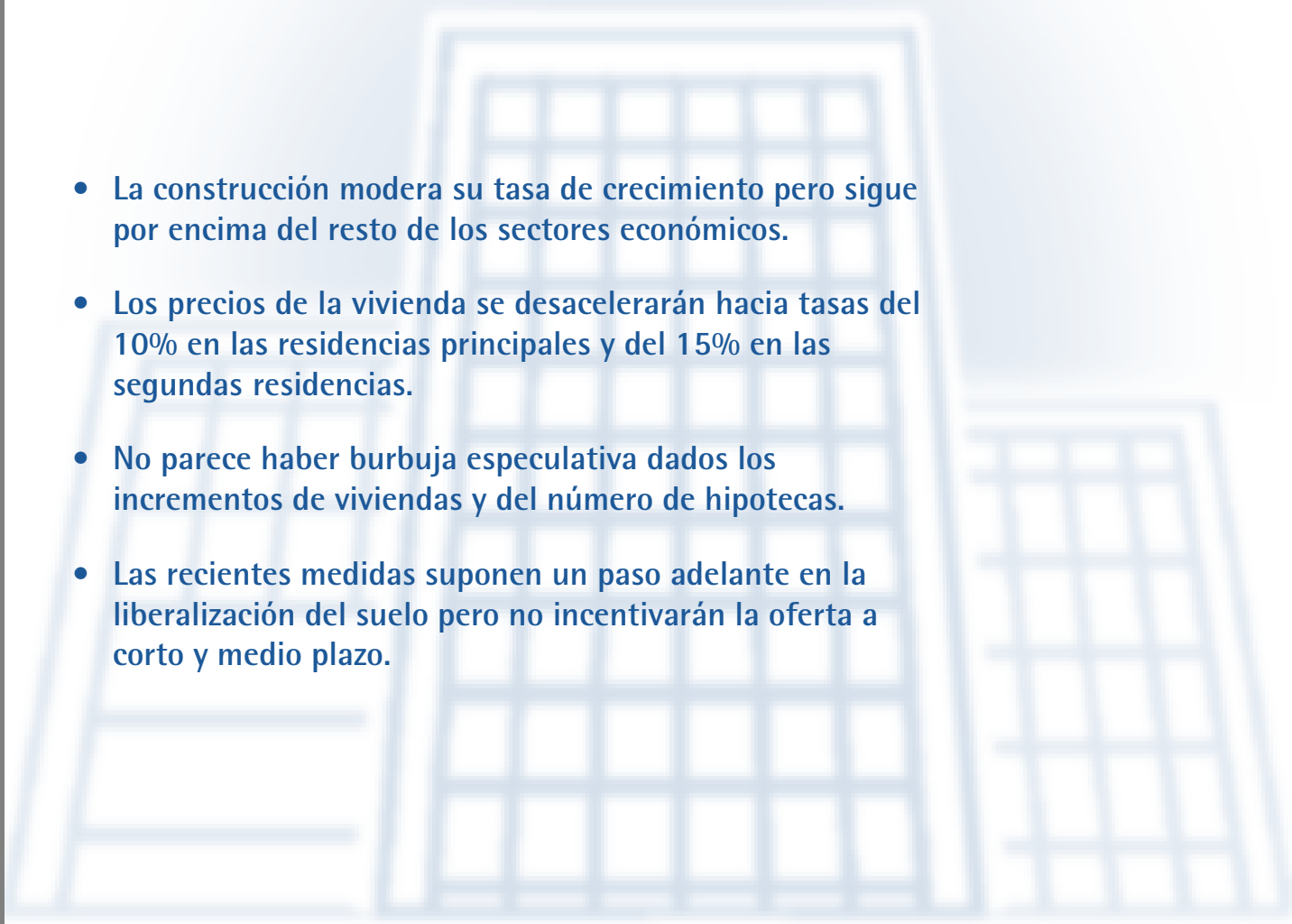
Situación Inmobiliaria

Julio 2000



- La construcción modera su tasa de crecimiento pero sigue por encima del resto de los sectores económicos.
- Los precios de la vivienda se desacelerarán hacia tasas del 10% en las residencias principales y del 15% en las segundas residencias.
- No parece haber burbuja especulativa dados los incrementos de viviendas y del número de hipotecas.
- Las recientes medidas suponen un paso adelante en la liberalización del suelo pero no incentivarán la oferta a corto y medio plazo.

Servicio de Estudios

BBVA

Índice

1. Entorno económico y financiero 3

2. El sector de la construcción 5

3. El mercado inmobiliario 11

Recuadro 1. Precios de los activos y ciclo económico 14

4. La financiación inmobiliaria 17

Recuadro 2. Precios de los activos y estabilidad bancaria 19

5. Tema del Trimestre:

«La financiación de la vivienda en América Latina» 22

Han elaborado esta publicación:

Miguel Sebastián
David Taguas

Manuel Balmaseda	34 91 374 33 31	m.balmased@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Ignacio San Martín	34 91 537 48 90	jisanmartin@grupobbva.com

BBVA

Editorial

La recuperación de las exportaciones y el buen tono de la demanda interna están contribuyendo a la aceleración cíclica de la economía española, en un entorno de mayor crecimiento mundial. Esta expansión económica no esconde, sin embargo, la dificultad de la oferta para satisfacer la demanda que, unida al deterioro de costes por la evolución de los precios de las materias primas, se traduce en una situación inflacionista transitoria cuyo riesgo es que se traslade a las expectativas de inflación con efectos más duraderos.

El sector de la construcción no es ajeno a esta situación. Los últimos datos revisados de la Contabilidad Trimestral han puesto de manifiesto el elevado dinamismo mostrado por el sector, especialmente por la edificación residencial, que ha alcanzado niveles de producción máximos. Esta buena salud del sector no oculta la existencia de síntomas que pudieran introducir elementos de duda en cuanto a su evolución a medio plazo. Los fuertes crecimientos de los costes salariales, la evolución alcista del precio de los materiales, el aumento del coste de la financiación, los retrasos en las concesiones de licencias y las crecientes dificultades para encontrar suelo edificable a un precio competitivo son factores que, de continuar en la dirección actual, desincentivarian la promoción inmobiliaria y, con ello, la actividad del sector.

La falta de suelo disponible y apto para su uso en un periodo de tiempo razonable es una seria restricción que limita directamente el desarrollo de todas las actividades económicas y no solo en las del propio sector. En España se da una doble situación en relación con el suelo: de una parte hay abundante suelo sin desarrollar mientras que, de otra, existe una evidente escasez de suelo adecuado para su utilización, que se traduce en precios elevados e impide la promoción de las actividades inmobiliarias, especialmente la residencial.

Para atajar este problema, el Gobierno ha aprobado recientemente un conjunto de medidas que, si bien suponen un paso adelante en la liberalización del suelo, se muestran insuficientes para incentivar el aumento de la oferta, por lo que su impacto no será significativo en el corto y medio plazo. En este sentido, una política de suelo más adaptada a las necesidades del mercado debería estar desligada de la financiación municipal y cambiar el modelo de planeamiento determinista actual por uno más indicativo. En cuanto a la gestión urbanística, debería darse igualdad de trato a la iniciativa privada y a la iniciativa pública, acortarse los plazos y facilitar y agilizar la concesión de licencias y buscar una solución fiscal para la distribución de las plusvalias. Las entidades locales (tanto Comunidades Autónomas como, especialmente, Ayuntamientos) conservan el grueso de las facultades urbanísticas y la responsabilidad última del desarrollo urbano. Una respuesta rápida a los problemas del suelo de los agentes requeriría un reconocimiento más claro del papel de la iniciativa privada como motor de desarrollo urbanístico

Otro de los fenómenos que están marcando la evolución reciente del mercado inmobiliario es la expansión de la financiación a la vivienda, que continua ganando peso en la cartera de las entidades financieras. Una característica común de las economías desarrolladas ha sido el fuerte crecimiento del crédito hipotecario en las últimas décadas. Finalmente, en las economías emergentes, el desarrollo del mercado hipotecario se está encontrando con dificultades añadidas. Por ello hemos considerado de gran interés incluir en este número un artículo de Baralides Alberdi que describe las característica y la actual situación de la financiación a la vivienda en América Latina, así como los puntos sobre los que se debería actuar para conseguir mejoras significativas que permitan la maduración de dicho mercado.

1. Entorno económico y financiero

En un entorno de crecimiento de la economía mundial, la economía española se encuentra en una fase cíclica expansiva, con tasas anuales de crecimiento superiores al 3% desde 1997 y que continuarán siendo elevadas en 2000 y 2001 (4,0% y 3,2% respectivamente).

España se mantiene así como uno de los países de mayor crecimiento económico del área del euro, aunque el diferencial con el conjunto de la zona monetaria europea será decreciente en 2000 y 2001[1].

A diferencia de lo ocurrido en expansiones anteriores de la economía mundial, la inflación se está manteniendo bajo control a pesar del aumento de los precios del petróleo y de las materias primas. La inflación tendencial se ha mantenido prácticamente estable, con limitados repuntes desde los mínimos alcanzados en 1999. En este sentido, los riesgos inflacionistas parecen limitados, incluso en áreas en las que por la mayor rigidez de sus mercados cabría esperar a priori una mayor transmisión de los aumentos de los precios energéticos, como en el caso de la UEM. La gestión plenamente independiente de la política monetaria por parte de los bancos centrales para conseguir el objetivo de estabilidad de precios ha dado credibilidad a los objetivos inflacionistas establecidos, la cual se ha visto reforzada con registros muy moderados en los dos últimos años. A esto ha contribuido también el mayor grado de competencia, especialmente en manufacturas, facilitado por las nuevas formas de distribución comercial, así como algunas reformas estructurales emprendidas (privatización de monopolios de servicios básicos y telecomunicaciones).

Cuadro 1.1. Previsiones de Crecimiento

	1998	1999	1999	2000
OCDE	**2,3**	**3,2**	**3,7**	**2,9**
EEUU	4,3	4,2	4,5	2,8
UEM	2,7	2,4	3,5	2,9
RU	2,2	2,1	2,9	2,3
Japón	-2,8	0,3	0,9	1,4
Países en desarrollo	**3,0**	**3,5**	**4,9**	**5,0**
Latinoamérica	2,0	0,1	4,0	4,3
Países en transición	**-0,6**	**2,4**	**2,4**	**3,0**
MUNDIAL	**2,4**	**3,4**	**4,1**	**3,7**

Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2. Previsiones de Inflación

	1998	1999	1999	2000
OCDE	**1,6**	**1,4**	**2,0**	**1,8**
EEUU	1,6	2,2	2,9	2,2
UEM	1,1	1,2	1,9	1,7
RU	2,7	2,3	2,3	2,5
Japón	0,6	-0,4	-0,2	0,0
Países en desarrollo	**10,5**	**6,7**	**5,9**	**4,8**
Latinoamérica	10,1	8,5	7,3	6,2
Países en transición	**20,8**	**43,2**	**19,0**	**14,0**
MUNDIAL	**6,1**	**5,5**	**4,4**	**3,5**

Fuente: FMI y BBVA

Dudas para 2001

En este contexto persisten dos grandes incertidumbres. La primera es el momento de inicio y la intensidad y duración de la desaceleración de la economía de EE.UU. Una subida de tipos de interés hasta niveles del 6,75% debería ser suficiente para frenar las expectativas inflacionistas y frenar el crecimiento de la demanda interna, conduciendo a la economía a un aterrizaje suave.

La segunda incertidumbre es el sostenimiento en los próximos años de un ritmo de crecimiento similar al previsto para 2000 en la UEM, ya que está basado en factores de demanda principalmente. Los indicadores de política monetaria muestran que las condiciones de liquidez son aún relativamente expansivas, lo que llevará a mantener la senda alcista de tipos en el horizonte del próximo año y medio.

En los largos plazos, la volatilidad, ligada a la indeterminación del escenario macroeconómico en EE.UU., seguirá siendo la tónica. La superación de esta incertidumbre con un escenario de 'aterrizaje suave' y la reducción del porcentaje de deuda pública sobre el PIB, permitirán moderar las rentabilidades actuales.

Los tipos de interés de largo plazo en Europa permanecerán prácticamente estables, por lo que se reducirá el diferencial con los de USA. Este es uno de los factores que contribuirá a apreciar al euro hasta niveles más próximos a los fundamentos, esto es, por encima de la paridad con el dólar. Pero, para que esta apreciación se consolide, es necesario reducir el diferencial de productividades, no sólo a medio plazo como resultado de la evolución cíclica de EE.UU., sino a más largo plazo con la superación de los problemas estructurales del Viejo Continente.

[1] El PIB español creció en 1999 1,3 puntos porcentuales más que el del conjunto de la UEM. En 2000 y 2001 el diferencial se podría reducir hasta 0,5 p.p. y 0,3 p.p. respectivamente.

