

Inmobiliario

# ¿Qué hay detrás de la baja oferta de vivienda usada en venta?

Filip Blazheski

**El parque de viviendas usadas en venta lleva cayendo 21 meses consecutivos en términos anuales**

**El estancamiento de las tasas de interés hipotecarias en niveles reducidos y la escasez de oferta de vivienda nueva han contribuido a la situación actual**

**El elevado porcentaje de propietarios “sumergidos” no parece desempeñar actualmente un papel relevante**

**Se espera que persista el bajo inventario de viviendas sin vender, lo que pone de relieve la necesidad de construir nuevas viviendas**

El mercado de la vivienda usada experimenta actualmente una importante escasez de oferta, lo que está impulsando un fuerte incremento de los precios. De acuerdo con la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios (NAR), la oferta de viviendas usadas en venta durante el cuarto trimestre de 2016 se aproximaba a los cuatro meses al ritmo de venta actual (en términos desestacionalizados), frente a una media histórica de unos siete meses. Durante los dos primeros meses de 2017, las condiciones del mercado empeoraron aún más, impulsando un aumento de los precios en detrimento de la asequibilidad. Debido a ello, la relación entre las viviendas en venta y el *stock* de viviendas ha alcanzado un mínimo histórico (Gráfica 1). En este documento se analizan tres de las causas frecuentemente citadas desde el lado de la oferta que subyacen a la rigidez actual del mercado de la vivienda usada, y se extraen conclusiones sobre las perspectivas a corto y mediano plazo.

## ¿Propietarios “sumergidos”?

Uno de los argumentos que se ofrecen para explicar la baja oferta de viviendas usadas es el alto porcentaje de propietarios “sumergidos” (10.6% en el 4T16, según Zillow). La lógica es la siguiente: los propietarios “sumergidos” están menos dispuestos o son menos capaces de vender sus viviendas, lo que provoca una reducción de la oferta. Pese a que la variación del porcentaje de hipotecas “sumergidas” conduce a (y muestra una correlación negativa con) las variaciones del inventario de viviendas unifamiliares en venta (Gráfica 2), un análisis de las variaciones de los precios y las ventas efectivas no ofrece pruebas claras que demuestren que el porcentaje de propietarios “sumergidos” influya en ello, sino más bien que este es consecuencia de la disminución de los precios provocada por la caída de la demanda (Gráfica 3). Pese a que la elevada proporción de propietarios “sumergidos” fue probablemente uno de los canales a través de los que el descenso de los precios provocó una reducción de la oferta en una fase anterior de la recuperación, es improbable que en la actualidad represente un factor significativo. Analizando los datos de 2015, se observa que la relación entre el porcentaje de viviendas “sumergidas” y la proporción de viviendas en venta sobre el total de viviendas en veinte de las mayores áreas estadísticas metropolitanas (AEM) es positiva y significativa (Gráfica 4), y no negativa como sugiere la hipótesis. Esta conclusión se mantiene incluso cuando se utiliza una muestra más amplia de AEM y se añade cierta perspectiva temporal utilizando un modelo de regresión de panel con error corregido que, por su propia naturaleza, tiene en cuenta algunas de las diferencias existentes entre las AEM. Además, si el porcentaje de propietarios “sumergidos” hubiera sido un factor importante en 2016, es probable que hubiéramos visto mayores incrementos en el número de viviendas en venta debido al descenso

constante y significativo de propietarios “sumergidos”, y no a una disminución del número de viviendas usadas puestas a la venta en el segundo semestre del año, como sucedió.

