

Inmobiliario

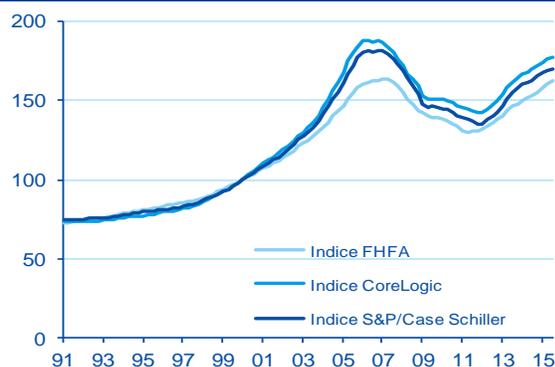
No todos los *booms* fueron creados iguales: precios de la vivienda con respecto a los fundamentos

Filip Blazheski / Kan Chen

- **No hay indicios de burbuja nacional, pese a que los precios de la vivienda se han incrementado 19% desde 2012**
- **Los precios de la vivienda están en línea con los fundamentos en la mayoría de las ciudades**
- **La solidez frente a los choques adversos varía considerablemente según la ciudad**

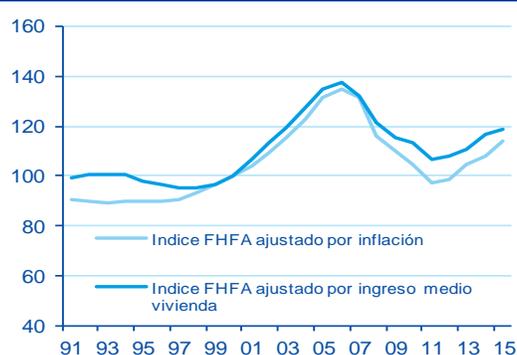
En EEUU, los precios de la vivienda han crecido a un fuerte ritmo (19%) desde que tocaron fondo a comienzos de 2012 como resultado de la crisis de las hipotecas "subprime". Aunque es probable que los precios de la vivienda sigan subiendo durante un tiempo gracias al crecimiento económico sostenido y a las mejoras del mercado de trabajo, la última recesión ha hecho que los inversores, economistas y responsables políticos¹ estén muy atentos a cualquier riesgo que se pueda desarrollar en el mercado de la vivienda. Los precios nominales de la vivienda están ya cerca de los niveles máximos anteriores a la recesión (Gráfica 1). Dado que el ingreso de las familias ha crecido a un ritmo más lento que los precios de la vivienda, los precios reales vuelven a ser hoy en día considerablemente más altos de lo que eran antes de 2001, cuando se mantenían relativamente estables (Gráfica 2).

Gráfica 1
Precios de la vivienda (Índice 1T 2000=100)



Fuente: FHFA, CoreLogic, S&P y BBVA Research

Gráfica 2
Precio real de la vivienda (Índice 1T 2000=100)



Fuente: FHFA, BLS, Census y BBVA Research

Aunque las burbujas inmobiliarias eran comunes antes del último colapso de la vivienda, hay poco consenso en cuanto a su medición, especialmente en el nivel de las Áreas estadísticas metropolitanas (MSA). Además de los problemas convencionales de la falta de datos y de elegir las variables adecuadas para captar los fundamentos económicos, hay dos obstáculos principales al medir las burbujas de los precios de la vivienda. En primer lugar, se sabe que dichos precios son altamente inertes. Dicho de otro modo, los precios pueden parecer insensibles a los fundamentos económicos a corto plazo, pero por lo general sí son coherentes con ellos a largo plazo. En segundo lugar, los mercados de la vivienda son muy heterogéneos entre las distintas regiones debido al impacto de distintas fuerzas geográficas, regulatorias, económicas y demográficas.

¹ Por ejemplo, los economistas del Banco de la Reserva Federal de San Francisco compararon el último *boom* de la vivienda con el anterior: <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2015/november/what-is-different-about-latest-housing-boom-mortgage-debt-ratio/>

Sin embargo, el último descalabro de la vivienda ha arrojado luz sobre cómo abordar los obstáculos mencionados anteriormente. El colapso de los precios de la vivienda contribuyó a eliminar la inercia y a restablecerlos. La magnitud de los ajustes en cada MSA también puede utilizarse como un indicador de la solidez de los mercados en escenarios adversos. Por ejemplo, San Francisco, uno de los mercados de la vivienda más caros de EEUU solo perdió el 23% de su índice de precios de la vivienda como resultado del ajuste, a partir de ahí se recuperó rápidamente y ahora sobrepasa el punto álgido del ciclo anterior. Por otra parte, en Las Vegas, que es mucho más barato, los precios de la vivienda cayeron 60% y los precios actuales todavía están muy lejos de los niveles más altos del ciclo pasado.