Economía española: más síntomas de recalentamiento

Dentro de la economía española, la recuperación de las exportaciones, está siendo el factor que más está contribuyendo, desde mediados de 1999, a la aceleración cíclica. A este estímulo exterior se ha sumado una demanda interna que creció a tasas del 5% anual en 1998 y 1999 por la combinación de a) una política fiscal laxa, con reducción del IRPF; b) una política monetaria expansiva y c) el aumento de la renta y la riqueza familiar que ha seguido a la mejora del empleo y al aumento de los precios de los activos.

El crecimiento del gasto en consumo final de los hogares, cerca del 4,5% a lo largo de 1999, se moderará ligeramente a lo largo de 2000, concentrándose la desaceleración en el segundo semestre del año. En 2000 no se producirá un impulso fiscal adicional al de 1999, además de que la renta de los asalariados debería registrar crecimientos menores que los de años anteriores, fundamentalmente por un menor aumento de los salarios reales (los precios se acelerarán más que los salarios). Sin embargo no hay que olvidar algunos riesgos alcistas sobre la evolución del consumo de las familias, relacionados con los máximos históricos de la confianza de los consumidores, el crecimiento del crédito concedido a familias y la subida de los precios de los activos inmobiliarios (efecto riqueza).

Inflación, riesgo alcista por salarios y la presión de la demanda

Un posible aspecto negativo de la actual expansión económica, es la dificultad de la oferta para satisfacer el crecimiento de la demanda, que conlleva una aceleración de los precios y cierto incremento del déficit por cuenta corriente. La situación inflacionista de la economía española es preocupante, tanto por el aumento del diferencial sobre el resto de países de la UEM como por el hecho de que algunos de los factores que han generado esta situación (presión de la demanda, costes no energéticos en aumento, déficit de competencia en algunos mercados de bienes y servicios) no parece que a corto plazo vayan a moderar su efecto acelerador sobre los precios. La evaluación de todos estos elementos conduce a esperar una inflación en diciembre del 2000 del 2,9%.

En este contexto, existen riesgos que pueden empeorar el actual escenario de precios, como son la traslación de las tensiones existentes en los precios industriales y el inicio de una espiral alcista salarios-precios de consumo. La elevada proporción que los salarios suponen en el coste de producción de bienes y servicios es un factor de riesgo de la presión salarial, especialmente en los servicios. Los datos más recientes de convenios colectivos situan el incremento salarial medio negociado hasta abril en el 2,8%, prácticamente el mismo que en 1999. Sin embargo, los convenios firmados en el mes de abril muestran un crecimiento salarial medio del 3,0%, resultado seguramente de las peores expectativas de los agentes sobre la inflación a lo largo de 2000. De consolidarse estas perspectivas, la desviación inflacionista, que en los últimos años resultó negativa, podría cambiar de signo en 2000 y alimentar una espiral de aceleración de precios en España al hacer más dependiente el objetivo de inflación del comportamiento de los costes no salariales y de los márgenes empresariales.

En este sentido, en el contexto de la UEM, debería plantearse como referencia de la negociación salarial la expectativa de precios del área monetaria y no la de la economía 'regional' española, más si se tiene en cuenta que la competitividad frente a los otros miembros de la UEM depende exclusivamente del diferencial de inflación.

Cuadro 1.3. PIB España

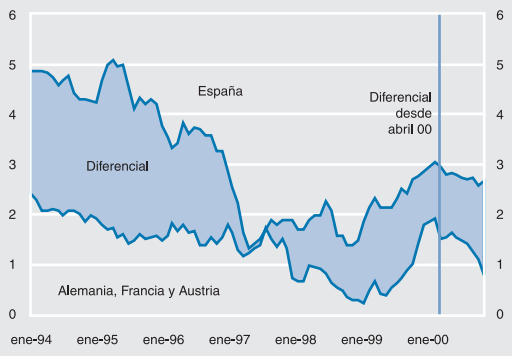
PIB SEC-95 (datos brutos)	Media anual		
Crecimiento interanuales	**1999**	**2000**	**2001**
Gasto en consumo final de los hogares (1)	4,4	4,2	3,6
Gasto en consumo final de las AA.PP.	1,8	2,4	2,2
Formación bruta de capital fijo	8,3	6,9	4,7
Bienes de equipo	8,4	7,8	5,0
Construcción	8,3	6,3	4,5
Variación de existencias *	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional	4,9	4,5	3,7
Exportaciones de bienes y servicios	8,5	11,2	7,7
Importaciones de bienes y servicios	12,6	12,6	9,0
Saldo exterior neto *	-1,2	-0,6	-0,6
Producto Interior Bruto a p.m.	**3,7**	**4,0**	**3,2**

(*) Aportación al crecimiento del PIB
(1) Incluye a las ISFLSH Fuente: INE y BBVA

Gráfico 1.1

Diferencial de inflación armonizada

España con Alemania, Francia y Austria



Fuente: Eurostat y BBVA

2. El sector de la construcción

La construcción continuará siendo el sector más dinámico de la economía española en 2000

Desde 1998, la construcción ha crecido a tasas superiores a las de otros sectores, lo que le ha llevado a aumentar su importancia en la economía nacional, pasando de representar el 14% del total de la producción en el primer trimestre de 1998 al 16% a finales de 1999.

El sector de la construcción ha mostrado una evolución favorable como consecuencia de la buena marcha de la edificación, que continua presentando niveles de actividad elevados. Tanto la construcción de nuevas viviendas como la rehabilitación de las existentes, están llevando al segmento de la edificación inmobiliaria a ser el principal protagonista del buen momento del sector en la primera parte del año 2000.

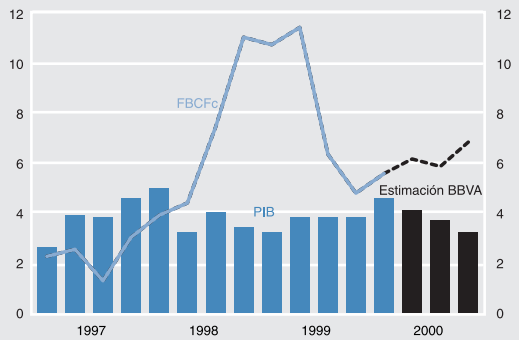
Después de mostrar un crecimiento medio del 8,3% en 1999, los datos más recientes de la Contabilidad Nacional Trimestral, cuantifican en un 5,5% el avance del sector de la construcción en el primer trimestre de 2000. Tras la revisión de los datos, el perfil trimestral de las estimaciones del INE muestra una clara desaceleración del sector a lo largo de 1999, y un rebrote de la actividad en los primeros meses de 2000.

El avance de la encuesta coyuntural de la construcción apunta, también, a un aumento de la actividad del sector

Gráfico 2.1

Evolución del P.I.B. y la F.B.C.F.c.

Tasa de Variación Anual

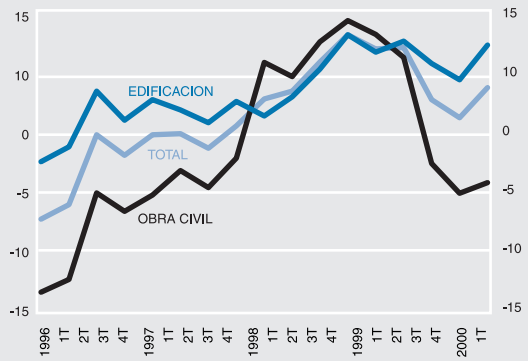


Fuente: INE y BBVA

Gráfico 2.2

ECIC. Trabajos Realizados

Tasa de Variación Anual



Fuente: Mº Fomento

de la construcción, que el Ministerio de Fomento estima en un crecimiento interanual del 7,2% en el primer trimestre de 2000. Este avance fue motivado básicamente por el crecimiento del 10,9% del segmento de la edificación, dado que la actividad en el segmento de la ingeniería civil continuó descendiendo, alcanzando una tasa del -1,7% en términos interanuales.

Para el conjunto del año, las previsiones son que el sector avance a una tasa interanual media del 6,3%, con un perfil ascendente en la segunda parte del año gracias a la recuperación que se producirá en el segmento de la ingeniería civil según se desprende del comportamiento de la cartera de pedidos de las empresas del sector. Esta recuperación pudiera tener una duración temporal amplia.

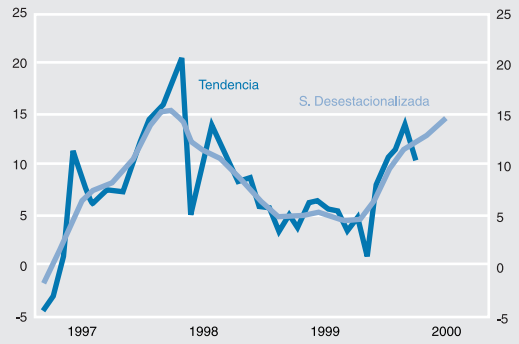
La construcción está sirviendo de locomotora de otras industrias relacionadas, que están experimentando una clara mejoría en los primeros meses de 2000. El índice de producción de materiales para la construcción creció un 9,1% en los cuatro primeros meses del año, mientras que los materiales siderúrgicos utilizados en el sector lo hicieron en un 11,7%. Para el consumo aparente de cemento, el aumento fue del 9,9% en los cinco primeros meses del año. La tendencia de estos indicadores apunta a una evolución positiva pero con tasas de crecimientos moderadas.

El aumento de la cartera de pedidos está favoreciendo las expectativas de las empresas del sector tanto en ingeniería civil como en edificación. La opinión de los empresarios apunta a que mejorará la actividad de la obra civil a lo largo del año como consecuencia del fuerte crecimiento de la contratación actual y, también, que se mantendrá el buen ritmo de actividad actual del segmento de la edificación.

Gráfico 2.3

Producción de Materiales para la Construcción

Tasa de Variación

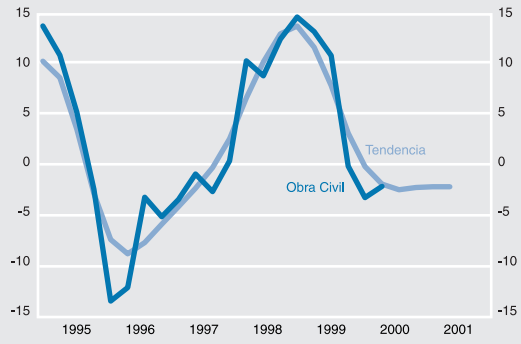


Fuente: INE y BBVA

Gráfico 2.5

Trabajos realizados ECIC

Obra Civil (Tasas de Variación)



Fuente: Oficemen y BBVA

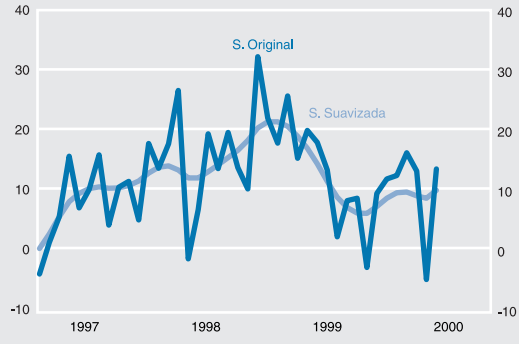
Con una evolución creciente de la obra civil

En los primeros meses de 2000, el segmento de la obra civil mantuvo un ritmo de actividad alto pero no lo suficiente como para superar el elevado nivel del primer trimestre del año pasado. Si bien existe un buen volumen de obra contratada, la ejecución de la misma se está dilatando ligeramente por parte de las administraciones públicas, lo que está produciendo un descenso de la producción total del segmento civil. Los datos provisionales del Mº de Fomento para el primer trimestre de 2000, apuntan a que el segmento de la obra civil descendió un 1,7% en tasas interanuales.

Gráfico 2.4

Consumo de Cemento

Tasa de Variación Anual



Fuente: Oficemen y BBVA

La obra licitada en el primer trimestre del año alcanzó un total de 542.000 millones de pesetas, con un crecimiento interanual del 11,8%. Del total licitado, el 95% fue realizado por las administraciones públicas, que contrataron 132.300 millones en obras de edificación y 382.700 millones en obras de ingeniería civil. De esta última partida, el 49% correspondió a carreteras y aeropuertos alcanzando casi los 190.000 millones, un 50% más que en el primer trimestre de 1999.

La recuperación de la contratación de obra se ha apoyado, principalmente, en el impulso inversor de la Administración Central que, con casi 160.000 millones licitados, ha doblado la cifra correspondiente al primer trimestre de 1999.

Las Comunidades Autónomas también han recuperado el tono inversor y han aumentado el volumen de obra licitado en un 25% hasta alcanzar casi los 200.000 millones de pesetas. Los Ayuntamientos, sin embargo, han reducido un 26% la obra contratada en los primeros meses del año.

El desarrollo de las inversiones contempladas en el plan de infraestructuras 2000-2007 garantiza la existencia de un nivel importante de actividad en el segmento de la obra civil en los próximos años, si bien queda la incertidumbre sobre las cifras y el ritmo en el que se desarrollará la inversión hasta la finalización del plan. Estimamos que la actividad en la obra civil se recuperará a lo largo del año 2000 para alcanzar un volumen promedio de producción ligeramente superior al del año pasado, con una tasa de crecimiento interanual que se situaría en el entorno del 2%.