Gráfica 1

**Viviendas usadas en venta (datos desestacionalizados) sobre el stock total de viviendas, %**



Fuente: NAR, Oficina del Censo y BBVA Research

Gráfica 2

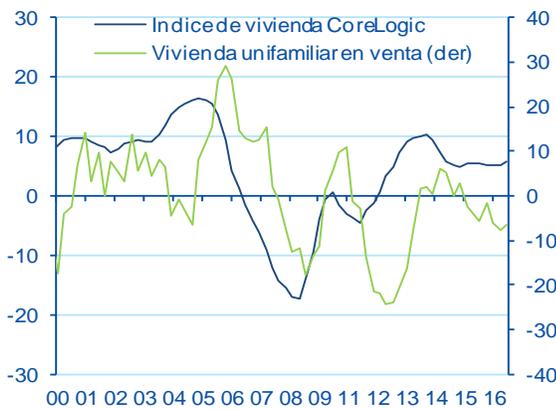
**Inventario de viviendas en venta y proporción de hipotecas “sumergidas” Var. % anual y pp anual**



Fuente: NAR, Zillow y BBVA Research

Gráfica 3

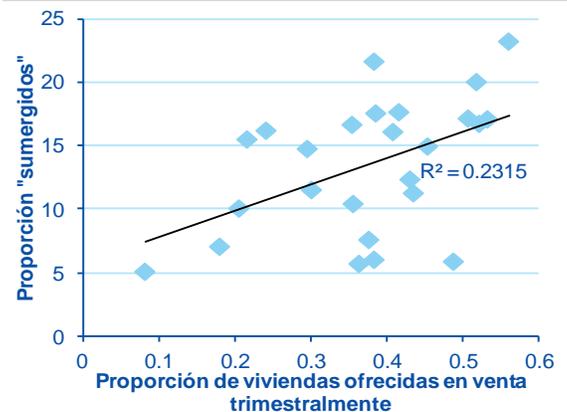
**Precios de la vivienda e inventario de viviendas usadas, var. % anual**



Fuente: NAR, CoreLogic y BBVA Research

Gráfica 4

**Oferta de vivienda usada vs. viviendas “sumergidas” según AEM en 2015, %**



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Zillow, Redfin y la Oficina del Censo

## ¿Estancamiento de las tasas de interés en niveles bajos?

La evidente desaceleración en la oferta de viviendas en el segundo semestre de 2016 puede apreciarse a través de los datos proporcionados por Redfin (Gráfica 5). Una de las posibles explicaciones que subyacen a esta tendencia es que un alto número de vendedores potenciales tienen ya suscritas hipotecas con bajas tasas de interés, tras adquirir o refinanciar sus casas durante el período posterior a la crisis, caracterizado por un bajo nivel de tasas. Ante el aumento de las tasas de interés hipotecarias y la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, estos vendedores

potenciales podrían ser más reacios a cambiar de vivienda (ya sea por una más grande, más pequeña o ubicada en otro lugar) si ello supone tener que hacer frente a pagos mensuales más elevados.

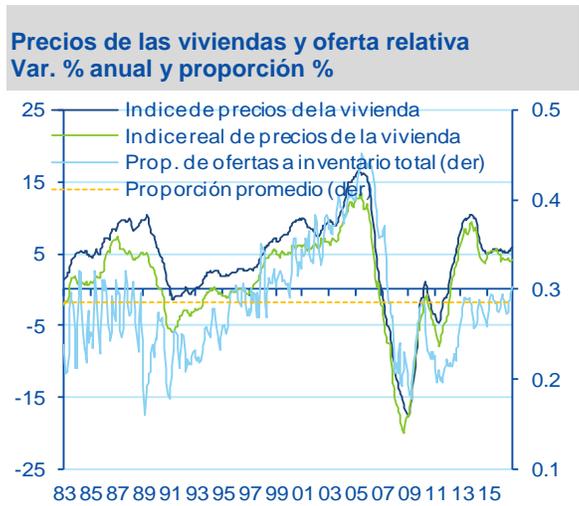
Aunque el factor determinante del número de viviendas que se ponen en venta es el aumento del precio (Gráfica 6), los datos también respaldan que el estancamiento de las tasas de interés en niveles bajos influye asimismo en ello. Para contrastar esta hipótesis, calculamos el volumen de nuevas viviendas puestas a la venta utilizando datos mensuales de la NAR sobre viviendas unifamiliares en venta y sobre las ventas de viviendas unifamiliares. Utilizando un modelo ARCH con un proceso ARMA de diferencias logarítmicas mensuales de las nuevas viviendas puestas a la venta calculadas como variable dependiente y las diferencias logarítmicas del índice de precios de la vivienda de CoreLogic y los diferenciales a cinco años de la tasa de interés fija de las hipotecas a 30 años como variables independientes, llegamos a la conclusión de que el diferencial de la tasa de interés a cinco años sigue una correlación inversa y significativa con la tasa de crecimiento del número de viviendas en venta. Más concretamente, un diferencial de un punto porcentual está relacionado con unos 0.35 puntos porcentuales de reducción del crecimiento mensual del número de viviendas en venta (véase el Cuadro 1), lo que equivale a una reducción de 4.3 pp en términos anualizados.

