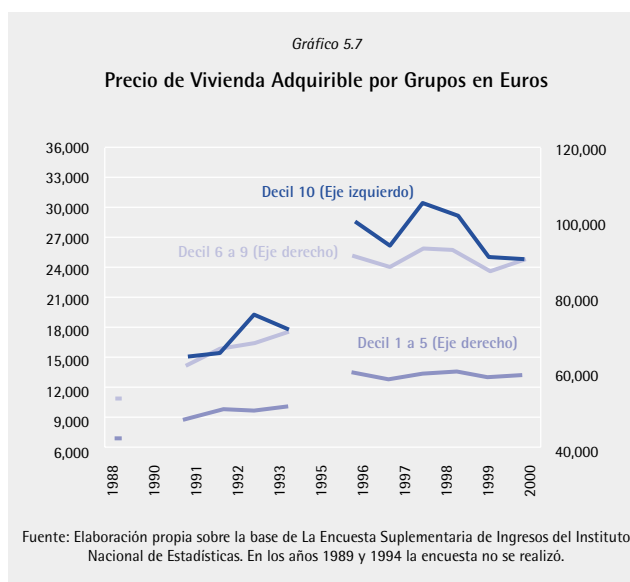
ingresos entre los diferentes deciles que arroja la encuesta, se estratificó el valor de la vivienda adquirible usando los ingresos promedio de a) los 5 deciles más pobres; b) los 4 deciles de ingresos medios y c) el decil de más altos ingresos. A los 5 deciles más pobres se les adicionó un subsidio estatal de 2.850 euros a lo largo de todos los años sobre el valor calculado de la vivienda.

En el siguiente gráfico se muestran los resultados de vivienda adquirible expresada en euros.

Se observa que en los tres segmentos de ingresos considerados hay un incremento importante en el valor de la vivienda adquirible hasta 1997, con posterior caída en los años 1998 y 1999 y recuperación en el año 2000.

La vivienda adquirible por el decil más rico de la población pasa desde un valor de 67.600 euros en 1990 hasta 96.600 euros en 2000, habiendo alcanzado un máximo de 113.850 euros en 1997. La importante caída de 11% en el valor de la vivienda adquirible en 1999 respecto del año anterior y su apenas leve recuperación a partir de 2000, se habría compensado en buena parte con la caída en los precios de adquisición experimentadas en el mismo periodo con lo cual las características de la vivienda a adquirir no habrían variado de manera tan importante. Sin embargo, se habrían visto afectadas por la caída de ingresos aquellas familias que contrajeron créditos con anterioridad a esa fecha, pues el dividendo mensual habría aumentado como proporción del ingreso mensual.

La evolución de vivienda adquirible de los deciles medios muestra un comportamiento bastante más acentuado, pues el precio que este segmento puede pagar por una unidad habitacional, prácticamente se duplicó en el periodo considerado pasando desde 10.900 euros en 1988 hasta 24.800 euros en 2000, habiendo alcanzado un máximo de 26.000 euros en 1997.



<sup>8</sup> Esto suponiendo que dicha vivienda se adquiere por financiamiento bancario o de empresas mutuarías en las siguientes condiciones: plazo: 20 años; tasa: 8,3%; porcentaje de financiamiento 75% y cuota mensual a ingresos de 25%.



El segmento de ingresos bajos (deciles 1 a 5) ha mostrado un comportamiento más estable, dado en buena medida por la atenuante que significa el subsidio estatal promedio de 2.850 euros. Este valor ha fluctuado entre 8.750 euros en 1990 hasta 13.400 en 2000.

### 3.4 Tasas de financiamiento hipotecario

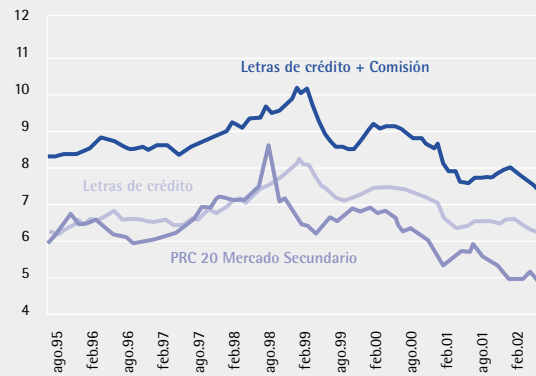
Los créditos hipotecarios en letras de créditos son ofrecidos al cliente a la tasa de costo de fondos, asociada al valor de transacción de las letras hipotecarias a un valor cercano al valor par más una comisión por costos de administración, la que fluctúa en función inversa al monto del crédito a otorgar considerando la gran cantidad de costos fijos asociados a la cobranza y administración de la cartera. Si bien la tasa final a cliente sigue la tendencia de las tasas de mercado de largo plazo, muestra mayor estabilidad en el tiempo que las tasas reales a las que se transan en el mercado secundario los papeles de 20 años plazo del Banco Central de Chile.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de las tasas de interés en UF de préstamos hipotecarios en letras de crédito financiados por los bancos. Se observa que a pesar de la importante y persistente caída en las comisiones cobradas por los bancos –que pasaron desde 3% en 1991 hasta menos de 1,2% en julio de 2002– la tasa final cobrada al cliente muestra una tendencia a la baja importante recién a partir de mediados de 1999. De hecho entre abril de 1999 y julio de 2002, la tasa ofrecida a clientes ha caído en 2,7 puntos porcentuales, pasando desde 10,02% hasta 7,33%. Sin embargo, si se compara la tasa actual con la tasa promedio de los años 1995 y 1996, correspondientes al “boom” hipotecario, la diferencia baja hasta apenas 1,0 punto porcentual. De hecho recién a partir de marzo de 2001, la tasa baja del nivel promedio (8,4%) observado en esos años.

