

¿Ajuste suave o brusco?, that is the question

José García Montalvo
Catedrático de Economía
Aplicada, UPF

Introducción



- Érase una vez hace dos años...
- ... yo les hable de burbujas inmobiliarias, de expectativas de revalorización y del fin de un ciclo
- Ahora los signos ya son evidentes para todos

El País, junio 2007



Las falacias hoy

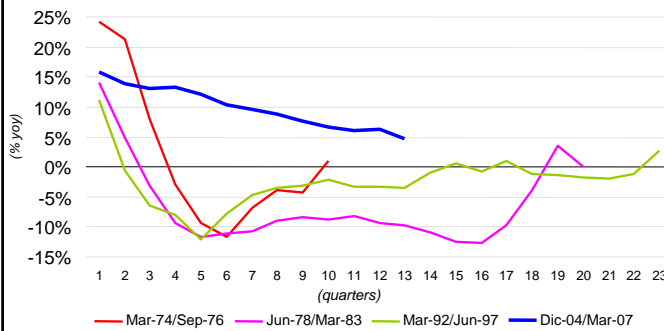
- “El precio de la vivienda no puede bajar”
 - ◆ Enric Reyna y Bruno Figueras: hoy aceptan que pueden bajar, ¡pero solo las usadas!
 - ◆ Solbes y Montilla son ahora los defensores del “no pueden bajar”
 - ◆ Las estadísticas ya muestran bajadas, aunque aún localizadas

Las falacias hoy (2)

- “España es diferente. Aquí nunca ha pasado”. Este argumento en boca del señor Solbes es, cuanto menos, sorprendente:
 - ◆ Los datos son los datos
 - ◆ Rentabilidades pasadas no implican rentabilidades futuras (coletilla en todos los fondos de inversión)

A. Stylized facts: a very gradual slowdown

Housing prices in real terms.

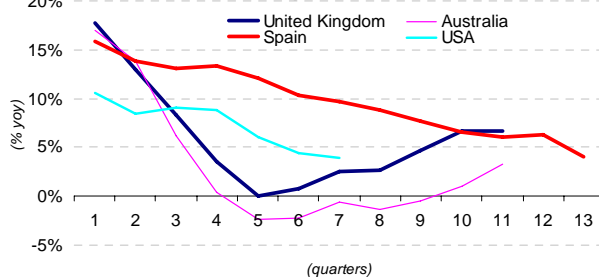


Source: OCDE, Ministry of Housing and SEE-BBVA

The deceleration is the smoothest for the last 30 years.

A. Stylized facts: a very gradual slowdown

Housing prices deceleration in real terms from peaks



Source: Datastream and SEE-BBVA

..and also the smoothest compared to other countries.

The gradual adjustment is expected to continue considering the drivers behind the real estate market.

Las falacias hoy (3)

- “El suelo es el problema” NOOO..
 - ◆ Bruno Figueras lo dijo bien claro en la reunión anual del Círculo de Economía.
 - ◆ El gobierno se ha inventado una nueva ley del suelo que no tendrá ningún impacto real (aunque puede coincidir con la rápida desaceleración del sector)

Las falacias hoy (4)

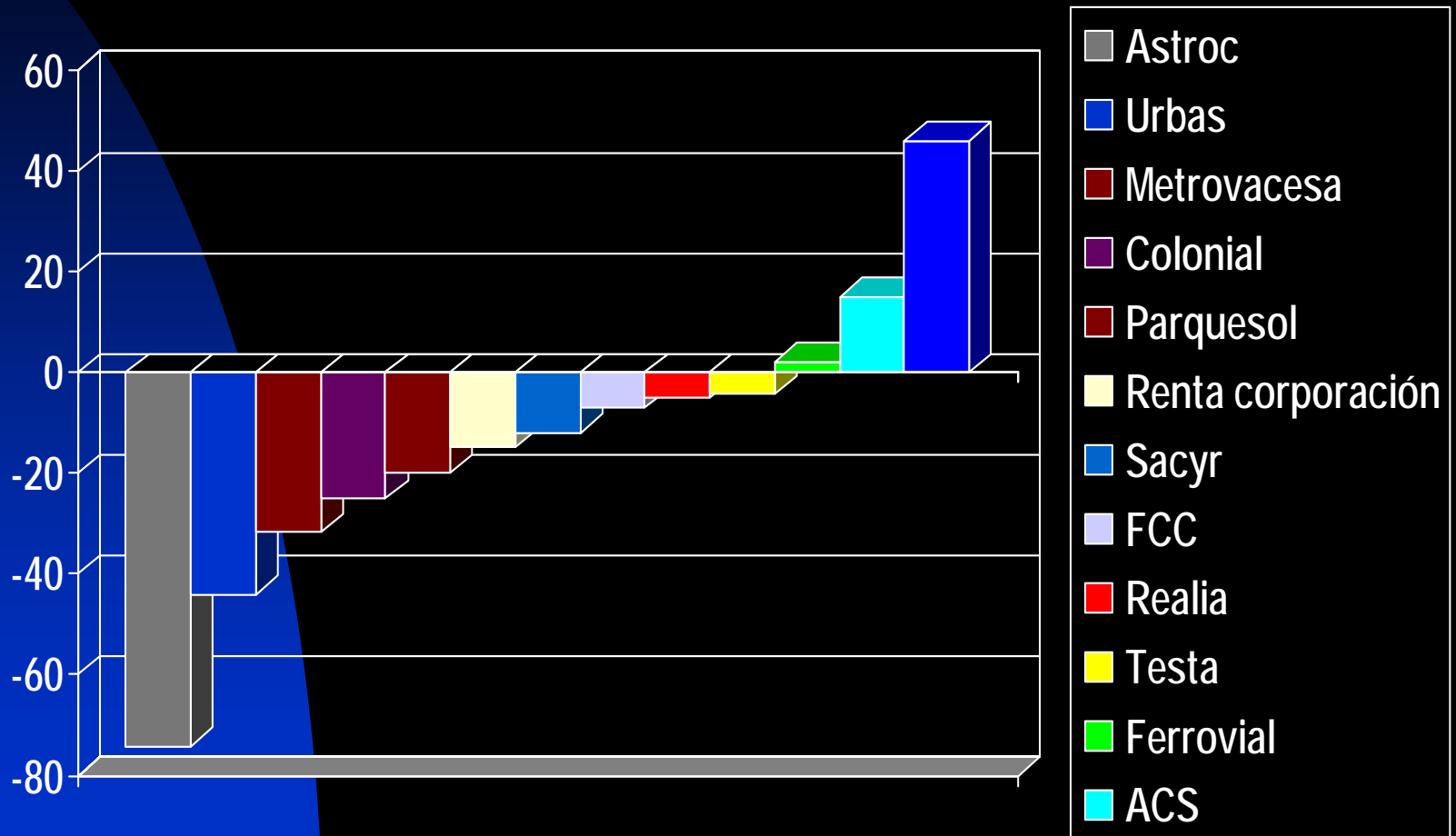
- “La demografía y los inmigrantes mantendrán la demanda de vivienda” Ésta falacia en lugar de perder fuerza, gana adeptos ante la imposibilidad de justificar el mantenimiento del sector en otros factores:
 - ◆ ...pero ¿Qué es antes la gallina o el huevo?
 - ◆ Portugal frente a España, y más...