Gráfica 5



Fuente: Redfin y BBVA Research

Gráfica 6



Fuente: Cálculos de CoreLogic y de BLS y BBVA Research basados en datos de la NAR

Esta conclusión respalda el argumento de que, en vista del fuerte incremento de los precios de la vivienda registrado en los últimos años, la oferta relativamente baja de viviendas usadas en venta se debe, en cierta medida, al incremento de los diferenciales de las tasas fijas de las hipotecas. Es probable que este efecto haya contribuido también a la notable desaceleración del número de nuevas viviendas puestas a la venta en el segundo semestre de 2016 que se observó en los datos de Redfin, dado que las tasas de interés hipotecarias tocaron fondo durante el verano, influyendo así en el aumento y la tendencia creciente de dichos diferenciales (Gráfica 7).

### ¿Bajo nivel de construcción de vivienda nueva?

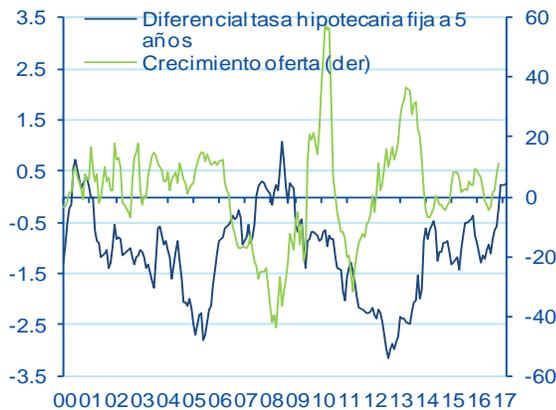
El tercer motivo que explica el bajo nivel actual de la oferta de viviendas usadas en venta guarda relación con la oferta de vivienda nueva. Esta hipótesis asume que una de las formas de impulsar la oferta de viviendas usadas en venta consiste en aumentar la oferta de vivienda nueva, lo que incidiría positivamente en la puesta en venta de viviendas usadas, al menos, por tres vías. En primer lugar, las viviendas de nueva construcción incrementan el número de viviendas que posteriormente serán revendidas por sus compradores originales. En segundo lugar, la intensificación de la construcción aumenta las opciones de aquellos propietarios que desean adquirir una casa más grande, más

pequeña o trasladarse a otro lugar, aunque ello les obligue primero a poner en venta su propiedad original. Por último, el aumento de la construcción a corto plazo puede incentivar a los propietarios a poner en venta sus viviendas antes de que la obra nueva llegue al mercado.

Pese a que el inicio de la construcción de viviendas nuevas coincide y está fuertemente correlacionado con las nuevas ofertas mensuales de viviendas en venta (Gráfica 8), puesto que ambas variables se ven impulsadas por los mismos factores fundamentales, estas hipótesis se ven respaldadas por dos modelos estadísticos. Un estudio de la relación existente entre el inicio de la construcción de viviendas nuevas y las nuevas ofertas de viviendas en venta sugiere que, como cabía esperar, la causalidad parte de la construcción de viviendas nuevas. Es más, un mayor crecimiento del inicio de la construcción de viviendas nuevas en un año contribuye a un fuerte incremento de la oferta de viviendas usadas en venta durante los cuatro años siguientes (Gráfica 9) con una desaceleración relativamente baja posteriormente. Por lo tanto, como se esperaba, el aumento de la actividad constructora tiene efectos positivos a mediano plazo sobre la oferta de vivienda usada. Esto implica asimismo que los bajos niveles de construcción de vivienda nueva tras la crisis financiera han influido en la actual rigidez del mercado de la vivienda usada.