Llama la atención que los instrumentos emitidos por el Banco Central en igual moneda y al mismo plazo muestren fluctuaciones en su tasa algo más pronunciadas que el de letras hipotecarias. De hecho desde comienzos de 2000 hasta julio de 2002, los PRC 20 han caído en 198 pb, mientras la tasa hipotecaria cobrada a clientes lo ha hecho en 173 pb.

Gráfico 5.9.

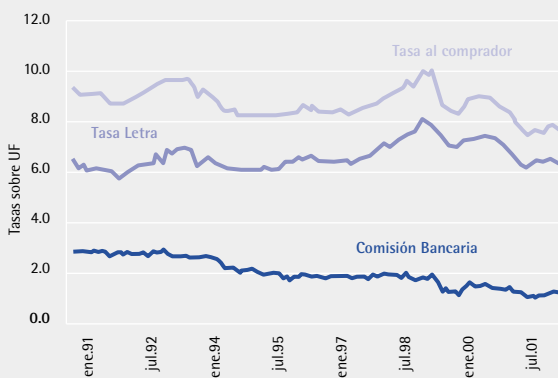
Tasas Hipotecarias fluctúan menos que precio de pagarés de Banco Central a igual plazo



Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico 5.8.

Las tasas de Créditos Hipotecarios no han bajado tanto



Fuente: elaboración propia sobre la base SBIF

## 6. Tema del Cuatrimestre

# Una aproximación cuantitativa a la "burbuja" inmobiliaria

Manuel Balmaseda  
Ignacio San Martín  
Miguel Sebastián\*

### Introducción: "boom" y "burbuja"

En 2002, a pesar de la desaceleración económica, la construcción, en general, y la edificación residencial, en particular, continuaron expandiéndose a ritmos elevados, convirtiéndose en el principal soporte de la actividad económica. El "boom" inmobiliario, definido a partir de las cantidades, es decir, del número de viviendas construidas, comenzó a finales de los noventa, coincidiendo con la última fase expansiva de la economía española, y mantiene su vigor pese a que el ritmo de actividad general ha comenzado a desacelerarse. El "boom" se ha traducido en que, a partir de 1999, el número de viviendas iniciadas anualmente se haya duplicado con respecto a la media del periodo 1980-1998, pasando del entorno de las 250 mil viviendas iniciadas al año a más de 500 mil. Este auge de la construcción residencial ha ido acompañado de un incremento muy sustancial de los precios de la vivienda, que han pasado de crecer anualmente algo menos de un punto por encima de la inflación de los bienes de consumo en el periodo 1990-1999 a hacerlo en un 11% real de media en 2000-2002, periodo en que la economía ha crecido a tasas más bien modestas. La evolución más reciente mostrada por los precios es de una aceleración, alcanzando en el tercer trimestre de 2002 un crecimiento cercano a un 15% por encima de los precios de consumo.

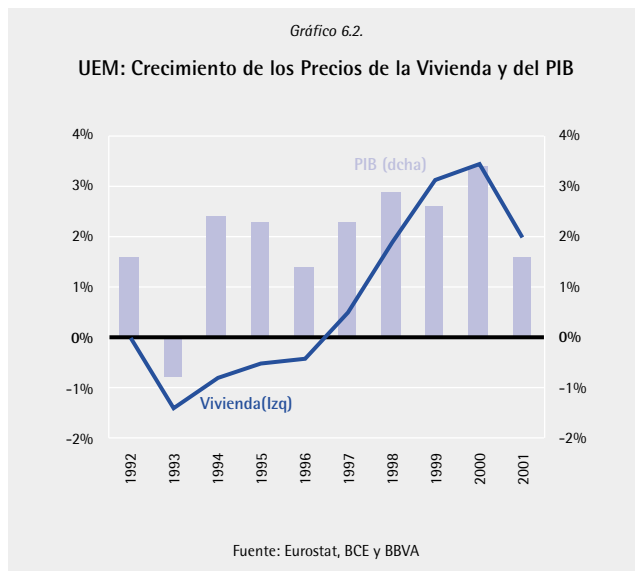
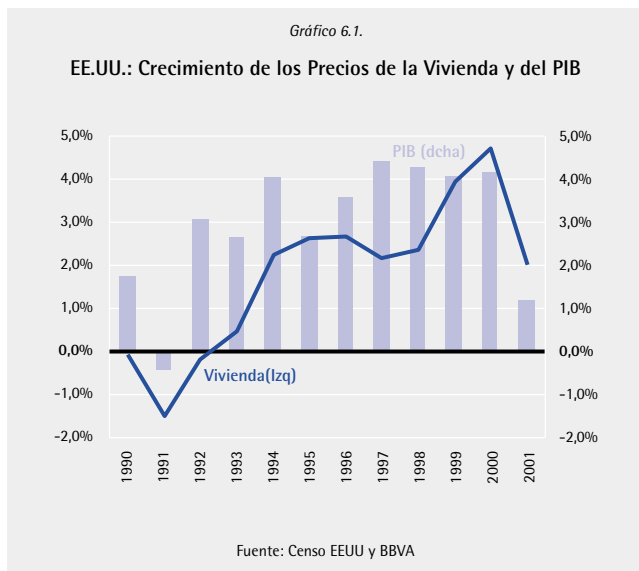
Esta dinámica de los precios inmobiliarios está dando lugar a una creciente incertidumbre sobre la existencia de una "burbuja inmobiliaria" en la economía española, es decir, un crecimiento de los precios relativos de la vivienda por encima de lo que explicarían sus variables "fundamentales". Dicha "burbuja", de existir, sería preocupante por tres motivos. En primer lugar, porque podría anticipar un frenazo brusco a la producción y el empleo de un sector vital en la economía, tanto directa como indirectamente, como es la construcción. En segundo lugar, por la pérdida de riqueza que un desplome de los precios supondría para una población con una fuerte propensión a ahorrar en inmuebles. Y finalmente, por sus implicaciones sobre el sistema financiero, dado el elevado volumen de crédito hipotecario vivo en la actualidad (aproximadamente el 40% del PIB).

