



Reflexiones sobre la situación y
perspectivas del sector inmobiliario:
Una visión macroeconómica

José García Montalvo
Universitat Pompeu Fabra

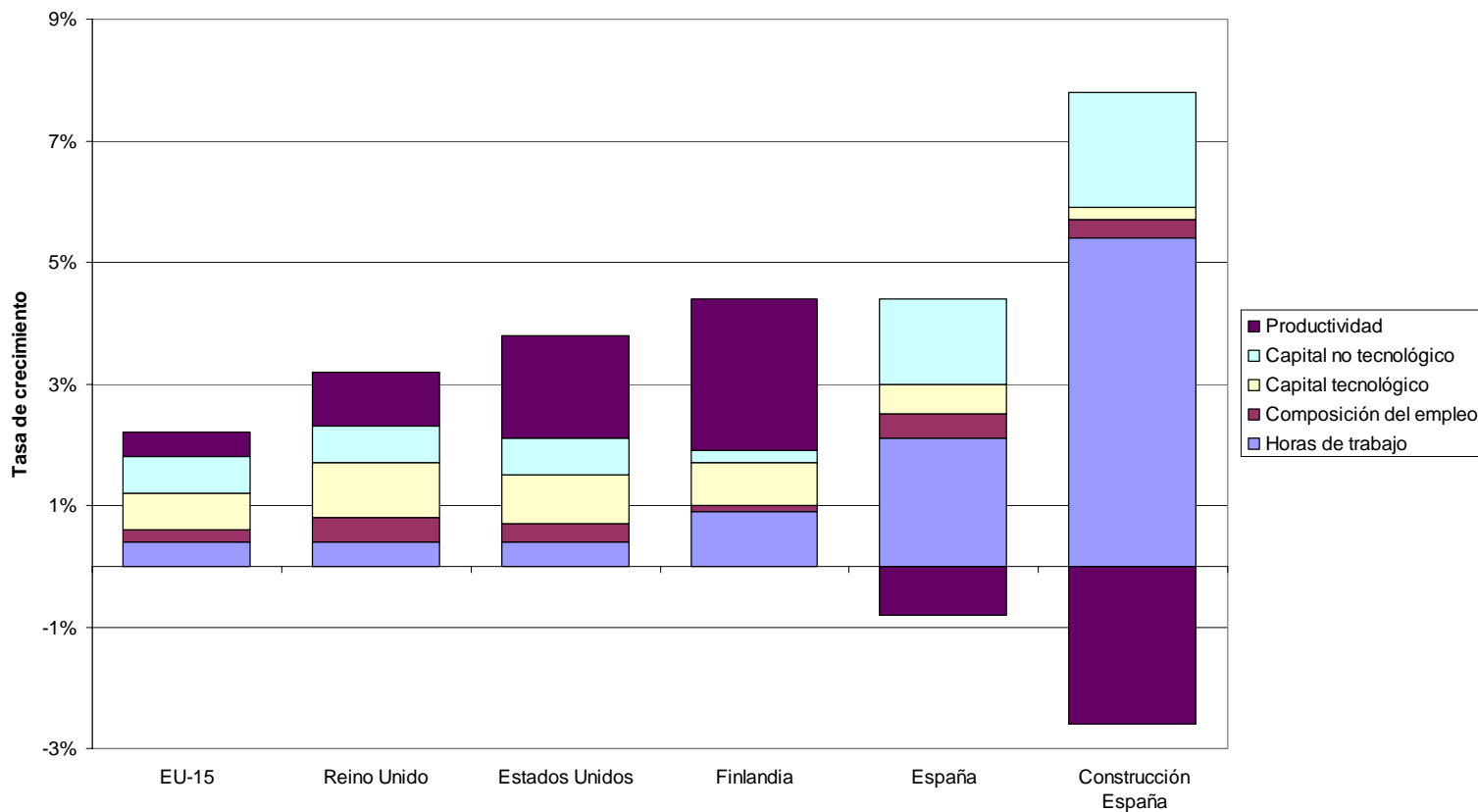
Jornadas SIE, Bilbao
6 de Noviembre de 2009

- La década prodigiosa: un espejismo
- La irrelevancia del indicador de accesibilidad basado en la cuota
- El ajuste del sector inmobiliario:
 - Precios versus cantidades
 - El stock de viviendas nuevas sin vender
 - El papel de los bancos en el ajuste
- El alquiler como solución
- Conclusiones

- La década prodigiosa: un espejismo
- La irrelevancia del indicador de accesibilidad basado en la cuota
- El ajuste del sector inmobiliario:
 - Precios versus cantidades
 - El stock de viviendas nuevas sin vender
 - El papel de los bancos en el ajuste
- El alquiler como solución
- Conclusiones