Y un ritmo más suave en la edificación

El año pasado se iniciaron más de 550.000 viviendas y más de 14 millones de metros cuadrados destinados a usos diferentes de los residenciales. Además, el segmento de la edificación avanzó a una tasa interanual del 10,5% según se desprende de los datos definitivos de la Encuesta Coyuntural del Sector de la Construcción que publica el Mº de Fomento, con un crecimiento del 13,2% de la edificación residencial y un 6% a la edificación no residencial. En el primer trimestre de 2000, el avance provisional indica que la edificación creció el 10,3%.

En estos últimos años, la promoción inmobiliaria se ha visto favorecida por la evolución de la economía en su conjunto, pero han sido la existencia de una demanda de viviendas solvente, el incremento de los precios de venta y las expectativas futuras de los promotores los que han determinado la formación de la oferta inmobiliaria.

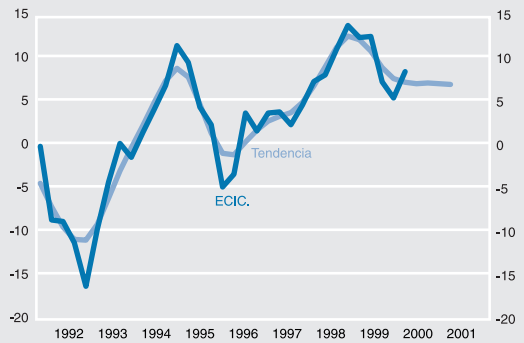
El inmobiliario es un mercado determinado por la demanda, de tal forma que la oferta de nuevas viviendas se desarrolla como respuesta a la previsión de la demanda existente en cada momento. Los elevados costes de mantener ociosos los bienes inmuebles desincentivan la formación de un stock de viviendas nuevas en espera de ser vendidas. Por ello, la promoción inmobiliaria se activa a medida que mejoran los ritmos de venta y se percibe la existencia de una demanda fluida.

En un primer momento, también el crecimiento de los precios de venta de los inmuebles supone un aliciente para el desarrollo de las promociones inmobiliarias, puesto que permite un aumento de los beneficios empresariales, contribuyendo a que las empresas del sector incrementen su producción al mismo tiempo que nuevas empresas se incorporan al mercado, aumentando notablemente la cantidad ofrecida en el mercado inmobiliario. Sin embargo, el actual avance de los precios inmobiliarios introduce un elemento de incertidumbre para el desarrollo de nuevas promociones, dado que aumenta el riesgo de que el sector entre en momentos de dificultad. Los precios inmobiliarios actuales están acercándose al máximo observado en los primeros años noventa, cuando la producción de viviendas comenzó a decaer de forma significativa.

Gráfico 2.6

Trabajos realizados Edificación

Tendencia



Fuente: Mº Fomento y BBVA

Por contra, si bien la evolución de los costes de construcción no afecta de forma importante al desarrollo de la edificación en el corto plazo, el incremento de los mismos a medio y largo plazo determinan la rentabilidad de las promociones inmobiliarias y, con ello, la cantidad ofertada de nueva vivienda: si los costes de las promociones aumentan de forma importante, sin que ello se pueda trasladar a los precios de venta, los márgenes empresariales se reducen, lo que desincentiva el desarrollo de proyectos inmobiliarios.

En los últimos trimestres, el crecimiento de los costes de los materiales de la construcción, el fuerte incremento de los salarios del sector, que está siendo muy superior a la media del conjunto de la economía y el repunte de los costes financieros están condicionando la viabilidad de algunos proyectos inmobiliarios, lo que supone una rémora para el desarrollo de la oferta.

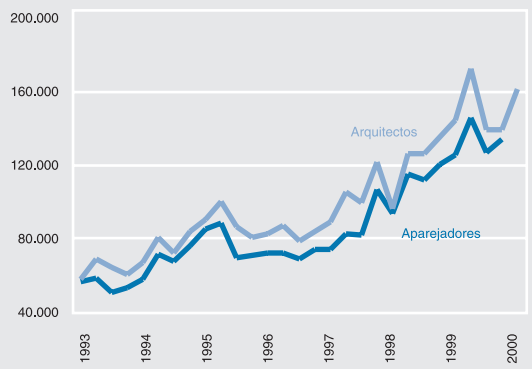
Además, la escasez de oferta de suelo edificable y los elevados precios de los solares actualmente disponibles pudiera comprometer de forma importante el desarrollo futuro de nuevas promociones inmobiliarias, lo que llevaría a una oferta de vivienda menor que la deseada. Nuestro país ya experimentó aumentos explosivos de los precios a finales de los 80 y principios de los 90, en los que el suelo se convirtió en la principal restricción para la oferta de vivienda. Para prevenir esta situación, es necesaria la colaboración de los Ayuntamientos, que mantienen competencias claves para una verdadera flexibilización del mercado del suelo.

Se iniciarán menos viviendas, pero la oferta se mantendrá elevada

Los proyectos visados, tanto por parte de los arquitectos como de los aparejadores, están en sus niveles máximos, con medias trimestrales superiores a los 130.000 proyectos en el caso de los arquitectos y a los 120.000 en el de los aparejadores. En el primer trimestre de 2000, los proyectos visados suponen la iniciación de 157.000 nuevas viviendas, según se desprende del último informe publicado por el colegio de arquitectos.

Gráfico 2.7

Visados

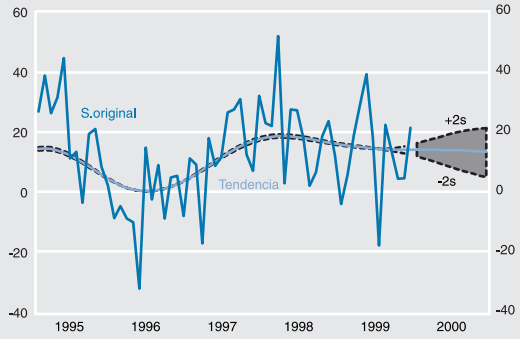


Fuente: Mº Fomento y BBVA

Gráfico 2.9

Licencias Municipales

Tendencia



Fuente: Mº Fomento y BBVA

La tendencia que apunta el indicador de los proyectos visados para el conjunto del año 2000 muestra una clara desaceleración que, sin embargo, no parece vaya a ser severa y supone que el nivel de iniciación de viviendas será, en el año 2000, ligeramente inferior al observado en 1999. La previsible desaceleración de la demanda que se puede producir en la segunda mitad del año, junto a los elevados costes de construcción y a la escasez y carestía de suelo pudiera desembocar en que los promotores redujeran el ritmo de promoción de viviendas, que estimamos en 450.000 nuevas iniciaciones.

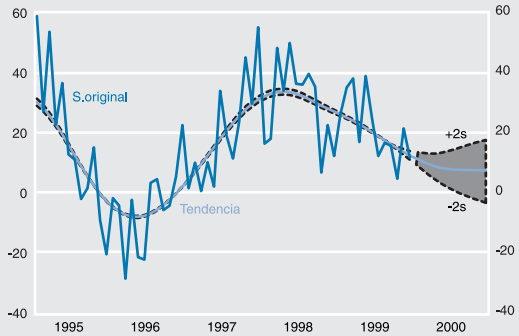
La información que se desprende de las licencias de construcción otorgadas por los Ayuntamientos indica que se están aprobando menos licencias que el número de viviendas visadas, lo que sugiere que se está produciendo cierto retraso en la concesión de licencias. La tendencia de este indicador muestra una suave ralentización a lo largo de 2000 con una pendiente menor que en el caso de los visados.

En resumen, los indicadores inmobiliarios muestran síntomas de ralentización del crecimiento y una tendencia descendente. Sin embargo, las positivas perspectivas de los agentes inducen a pensar que no se producirá una caída de la edificación aunque sí un reajuste de los elevados volúmenes de producción actuales. Para el año 2000, la actividad en el segmento residencial continuará creciendo a una tasa interanual elevada, como consecuencia de la fuerte iniciación de períodos anteriores, que estimamos alcance el 10% de tasa de crecimiento medio anual.

Gráfico 2.8

Visados de Aparejadores

Tendencia



Fuente: Mº Fomento y BBVA

Despegará el segmento de las oficinas pero se ralentizará la producción de espacio no residencial

La edificación inmobiliaria no residencial continuó siendo elevada. La buena salida de los productos está manteniendo alta la tasa de actividad en este segmento. La superficie iniciada en 1999 fue de más de 14 millones de metros cuadrados, un 11% superior a las iniciaciones de 1998. El crecimiento de la producción industrial y el buen momento de la demanda de oficinas están animando estos segmentos de la edificación, que aumentaron a tasas superiores a la media.

El perfil de variación interanual muestra, sin embargo, una clara desaceleración de la iniciación de superficies no residenciales a lo largo de 1999, lo que repercutirá en el ritmo de crecimiento de la actividad del segmento a lo

Cuadro 2.1. Stock de viviendas y viviendas iniciadas (1991-1999)
Por Comunidades Autónomas

	Stock Viviendas	Viviendas iniciadas por año					Crecimiento del Stock	
	1991	1997	1998	1999	1997-1999	1992-1999	1997-1999	19992-1999
NACIONAL	17.160.675	370.487	466.658	564.530	1.401.675	2.819.264	8,2%	16,4%
ANDALUCIA	2.830.028	60.456	81.607	105.875	247.938	479.353	8,8%	16,9%
ARAGON	574.011	9.693	9.927	12.222	31.842	68.477	5,5%	11,9%
ASTURIAS	462.283	7.798	8.667	12.392	28.857	54.874	6,2%	11,9%
BALEARES	414.035	10.244	16.093	16.760	43.097	73.098	10,4%	17,7%
CANARIAS	581.037	20.084	23.470	34.167	77.721	136.221	13,4%	23,4%
CANTABRIA	225.789	6.253	8.112	10.993	25.358	49.153	11,2%	21,8%
CASTILLA LA MANCHA	1.269.443	16.213	17.935	19.430	53.578	137.068	4,2%	10,8%
CASTILLA Y LEON	819.427	20.114	26.065	28.022	74.201	163.372	9,1%	19,9%
CATALUÑA	2.748.541	62.196	75.739	93.112	231.047	444.254	8,4%	16,2%
CVALENCIANA	2.087.123	48.602	62.736	83.558	194.896	362.989	9,3%	17,4%
EXTREMADURA	470.055	6.594	9.958	10.134	26.686	58.152	5,7%	12,4%
GALICIA	1.132.559	18.566	20.878	30.673	70.117	151.895	6,2%	13,4%
MADRID	1.928.940	49.621	65.740	63.852	179.213	392.146	9,3%	20,3%
MURCIA	478.870	13.893	15.940	17.643	47.476	97.586	9,9%	20,4%
NAVARRA	202.041	4.621	5.836	5.350	15.807	37.504	7,8%	18,6%
PAIS VASCO	773.986	12.165	13.787	16.025	41.977	89.987	5,4%	11,6%
LA RIOJA	128.346	3.374	4.168	4.322	11.864	23.135	9,2%	18,0%

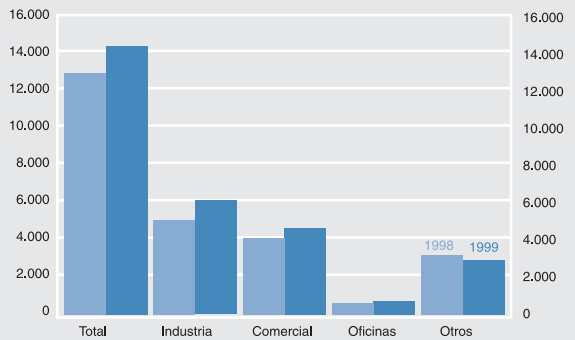
Fuente: Mº Fomento y BBVA

largo de este año, que tenderá a desacelerarse ligeramente. La edificación de oficinas, por otra parte, repuntará como consecuencia de las buenas perspectivas existentes en la actualidad sobre la evolución de la demanda, que hace muy atractiva la promoción de este tipo de inmuebles. En conjunto, el segmento no residencial crecerá en el año 2000 a un ritmo inferior al de 1999 pudiendo alcanzar el 4% de media anual.

Gráfico 2.10

Edificación No Residencial

Licencias de Obra (Miles de m²). Enero - Diciembre



Fuente: Mº Fomento

3. El mercado inmobiliario

Desde principios de 1998, los precios de las viviendas en España se han revalorizado un 17,7% en términos reales, lo que supone un crecimiento nominal del 23,5% en algo más de dos años. En el primer trimestre de 2000, el precio medio de la vivienda, según el Mº de Fomento, se elevó a 142.628 pesetas por m2 construido, lo que supuso un crecimiento en dicho año del 13,5%. Este crecimiento de los precios inmobiliarios se debe a la presión de la demanda que, si bien se han observado algunos síntomas de ralentización en los meses de primavera, aún se mantiene elevada en relación con la oferta existente en el mercado, especialmente la de segunda residencia.