En este artículo se pretende cuantificar hasta qué punto la dinámica mostrada por los precios del mercado inmobiliario está basada en la evolución de sus fundamentos económicos, en otros factores puntuales (como el canje físico de pesetas a euros o el "efecto refugio" de la vivienda como activo más seguro ante la caída de los mercados de renta variable) o en una mera expectativa de revalorización que se autoalimenta (una "burbuja" de precios propiamente dicha). Antes de llegar a esa cuantificación, se procede a un análisis descriptivo básico. En primer lugar, se compara la relación entre la actividad agregada y los precios de la vivienda de España con la de otros países, para valorar si la dinámica que está teniendo lugar en nuestra economía sigue un patrón internacional. Posteriormente, se muestra la evolución de los precios inmobiliarios en relación a los precios de consumo y a los de los activos alternativos. De esta forma se ilustra que es razonable que los precios de la vivienda crezcan de forma persistente por encima del IPC, como también lo hacen los precios de otros activos, sin que ello signifique que necesariamente exista una sobrevaloración. En tercer lugar, se estima cuantitativamente la "burbuja", a partir de un modelo econométrico que relaciona los precios de la vivienda con variables fundamentales de oferta y de demanda inmobiliaria. Además, se modelizan los factores explicativos de la reciente sobrevaloración de los precios de la vivienda. Ello nos permite, de hecho, distinguir entre dos tipos de "burbuja". Finalmente, se presentan las conclusiones.

### Precios inmobiliarios y actividad económica: España se desacopla

Regularmente, la aceleración de la actividad económica va acompañada de un incremento del precio de los activos inmobiliarios. Y viceversa, la desaceleración del ritmo de crecimiento suele venir asociada a una ralentización de los precios de los activos reales. Como se puede observar en los gráficos adjuntos, esta dinámica se reprodujo en los años noventa en los países desarrollados. Las recesiones de 1991 y 1993 en EE.UU. y la UEM, respectivamente, se tradujeron en caídas de los precios relativos de la vivienda en ambas áreas. El auge posterior de la actividad fue acompañado de una importante revalorización de los activos inmobiliarios. Este dinamismo de los precios fue *in crescendo* a medida que se consolidó la expansión económica, si bien su evolución fue más pausada en la UEM que en EE.UU., ya que el crecimiento de los precios de la vivienda no superó a los de consumo hasta bien avanzada la fase expansiva. La creciente revalorización tocó a su fin con la moderación del crecimiento económico en el año 2001, en el que, si bien los precios inmobiliarios continuaron aumentando, su ritmo de crecimiento se redujo significativamente. Con todo, los crecimientos de la actividad económica y del precio relativo de la vivienda han experimentado una evolución conjunta.

\* Servicio de Estudios, BBVA. Las opiniones expresadas en este artículo son las de los autores y no tienen que coincidir necesariamente con las de BBVA.



¿Se ha producido este comportamiento simétrico de los precios de los activos inmobiliarios y del crecimiento económico en la economía española? Los precios relativos de la vivienda en España, al igual que en EE.UU. y la UEM, experimentaron tasas de crecimiento negativas durante la recesión de principios de los noventa, aunque con una caída más intensa en el caso español, cercana al 8% frente al 1,5% de la UEM. La expansión económica que siguió se tradujo en un mayor dinamismo de los precios de los activos inmobiliarios. Al igual que en la UEM, en nuestro país los precios relativos de la vivienda no aumentaron hasta el año 1997, cuando la economía se encontraba ya firmemente asentada en una fase cíclica expansiva. Y, de nuevo, las variaciones de los precios inmobiliarios en España fueron más intensas, con aumentos del 12% frente al 3,5% de la UEM.

Pero, a diferencia de lo acontecido en EE.UU. y en la UEM, la reciente desaceleración del crecimiento económico en España no se ha visto acompañada de una moderación

del ritmo de expansión de los precios inmobiliarios (véase gráfico 6.3). De hecho, éstos se han acelerado en 2002, en plena fase de ralentización de la actividad, alcanzando tasas reales del 14,7% en el tercer trimestre de dicho año. Este reciente comportamiento de los precios de los activos inmobiliarios, tanto por su falta de respuesta al ciclo económico como por su magnitud y persistencia, está en la raíz de la creciente incertidumbre sobre su sostenibilidad.

¿Qué es una "burbuja" inmobiliaria?

Se denomina "burbuja" a un crecimiento no sostenible del precio de un activo, inmobiliario o financiero. En particular, una "burbuja" surge cuando los precios del activo aumentan por encima de lo que justificaría la evolución de sus "fundamentos" económicos. La desviación de ese comportamiento "fundamentado" se traduce en unas tasas de crecimiento de los precios "injustificadas" y no sostenibles a largo plazo. Ahora bien, se pueden distinguir dos tipos de "burbuja". Un primer tipo, puede aparecer por el impacto de nuevos factores en la economía, como pueden ser, en el caso español, el canje de efectivo, también denominado "efecto euro", o el "efecto refugio" en el sector inmobiliario ante el desplome de los precios de los activos alternativos, principalmente de la Bolsa. Si estos choques son transitorios, la revalorización excesiva desaparecerá con el tiempo, y la inflación inmobiliaria retornará a tasas sostenibles, pero sin que se experimenten caídas en el nivel de precios. Se trataría de una situación que engloba componentes de "burbuja", en la medida en que hay sobrevaloración, y de "fundamentos", en la medida en que hay variables económicas, aunque sean transitorias, que justifican desplazamientos de la demanda de vivienda. En segundo lugar, la "burbuja" puede estar provocada exclusivamente por expectativas de una revalorización futura del activo inmobiliario, pero no apoyada en la evolución