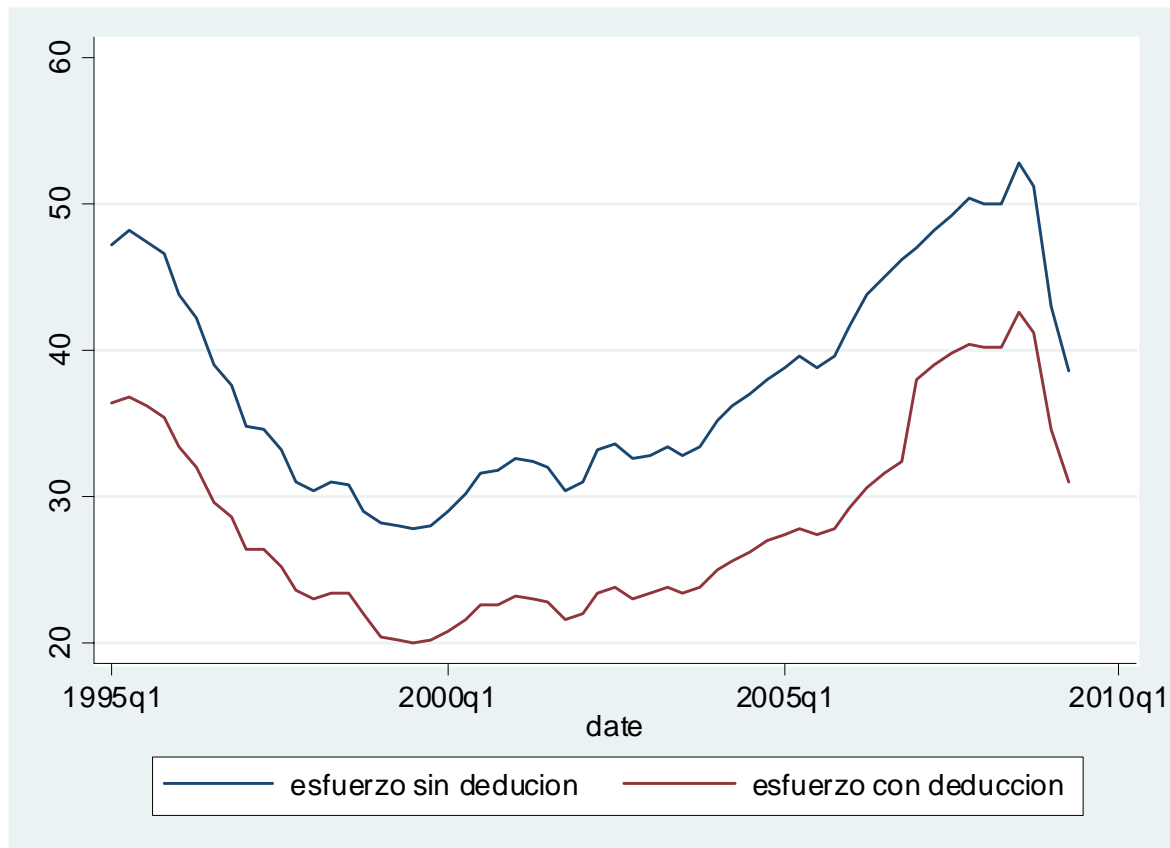
El espejismo de la década prodigiosa

Contribución al crecimiento de la producción de mercado 1996-2005



- La década prodigiosa: un espejismo
- La irrelevancia del indicador de accesibilidad basado en la cuota
- El ajuste del sector inmobiliario:
 - Precios versus cantidades
 - El stock de viviendas nuevas sin vender
 - El papel de los bancos en el ajuste
- El alquiler como solución
- Conclusiones