Esta inflación inmobiliaria está llevando a que el precio de las viviendas se encuentre casi al mismo nivel relativo que en 1991, que fue el máximo del anterior ciclo inmobiliario. Algunos organismos financieros están alertando sobre los peligros que conlleva la posible existencia de una burbuja inmobiliaria, de la que comienzan a apreciarse indicios en algunos países europeos. El FMI, en su informe de la pasada primavera, aprecia claros síntomas de recalentamiento inmobiliario en Países Bajos e Irlanda y la existencia de indicios en España, Portugal y los países Escandinavos (véase recuadro 1).

¿Esta generándose una burbuja inmobiliaria en España?

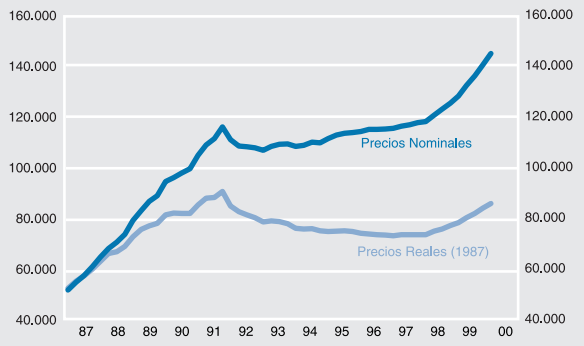
A finales de los ochenta y principios de los noventa los aumentos de precios inmobiliarios no se vieron acompañados con aumentos en la producción de viviendas, como hubiese correspondido a una situación no especulativa. Sin embargo, las alzas de precios de aquellos años no tenían un fundamento económico sólido, por lo que se produjeron posteriores descensos que corrigieron los excesos de los años anteriores. Se puede decir que en el periodo 1990-1992 se produjo una burbuja especulativa en el sector inmobiliario.

Sin embargo, a finales de los noventa, los aumentos de precios de las viviendas están siendo acompañados por fuertes aumentos en la producción inmobiliaria, que en el segmento residencial ha alcanzado máximos históricos. También se detecta un fuerte aumento en el número de hipotecas que se están formalizando, como corresponde a un mercado en auge por las mejoras que se han produci-

Gráfico 3.2

Precios de las viviendas en España

Pesetas por metro cuadrado construido

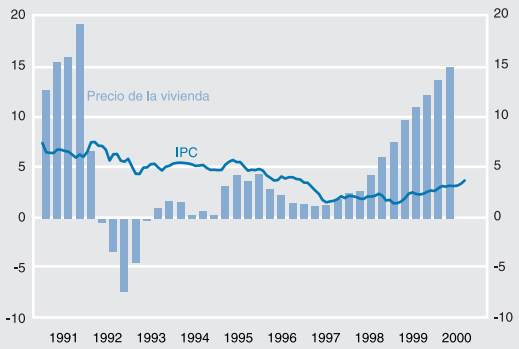


Fuente: INE y Mº Fomento

Gráfico 3.1

Precios de las viviendas e IPC

Variación Anual

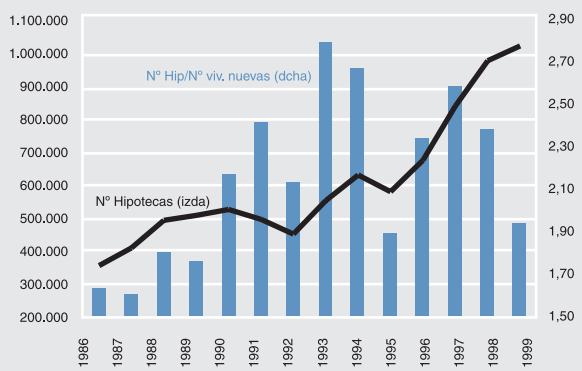


Fuente: INE y Mº Fomento

Gráfico 3.3

Hipotecas en España

Número y su relación con las viviendas iniciadas

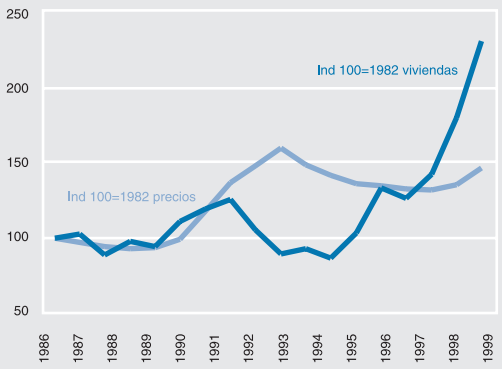


Fuente: BBVA

Gráfico 3.4

Precios y viviendas iniciadas. 1986-1999

Índice 1982=100 (Precios deflactados por IPC)



Fuente: INE, Mº Fomento y BBVA

do en la generación del empleo y en las condiciones de financiación hipotecaria, por lo que no se puede hablar de burbuja especulativa generalizada en estos últimos años desatada por expectativas de blanqueo de dinero.

Si la previsible desaceleración de la edificación de viviendas se ve acompañada por una ralentización del precio de las mismas y un menor ritmo de concesión de créditos, no tendrá lugar la burbuja inmobiliaria y se confirmará el proceso de ajuste del mercado. Ahora bien, si la desaceleración de la edificación se desarrolla en un contexto de alzas de precios inmobiliarios iguales o superiores a las observadas en la actualidad, se estaría alimentando una burbuja especulativa con los consiguientes riesgos.

La demanda residencial se debilitará por la mayor dificultad para acceder a una vivienda asequible

El aumento de los precios inmobiliarios, junto con el alza de los tipos de interés hipotecarios, están incrementando el esfuerzo financiero necesario para adquirir una vivienda, lo que dificulta el acceso a la misma y desanima la demanda. En el primer trimestre de 2000, la relación existente entre el precio de la vivienda y los ingresos familiares anuales continuó aumentando hasta alcanzar los 4,5 años de media nacional. Como consecuencia del empeoramiento de las condiciones financieras y de los crecientes precios de las viviendas, el esfuerzo financiero para pagar las cuotas hipotecarias de una vivienda media se situó, en el primer trimestre de 2000, en el 35% de los ingresos medios familiares, que queda reducido al 28% cuando se consideran las desgravaciones fiscales.

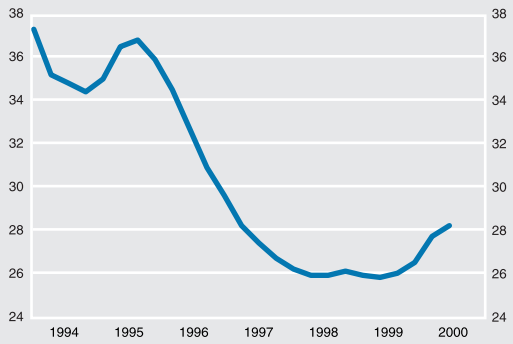
En los próximos trimestres, el menor ritmo de creación de empleo y el endurecimiento de las condiciones de financiación por el aumento de los tipos de interés tenderán a debilitar la actual demanda de vivienda, lo que inducirá a una desaceleración de los precios a lo largo del año 2000. En las zonas turísticas, sin embargo, la presión de la demanda de segunda residencia, tanto por parte de residentes como de extranjeros, continuará ejerciendo una fuerte presión en éste mercado.

Para el año 2000, las previsiones indican un crecimiento medio de los precios de las viviendas del 10% en el conjunto nacional, que pudiera ser del 15% en el caso de la segunda residencia y del 8% en el caso de la vivienda habitual (con crecimientos del 8%-10% en la vivienda nueva y del 7%-8% en el caso de la vivienda usada).

Gráfico 3.5

Accesibilidad a la vivienda

Grado de esfuerzo neto sobre renta familiar (%)



Fuente: BBVA

Cuadro 3.1. Accesibilidad de la vivienda

	Esfuerso sobre Salario			
	Precio/ Renta	Bruto (%)	Neto (%)	Vivienda Adquirible
1997	4,0	32,7	26,3	12,0
1998	4,1	32,2	26	13,2
1999	4,4	32,6	26,4	14,6
99 III	4,4	32,8	26,5	14,8
99 IV	4,5	33,5	27,1	14,5
00 I	4,6	34,8	28,2	14,7

Fuente: BBVA

Dentro de las medidas liberalizadoras aprobadas por el Gobierno en el mes de junio de 2000, se han contemplado algunos cambios normativos en la actual Ley del Suelo encaminados a aumentar la oferta de suelo urbanizable y agilizar el proceso urbanístico para que se produzca una mayor salida de suelo al mercado y, con ello, abaratar los precios del mismo. Se ha recortado la discreccionalidad municipal a la hora de determinar qué suelos son urbanizables y se permite una cierta apertura a la iniciativa privada para la presentación de proyectos urbanísticos propios. Además, se amplía el mercado de intermediarios inmobiliarios y se reducen los aranceles de los notarios para viviendas sociales, como fórmulas para reducir los costes de las transacciones inmobiliarias.

Estas medidas pudieran facilitar y agilizar la puesta de suelo en el mercado en el medio y largo plazo, pero no garantizan por sí mismas una rápida respuesta de los agentes ante problemas de escasez de suelo. Las entidades locales (tanto Comunidades Autónomas como, especialmente, Ayuntamientos) conservan el grueso de las facultades urbanísticas y la responsabilidad última del desarrollo urbano. Una respuesta rápida a los problemas del suelo de los agentes requeriría un reconocimiento más claro del papel de la iniciativa privada como motor de desarrollo urbanístico y una mayor preocupación por parte de las administraciones de los efectos negativos que producen los retrasos en el desarrollo del planeamiento.

Recuadro 1. Precios de los activos y ciclo económico

Tras la desregulación financiera y la creciente globalización de los mercados de capitales desde el comienzo de los ochenta, las economías industriales han sido testigos de una clara tendencia alcista de los precios de los activos. Dentro de esta tendencia, los precios de las acciones, de los inmuebles y del suelo han protagonizado, tanto en términos reales como nominales, variaciones cíclicas, en conjunción con la economía, con una frecuencia que varía entre tres y diez años.

Precios Inmobiliarios

En algunos países, ésta relación entre ciclo económico y evolución de los precios inmobiliarios, en términos reales, ha sido especialmente estrecha. Es generalizado referirse al nivel de riqueza, a la renta real y a los tipos de interés reales como los determinantes de los precios inmobiliarios en los diferentes países. Dado que la oferta de suelo es fija y que la de los bienes inmuebles, tanto viviendas como oficinas, aumentan muy despacio en el corto plazo, los precios tienden a ser determinados por la demanda a lo largo del ciclo económico.

Tras el descenso de los tipos de interés reales en la segunda parte de los años noventa y la eliminación del riesgo cambiario con la introducción del euro, los precios de los bienes inmuebles han aumentado significativamente en España, Finlandia, Países Bajos, Irlanda, Portugal y los países Escandinavos. En algunos de estos países, el crecimiento de los precios reales ha excedido significativamente el del PIB y se ha aproximado, e incluso superado, a los máximos de ciclos anteriores.

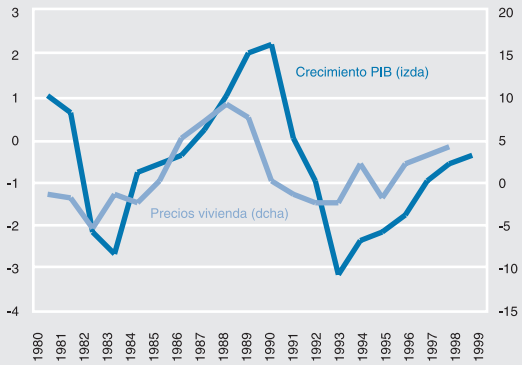
La correlación entre precios inmobiliarios, tipos de interés y crecimiento del PIB ha sido menos pronunciada en Europa y Japón que en Canadá y Estados Unidos. Esto pudiera reflejar la existencia de menores restricciones sobre la oferta del suelo y una más rápida respuesta de la promoción residencial a los desfases entre oferta y demanda en estos dos países.

La estimación econométrica realizada por el FMI, utilizando datos de panel de los países industrializados, sugiere que los mercados inmobiliarios de España, Países Bajos, Irlanda y Portugal pueden estar actualmente sobrevalorados. La misma estimación muestra que la correlación entre tipos de interés y PIB y la evolución de los precios inmobiliarios es menor que la correlación existente con la variación de los precios de las acciones, reflejando la menor liquidez de los bienes inmuebles y las limitaciones al arbitraje internacional en este mercado. Esto sugiere que las políticas monetarias y fiscales tienen más posibilidades de afectar a los mercados inmobiliarios nacionales que a los mercados bursátiles.