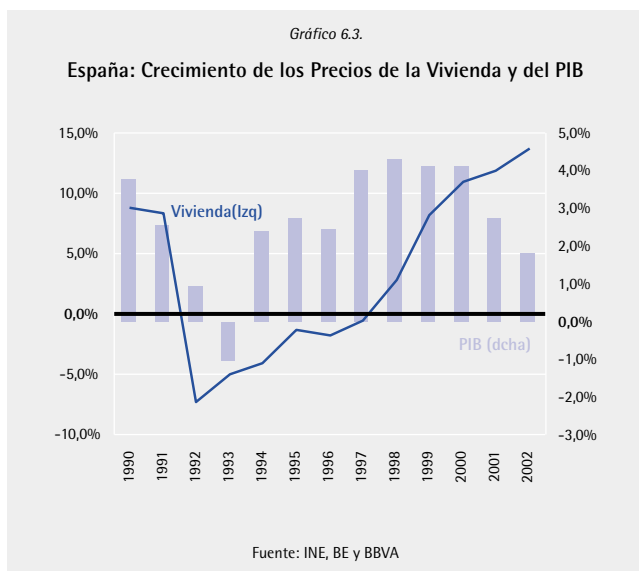
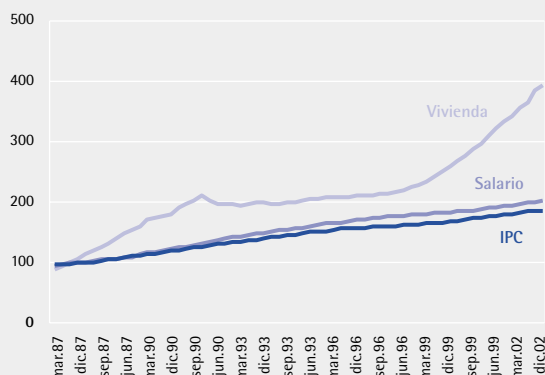


Gráfico 6.4.

## Precios de la vivienda, salarios e IPC

1987 = 100

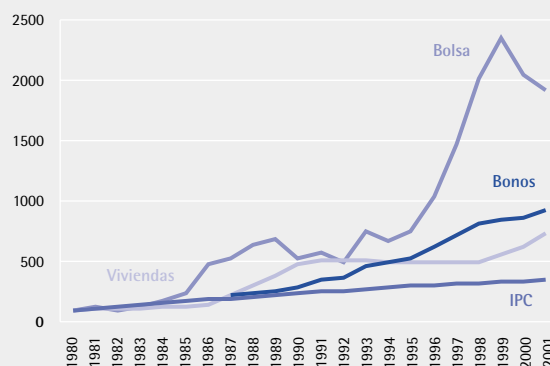


Fuente: INE, Mº de Fomento y BBVA

Gráfico 6.5.

## Mercado de Activos. Rentabilidades

1980 = 100



Fuente: INE, BE, Mº de Fomento y BBVA

de los fundamentales. Es decir, que la demanda se incrementa porque se espera que el precio vaya a aumentar, y así lo hace en un fenómeno que se autoalimenta y que no es sostenible. La corrección de esta "burbuja" suele producirse a través de un ajuste más o menos brusco del nivel de los precios de la vivienda (tasas de crecimiento negativas) porque, una vez frustradas las expectativas de revalorización, los ahorradores se desplazarán a otros activos o hacia el consumo, sacando a la venta parte de su stock de vivienda. Así, una caída de los precios, por los motivos expuestos en la introducción, tendría una mayor incidencia negativa sobre la evolución de la actividad económica o sobre el sistema financiero, que la simple corrección de sus crecimientos.

### ¿Es la vivienda el activo más rentable?

Antes de evaluar si el crecimiento de los precios inmobiliarios en España está justificado por los fundamentos económicos, es conveniente examinar su evolución reciente, comparándola con la evolución de los precios de consumo y los de otros activos alternativos. Como se puede observar en el gráfico 6.4, las revalorizaciones inmobiliarias han sido muy superiores a las experimentadas por los precios de consumo y los salarios. Desde 1987, los precios y los salarios se han multiplicado por dos, mientras que los precios de la vivienda se han multiplicado por cuatro. Esto se ha considerado en determinados círculos como "evidencia de burbuja inmobiliaria". Pero, la vivienda, además de un bien de consumo, es un activo de ahorro y, por tanto, debe tener una rentabilidad real positiva. Es decir, los activos inmobiliarios deben revalorizarse de forma permanente<sup>1</sup> por encima del IPC. Por tanto, el aumento de los precios inmobiliarios por encima

<sup>1</sup> Excepto el dinero, cuya rentabilidad real a largo plazo es nula (neutralidad), todos los activos deben tener una rentabilidad real promedio positiva. Si no la tuvieran, no serían considerados como activos; los ahorradores preferirían el dinero, que tiene menos riesgo.

de la inflación de los bienes de consumo no implica, necesariamente, la existencia de una "burbuja" inmobiliaria. La rentabilidad de la vivienda debe ser positiva y similar a la de otros activos con el mismo perfil de riesgo. En el gráfico 6.5 se presentan las revalorizaciones de los distintos activos<sup>2</sup> para la economía española desde 1980. En primer lugar, se observa que, a largo plazo, existe una correlación positiva entre los precios de los distintos activos (por la diversificación del riesgo y el efecto riqueza). Por otro lado, históricamente, la rentabilidad de los activos inmobiliarios en España ha sido inferior a la de la bolsa, por el mayor riesgo que deben asumir los inversores en la renta variable. Este es un hecho estilizado para todas las economías. Pero, en los últimos diez años, incluso los bonos han batido a la vivienda en su revalorización, probablemente por el auge de la renta fija en el proceso de convergencia por la entrada de España en la unión monetaria. En el periodo 1999-2002, sin embargo, la vivienda se ha revalorizado muy por encima de los bonos y la bolsa.