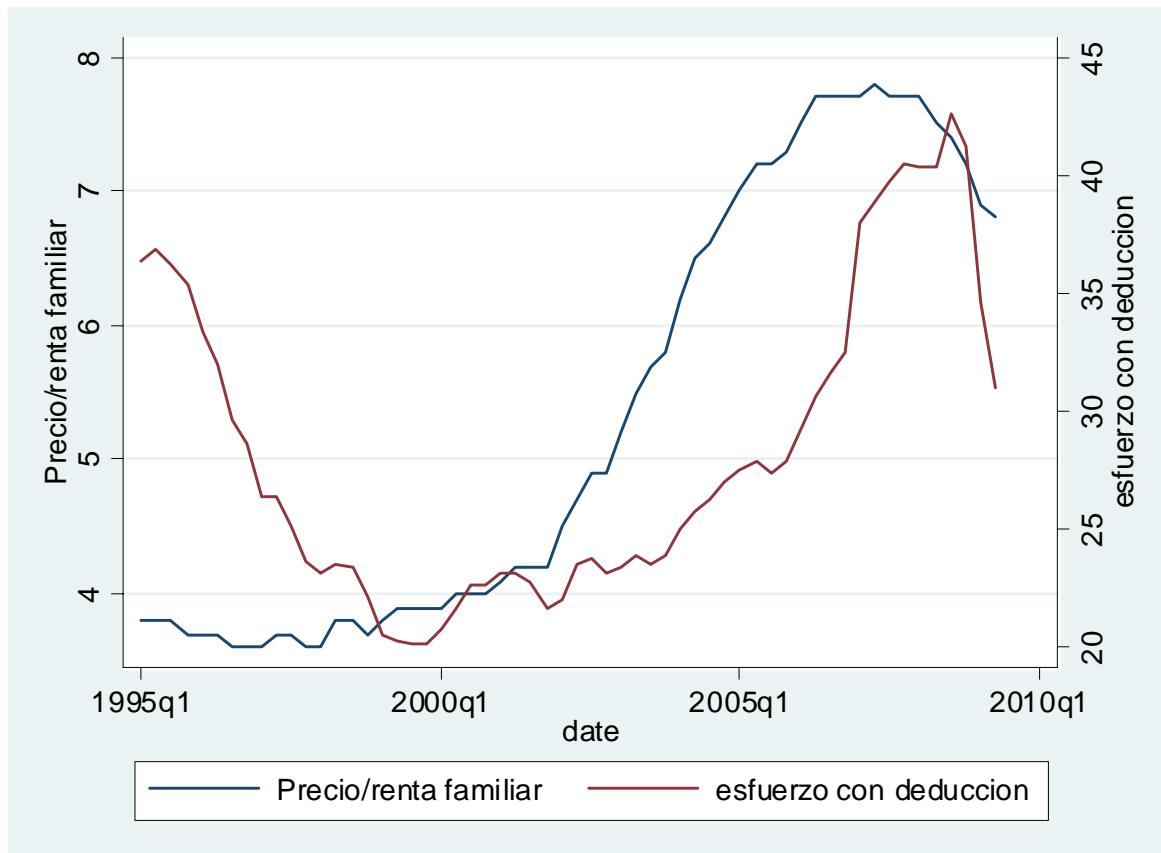
Irrelevancia del indicador de esfuerzo



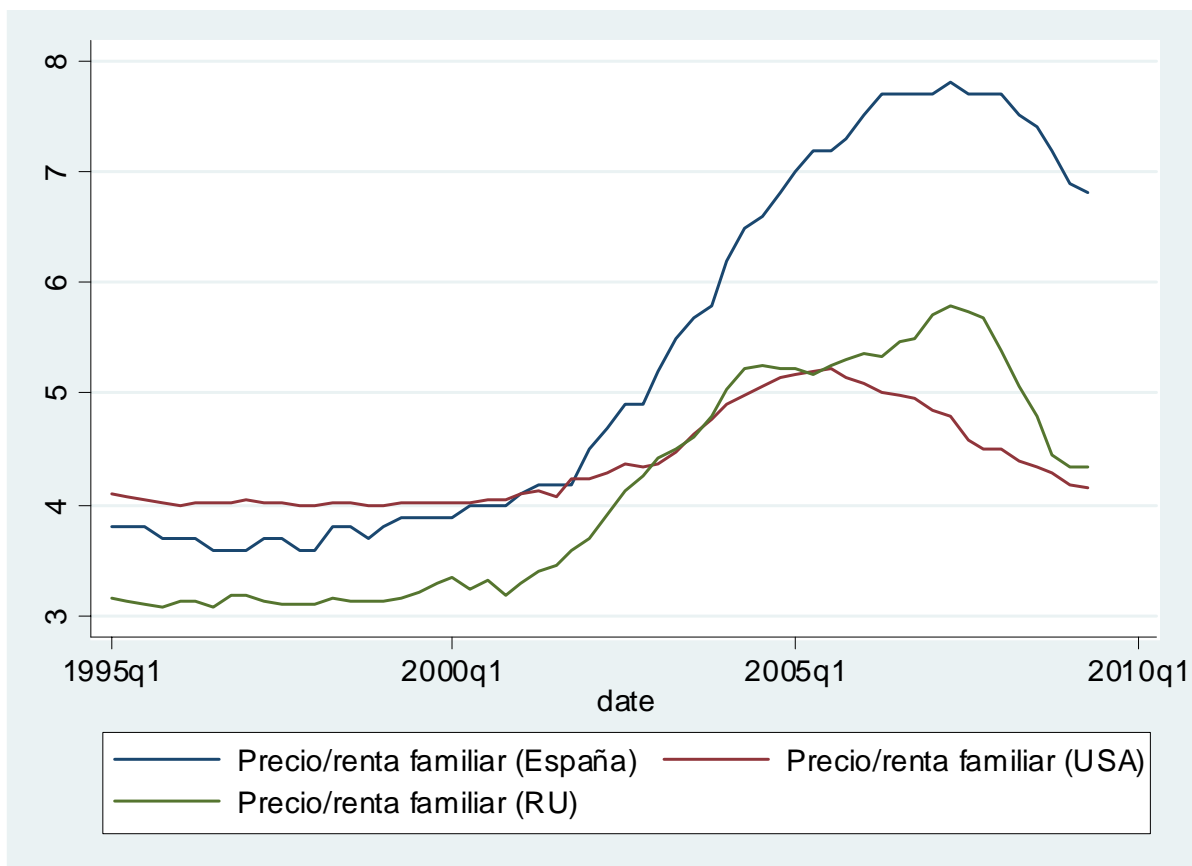
- El indicador de esfuerzo teórico, medido como cuota hipotecaria dividida por renta anual del hogar irrelevante
 - Desempleados no están contabilizado (indicador condicionado a tener empleo)
 - ¿Qué tipo de interés?
 - Cálculo Irrelevante con las condiciones actuales de concesión de hipotecas