Gráfico C1.1

Crecimiento económico y Precios de Vivienda. OCDE

Tasas de variación interanual

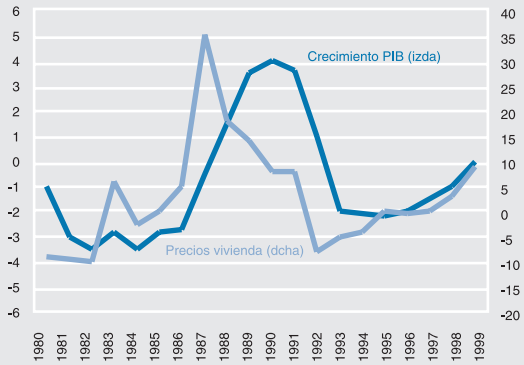


Fuente: FMI

Gráfico C1.2

Crecimiento económico y Precios de Vivienda. España

Tasas de variación interanual

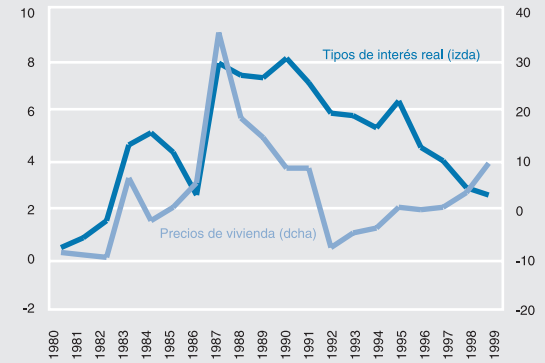


Fuente: FMI

Gráfico C1.3

Tipos de Interés Real y Precios de Vivienda. España

Tasas de variación interanual



Fuente: FMI

Precios de los activos, consumo e inversión

Los precios inmobiliarios pueden afectar al consumo a través de tres canales. Primero, dado que el consumo es una función de la riqueza, de la que los activos inmobiliarios forman parte, se puede esperar que aumentos en los precios de éstos incrementen el consumo. Segundo, dado que el consumo en un periodo depende de las expectativas sobre los ingresos futuros, en la medida que los precios de los activos afecten a los ingresos o riqueza futura, estarán influenciando al consumo. Por último, en la medida que el valor de los inmuebles afecta a la capacidad de endeudamiento de las familias para financiar consumo actual, las fluctuaciones de los precios de los activos tienen un mayor impacto en el consumo agregado.

Los precios de los activos pueden afectar a la inversión a través, también de tres canales. Primero, un aumento de valor de los activos reduce el coste de nuevo capital en relación con el ya existente. Segundo, en la medida en que cambios en los precios de los activos afecten a las expectativas empresariales, éstos afectarán a las inversiones actuales. En tercer lugar, los cambios en la capitalización de las empresas mejoran la capacidad de endeudamiento y reducen el coste del capital. En periodos de crecimiento de precios de los activos, el descenso del coste real del capital puede llevar a cierta sobre-inversión, lo que pudiera suponer cierta fragilidad financiera.

Políticas a desarrollar

Según el FMI, la evidencia histórica sugiere que se necesitaría realizar una política preventiva como respuesta a las alzas o caídas bruscas de los precios de los activos siempre y cuando se produzca una sobre-valoración generalizada de los diferentes activos (inmuebles, acciones...) al mismo tiempo que se produce un fuerte crecimiento del crédito y de la masa monetaria en circulación. Además, la burbuja financiera de finales de los años 80 y principio de los 90 se vio secundada por una caída rápida del ahorro familiar, el fuerte crecimiento de las inversiones, el empeoramiento de la cuenta de resultados de la iniciativa privada y por la existencia de amplios deficit por cuenta corriente.

Las diferentes políticas macroeconómicas pueden afectar a la demanda agregada y a los precios de los activos a través de cuatro vías distintas: 1) mediante subida de los tipos de interés, 2) utilizando medidas de regulación financiera tales como reservas o requisitos de capital, 3) con medidas fiscales contra-cíclicas y 4) mediante impuestos que rebajen los beneficios netos de las compraventas de activos.

En Europa, se están realizando diferentes «policy mix» regionales en los que la política monetaria y las políticas fiscales han tendido, de forma clara, a favorecer la expansión de las economías que más crecían mientras que no han servido de apoyo sólido a las economías con menores tasas de crecimiento. Dado que la política monetaria es la misma para todos los países de la Unión Económica y Monetaria, las políticas fiscales están llamadas a jugar un papel más activo a la hora de reducir las diferencias regionales cíclicas.

World Economic Outlook, May 2000. (Chapter III), Abril 2000 - www.imf.org
Resumen elaborado por Servicio de Estudios BBVA.

4. La financiación inmobiliaria

A pesar del aumento del precio del dinero, el crédito hipotecario se ha desarrollado con fuerza

La financiación inmobiliaria se está mostrando muy activa en los meses transcurridos de 2000 como consecuencia de la fuerte demanda de crédito tanto de las familias, para la adquisición de vivienda, como de las empresas del sector, para la construcción y promoción inmobiliaria, a pesar de los aumentos que se están produciendo en los tipos de interés hipotecarios.

Los préstamos hipotecarios continuaron expandiéndose a un ritmo elevado, superior al de otras líneas de crédito, alcanzando a finales del abril de 2000 un saldo vivo de 37,4 billones de pesetas, lo que supuso un crecimiento interanual del 20,5%.

La actividad hipotecaria cada vez tiene mayor relevancia dentro del sistema financiero español y continúa aumentando su importancia dentro de la economía nacional. En los últimos cinco años, el peso del crédito hipotecario ha pasado del 38,7% al 45% del total de la inversión del conjunto de las entidades crediticias. En el mismo período, el peso de la deuda hipotecaria en relación con el PIB ha pasado del 25% al 39%.

Esta expansión de la deuda hipotecaria española, muy superior al incremento medio europeo, se ha producido en un entorno de mayor crecimiento económico y de mayores descensos de los tipos de interés que en el resto de Europa.

En los países con una tradición hipotecaria más dilatada, como Alemania, el Reino Unido o Dinamarca, el peso de la financiación a la vivienda suele superar el 50% del PIB. A medida que los mercados hipotecarios se vayan homogeneizando en Europa, también lo hará la importancia del mismo en la economía española.

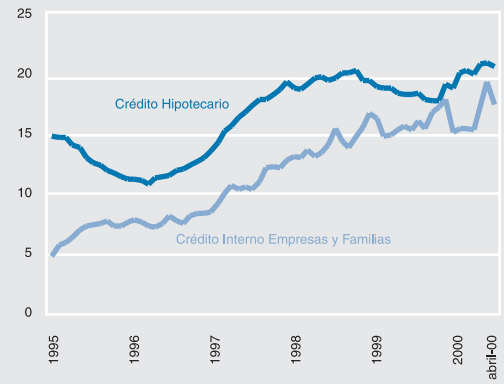
Durante los últimos cinco trimestres, el avance del crédito se ha producido principalmente por el fuerte incremento de la financiación a las empresas promotoras y constructoras, que está expandiéndose a las tasas más altas de la década y, en menor medida, por el buen ritmo de crecimiento de la financiación a las familias para la adquisición o rehabilitación de viviendas, segmento que representa algo más del 70% del total. En el primer trimestre de 2000, el crédito inmobiliario a las familias aumentó a una tasa interanual del 18,2% mientras que el crédito a promotoras y constructoras lo hizo a una tasa media del 28,2%.

En un reciente informe, el Banco Central Europeo (véase recuadro 2) sugiere que la fuerte expansión del crédito hipotecario en Europa pudiera estar alimentando alzas de precios de los activos inmobiliarios, y advierte de los posibles efectos que pudiera tener en el sistema financiero un hipotético descenso de estos precios. En el caso español, las prácticas bancarias se han mostrado prudentes y el aumento de la demanda de crédito se ha producido más por la mejora de las condiciones laborales, económicas y financieras que por un aumento desmesurado de los precios de los activos inmobiliarios.

Gráfico 4.1

Credito a Empresas y Familias. Total e Hipotecario

Tasas de Variación

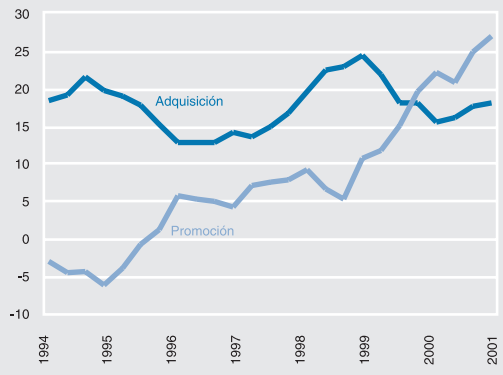


Fuente: Banco de España

Gráfico 4.2

Crédito al Sector de la Construcción. Adquisición y Promoción

Tasas de Variación interanual



Fuente: Banco de España

Las recientes medidas tomadas por el Banco de España para garantizar la solvencia de las entidades financieras ante un incremento del riesgo crediticio, y que suponen aumentar las dotaciones por insolvencia, serán un aliciente para que las entidades desarrollen una política más conservadora, en lo que a la concesión de créditos se refiere, pero no impedirán que la financiación de empresas y familias se realice acudiendo a entidades no residentes o mediante instrumentos distintos de los créditos.

En los meses transcurridos del año 2000, los tipos de interés de los préstamos hipotecarios han continuado la tendencia alcista que se inició el verano pasado, en consonancia con la evolución del coste del dinero, tanto en los mercados monetarios como financieros. En el mercado monetario, el índice del euribor ha avanzado más de 100 puntos básicos (p.b.) en los cinco primeros meses del año mientras que el índice de la deuda, más ligado con la financiación a medio plazo en los mercados de capitales, ha avanzado de forma más moderada, con un aumento de casi 60 p.b. en el mismo período. En mayo de 2000, el índice del euribor llegó al 4,85% mientras que el de la deuda se situaba en del 4,97% como media del mes.

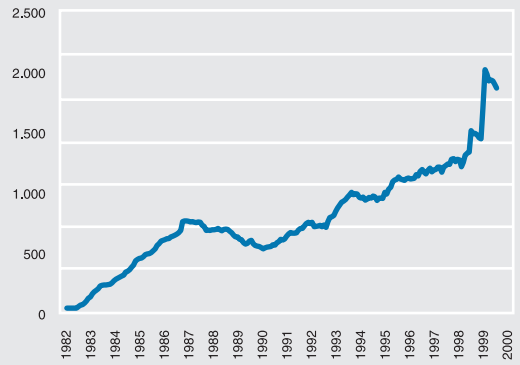
Estos aumentos también se han reflejado en el índice de referencia de los tipos de interés de las entidades financieras para la adquisición de vivienda libre, que fue del 5,52% en el mes de mayo, lo que supuso un aumento de 58 p.b. en los cinco primeros meses de 2000.

La captación de recursos mediante instrumentos propios del mercado hipotecario ha continuado ampliándose en los primeros seis meses del año. Así, las emisiones de cédulas hipotecarias han superado los 100.000 millones de pesetas mientras que los bonos de titulización hipotecaria emitidos en el primer semestre han alcanzado un total de 400.000 millones de pesetas.

Gráfico 4.4

Saldo de Cédulas Hipotecarias

Miles de Millones de pesetas

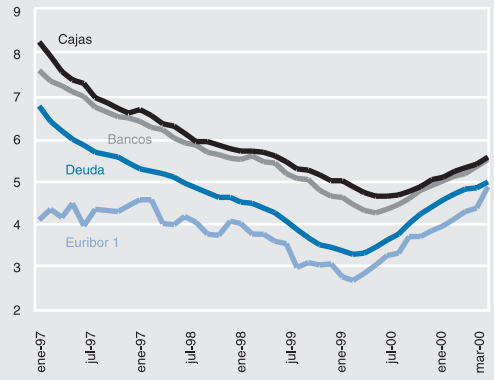


Fuente: Banco de España

El saldo vivo de cédulas hipotecarias a finales de abril de 2000 era de 1,86 billones de pesetas, un 26,2% superior al saldo vivo correspondiente a abril de 1999. Respecto a los bonos de titulización hipotecaria, el saldo vivo se situará en un volumen cercano a los 2,0 billones de pesetas a finales del semestre. El total de cédulas hipotecarias y de bonos de titulización (3,6 billones de pesetas) suponen el 9,4% del total del saldo del crédito hipotecario.

Gráfico 4.3

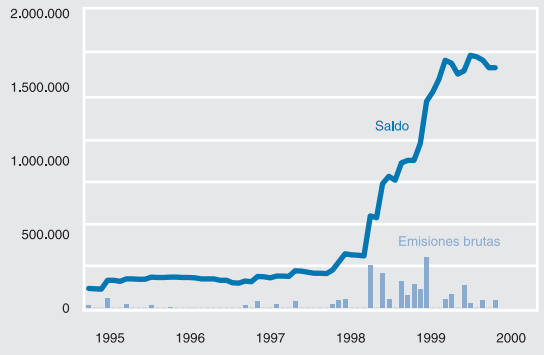
Indices de Referencia del Mercado Hipotecario



Fuente: Banco de España

Gráfico 4.5

Bonos de Titulización Hipotecaria



Fuente: Banco de España

Recuadro 2. Precios de los activos y estabilidad bancaria

Introducción

Ante el crecimiento que están experimentando los precios de los activos que componen la cartera de las familias y empresas, el Banco Central Europeo (BCE) ha realizado un análisis[1] sobre la fortaleza del sistema bancario europeo en el caso de producirse una caída brusca de los precios de los activos.

Para ello, el informe identifica los principales canales por los que los bancos se verían afectados en el caso de un descenso brusco del precio de las acciones o de los bienes inmuebles. Aparentemente, el mayor riesgo potencial para los bancos europeos está en la actualidad en el sector inmobiliario.