### Determinación de los precios y estimación de la "burbuja"

Responder a la pregunta de si el reciente incremento del precio de la vivienda es razonable, requiere evaluar hasta qué punto su evolución está justificada por los fundamentos económicos, por choques transitorios a la economía, o por meras expectativas de revalorización que se cumplen.

La estrategia que se sigue para evaluar la existencia de "burbuja" inmobiliaria en los últimos años es la siguiente. En primer lugar, se divide el periodo muestral en dos subperiodos, diferenciados a partir de la evidencia presentada anteriormente. Uno abarca hasta 1999, en el que los

<sup>2</sup> Como proxy para la rentabilidad de los activos puramente monetarios se utiliza el IPC.

precios inmobiliarios evolucionan en consonancia con los de otros activos y en el que no se perciben indicios significativos de "burbuja" en el sector. Consideramos, así, que en ese subperíodo los precios se explican completamente a partir de sus fundamentos y se estiman los parámetros que determinan la incidencia de los fundamentos económicos en la evolución de los precios inmobiliarios<sup>3</sup>. El otro subperíodo abarca desde 1999 a 2002, en el que la evolución de los precios ha estado marcada por factores que los han impulsado por encima de la dinámica explicada por los fundamentales económicos en el subperíodo anterior. Sobre la base de los parámetros estimados se descompone la revalorización inmobiliaria de 1999 a 2002 en su componente fundamental y en un residuo no explicado por los fundamentales. En una segunda fase, se evalúa hasta que punto este residuo se explica por factores transitorios, identificando como posibles candidatos el "efecto euro" o el "efecto refugio bursátil". Ello genera un nuevo residuo. En una tercera fase se examina la parte no explicada del crecimiento de los precios, detectando hasta qué punto es función exclusivamente de expectativas de aumentos de esos mismos precios, es decir, la "burbuja" propiamente dicha.<sup>4</sup>

Los datos utilizados comprenden el periodo 1987-2002 y su periodicidad es trimestral. La disponibilidad de los precios de la vivienda, que comienzan a recogerse en 1987, condiciona el marco temporal del modelo. Los precios utilizados parten de los datos elaborados por el Ministerio de Fomento, referidos a los valores de tasación.

### Los fundamentos de los precios de la vivienda

Entre los fundamentales económicos se han considerado tanto factores de oferta como de demanda. Como factor de oferta de vivienda se ha utilizado la superficie urbana, medida como los metros cuadrados de suelo urbano existente en el conjunto de municipios españoles, según los datos elaborados por el Ministerio de Fomento<sup>5</sup>. La variable de oferta resulta muy significativa y con el signo correcto, el negativo: un aumento de la superficie urbana reduce la tasa de crecimiento de los precios de la vivienda. Si bien los aumentos en la oferta de suelo urbano se trasladan a los precios de las viviendas con un retardo de un año, reflejo de la rigidez que caracteriza este mercado. Se rechazaron otras medidas de oferta, como las viviendas iniciadas, por ser ésta una variable tanto de oferta como de demanda, es decir, una variable de equilibrio en el mer-

cado inmobiliario. También se rechazó el precio del suelo, por una cuestión de causalidad: no es obvio si son los precios del suelo los que causan la subida de los precios de la vivienda o viceversa. En cualquier caso, su exogeneidad está en entredicho. En cuanto a los factores de demanda de vivienda se ha considerado, en primer lugar, la riqueza financiera. Al ser la vivienda un activo, la riqueza se convierte en la variable escala relevante, dado que los individuos diversifican su riqueza entre los diferentes activos disponibles. No se utilizó la riqueza total, que incluye la inmobiliaria, por hallarse ésta fuertemente condicionada por la evolución de los precios de la vivienda, que es precisamente la variable que se pretende modelizar. Por motivos de exogeneidad se ha usado, por tanto, la riqueza financiera. En el período base considerado esta variable tiene el signo apropiado, el positivo: un aumento de la riqueza financiera estimula la demanda de vivienda y, por tanto, su precio. Además, dentro de la demanda se utilizan variables que permiten recoger el coste de oportunidad de la vivienda y las restricciones de liquidez o de acceso a dicho mercado, así como el impacto de la fiscalidad. Entre ellas los tipos de interés hipotecarios reales y la renta disponible de las familias. Se intentó incluir el alquiler como variable de demanda adicional, que también refleja el coste de oportunidad, pero no resultó significativa. Finalmente, se incluyó una variable que recoge factores demográficos y sociológicos, como es la creación de empleo juvenil y femenino, colectivo más propenso a acceder al mercado de vivienda una vez encontrada una fuente de renta. Todas las variables tienen el signo correcto, negativo los tipos de interés reales y positivo la renta disponible y el empleo juvenil y femenino. Se probaron otras variables, como la inmigración o el desempleo, y no resultaron significativas.

En el periodo 1990-1999 los "fundamentos" económicos justificaron un incremento de los precios inmobiliarios del 3%, si bien éstos se redujeron un 1%. En el Cuadro 6.1 se presentan las contribuciones de los distintos factores fundamentales al crecimiento de los precios en dicho periodo. El incremento de la disponibilidad de suelo urbano,

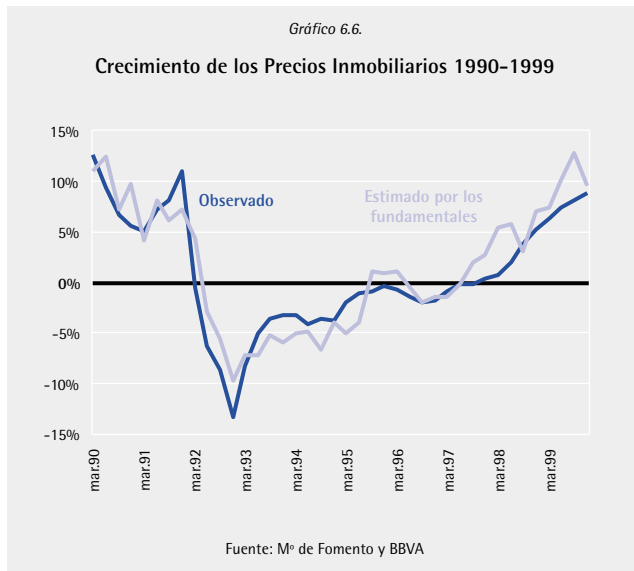
**Cuadro 6.1. Descomposición del incremento de los precios de la vivienda 1990-1999**