- En la situación actual del mercado hipotecario hay que volver a los fundamentales: precio de la vivienda sobre renta familiar bruta disponible
- Indicador que no depende de las nuevas condiciones de concesión de créditos hipotecarios

El indicador relevante: P/Renta

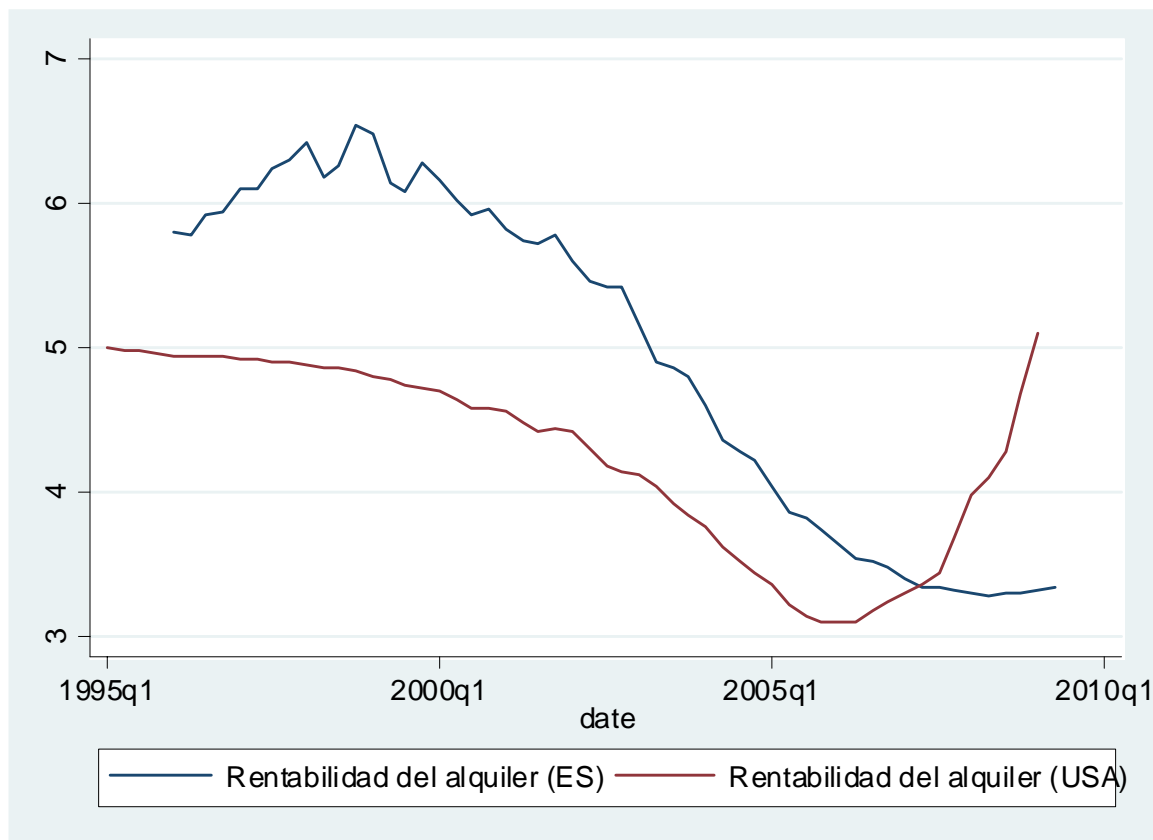


Comparaciones internacionales



- En el análisis fundamental del valor de las acciones la ratio PER es el indicador clave
- En la vivienda la ratio PER se puede calcular como el alquiler dividido por el precio