También se examinan las prácticas crediticias y sus efectos en los riesgos de la cartera de los bancos: creciente competencia entre entidades financieras en lo referente a los créditos al sector inmobiliario, descensos de los márgenes bancarios y aumento de la relación préstamo/valor del inmueble.

Por último, el informe considera las medidas políticas más recientes dictadas por las autoridades encargadas de la supervisión del sistema bancario: consideración pública de los riesgos, contactos directos con gestores de entidades financieras, inspecciones especificas de las prácticas bancarias en relación con el crédito al sector inmobiliario, medidas especificas para facilitar la capacidad de las entidades financieras para afrontar un cambio significativo de los precios inmobiliarios, en las provisiones por morosidad y/o en las reglas de valoración de los inmuebles.

En muchos países de la UE, los precios de los bienes inmuebles han registrado importantes aumentos en los últimos años, aunque existen diferencias nacionales. Se pueden distinguir tres grupos de países. Aquellos, como Irlanda y los Países Bajos, en los que se han observado aumentos importantes de precios, explicados por la elevada demanda que se ha visto favorecida por crecimientos de la renta y del crédito. En otros países, como España, Portugal, Finlandia o el Reino Unido, han comenzado a aparecer síntomas de fuertes crecimientos de precios con importantes aumentos del crédito. Y, en tercer lugar, estarían el resto de países, en los que los precios inmobiliarios se mantienen estables o aumentando de forma más suave.

Riesgos para el sistema financiero

Existen diversos canales por los que las caídas bruscas de los precios de los activos pudieran afectar al sistema financiero:

1. **Riesgo crediticio.** Una deflación de los precios de los activos puede ser considerada como un importante factor de riesgo crediticio. A medida que los precios de los colaterales descienden y los créditos dejan de ser pagados, la cartera de las entidades financieras se deteriora. Para apreciar la exposición al riesgo en el caso de deflación, conviene analizar los siguientes factores:

   - *Expansión del crédito.* El crecimiento económico y los descensos de los tipos de interés pueden llevar a crecimientos de los precios de los activos, lo que añade volumen extra de crédito. En lo que concierne al mercado inmobiliario, en los países en los que los precios han aumentado de forma más rápida, el crédito hipotecario ha experimentado un crecimiento mayor, en términos nominales. La fuerte competencia en éste mercado ha llevado a que los tipos de interés tuvieran descensos más pronunciados que en otros mercados.

1 Asset Prices and Banking Stability. Abril 2000)

- *Riesgo de impago.* Los incrementos de precios de los activos han aumentado la capacidad financiera de las familias y las empresas, lo que ha llevado a un aumento de la deuda en relación con los ingresos, incrementando el riesgo de impago.

- *Distribución de los prestatarios.* Los nuevos prestatarios están expuestos a mayor riesgo, dado que su entrada se produce cuando los precios de los activos son más altos. En caso de impago, este riesgo se trasladaría al resto de la cartera, deteriorando la calidad de la misma.

- *Prácticas relacionadas con el colateral.* Los préstamos hipotecarios se apoyan en la garantía del colateral y suelen estar sujetos a cierta relación entre el préstamo y el valor del inmueble, que suele ser menor que uno. Cuando este ratio es bajo, la morosidad permanece contenida. Si los ratios son elevados, el riesgo de pérdida es mayor si hay una caída de los precios inmobiliarios. La magnitud de las pérdidas se pueden medir como la diferencia entre el saldo de la deuda y el valor del inmueble.

- *Prácticas bancarias.* Condiciones crediticias laxas y prácticas imprudentes pueden contribuir a una expansión de los precios de los activos y aumentar, con ello, el riesgo crediticio.

- *Concentración del riesgo en el sistema financiero.* Episodios pasados han puesto de manifiesto la fragilidad de las entidades financieras especializadas en el mercado hipotecario. Esta concentración del riesgo puede ser producto de la normativa o de la estrategia bancaria. La progresiva desregulación del sistema financiero europeo está reduciendo este problema.

2. **Riesgos de mercado.** El riesgo de que un fuerte descenso de los precios inmobiliarios afecte de forma directa a los balances de las entidades financieras es escaso, puesto que éstas no suelen poseer bienes inmuebles distintos de los utilizados para sus propios negocios.

3. **Re-capitalización de subsidiarias.** En el caso de que las entidades financieras dispongan de subsidiarias que operen de una u otra forma en el mercado inmobiliario, un descenso brusco de los precios inmobiliarios pudiera demandar nuevos recursos de capital, lo que afectaría a la empresa matriz.

4. **Efectos secundarios:**

- *Efectos macroeconómicos.* Mayores precios de los activos pueden haber ocasionado, en algunos países, un nivel de consumo excesivo por el "efecto riqueza", como queda reflejado en la menor propensión media al ahorro y en un aumento de la deuda. Una caída de los precios de los activos pudiera provocar la tendencia contraria, lo que llevaría a una ralentización de la actividad económica, de la inversión empresarial y de la compra de viviendas.

- *Posibilidades y condiciones de captación de recursos.* En el caso de una caída brusca de los precios de los activos y de un deterioro de la cartera crediticia, se dificultaría y encarecería la captación de recursos por parte de las entidades afectadas, lo que contribuiría a aumentar el problema.

- *Solución de los problemas bancarios.* En el caso de que hubiera problemas bancarios, tendrían peor solución en mercados con problemas en los precios de los activos.

Acciones desarrolladas por las autoridades supervisoras

1. **Comunicación pública de las preocupaciones.** La mayor parte de los bancos centrales nacionales han comunicado sus preocupaciones sobre el aumento del crédito hipotecario.

2. **Reuniones con dirigentes bancarios.** Los bancos centrales de Irlanda, Países Bajos y Francia se han reunido con dirigentes bancarios para exponer las preocupaciones y tratar de mantener la calidad crediticia.

3. **Análisis de prácticas bancarias específicas.** Las autoridades supervisoras de Finlandia, Suecia y Países Bajos han desarrollado estudios específicos de las prácticas bancarias en relación con el sector inmobiliario.

4. **Análisis de sensibilidad.** La mayoría de los bancos centrales están requiriendo la realización de análisis que permitan evaluar la sensibilidad de los nuevos créditos a condiciones adversas en los mercados.

5. **Medidas reguladoras.** En España se han establecido nuevas provisiones para la cobertura estadística de fallidos cuyo objetivo es mitigar el efecto del ciclo económico en la contabilidad de las entidades financieras. En Irlanda, Francia, Portugal y Finlandia las autoridades supervisoras están animando a las entidades financieras a desarrollar prácticas más conservadoras en lo referente al crédito hipotecario.

Banco Central Europeo. Asset Prices and Banking Stability, April 200 - www.ecb.org
Resumen elaborado por Servicio de Estudios BBVA.

5. Tema del Trimestre: «La financiación de la vivienda en América Latina»

Baralides Alberdi
Banco Mundial

Introducción

Desde finales de los años 60 y hasta principios de los años 90, el sistema de provisión de vivienda en América Latina ha estado regulado y administrado estatalmente con recursos procedentes del sector público o de impuestos sobre las nóminas. Por otra parte, la selección del tipo de vivienda a construir y financiar no ha tenido en cuenta la capacidad de pago del destinatario final. En la mayoría de los casos, las viviendas protegidas por el sistema oficial sólo han sido asequibles a las clases medias altas, que, de esta forma, se apropiaban de los altos subsidios implícitos. El carácter regresivo se acentuaba en la medida en que los recursos financieros procedían de impuestos sobre las nóminas aportadas en gran parte por trabajadores pertenecientes a estratos sociales de rentas medias y bajas.

A partir de los años 90, la mayoría de los países de la región han reformado sus sistemas de provisión de vivienda. Sin embargo, las reformas no han tenido, en general, mucho éxito en incrementar de forma significativa el acceso a la vivienda en propiedad mediante la financiación a largo plazo. Este tipo de financiación para la adquisición de la vivienda sigue siendo asequible únicamente para un porcentaje muy pequeño de la población, entre un 5% y un 20% dependiendo de los países, y está concentrada en los estratos de rentas más altas.

El objetivo de este articulo es identificar los desequilibrios del mercado de financiación a la vivienda y las causas de los mismos. En particular, resaltar las razones por las cuales las reformas no han tenido éxito en la corrección de los grandes desequilibrios. Finalmente, el articulo explora algunas vías para desarrollar un esquema eficiente de financiación a largo plazo de la vivienda.

Desequilibrios del mercado

El mercado de financiación de la vivienda en América Latina está caracterizado por la existencia de tres desequilibrios. En primer lugar, existe un desequilibrio entre la demanda de vivienda[1] y la oferta de financiación a largo plazo para su adquisición. Es decir, el número de viviendas financiadas es muy pequeño en relación con la demanda de viviendas. Por ejemplo, a modo de comparación, podemos ver que, mientras la relación entre viviendas financiadas a largo plazo y demanda de vivienda en Estados Unidos es de 317,2% (es decir, de 3 a 1) y en España es de 158,0%, en Chile, que es el país de Latinoamérica donde esta relación tiene un valor mayor, es tan sólo de 116,7%. En México esta relación únicamente alcanza el 22,0%. El cuadro 1 presenta el valor de esta relación para una muestra de países de la región.

La segunda característica del desequilibrio de los mercados es la alta participación del sector público en la provisión de la financiación a largo plazo. Por ejemplo, en México y Brasil la financiación pública de la vivienda representa un 70% de la financiación total, mientras que en Chile y en Argentina tal participación es de un 23% y de un 50% respectivamente. El efecto más significativo de este desequilibrio es la distorsión que introduce en los mercados en términos de precio y de las condiciones financieras en relación con el precio y la calidad de la vivienda. Así, es fácil encontrar en los países de la región programas públicos que ofrecen financiación para vivienda a grupos de rentas medias en unas condiciones financieras mucho mas favorables que las que ofrece el mercado a ese mismo grupo social. Al mismo tiempo, no existen programas de financiación pública para otros grupos de renta a los que el mercado no ofrece alternativas.

El tercer desequilibrio, derivado parcialmente del anterior (alta participación pública), es la escasa importancia del sector privado en la financiación de la vivienda. Ello es también resultado de la falta de incentivos para que el sector financiero privado desarrolle esta actividad. De hecho, el porcentaje que supone el saldo vivo de crédito hipotecario sobre el PIB en América Latina oscila entre el 1,7% en Perú y el 15 % en Chile mientras que en España este porcentaje es del 39%. El cuadro 2 presenta este porcentaje para una muestra de países de la región.

1 La demanda de vivienda es únicamente la generada por la formación de nuevos hogares y estimada a partir de las proyecciones de población. No se incluye ni renovación del stock, ni demanda de segundas residencias. Tampoco se deducen el incremento de oferta por defunciones o por vivienda desocupada.

Cuadro 5.1. Indice de Financiación de Viviendas

	(1) Demanda Viviendas	(2) Viviendas financiadas	(3)= (2)/(1) en %
Argentina (1997)	310.000	90.000	29,0
Brasil (1995-97)	1.555.400	200.000	12,9
Chile (1997)	120.000	140.000	116,7
Colombia (1996-98)	373.700	112.000	30,0
Costa Rica (1997)	32.600	28.000	85,9
México (1997)	971.600	216.000	22,2
Perú(1999)	238.300	10.000	4,2
España (1999)	322.700	510.000	158,0
USA (1999)	1.796.800	5.700.000	317,2

Fuente: Proyecciones de población, Banco Mundial y elaboración propia a partir de datos de los distintos países

Cuadro 5.2. Saldo vivo de crédito hipotecario en relación al PIB

	%
Argentina (1997)	5,8
Brasil (1998)	7,4
Chile (1997)	15,2
Colombia (1997)	12,0
Costa Rica (1998)	6,0
México (1998)	7,0
Perú (1998)	1,7
España (1999)	39,0
USA (1999)	60,0

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales. FMI, Junio 2000 y elaboración propia a partir de datos de los distintos países

El entorno macroeconómico: renta per cápita y tipos de interés

Los factores fundamentales para explicar el escaso desarrollo del mercado hipotecario en la región son la baja renta per cápita y los altos tipos de interés. Aunque en la mayoría de los países de América Latina se ha producido en los últimos años una mejora en el marco macroeconómico, que se ha manifestado a través de una reducción importante de la inflación, un crecimiento considerable del PIB y un aumento de la renta per cápita, la falta de estabilidad macroeconómica y el riesgo a ello asociado ha generado altos tipos de interés.

A continuación se discute el comportamiento de los tipos de interés y la renta en la región y la relación entre su comportamiento y el desarrollo del mercado de la financiación de la vivienda. Esto ha sido estudiado con detalle por Glaessner y Oks (1994) para el caso de México.

