

Observatorio Económico

Perú

Lima, 27 de junio de 2012
Análisis Económico

BBVA Research Perú

Francisco Grippa
Economista Principal
fgrippa@bbva.com

Isaac Foinquinos
Economista
ifoinquinos@bbva.com

Sector inmobiliario peruano ¿Riesgos de burbuja?

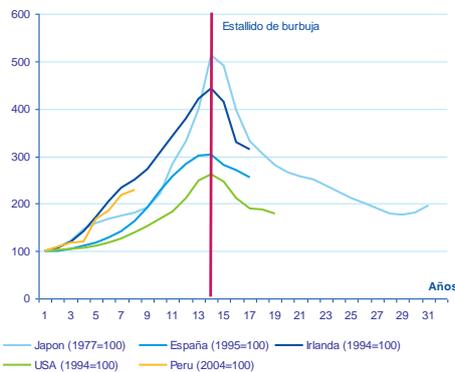
- Si bien los precios de las viviendas en Lima Metropolitana han crecido fuertemente en los últimos años, diversos indicadores del mercado inmobiliario apoyan la idea de que los niveles que han alcanzado no son excesivos y que estos encuentran soporte en factores fundamentales de demanda y de oferta
- Sin embargo, el ritmo de 14% anual al que en promedio vienen aumentando en el último quinquenio es difícilmente sostenible en el futuro. Nuestras estimaciones apuntan a que un crecimiento anual que en promedio no exceda de 10% sería más coherente con los fundamentos del mercado
- La deficiencia de la infraestructura de transmisión eléctrica es otro obstáculo en el corto plazo
En la actualidad, la transmisión al norte y sur del país se encuentra congestionada durante las horas punta, lo que se irá corrigiendo con las nuevas instalaciones que operarán desde este año
- Podría explorarse un uso más activo de los precios con el objetivo de mejorar la distribución horaria de la demanda e incentivar la inversión
Una mayor diferencia entre los precios en horas de alta y baja demanda puede incentivar un uso más eficiente de la energía y atraer la oferta para cubrir los episodios de mayor despacho eléctrico

¿Está el precio de la vivienda en Lima desviado de su valor fundamental?

En los últimos años, el precio de las viviendas en Lima Metropolitana se ha incrementado de manera sostenida. Como resultado, el precio promedio del metro cuadrado casi se duplicó desde 2006. Ello ha motivado el interés por evaluar si el nivel en el que actualmente se ubica es coherente con los fundamentos del mercado y si el ritmo al que avanza puede mantenerse en los próximos años. Si hubiese algún desalineamiento, existe el riesgo de que los precios reviertan en el futuro. Episodios de este tipo ya se han dado en otros países y la evidencia muestra que es costoso para la economía (ver **gráfico 1**).

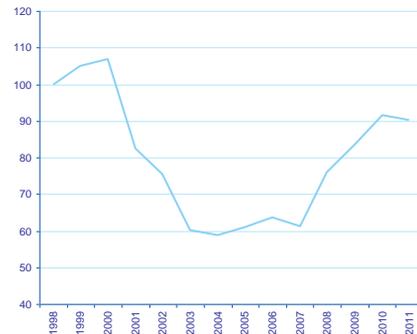
Desde 2006, el precio promedio del metro cuadrado en Lima Metropolitana se incrementó alrededor de 95%. Si bien esta cifra puede parecer elevada, la historia es algo distinta si el análisis se realiza en términos reales y desde una perspectiva temporal más amplia. Lo que entonces se observa es que, por el contrario, lo que ha ocurrido en los últimos años es una recuperación del precio luego de la caída registrada en la primera mitad de la década pasada, proceso que incluso aún no concluye (ver **gráfico 2**). A nivel de distritos se puede observar que en algunos los precios han subido un poco más que el promedio lo que estaría sustentado en una mayor demanda (ver **gráfico 3**).

Gráfico 1
Precio de viviendas en diferentes países (índice)



Fuente: BIS, CAPECO

Gráfico 2
Precio de viviendas en términos reales (PEN constantes, índice 1998 = 100)

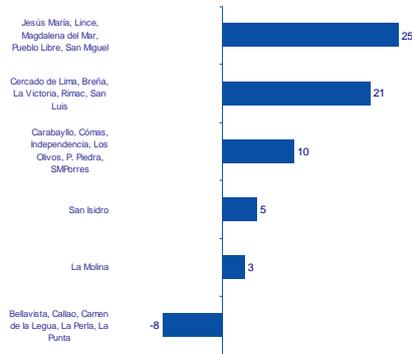


Fuente: CAPECO

En la comparación con el resto de la región, los precios de las viviendas en Lima tampoco parecen ser elevados. Así, por ejemplo, luego de corregir por la diferencia en el poder adquisitivo, el precio promedio del metro cuadrado en Lima es inferior al que se observa en las principales ciudades de América Latina (ver **Gráfico 2**).