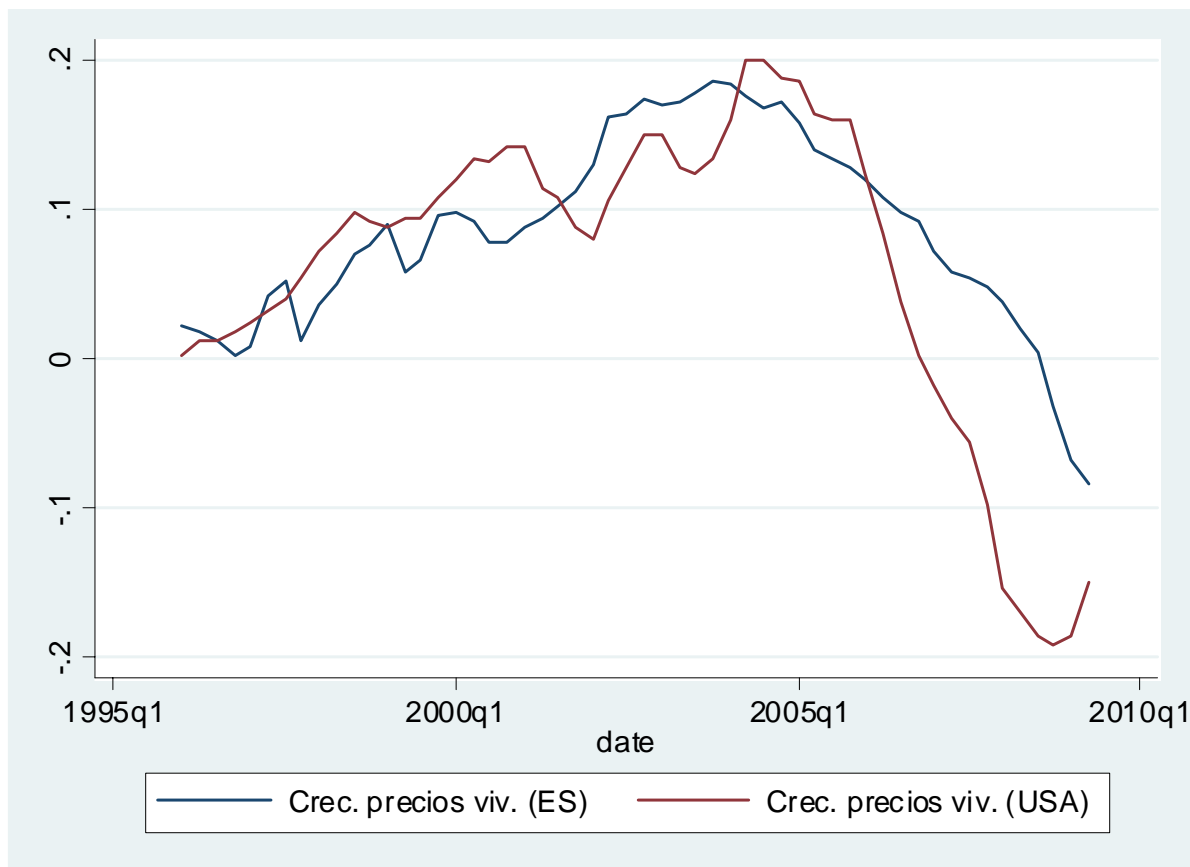
El ratio PER de las viviendas



- La década prodigiosa: un espejismo
- La irrelevancia del indicador de accesibilidad basado en la cuota
- **El ajuste del sector inmobiliario:**
 - Precios versus cantidades
 - El stock de viviendas nuevas sin vender
 - El papel de los bancos en el ajuste
- El alquiler como solución
- Conclusiones

- Los mercados en España son muy rígidos. Por este motivo el ajuste se produce fundamentalmente vía cantidades y no vía precios
 - Mercado laboral
 - Mercado inmobiliario

Precios versus cantidades



Ajuste en varios países desde el pico

	Periodo pico	Caída desde máximo
EE.UU.	2006Q2	33.10%
Japón	1995Q1	37.50%
Reino Unido	2007Q3	20.50%
España	2008Q1	8.60%

- Nadie sabe exactamente cuanto es
- Estimaciones muy dispares (finales 2008)
 - Ministerio: 1 millón
 - BBVA: 1,2 millones
 - Diferencia terminaciones menos ventas de viviendas nuevas: 1,3 millones
 - Otros: desde 1,5 a 1,8 millones