En relación con los tipos de interés, Glaessner y Oks hicieron una estimación de la descomposición del tipo de interés de los préstamos en México en 1994. Desde un tipo básico de la deuda publica en EE.UU. del 3% llegaban a un precio de la deuda pública en México del 12% debido a los riesgos macro. Añadiéndole los factores microeconómicos, el tipo de interés medio de los préstamos se situaba entre un 22% y un 26%. El cuadro 3 presenta el desglose, que ambos autores hicieron, de los factores determinantes del tipo de interés en México. Aunque estas cifras se refieren sólo al caso de México, dan una idea de la incidencia de las condiciones macroeconómicas sobre los tipos de interés, que puede extenderse al resto de los países.

Por otro lado, se observa una cierta relación entre los tipos de interés y el ratio entre el saldo hipotecario y el PIB, como se ilustra en el cuadro 4. En los países con altos tipos de interés, los porcentajes de saldos hipotecarios en el PIB son muy bajos. Así, por ejemplo, vemos que Chile, con los tipos nominales más bajos de la zona, es quien muestra un mayor volumen de mercado hipotecario, mientras

Cuadro 5.3. Descomposición de los tipos de interés en México

FACTORES MACRO		
1.	Tipo básico de los EE.UU	3,0
2.	Riesgo país	1,5
3.	Riesgo tipo de cambio	3,0
4.	Riesgo inflación	4,5
5.	Coste de la deuda pública (1+2+3+4)	12,0
FACTORES MICRO		
6.	Riesgo de solvencia de los bancos..	2,0
7.	Impuestos sobre los pasivos bancarios versus pasivos públicos	2,0
8.	Coste medio financ. bancos comerciales (5+6+7)	16,0
9.	Impuestos y costes administrativos	6-10
10.	Tipo medio de los préstamos (8+9)	22-26
11.	Tipo de interés preferencial a los mejores clientes	17-22
12 .	Tipos de interés al resto	27-37

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales. FMI, Junio 2000 y elaboración propia a partir de datos de los distintos países

Cuadro 5.4. Indice de Financiación de Viviendas

	Tipos 12/99	Inflación 12/99	Tipo Real	Saldo / PIB
Argentina	13,5	-1,2	14,7	5,9
Brasil	19,3	4,9	14,4	7,4
Chile	12,7	3,3	9,4	15,2
Colombia	26,6	11,2	15,4	12,0
Costa Rica	20,0	10,0	10,0	6,0
México	20,5	16,6	3,9	7,0
Perú	27,6	3,5	24,1	1,7
España	4,3	2,3	2,0	39,0
USA	8,5	2,1	6,4	60,0

Nota: Los tipos corresponden al tipo medio de interés de los préstamos en moneda local excepto en Brasil que corresponde al tipo de interés de la deuda pública.
Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales. FMI, Junio 2000.

Cuadro 5.5. Renta per cápita y saldo hipotecario

	Renta per cápita en $	Saldo hipotec./ PIB	Viviendas finan./ demandadas en %
Argentina	8.950	5,8	29,0
Brasil	4.790	7,4	12,9
Chile	4.820	15,2	116,7
Colombia	2.600	12,0	30,0
Costa Rica	2.680	6,0	85,9
México	3.700	7,0	22,2
Perú	2.610	1,7	4,2
España	14.490	39,0	158,0
USA	29.180	60,0	317,2

Fuente: Indicadores Banco Mundial y elaboración propia

que Perú, con elevados tipos, tiene un mercado hipotecario raquítico. Fuera de la región ocurre lo mismo: países actualmente con tipos de interés bajos, como España y los Estados Unidos, muestran un mayor desarrollo del mercado hipotecario. Puede decirse que los altos tipos de interés, en la mayor parte de los países de la región, explican, aunque solo sea parcialmente, la falta de desarrollo del mercado hipotecario.

Otro factor que impide el desarrollo de la financiación a largo plazo es el nivel de la renta per cápita. Aunque la renta per cápita ha aumentado en términos absolutos, en general, sigue siendo baja. En Argentina, el país con mayor renta per cápita de la región, ésta es el 62 % de la de España y el 31 % de la de Estados Unidos. En Perú, la renta per cápita es un 18% de la de España y un 9 % de la de Estados Unidos. En los países desarrollados, suele observarse una estrecha relación entre renta per cápita y desarrollo del mercado de financiación de la vivienda. Sin embargo, la relación entre estas variables no es tan clara en países con renta per cápita por debajo de los 5.000 dólares. La razón hay que buscarla en el efecto conjunto renta y tipo de interés. En efecto, la capacidad de pago de las obligaciones de las hipotecas es el verdadero factor determinante del desarrollo del mercado hipotecario y tal capacidad esta determinada por la renta per cápita y por el coste de las hipotecas, que, a su vez, dependen del tipo de interés. En países más desarrollados, las diferencias entre los tipos de interés son pequeñas y, por tanto, el factor relevante es la renta per cápita, mientras que en los países emergentes las diferencias de tipos de interés oscurecen la influencia del nivel de renta por habitante. En el cuadro 5, se refleja cómo no es fácilmente identificable, en los países emergentes, la relación entre renta per cápita y desarrollo del mercado hipotecario.

Baja capacidad de pago

El segundo factor identificado como causante de los desequilibrios en este mercado es la falta de capacidad de pago[2] de un porcentaje importante de la población, que en algunos casos llega al 80% de la misma. Detrás de este desequilibrio se encuentra, además de los factores macroeconómicos, renta per cápita y tipos de interés, la desigual distribución de la renta que se observa en la mayoría de los países de la región. La desigualdad distributiva se aprecia especialmente en términos comparativos. Por ejemplo, mientras que en España, el 20% de los hogares más pobres recibe el 7,5% de la renta, en Brasil este mismo porcentaje solo recibe el 2,5% y en Colombia el 3%. Asi mismo, mientras que en Brasil y en Colombia el 20% de la población con mayores ingresos recibe, respectivamente, el 63,8% y el 61% de la renta total disponible, en España sólo recibe el 40,3%.

Esta distribución tan desigual tiene una fuerte repercusión en los mercados hipotecarios. Para ilustrar este punto vamos a analizar la capacidad de pago de la población de la ciudad de Lima (Perú)[3]. En el área metropolitana de Lima y Callao, que es el área con mayor renta de todo Perú, el 11,4% de la población con menores ingresos recibe el 3,6% de la renta total del área y casi el 50% de la población con menores ingresos recibe el 20,6%. Al mismo tiempo, el 0,8% de la población con más ingresos recibe el 9,2% y al 3,3% siguiente le corresponde cerca de un 20% de la renta total del área.

1 La capacidad de pago es la posibilidad de hacer frente a las obligaciones de un préstamo hipotecario para adquirir una vivienda con como máximo el 30% de la renta mensual.

2 Se ha seleccionado esta ciudad debido a la disponibilidad de información sobre distribución de la renta elaborados por la empresa Apoyo para 1999.

Cuadro 5.6. Distribución de la renta de los hogares y capacidad de pago

Área Metropolitana de Lima y Callao (1999)

	Nº hogares (miles)	Hogares (%)	Renta mens. (dólares)	Capac. de pago (30% renta mens.
Alta (A)	59,8	4,1	3.324	
Alta (A1)	11,2	0,8	5.600	1.680,0
Media-Alta (A2)	48,6	3,3	2.800	840,0
Media (B)	215,0	14,7	874	
Media (B1)	91,6	6,3	1.000	300,0
Media-Baja (B2)	123,4	8,4	780	234,0
Baja (C)	454,4	31,1	347	
Baja- Alta (C1)	153,3	10,5	400	120,0
Baja (C2)	301,1	20,6	320	96,0
Muy Baja (D)	506,8	34,7	230	69,0
Extrema Baja (E)	166,5	11,4	150	45,0
Total hogares	1.461,0	100,0		

Fuente: Apoyo Opinión y Mercado S.A.

Cuadro 5.7. Préstamos en condiciones de mercado (en dólares)

Precio de la vivienda	Valor del préstamo	Pagos mensuales
7.500	6.000	104
10.000	8.000	139
20.000	16.000	278
30.000	24.000	417
40.000	32.000	556
50.000	40.000	695
60.000	48.000	834

Nota: 80% relación préstamo/valor, 10 años de plazo y 17% de tipo de interés en dólares

Fuente: Elaboración propia

El cuadro 6 recoge las rentas y la capacidad de pago de los distintos grupos de nivel de renta y el cuadro 7 refleja los pagos mensuales derivados de adquirir una vivienda financiada en condiciones de mercado. De la comparación entre ambos, se observa que solo el 4,1% de la población puede adquirir una vivienda de mas de 30.000 dólares.

Para que un 6,3% adicional de hogares pudiera pagar una vivienda, el precio de la misma tendría que ser inferior a 21.500 dólares. Un 8,4% adicional de hogares podría adquirir una vivienda de menos de 17.000 dólares. Por último, un 10,5% podría adquirir una vivienda de hasta 8.000 dólares. Sin embargo, el 70% restante de los hogares no tiene capacidad de pago para una vivienda con un precio de 7.000 dólares. La oferta de vivienda en Lima está muy lejos de esta capacidad de pago, puesto que el precio de la vivienda más barata terminada en el mercado formal se sitúa alrededor de los 60.000 dólares. Ha surgido recientemente una pequeña oferta de viviendas en el entorno de los 30.000 dólares que tampoco está al nivel adquisitivo de los más amplios sectores de la población y cuyo desarrollo no ha sido muy exitoso.

En 1997 el gobierno peruano puso en marcha un programa denominado Mivivienda cuyo objetivo era dar préstamos en condiciones subsidiadas para adquisición de viviendas de hasta 30.000 dólares. Las condiciones financieras de estos préstamos eran mejores que las de mercado, puesto que la relación préstamo valor podía llegar hasta el 90% del precio de la vivienda, el plazo se extendía hasta 20 años y el tipo de interés era de un 12,5%.

Cuadro 5.8. El programa Mivivienda (en dólares)

Precio de la vivienda	Valor del préstamo	Pagos mensuales
7.500	6.750	77
10.000	9.000	102
15.000	13.500	153
20.000	18.000	205
25.000	22.500	256
30.000	27.000	307

Nota: 90% relación préstamo/valor, 20 años de plazo y 12,5% de tipo de interés en dólares.

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 5.9. La capacidad del pago con el programa Mivivienda

	Capacidad de pago (% de hogares)	Pagos mensuales para distintos importes de los préstamos (en dólares)					
Renta		27.000	22.500	18.000	13.500	9.000	6.750
Alta (A1)	1.680 (0,8%)	307	256	205	153	102	77
Media-Alta (A2)	840 (3,3%)	307	256	205	153	102	77
Media (B1)	300 (6,3%)	307	256	205	153	102	77
Media-Baja (B2)	234 (8,4%)	307	256	205	153	102	77
Baja-Alta (C1)	120 (10,5%)	307	256	205	153	102	77
Baja (C2)	96 (20,6%)	307	256	205	153	102	77
Muy Baja (D)	69 (34,7%)	307	256	205	153	102	77
Extrema Baja (E)	45 (11,4%)	307	256	205	153	102	77

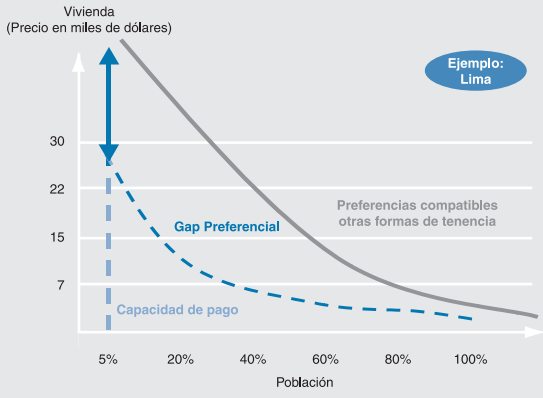
Nota: Capacidad de pago = 30% de la renta mensual
Fuente: Elaboración propia

El cuadro 9 recoge los pagos, por tipo de vivienda, dentro del programa Mivivienda y la capacidad de pago para vivienda por estratos de renta en Lima. Del mismo se extraen las siguientes conclusiones. Primera, la vivienda de 30,000 dólares del programa la pueden adquirir solo el 4.1% de la población con mayores ingresos. Sin embargo, la población dentro de este estrato demanda una vivienda de un precio superior. Segundo, la población dentro del grupo de rentas medias, 14,7% de los hogares, tendría capacidad de pago para adquirir una vivienda de entre 15.000 y 25.000 dólares. Pero este grupo de hogares desea una vivienda más cara debido a que demandan viviendas en otras zonas de la ciudad, donde la repercusión del terreno en el coste de la vivienda encarece el coste final. Tercero, el grupo de renta baja, un 31.1% de los hogares, sólo podría pagar el coste de adquirir una vivienda de entre 7,500 y 10,000 dólares. Finalmente, un 46.1% de los hogares, no podría ni siquiera adquirir una vivienda de 7,500 dólares.