En síntesis, la tendencia del precio promedio de las viviendas en Lima hasta ahora solo ha estado recuperando los niveles que en algún momento alcanzó, y a nivel regional sigue siendo de los más bajos.

Gráfico 3
 Precio de viviendas en términos reales (PEN constantes, índice 1998 = 100, Var. % 98/12)



Fuente: BIS, CAPECO

Gráfico 4
 LatAm: precio de una vivienda de 100m2 ajustado por diferencias en el poder adquisitivo (índice Perú = 100)



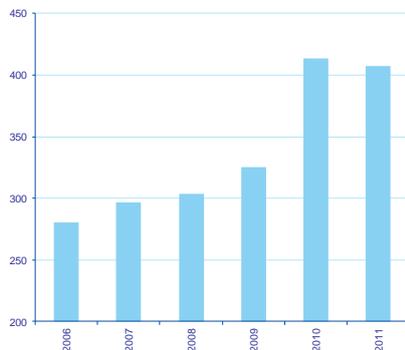
Fuente: CAPECO, FMI, Global Property Guide

La tendencia creciente de los precios se apoya en factores fundamentales de demanda...

El sostenido aumento de la demanda efectiva de viviendas le ha venido dando soporte al precio de estas (ver **gráfico 5**). Esta demanda efectiva incluye a todas aquellas familias que están interesadas en adquirir un inmueble y que cuentan con los recursos para acceder a un préstamo hipotecario.

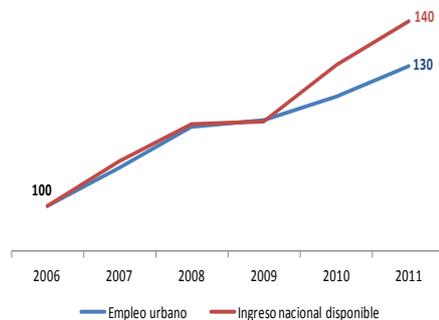
El crecimiento de la demanda efectiva de viviendas se ha apoyado en la expansión económica de los últimos años, que ha favorecido la creación de empleo adecuado y así el alza de los ingresos (ver **gráfico 6**), sobre todo en los segmentos de la población de menor poder adquisitivo. Así, un mayor número de familias cuenta ahora con los recursos para afrontar la cuota inicial y comprometerse con los pagos mensuales del préstamo.

Gráfico 5
 Demanda efectiva de viviendas (miles de viviendas)



Fuente: CAPECO

Gráfico 6
 Empleo e Ingreso nacional disponible en términos reales (índice 2006 = 100)



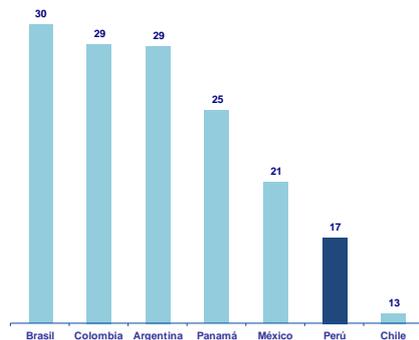
Fuente: BCRP

El aumento de los ingresos de la población y su impacto favorable sobre la demanda efectiva de viviendas también lo recoge el ratio de asequibilidad. Este ratio mide cuánto tiempo tarda una familia promedio para generar ingresos que cubran el precio de una vivienda de 100 metros cuadrados. El esfuerzo que se tiene que hacer en Lima es de 17 años, uno de los más bajos en la región (ver **gráfico 7**). Ello sugiere que los precios de las viviendas en esta ciudad están más en sintonía con la capacidad adquisitiva de los demandantes.