<b>Demanda</b>	
Renta disponible	45,2
Empleo fem. y juv.	10,0
Tipos reales	2,8
Riqueza financiera	11,2
<b>Oferta</b>	
Suelo urbanizado	-66,2
<b>Total explicado</b>	3,0
<b>Total observado</b>	-1,1
Fuente: BBVA	

<sup>3</sup> Aunque la elección del subperíodo es arbitraria, la estabilidad paramétrica obtenida sugiere que dicha elección es apropiada.

<sup>4</sup> Una versión más detallada y técnica puede encontrarse en el mimeo "Una aproximación cuantitativa a la burbuja inmobiliaria en España" (2002), de Balmaseda, M., San Martín, I. y Sebastián, M., Servicio de Estudios, BBVA.

<sup>5</sup> La serie tuvo que ser completada con la estimación de datos para 2001 y 2002, y trimestralizada.



como factor de oferta, contribuyó a moderar el crecimiento de los precios, en un 66% en el periodo 1990-1999.

De entre los factores de demanda, que impulsan los precios al alza, cabe destacar la elevada elasticidad de la renta disponible de las familias, que con incidencia de hasta un año, es el factor que más contribuye al crecimiento de los precios. Así, en el periodo 1990-1999 la renta disponible contribuyó un 45% al crecimiento de los precios. El empleo/factor demográfico contribuyó un 10% al movimiento de los precios en el mismo periodo, y los tipos de interés lo hicieron un 3%. La riqueza, por su parte, contribuyó más de un 10% al crecimiento acumulado de los precios en el periodo.

Como se puede observar en el gráfico 6.6, los precios estimados en función de los fundamentos económicos ajustan correctamente la variación de los precios de la vivienda en el periodo 1990-1999. Es más, el elevado grado de ajuste sugiere que no hubo ni choques transitorios que tuvieran impacto sobre los precios de la vivienda ni "burbuja" debida a expectativas no fundamentadas de los activos inmobiliarios.

### La sobrevaloración de 2000-2002

La estabilidad de los coeficientes estimados hasta 1999 permite utilizar estos parámetros para evaluar cómo se hubieran comportado los precios en el periodo posterior, 2000-2002, en función de la evolución de los fundamentos económicos, tanto de oferta como de demanda, observados en este subperiodo.

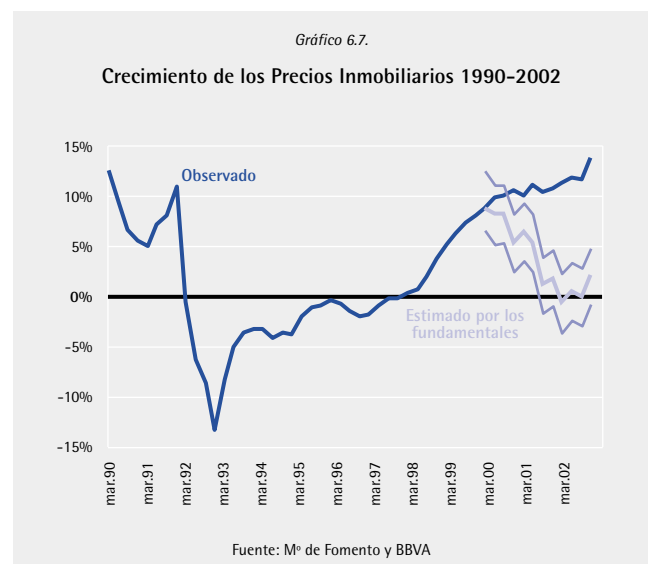
En este sentido, los precios relativos de la vivienda hubieran crecido el 7,0% en 2000, el 1,9% en 2001 y el 1,1% en 2002 si hubieran evolucionado en función de sus fundamentales. Sin embargo lo hicieron el 10,6%, 11,5% y 13,5%, respectivamente.

Por tanto ha habido una sobrevaloración superior a los 3 puntos en 2000, en torno a 10 puntos en 2001 y de más de 10 puntos en 2002. Es llamativo que dicha sobrevaloración haya aumentado a lo largo del segundo subperiodo considerado. Para tratar de explicar las causas de la sobrevaloración debemos acudir, en primer lugar, a los fundamentales. Como se puede observar en el cuadro 6.2, el incremento de suelo urbano ha contribuido a reducir las presiones inflacionistas en el mercado de la vivienda<sup>6</sup>. El ritmo de clasificación de suelo urbano ha mantenido cierta estabilidad en los últimos años, con tasas de crecimiento del entorno del 2,4% de media anual desde 1997. Esta cadencia de generación de oferta de suelo contrasta con un comportamiento más dinámico de la economía española, que en los mismos años creció a una media del 3,6%, lo que ha llevado a un importante aumento del valor producido por metro cuadrado urbano.

El impacto negativo de la oferta sobre el precio se ha compensado por la contribución de los factores de demanda, y en particular, de la renta disponible, el empleo y la riqueza financiera, que han experimentado una expansión muy significativa. Sorprende la escasa contribución de los tipos de interés, pese a su importante reducción tras la incorporación de España a la UEM. Ello puede ser debido a que este efecto ya está capturado por la evolución tanto de la renta disponible de las familias como de la riqueza financiera.