Gráfica 7

**Diferenciales de las tasas de interés y oferta de vivienda usada en venta pp y var. % anual**



Fuente: Cálculos de FRB y BBVA Research basados en datos de la NAR

Gráfica 8

**Viviendas puestas a la venta mensualmente e inicio de construcción de viviendas nuevas Miles de unidades, datos desestacionalizados**

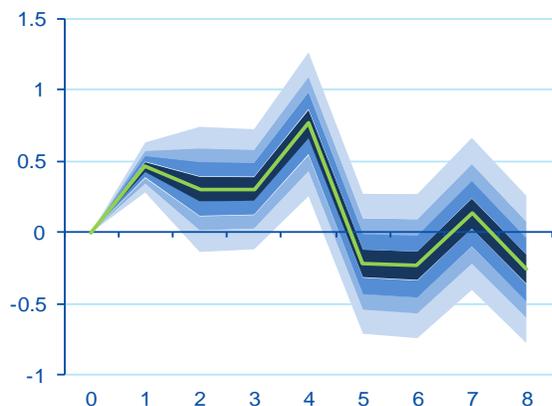


Fuente: Cálculos de la Oficina del Censo y BBVA Research basados en datos de la NAR

Con el fin de investigar los efectos más inmediatos del inicio de la construcción de vivienda nueva sobre la oferta de vivienda usada, añadimos los datos mensuales de inicio de construcción de viviendas nuevas en forma de diferencia logarítmica como variable independiente al modelo ARCH antes descrito. Los resultados confirman que el aumento del nivel de construcción de vivienda nueva conduce a (y está correlacionado significativamente con) el aumento de la puesta en venta de viviendas usadas (Cuadro 1, Modelo 2), al tiempo que tienen en cuenta los efectos de los precios de la vivienda y de los diferenciales de las tasas de interés hipotecarias. Estos resultados sugieren que, pese a que los aumentos de los diferenciales de las tasas de interés influirán negativamente en la oferta de vivienda usada, estos efectos podrían mitigarse intensificando la construcción de vivienda nueva.

Gráfica 9

**Función de respuesta de impulso (impulso= crecimiento de la construcción de vivienda nueva; respuesta: aumento de la oferta de vivienda usada en venta), Años**



Fuente: BBVA Research

Cuadro 1

**Resultados del modelo ARCH**  
Variable dependiente: viviendas usadas puestas a la venta

	Modelo 1	Modelo 2
Indice precios vivienda	0.5932***	0.5512***
Diferencial tasa de interés	-0.0035***	-0.0035***
Inicio viviendas (L1)		0.0243**
Inicio viviendas (L2)		0.0216*
Constante	-0.0048*	-0.0047*
ARCH (L1)	0.2237***	0.2266***
GARCH (L1)	0.7495***	0.7468 ***

\* p<0,1 \*\*p<0.05 \*\*\*p<0.01%

Fuente: BBVA Research

## Conclusiones

En este documento se han analizado tres posibles explicaciones desde el lado de la oferta que pueden influir en el bajo volumen de oferta de viviendas usadas en venta. No se han encontrado pruebas que demuestren que el elevado porcentaje de propietarios “sumergidos” esté limitando actualmente de manera significativa dicha oferta. Sin embargo, el análisis realizado apoya las otras dos explicaciones: que el periodo de bajas tasas de interés posterior a la crisis y el bajo nivel de oferta de vivienda nueva están afectando negativamente al mercado de la vivienda usada. Estos resultados sugieren asimismo que, en el futuro inmediato, la oferta de vivienda usada seguirá siendo escasa, puesto que los diferenciales de las tasas de interés serán probablemente mayores que en el pasado a medida que las tasas vayan aumentando de forma progresiva. No obstante, estas presiones se podrían contener incrementando de aquí en adelante el ritmo de construcción de vivienda nueva.

## Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.