... y de oferta

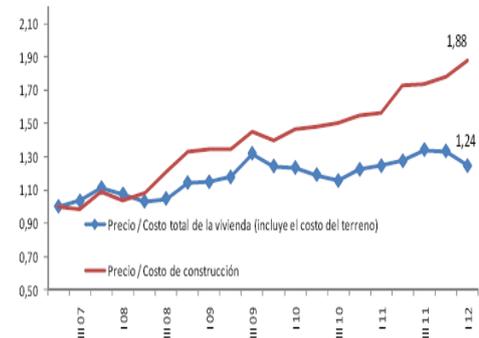
Por el lado de la oferta, la tendencia creciente de los precios de las viviendas también ha recogido el aumento de los costos de construcción, tanto salariales como de materiales pero sobre todo de los terrenos. La disponibilidad de terrenos adecuados es cada vez menor, ya sea porque no hay espacio en las zonas de la ciudad de mayor poder adquisitivo, o porque los terrenos no están saneados o no cuentan con servicios complementarios (agua, desagüe, luz) en las zonas periféricas. Al excluir estos mayores costos, el alza en los precios de los inmuebles es menor a 25% durante los últimos cinco años (ver **gráfico 8**), una cifra más razonable que puede encontrar soporte en los factores de demanda antes mencionados.

Gráfico 7
LatAm: ratio de asequibilidad (años)



Fuente: Global Property Guide, Fondo Monetario Internacional, CAPECO

Gráfico 8
E Índice de precio de vivienda / Índice de costo de vivienda



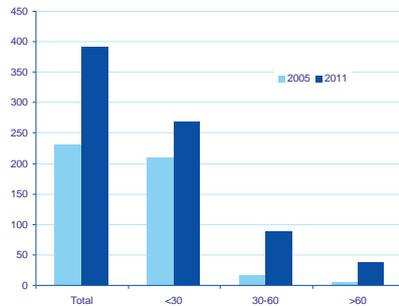
Fuente: BCRP

En términos de cantidades, el dinamismo de la oferta ha sido interesante. Sin embargo, el ritmo al que ha crecido no es aún suficiente para atender la cada vez mayor demanda efectiva. En comparación con países vecinos, en Chile y Colombia se construyen alrededor de 4 viviendas por cada mil habitantes, mientras que en Perú no pasan de 2 viviendas por cada mil habitantes. Como resultado, la demanda insatisfecha, que ya era significativa, se ha incrementado aún más (ver **gráfico 9**), dándole soporte a los precios.

El financiamiento hipotecario ha facilitado la tendencia creciente de los precios de las viviendas, pero su expansión es similar al orientado a otras actividades

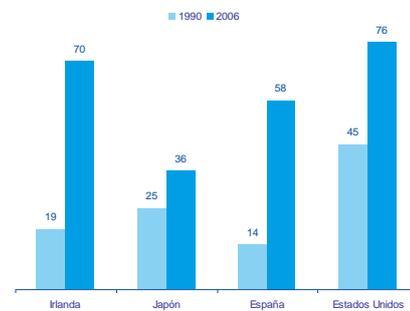
La evidencia muestra que usualmente un aumento acelerado de los precios de las viviendas que es incongruente con los fundamentos del mercado se apoya también en un rápido aumento del crédito hipotecario (ver **gráfico 10**).

Gráfico 9
Demanda insatisfecha: total y según valor de la vivienda (miles de viviendas)



Fuente: CAPECO

Gráfico 10
Crédito Hipotecario (% del PIB)



Fuente: WEO Abril 2008

En Perú, el financiamiento otorgado por el sistema financiero al sector privado para la adquisición de vivienda creció alrededor de 170% en los últimos cinco años, es decir, a un ritmo promedio de 22% anual.

El ritmo de expansión de las colocaciones hipotecarias ha sido similar al de aquellas orientadas a empresas y a consumo (alrededor de 20% como promedio anual en cada caso). De esta manera, se reduce la probabilidad de que la mayor demanda de crédito para vivienda se haya sustentado principalmente en factores especulativos, pues algo similar tendría entonces que haberse producido en las colocaciones para empresas y consumo, lo cual tiene poco sentido. Es más probable que la mayor demanda de los tres tipos de financiamiento se apoye en factores como el creciente poder adquisitivo de la población, la gradual formalización de la economía, y en la reducción de las cuotas mensuales a pagar (por tasas de interés más bajas y ampliación de los plazos del crédito).

Un elemento adicional a tomar en cuenta es que el grueso de las colocaciones financia la adquisición de primera vivienda (alrededor de 90%), no segunda ni tercera, y en la mayoría de casos las condiciones para otorgar préstamos para segunda vivienda son más estrictas, lo que da menores indicios que las personas estén invirtiendo con propósitos especulativos.