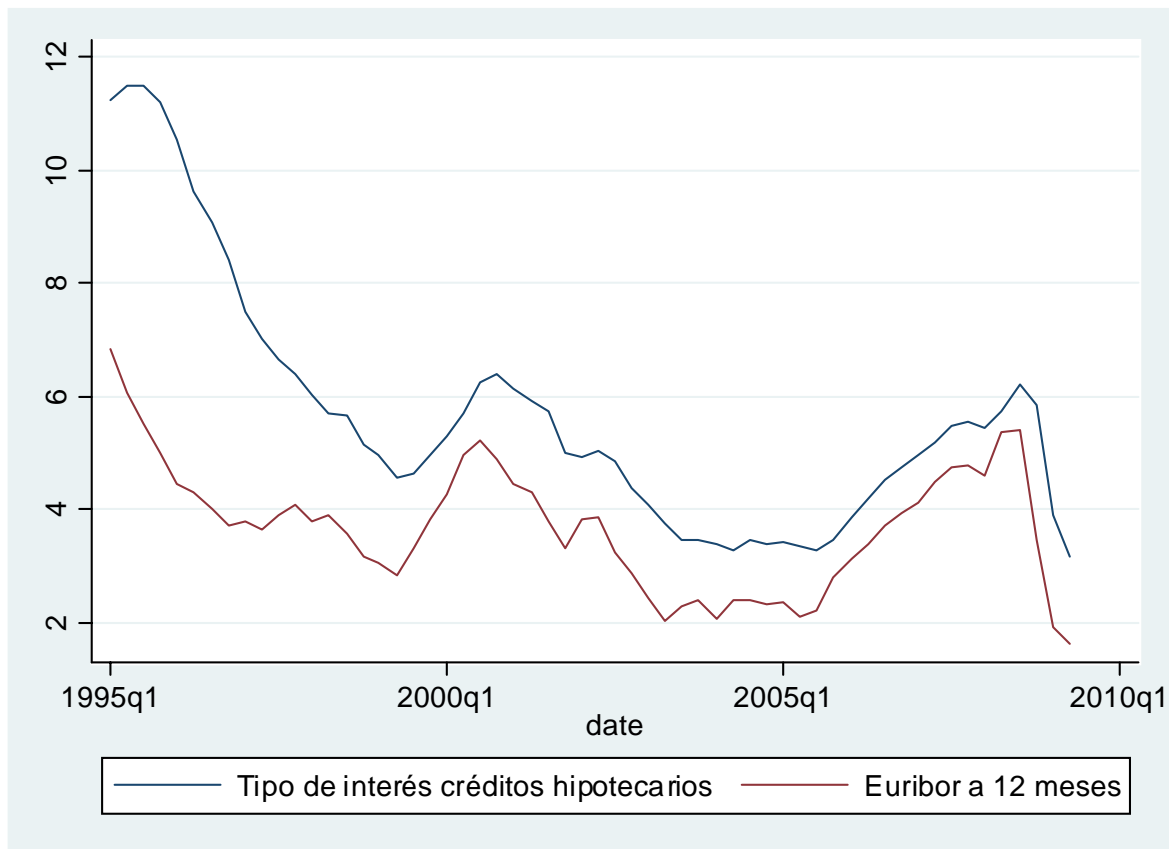
- Convertir en VPO. Problema: el precio
 - Concertado especial (Madrid), concertado catalán.
Precios: más de 300.000
 - Andalucía: 1000 millones para viviendas nuevas al precio de hipoteca (20% de rebaja) – 100% cubierto para los compradores, pago solo de intereses los tres primeros años, 30 años a euribor más 1. Máximo: 245.000 euros.
 - Precio VPO en algunas localidades de área metropolitana de Barcelona ya superan el precio libre
 - Ni siquiera con acuerdos con entidades se consiguen financiación los compradores de VPO

- El sistema financiero ha intentado detener la sangría de la morosidad por varios canales:
 - Dación de pagos: entrega del activo a cambio de la cancelación de la deuda
 - Compra de activo por parte de una sociedad propiedad de la entidad
 - Moratorias y re-estructuración de deuda

- La banca multiplica por 5 sus activos inmobiliarios entre junio de 2008 y junio de 2009: 63.557 millones
Inmuebles a la venta: 31.926 millones
- Credit Suisse sitúa en 30.000 millones la morosidad no declarada de la banca española
- Moody's: "El retraso de reconocimiento de morosos alcanza los 57.000 millones"

- Finalización de la desgravación a la vivienda en 2011
- Reinterpretación de la circular 4/2004: provisiones de las “buenas” hipotecas después de dos años de mora se apuntará el 30% y no el 100% (¿pero no habíamos dicho que ser más estrictos nos había salvado?)
- Elevación del 10 al 20% del valor de tasación de la provisión por las viviendas aceptadas como pago de deuda después de un año