Como se ha dicho anteriormente, los fundamentos económicos implican que los precios inmobiliarios deberían haberse desacelerado, cuando en la realidad han continuado acelerándose hasta el último trimestre conocido (tercer trimestre de 2002). De este resultado se deduce que la sobrevaloración de los activos inmobiliarios desde

<sup>6</sup> Habitualmente se afirma que los precios de la vivienda "han subido por la escasez de suelo". Pero lo cierto es que la oferta de suelo ha contribuido notablemente a la desaceleración de los precios. La frase sólo tendría sentido en la medida en que una mayor oferta de suelo urbano hubiera contribuido a desacelerar los precios aún más de lo que lo han hecho.



**Cuadro 6.2. Descomposición del incremento de los precios de la vivienda**

	2000-2002	2000	2001	2002
<b>Demanda</b>				
Renta disponible	22,6	7,3	6,7	6,3
Empleo fem. y juv.	10,5	4,8	3,1	1,8
Tipos reales	1,6	1,0	0,3	0,3
Riqueza financiera	9,9	5,8	1,5	1,9
<b>Oferta</b>				
Suelo urbanizado	-34,2	-11,9	-9,7	-9,1
<b>Total "fundamentos"</b>	10,5	7,0	1,9	1,1
<b>Choques transitorios</b>				
"Efecto Euro"	12,7	0,3	7,3	3,4
Expectativas de revalorización	15,3	4,0	4,3	5,1
<b>Total "no fundamentos"</b>	28,0	4,4	11,6	8,5
<b>Total explicado</b>	38,5	11,4	13,4	9,7
<b>Total observado</b>	39,9	10,6	11,5	13,5

Fuente: BBVA

1999 asciende a un 28%. Un porcentaje muy elevado, teniendo en cuenta que los precios relativos han aumentado un 40% en el periodo considerado. A continuación intentamos explicar esta sobrevaloración.

**El "efecto euro", clave de los últimos años**

Este aumento del precio no explicado por los fundamentos no es necesariamente consecuencia de expectativas injustificadas de revalorizaciones futuras del activo inmobiliario, sino que puede ser debido al impacto de choques transitorios que han incidido sobre la demanda de viviendas en este periodo. En particular, se pueden identificar dos choques de estas características: el "efecto euro" y el efecto refugio. El "efecto euro" consiste en el afloramiento de efectivo atesorado ante el canje de monedas y billetes de pesetas a euros, que han podido estimular la compra de bienes de consumo y de activos inmobiliarios. Para aproximar esta variable se utiliza el "efectivo atesorado" estimado para la economía española<sup>7</sup>. En cuanto al posible "efecto refugio" de la vivienda ante la caída de la Bolsa, como se mencionó anteriormente, los distintos activos exhiben una correlación positiva a largo plazo. Sin embargo, a corto plazo esta correlación puede tornarse negativa. Ello puede ser debido a unas perspectivas desfavorables sobre la evolución futura de un activo, lo que induce a los inversores a "refugiarse" en otro. En los dos últimos años, ante el deterioro de los activos bursátiles, los inversores podrían haberse "refugiado" en los activos inmobiliarios<sup>8</sup>.

Para cuantificar la posible contribución de estos choques transitorios a la evolución de los precios de la vivienda se

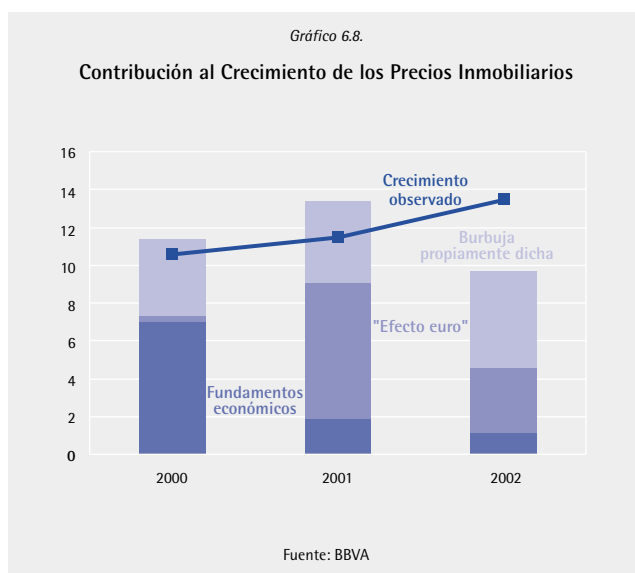
<sup>7</sup> Véase *Situación España* (Octubre de 2001), Servicio de Estudios, BBVA.  
<sup>8</sup> También en renta fija. Los bonos vivieron un rally notable en 2002.

ha estimado el residuo de la ecuación de fundamentos presentada anteriormente, es decir, el aumento de los precios no justificado por los fundamentales, sobre medidas del "efecto euro" (el afloramiento) y la evolución de la bolsa. Los resultados implican que el "efecto euro" tuvo especial incidencia en 2001, sobre todo en los últimos trimestres del año, si bien su impacto ha perdurado al lo largo de 2002, aunque el canje obligatorio finalizó en el primer trimestre de dicho año. El "efecto refugio", sin embargo, no parece explicar significativamente la evolución de los precios de la vivienda en el periodo 2000-2002. Ello puede ser debido a que los inversores se han refugiado más bien en bonos y que, en cualquier caso, el desplome de la Bolsa no quiere decir que el dinero consiga "salir" de ese mercado y acudir a otros alternativos. Por tanto, sólo tendría sentido hablar del nuevo flujo de ahorro que, temeroso, no quiere acudir a la renta variable. Pero este flujo de nuevo ahorro no es lo suficientemente grande como para explicar la sobrevaloración de los precios de la vivienda.