Los precios tienen todavía espacio para seguir aumentando, pero a un ritmo más moderado

En los próximos años, estimamos que la economía crecerá a una tasa promedio de 5,5%, lo que continuará dándole soporte al ingreso de las familias. La demanda efectiva de viviendas seguirá entonces incrementándose. A ello se suma el cambio en la composición demográfica de la población. Aquellos segmentos con edades por encima de los 25 años seguirán engrosándose (ver **gráfico 11**) y estos son precisamente los que demandan viviendas. Es decir, habrá más personas en busca de vivienda, no solo porque la población es más grande (la tasa de crecimiento anual es de 1%), sino también porque dentro de ella la proporción de los que demanden una vivienda será mayor, y estas familias tendrán cada vez más recursos para acceder a la misma.

En un contexto en el que la disponibilidad de terrenos ya es escasa, existen entonces elementos de demanda y de oferta que sugieren que los precios fundamentales de los inmuebles tienen aún recorrido al alza.

Una conclusión similar se desprende del indicador PER calculado por el Banco Central para Lima Metropolitana, siglas en inglés del ratio que mide cuántos años de otorgar en alquiler un inmueble son necesarios para cubrir el precio que se pagó por el mismo. El PER promedio se ubica algo por debajo de 16 y a nivel de distritos no excede de 18,4 (ver **tabla 1**). De acuerdo con la Global Property Guide, niveles de PER por debajo de 12,5 sugieren que las viviendas están subvaloradas, mientras que niveles por encima de 25 señalarían una sobrevaloración. Por lo tanto, los precios de las viviendas en Lima parecen según este indicador ser coherentes con los fundamentos del mercado y podrían tener aún cierto espacio para continuar elevándose.

Tabla 1
PER

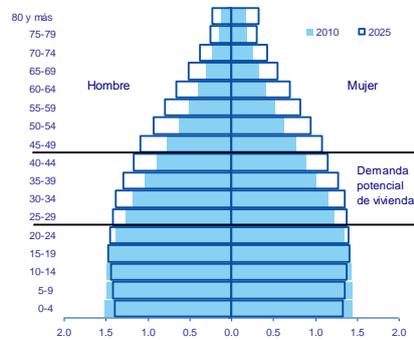
| MEDIANAS 1/ | 2010 - IIT | 2010 - IIIT | 2010 - IVT | 2011 - IT | 2011 - IIT | 2011 - IIIT | 2011 - IVT | 2012 - IT |
|-----------------|------------|-------------|------------|-----------|------------|-------------|------------|-----------|
| Jesús María | 11,8 | 10,5 | 11,9 | 12,6 | 13,1 | 12,9 | 13,0 | 13,0 |
| La Molina | 13,0 | 15,7 | 16,1 | 16,5 | 17,2 | 15,2 | 15,8 | 15,9 |
| Lince | 15,9 | 14,2 | 14,8 | 14,3 | 15,6 | 16,5 | 14,1 | 13,9 |
| Magdalena | 10,6 | 11,7 | 10,9 | 11,6 | 13,7 | 12,7 | 12,5 | 14,5 |
| Miraflores | 10,9 | 12,1 | 13,3 | 12,9 | 14,0 | 15,6 | 15,7 | 17,4 |
| Pueblo Libre | 14,5 | 13,6 | 14,1 | 15,6 | 15,6 | 15,0 | 15,3 | 15,4 |
| San Borja | 15,8 | 15,5 | 14,7 | 15,3 | 17,2 | 16,6 | 17,2 | 17,6 |
| San Isidro | 14,4 | 13,6 | 13,8 | 15,6 | 15,9 | 14,9 | 16,7 | 18,4 |
| San Miguel | 13,6 | 12,0 | 14,8 | 17,7 | 15,9 | 13,7 | 12,8 | 14,8 |
| Surco | 12,8 | 13,8 | 14,7 | 15,9 | 15,8 | 13,3 | 16,3 | 16,6 |
| Agregado | | | | | | | | |
| <i>Promedio</i> | 13,3 | 13,3 | 13,9 | 14,8 | 15,4 | 14,6 | 14,9 | 15,8 |

Fuente: BCRP

El ritmo al que aumenten podría sin embargo ser en adelante menor. De un lado, los precios ya casi se han recuperado del bache que registraron en la primera mitad de la década pasada, y de otro la expansión de la actividad será en el medio plazo algo más moderada (en los últimos diez años creció a un ritmo cercano a 6,5% anual en promedio). ¿Qué ritmo sería sostenible?