Los indicios

(por falta de datos...)

- Grandes ganancias especulativas en el pasado
 - ◆ 40% de los compradores conocen a algún “inversor” (“especulador”). Deconstruyendo la burbuja
- Residencial: La Caixa vende Colonial en 2006; Banco Sabadell vende Landscape. Vender siguiendo a los “insiders”
- Oficinas: BSCH vende todos sus edificios: 4.000 millones (1.400 plusvalía). BBVA le sigue (a pesar de su Servicio de Estudios)
- Las inmobiliarias se desangran lentamente en la bolsa española. ¡Lógicamente! Malas expectativas

Evolución del sector inmobiliario en bolsa durante 2007



El problema

- Producción de viviendas: más de 800.000 iniciadas en 2007. En los últimos años media de 650.000
- Pero, ¿Cuál es la demanda real?
 - ◆ 300.000 nuevos hogares
 - ◆ 100.000 secundarias residentes
 - ◆ 75.000 secundarias no residentes

= 475.000

Inmigración, ¿la solución?

- Las cuentas del Gran Capitán (Josep Oliver, UAB)
 - ◆ 400.000-450.000 nuevos hogares
 - ◆ 100.000 secundarias residentes
 - ◆ 75.000 secundarias no residentes

= 575.000-625.000

¿Podría ser?

Muy improbable

- Estimación de base no creíble. La EPA sirve para lo que sirve (seguimiento del empleo) pero no para calcular adecuadamente el número de nuevos hogares. Además, brutos no netos.
- Implicaría un tamaño medio de los nuevos hogar de 1,2 personas (el tamaño medio del conjunto es de 2,8 personas)

Donde estamos

- Ya nadie discute que el sector inmobiliario se está desinflando
- La pregunta del millón es, ¿será traumático o los excesos del pasado se absorberán sin problema?

La gran incógnita: brusco o suave

- Los constructores dicen que por cada vivienda que se deja de hacer se pierden dos empleos: se perderían entre 300.000 y 600.000 empleos
- Empleo de inmigrantes gran concentración en la construcción --> efecto multiplicador sobre venta de vivienda

La gran incógnita: brusco o suave

- Demografía y vivienda: simple relación no es causal ni se puede interpretar bilateralmente.
Potencial frente a real
- Factores explicativos diferentes
 - ◆ Hasta 1998: desempleo y crecimiento de la renta per capita
 - ◆ Desde 1999: tipo de interés, condiciones crediticias y evolución de la bolsa

La gran incógnita: brusco o suave

- Inversión en bienes de equipo aumenta rápido
- Alemania se está recuperando y eso favorecerá las exportaciones
 - ◆ Pero, ¿puede una economía que no ha parado de perder competitividad en los últimos años, por su especialización inmobiliaria, competir en el mercado internacional?

La realidad ...

- ¿Qué nos podemos creer?
 - ◆ Que las ventas están cayendo al 11,5% (15% en Catalunya y 16% en Madrid). Fuente: Registradores.
 - ◆ Que los plazos de venta se están alargando mucho. Fuente: APIs
 - ◆ Que los precios están empezando a caer (y pronto se verán en las tasaciones). Fuente: Min. Viv.

... y The Matrix

- Un informe fija en 2010 el pinchazo de la burbuja (El País)
- Deutsche Bank dice que el precio caerá entre el 2% y el 8% en 2008
- El 75% de las promotoras cerrarán (45.000) por el fin del “boom” inmobiliario

Tienen un nivel de incertidumbre inaceptable (poco fundamento)

... y The Matrix

- Los comentarios de la Ministra de Vivienda también pertenecen a un mundo paralelo
 - ◆ Desaceleración de precios gracias a su acción en el Ministerio, ¿Dónde ve la causalidad?
 - ◆ En el primer momento, con una caída del 0,2% y cambio de base, las declaraciones eran cómicas

La clave: la liquidez

- La economía mundial (fusiones y adquisiciones, ventas de inmuebles del Santander, SACYR, etc.) se mantiene gracias a una situación de extraordinaria liquidez
- Antes de salir de casa es mejor mirar que ha pasado con el tipo de los bonos americanos durante la noche que si hace frío o calor.