Gráfico 5.1

Causas de los Desequilibrios

Capacidad de Pago y preferencias de los hogares



Fuente: INE y elaboración propia

El programa no ha tenido éxito debido a que estaba diseñado para las clases medias en cuanto a capacidad adquisitiva y para las clases bajas en cuanto a la calidad y ubicación de las viviendas. Durante su vigencia, que fue de 2 años, tan solo se llegaron a otorgar 75 préstamos y se desembolsaron 60. Sin embargo, sí que sirvió para que surgieran en el mercado viviendas de precios mas bajos, aunque no tan bajos como los que serían necesarios para que fueran asequibles por un mayor porcentaje de la población. En el gráfico 1, se muestra la brecha entre lo que podrían comprar los hogares de acuerdo con su capacidad de pago y lo que esos hogares demandan.

El marco legal e institucional

Existe todavía una serie de reformas pendientes que frenan el desarrollo del mercado hipotecario y que son causa del desequilibrio existente, a pesar de que, en la mayoría de los países de América Latina, se han puesto en marcha las reformas legales e institucionales consideradas necesarias para el desarrollo de este mercado. A continuación se analizan las características principales de estas reformas.

La primera de las reformas emprendidas ha sido la liberalización de los alquileres. Es una reforma reciente en la

mayoría de los países, Brasil en 1992, Argentina en 1995, México en 1996, y todavía siguen notándose los efectos de los antiguos controles. La experiencia muestra que, en la mayoría de los casos, se necesitan bastantes años, al menos dos generaciones, para que los inversores vuelvan al mercado.

La segunda reforma es la privatización o liquidación y cierre de los bancos públicos y especialmente de los bancos públicos hipotecarios (en Argentina y en Colombia en 1999). Ello va a suponer una mejora en la gestión del riesgo bancario en general e hipotecario en particular, un aumento de la competencia y una reducción del margen.

La tercera de las reformas es la aprobación e implantación del marco legal necesario para el desarrollo de la titulización hipotecaria. El primer país que incorporó estas leyes fue Colombia en 1992, seguido de Chile en 1994, Argentina en 1995, Perú en 1996 y Brasil y México en 1997. A pesar de que legalmente la titulización es posible en todos estos países, únicamente ha habido emisiones de bonos de titulización hipotecaria en Colombia y en Argentina y, además, el número de emisiones ha sido bastante reducido hasta la fecha.

La cuarta reforma es la modificación de los procedimientos de ejecución hipotecaria, que han provocado, en general, una reducción de los plazos y los costes. En Argentina, en 1995, se autorizó la ejecución extrajudicial de hipotecas. En Brasil se aprobó, en 1997, la figura denominada "alienacao fiduciaria" por la que el comprador de una vivienda no obtiene el titulo de propiedad hasta que no termina de pagar el préstamo. En Colombia, la nueva Ley de Vivienda de 1999 plantea el tema aunque está pendiente de la aprobación del correspondiente reglamento.

Una quinta reforma es la homogeneización del proceso de producción de hipotecas para abaratar los costes de transacción y facilitar la venta. Chile desarrolló este mecanismo en la década de los ochenta, en Argentina, este proceso se inicio en 1997 y en Colombia en 1999.

Por último, aunque no directamente ligado al mercado hipotecario, la reforma de las pensiones públicas y el desarrollo de los fondos de pensiones privados han provocado un aumento de la demanda de activos financieros a largo plazo. El liderazgo en este tema también correspondió a Chile, que lo llevó a cabo ya en 1981. Posteriormente, se aprobaron las reformas en Perú en 1993, en Argentina y Colombia en 1994, en México en 1995, y en Bolivia en 1996.

Paralelamente al desarrollo y a la implantación de todas estas reformas, se están poniendo en funcionamiento en la mayoría de los países actividades conexas como, por ejemplo, los servicios de tasación y las centrales de riesgo. El desarrollo de estas actividades está provocando un aumento de la transparencia del mercado y una mayor competencia entre instituciones financieras, y, como consecuencia, un abaratamiento de los costes de las transacciones en este mercado. El abaratamiento de los costes debería dar lugar a un incremento de la demanda que permitiera una espiral de reducción de costes, como ocurrió en España hace más de una década.

A pesar del panorama optimista que parece derivarse de los cambios y reformas antes descritos, hay que señalar que siguen existiendo factores institucionales en la región que frenan el desarrollo del mercado hipotecario.

En primer lugar, en la mayor parte de los países siguen en funcionamiento los denominados "Fondos de Vivienda". Estos fondos generalmente actúan como promotores de vivienda y como gestores de préstamos, por lo que suelen tener un efecto expulsión sobre el sector privado. Su intervención suele ir acompañada de subsidios implícitos y no transparentes que distorsionan el buen funcionamiento del mercado y mantienen una competencia desleal dentro del sistema. Además, la falta de políticas activas contra la morosidad, por parte de estas instituciones promociona la cultura del "impago", que está muy extendida en la mayoría de los países de la región.

Estos "Fondos de Vivienda" se financian normalmente a través de un impuesto sobre las nóminas, por lo que producen fuertes distorsiones en los mercados laborales. Por ejemplo, en México siguen funcionando Infonavit y Foviste que son dos fondos de vivienda que se financian con un impuesto del 5% sobre las nóminas. En Brasil, un porcentaje importante de las hipotecas se financia a través de parte del impuesto del 8% sobre las nóminas que administra un banco público, La Caixa Economica Federal. En Argentina, el Fonavi financia programas de viviendas y se financia a través de un impuesto a la gasolina.

Un segundo factor de freno al desarrollo del mercado de vivienda es la dificultad de ejecutar e implantar las leyes. La ejecución hipotecaria requiere aprobar una legislación que así lo autorice, que reduzca los plazos de ejecución y abarate los costes. Sin embargo, esto tampoco es suficiente. Es también necesario que el sistema judicial responda a la filosofía de obligatoriedad de la norma. Incluso, a veces ni siquiera basta esto, pues se necesitaría, al mismo tiempo, poder desalojar al que ocupa la vivienda para poder realizar la garantía.

Consideraciones finales

El desarrollo del mercado hipotecario de un país está condicionado por la estabilidad macroeconómica, por el nivel y distribución de la renta y por los tipos de interés, así como por el desarrollo e implantación efectiva de un marco legal que ofrezca seguridad al prestamista e incentive al propietario a cumplir con los compromisos derivados de la financiación de su vivienda.

Como quiera que las reformas legales se han abordado en la mayor parte de los países de la región, una política macroeconómica estable es condición necesaria para el desarrollo sostenido de un mercado hipotecario. No existe evidencia, en ningún país, de que políticas macroeconómicas expansivas hayan logrado el desarrollo de sus mercados hipotecarios. Por el contrario, sí parece existir una cierta evidencia de que los países que han controlado de forma continuada la inflación han conseguido tasas de crecimiento sostenidas en la financiación a largo plazo de la vivienda. No obstante, otros factores pueden facilitar la reducción de los desequilibrios y el crecimiento del mercado.

En primer lugar, el aumento de la competencia entre los promotores y constructores reduciría los costes de producción de vivienda y adaptaría el coste de las mismas a la capacidad de pago de la población. Es evidente que, como consecuencia de un aumento de la competencia, están apareciendo empresas que ofrecen construcciones piloto muy baratas que se están exportando a varios países. Así, por ejemplo, en Colombia y en México están apareciendo empresas que desarrollan tecnologías que permiten construir viviendas a partir de 7.000 dólares.

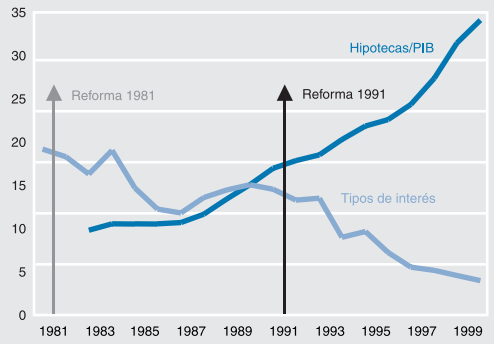
Por otra parte, sería necesario modificar la regulación del suelo para generar una mayor oferta de terrenos urbanos. Esto reduciría la repercusión del coste del terreno en el coste de la vivienda. La actual regulación ha provocado una enorme distorsión en los mercados de vivienda y, asimismo, ha sido causante del enorme desarrollo del mercado informal de la vivienda.

En tercer lugar, también deben desarrollarse políticas de reducción de los costes de los servicios necesarios para el funcionamiento del mercado hipotecario. La disminución de los costes de transacción y de tramitación, incluyendo impuestos y tasas de diverso tipo, costes de notarios y registradores, de servicios de tasación, etc., llevaría consigo la reducción de los costes de la formalidad y por esa vía se podría avanzar en la integración progresiva del sector informal de la economía

Gráfico 5.2

Los tipos de interés y el saldo hipotecario en España

Capacidad de Pago y preferencias de los hogares



Fuente: Banco de España y elaboración propia

El desarrollo de un mercado hipotecario competitivo y estable en Latinoamérica depende de que los Gobiernos y todas las fuerzas políticas se esfuercen en ello a partir del reconocimiento de que las rentas medias de la región son bajas. Por ello, lo mas importante sigue siendo que los países consigan alcanzar estabilidad macroeconómica y consoliden sus sistemas financieros. Estos dos factores tienen mayor repercusión en el mercado hipotecario que las reformas hipotecarias mismas. La evolución del mercado hipotecario en España (ver gráfico 2) es un buen ejemplo para ilustrar esta consideración final. Las reformas de 1981 y 1991 pusieron en marcha el mercado hipotecario, pero no consiguieron su desarrollo, en tanto que la mejora de la situación económica y la bajada de los tipos de interés que se produjo a partir de 1993 han sido el principal motor del crecimiento del mercado hipotecario en nuestro país.

BBVA Situación Inmobiliaria

- **Edita:** Servicios de Estudios BBVA
- **Director:** Manuel Balmaseda
- **Consejo de Redacción:** Luis Leirado, Fernando López, Elena López de Subijana, Jesús del Pino, Ignacio San Martín y Rafael de Vicente.

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.

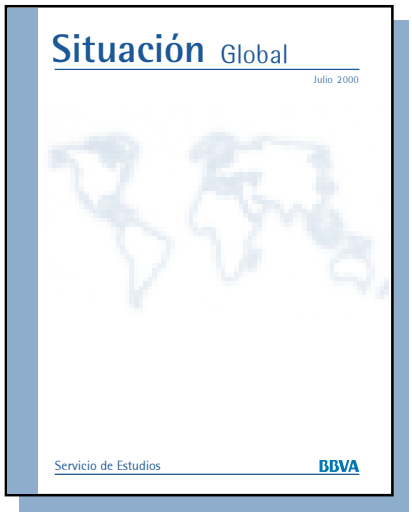
El presente documento no constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.

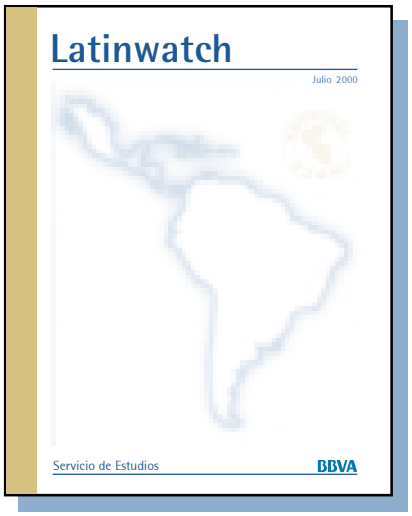
Para cualquier consulta diríjase a:

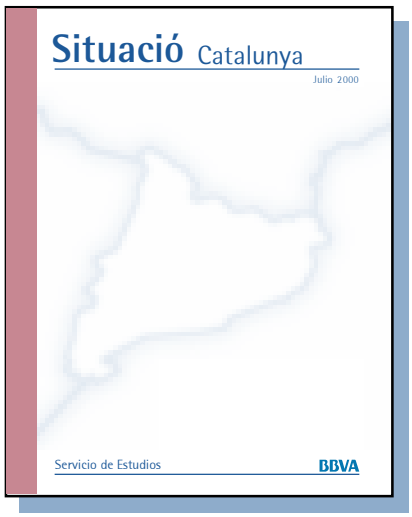
Servicio de Estudios BBVA
Paseo de Recoletos, 10 - ala norte
28001 Madrid
Tlfn.: 91 537 48 90
Fax: 91 537 99 85

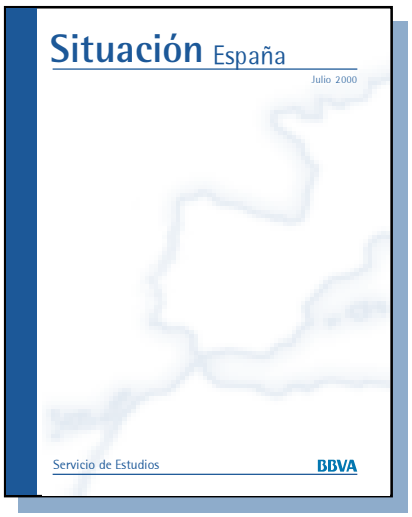
Depósito Legal: M-3479-1994
ISSN: 1133-8709

OTRAS PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS DE BBVA









Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA
Gran Vía, 1 - planta 9
48001 Bilbao
Tlfn: 34-94-4876846
Fax: 34-94-4876417

Internet:
http://www.bbva.es

BBVA