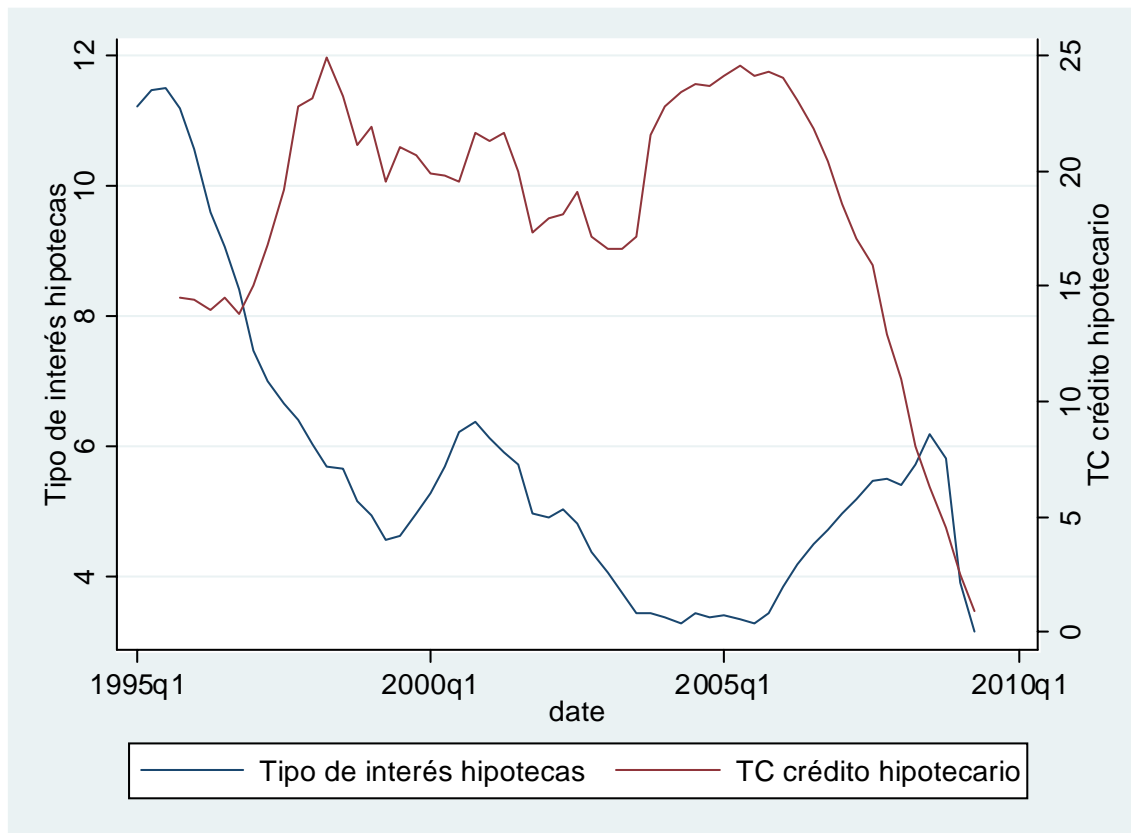
Los tipos de interés



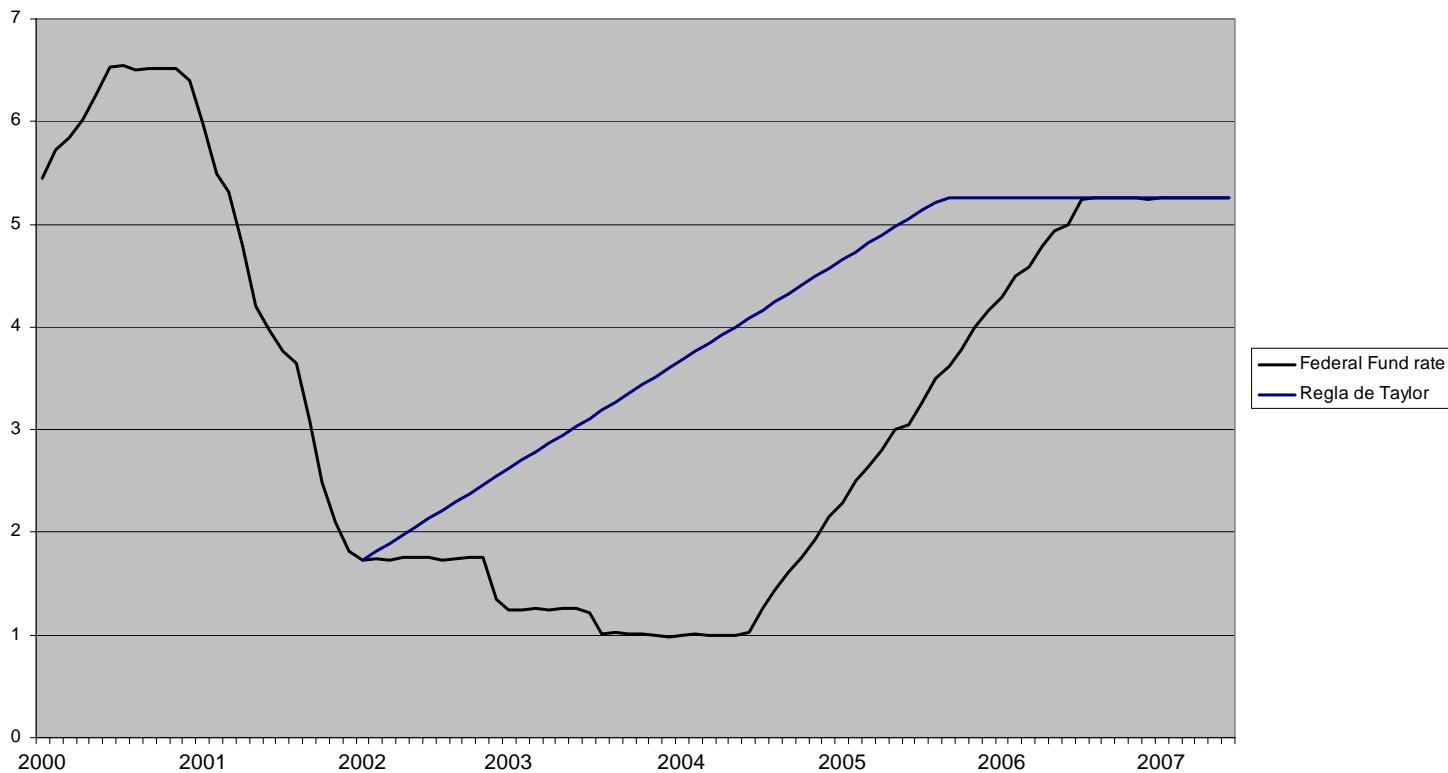
El tipo de interés relevante

- Estudio sobre solicitantes simulados de créditos hipotecarios
 - Cuota sobre renta si los tipos subieran al 4-5%
 - Reducción del crédito problema de oferta (mantener capital por si es necesario en el futuro por el aumento de la morosidad) y de demanda (falta de compradores solventes a los precios actuales)

Tasa de crecimiento del crédito hipotecario



Nuevo peligro: tipos muy bajos



Peligro: tipos muy bajos mucho tiempo

- Declaraciones del BCE y la Reserva Federal: los tipos se mantendrán bajos durante bastante tiempo + expansión cuantitativa
- Peligro: salida en falso
- Estrategias de salida
- ¿Qué pasará con España cuando empiecen a subir los tipos en la zona euro?

El alquiler como solución

- ¿Es precisa más VPO con todo el stock de viviendas sin vender?
- **El papel del alquiler en el ajuste**
- Es necesario impulsar el alquiler como forma de tenencia de forma clara y sin contradicciones como en el pasado. Un mercado de alquiler deficiente retrasa la emancipación y dificulta la movilidad laboral
- La modificación de la LAU y la LEC para proteger a los dueños de viviendas frente a inquilinos morosos
- Desgravación al alquiler

El alquiler como solución

- Necesario profesionalizar el sector y evitar la esquizofrenia