En conjunto, del 28% de incremento acumulado de los precios no justificado por los fundamentos económicos, el "efecto euro" contribuye a explicar el 13%, mientras que, como se mencionó anteriormente, el "efecto refugio" no tiene un aporte significativo. Año a año, como cabría esperar, el "efecto euro" tiene su aporte más elevado el año 2001, 7,3%, frente a la contribución de 0,3% y 3,4% en 2000 y 2002 respectivamente (véase Cuadro 6.2).

**La "burbuja" propiamente dicha: más de un tercio del incremento de precios**

Una vez estimada la aportación de los fundamentos económicos y de los choques transitorios, la parte restante podría corresponder a la "burbuja" propiamente dicha, es decir, al incremento de los precios basados exclusivamente en expectativas de aumentos futuros, sin base en



**Cuadro 6.3. Descomposición del incremento de los precios de la vivienda para 2003**

<b>Demanda</b>	
Renta disponible	4,8
Empleo fem. y juv.	1,4
Tipos reales	0,6
Riqueza financiera	-0,8
<b>Oferta</b>	
Suelo urbanizado	-7,5
<b>Total "fundamentos"</b>	<b>-1,5</b>
<b>Choques transitorios</b>	
"Efecto Euro"	0,0
Expectativas de revalorización	8,3
<b>Total "no fundamentos"</b>	<b>8,3</b>
<b>Total previsto*</b>	<b>6,8</b>
* Crecimiento nominal: 10,0%; inflación: 3,2%. Fuente: BBVA	

las variables que los determinan. Esta hipótesis es contrastada estimando hasta qué punto este componente no explicado depende de la evolución futura de los precios<sup>9</sup>. Así, considerando que estas expectativas tienen un horizonte de un trimestre<sup>10</sup>, los precios esperados contribuyeron un 15% al incremento acumulado de los precios de la vivienda: 4,0% en 2000, 4,3% en 2001 y 5,1% en 2002.

Una "burbuja" del 15%, pese a suponer más de un tercio del 40% de crecimiento de los precios relativos de la vivienda en los últimos tres años, no supone un riesgo excesivo para la economía española. Sin embargo, el hecho de que la "burbuja" estimada sea cada vez mayor constituye un factor a tener en cuenta. De hecho, con los datos hasta el tercer trimestre de 2002, más del 50% de la revalorización del precio relativo de la vivienda de este último año se

<sup>9</sup> Para la estimación se asume que los compradores de vivienda tienen expectativas racionales, lo que implica que las expectativas de aumentos de precios coinciden con los que posteriormente se observan.

<sup>10</sup> Pueden evaluarse expectativas a un horizonte mayor, pero la limitación de los datos aconseja reducir el horizonte lo más posible, siempre que el impacto sea significativamente diferente de cero.

debe al fenómeno de la "burbuja". De hecho, cualquier aumento de los precios de la vivienda por encima del IPC en 2003 debería ser asignado en su totalidad a la "burbuja" especulativa por dos motivos. En primer lugar, por la desaparición del impacto del "efecto euro". En segundo lugar, por la nula contribución esperada por parte de los fundamentales económicos (véase Cuadro 6.3).

## Conclusiones

La importante revalorización de los activos inmobiliarios de los últimos años y su aceleración en un entorno de ralentización de la actividad ha dado lugar a incertidumbres acerca de su sostenibilidad. La incidencia que el pinchazo de la "burbuja" bursátil ha tenido sobre la actividad económica ha acrecentado esta preocupación, cuestionando la existencia de una "burbuja inmobiliaria" en la economía española. En este artículo se muestra que la revalorización de los últimos años, si bien no ha estado basada exclusivamente en la evolución de los fundamentos económicos, sí que puede ser explicada en función de choques transitorios que han afectado a la economía. Así, el "efecto euro", el gasto en consumo y vivienda ante la puesta en circulación del euro en 2002, explica el 13% del incremento de los precios relativos de la vivienda en 2000-2002. Ello sumado al 10,5% que aportaron los fundamentos económicos, y en particular la renta disponible de las familias, sugieren que, del 40% que han aumentado los precios desde 1999, más de un tercio, el 15%, es debido a expectativas no fundamentadas de revalorización, lo que se definiría como "burbuja inmobiliaria". Dicho componente ha ido ganando peso en el último año, llegando a suponer más del 50% de la subida.

La dinámica de los fundamentales económicos y la desaparición del "efecto euro" sugerirían una importante moderación de los precios de la vivienda en 2003, que deberían aproximarse paulatinamente al crecimiento del IPC. El mantenimiento de unas tasas de crecimiento de los precios inmobiliarios como el que ha tenido lugar en los últimos trimestres, conduciría a una "burbuja" inmobiliaria de difícil sostenibilidad.



## Situación Inmobiliaria

**Edita:** Servicio de Estudios BBVA

**Director:** Manuel Balmaseda

Para cualquier consulta dirijase a:

**Servicio de Estudios BBVA**

Paseo de la Castellana, 81 - planta 7ª

28046 Madrid

Tlfn.: 91 537 48 90

Fax: 91 537 99 85

Depósito Legal: M-3479-1994

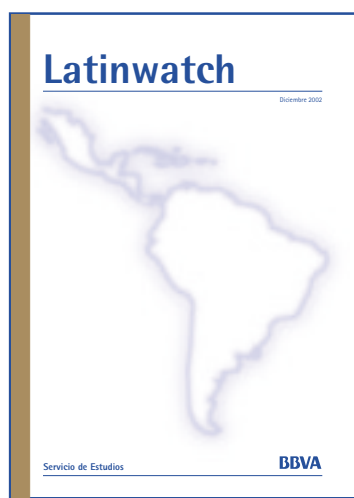
ISSN: 1133-8709

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

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

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

## OTRAS PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS DE **BBVA**



Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA  
Gran Vía, 1  
48001 Bilbao  
Tlfn: 34-94-4876231  
Fax: 34-94-4876417

Internet:

<http://www.bbva.es>

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

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

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

**BBVA**