A manera de referencia, hemos buscado estimar el precio de la vivienda en Lima que es coherente con los fundamentos del mercado. Luego, sobre la base de algunos supuestos consistentes con nuestras previsiones de medio plazo, hemos proyectado este precio (ver **gráfico 12**). Utilizando la desviación estándar histórica, el modelo sugiere que un crecimiento promedio del precio de la vivienda que no exceda de 10% anual en el medio plazo es coherente con los fundamentos del mercado.

Gráfico 11
Pirámide poblacional (millones de personas, según edad)



Fuente: CAPECO

Gráfico 12
Crédito Hipotecario (% del PIB)



Fuente: WEO Abril 2008

Comentarios finales

Los precios de las viviendas en Lima Metropolitana han crecido fuertemente en los últimos años, lo que genera preocupaciones sobre si esta tendencia responde a factores fundamentales o si se podrá sostener en el futuro. Diversos indicadores del mercado inmobiliario apoyan la idea de que los niveles alcanzados no son muy distintos de lo que sugieren los fundamentos de demanda y de oferta. Sin embargo, el espacio para que continúen creciendo al ritmo que hasta ahora lo han venido haciendo es menor en adelante.

Pero, ¿qué pasaría si hubiese un desalineamiento de los precios y estos eventualmente revirtieran? ¿Serían los impactos a nivel agregado tan severos como se ha visto en otros países? Para responder a esto hay que considerar dos cosas. En primer lugar, es infrecuente que las familias peruanas utilicen un inmueble como colateral para otras operaciones. De esta manera, si bien una corrección a la baja en el precio de la vivienda dañaría su patrimonio, no las llevaría a incurrir en impagos o a ajustar su consumo, con lo que la demanda a nivel agregado no se vería muy afectada. En segundo lugar, en algunos otros países el prestatario tiene el incentivo de dejar que el banco embargue su inmueble si el precio de este cae por debajo del valor del préstamo. Ello porque en ese momento culmina su obligación con el banco. La entidad financiera sufre entonces una pérdida patrimonial que luego reduce su capacidad para otorgar crédito, lo que a nivel agregado afecta negativamente al gasto. En Perú no ocurre lo mismo. Aquí, independientemente de si la casa fue embargada o no, la obligación con el sistema financiero se mantiene (por la diferencia entre el valor del préstamo y el del inmueble), de manera que la institución financiera no sufre pérdidas. En síntesis, una caída pronunciada del precio de las viviendas tendría actualmente un impacto limitado sobre la actividad económica en Perú.

Cabe señalar que el monitoreo del ritmo de incremento de los precios de vivienda es importante para identificar a tiempo una posible burbuja inmobiliaria y tratar de moderar sus efectos negativos, por lo que estos precios deberían entrar en consideración a la hora que las autoridades encargadas de las políticas económicas establezcan los balances de riesgos de las proyecciones económicas.

Anexo

La estimación del precio de equilibrio se realizó a partir de un modelo econométrico de cointegración, el que busca explicar el precio de la vivienda en términos reales. Los fundamentos de demanda y oferta del mercado son recogidos a través de tres variables: el crecimiento de la actividad económica, la oferta disponible de viviendas (en metros cuadrados) y los costos de construcción aproximados mediante el índice de precios de materiales de construcción. La estimación realizada presenta los signos esperados para los coeficientes asociados con los factores de demanda y oferta del mercado de viviendas. La elasticidad precio-ingreso se encuentra alrededor de 1,4, mientras que el coeficiente de corrección es 0,9, lo que sugiere que los precios observados han tendido a corregir relativamente rápido hacia sus niveles de equilibrio (los niveles que se sustentan en los fundamentos del mercado).

Los resultados muestran que actualmente el precio observado es similar al de equilibrio (ver **gráfico 12**). Esto apoya la conclusión anterior de que el precio actual se ubica en niveles razonables a pesar de la tendencia creciente que registró en los últimos años.

En proyección se han considerado nuestras previsiones de crecimiento del PIB y un incremento de la oferta y de los costos de construcción similares al ritmo promedio de los últimos cinco años. Ciertamente la falta de una muestra más amplia de datos reduce la posibilidad de obtener inferencias más confiables, pero si consideramos la desviación estándar histórica entonces el modelo sugiere que un crecimiento promedio que no exceda de 10% anual en el medio plazo es coherente con los fundamentos del mercado.

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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

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

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

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

BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.