- Estudio sobre el efecto de la disponibilidad de suelo calificado sobre los precios por municipios: solo la proporción del alquiler importa (disminuye la tasa de crecimiento de los precios)

- Próximo año 339 millones (72% inversión). 7.300 viviendas protegidas y 2.600 en alquiler. Con créditos de compromiso: 720 m.
- Financiación novedosa: búsqueda de fondos privados para 1.600 viviendas protegidas en alquiler. Fórmula probable: contrato de arrendamiento de 30 años con los constructores.
- Venta de suelo con derecho a superficie. El sistema anterior (75 años de contrato) provoca que en los últimos años no se invierta en mantenimiento.

- Programa Bizigune de alquiler de viviendas vacías. Movilizar 4750 para alcanzar un parque de 18.000 viviendas protegidas en alquiler.

- El sector inmobiliario-hipotecario español es un auténtico disparate:
 - 95% de créditos a tipo variable
 - 60% del crédito concentrado en el inmobiliario
 - 11% de viviendas en alquiler (13,2% en 08)
 - 16% de viviendas vacías
 - 18% construcción en el PIB (9% residencial)
 - 860.000 viviendas iniciadas frente a 1.1 millones en EE.UU.

- El ajuste del mercado inmobiliario aún está muy retrasado. Una salida en falso sería muy negativa en el largo plazo
- El ajuste siempre es por el lado de la producción y no de los precios (que sería lo más eficiente)
- Es necesario tomar medidas decididas para evitar volver a las andadas:
 - Una propuesta modesta: 80% del valor registral