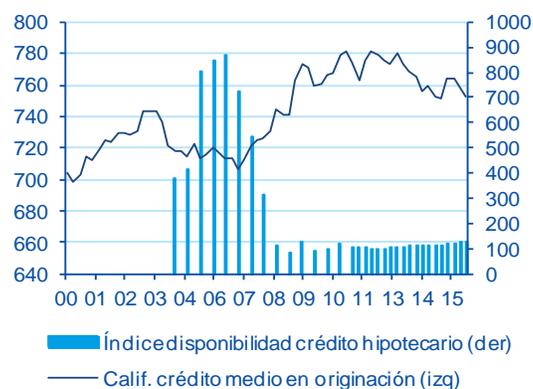
Nuestro análisis del boom actual de la vivienda se ha inspirado en los conocimientos adquiridos en el último ciclo de prosperidad y depresión. Hemos estudiado los precios de hoy en día en tres fases. Primero, analizamos la situación actual del mercado de la vivienda a nivel nacional. Segundo, hacemos una estimación del desajuste de los precios de la vivienda con respecto a los fundamentos económicos durante el *boom* antes de la recesión en cada MSA² y estudiamos la relación entre el nivel de desajuste en el pico de la burbuja y la gravedad del subsiguiente colapso inmobiliario. Por último, calculamos y comparamos el desajuste de cada MSA en 2015 y en 2006. Esta comparación, junto con la magnitud del ajuste en el colapso del mercado de la vivienda, presenta una valoración razonable de los riesgos. Para asegurarnos aún más de que el análisis refleja la realidad, también comparamos la estimación del desajuste de 2015 con la proporción del precio medio de la vivienda sobre el alquiler medio por MSA en el 4T 2015, según el informe de Zillow.

Indicadores del mercado nacional: sin indicios de burbuja

Aunque en la actualidad tanto el precio nominal como el precio real de la vivienda podrían parecer elevados, hay tres puntos en los que el mercado de la vivienda actual difiere del mercado de la vivienda durante la primera mitad de la década de 2000. Primero, las condiciones crediticias de hoy en día han mejorado considerablemente en comparación con el último periodo de burbuja, lo que ha contribuido a limitar el número de nuevos participantes del mercado (Gráfica 3), una de las razones por las que los precios se inflaron tanto en la primera mitad de la década de 2000. Segundo, mientras que el ciclo anterior (de 2002 a 2005) se caracterizó por el auge de la deuda hipotecaria, que creció casi 15% a/a, el ciclo actual (de 2012 al presente) se caracteriza por los niveles de contracción o estancamiento de la deuda hipotecaria vigente neta (Gráfica 4). Por último, pero no menos importante, la asequibilidad es notablemente más alta en comparación con cualquier periodo entre 1991 y 2008 (Gráfica 3), debido fundamentalmente a las bajas tasas de interés, que es probable que se mantengan durante algún tiempo. Estas diferencias rebaten las preocupaciones por la posibilidad de que estemos en medio de otra burbuja inmobiliaria nacional. Dicho esto, puede que este no sea el caso a nivel local.

Gráfica 3

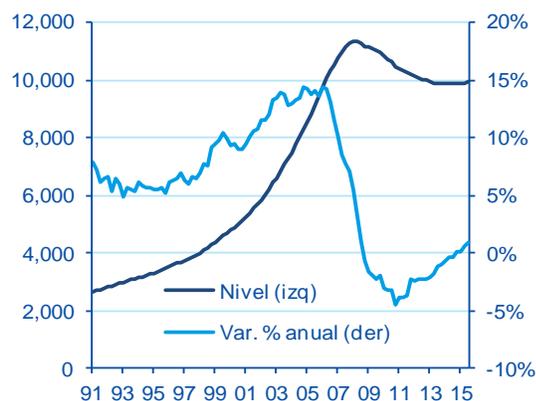
Condiciones crediticias y disponibilidad del crédito vivienda (Índice y puntuación)



Fuente: FRBNY, MBA y BBVA Research

² Hemos estudiado las 20 MSA incluidas en el índice compuesto de precios de la vivienda S&P Case-Shiller 20, pero reemplazamos Los Ángeles por Houston para llegar a una muestra que contiene dos MSA para cada uno de los tres estados más poblados: California, Texas y Florida. Las ciudades de nuestra muestra son: Atlanta, Boston, Charlotte, Chicago, Cleveland, Dallas, Denver, Detroit, Houston, Las Vegas, Miami, Minneapolis, Nueva York, Phoenix, Portland, San Diego, San Francisco, Seattle, Tampa y Washington D.C.

Gráfica 4
Deuda hipotecaria vigente: residencias de familias de 1 a 4 (miles de millones de \$ y %)



Fuente: FRB y BBVA Research

Gráfica 5
Asequibilidad de la vivienda y tasas de interés índice y %



Fuente: NAR, FRB y BBVA Research

Desajuste y ajuste: el caso del último ciclo de prosperidad y depresión

Las burbujas de los precios de la vivienda son sumamente difíciles de detectar. En especial es muy difícil decir qué proporción del incremento de los precios se debe a expectativas demasiado optimistas y a especulación cuando la economía crece rápido. Por ejemplo, en junio de 2005, Greenspan, el presidente de la Reserva Federal dijo que no había burbuja en el mercado nacional, que solo era un poco de "espuma" en algunos mercados locales.³ Y cuatro meses después, Bernanke, candidato a presidente en aquel momento, dijo al Congreso que los precios de la vivienda "reflejan en gran parte la solidez de los fundamentos económicos".⁴ De hecho, los precios de la vivienda a finales de 2005 estaban en su nivel máximo o cerca del mismo.

Para este análisis, hemos desarrollado una medición de los valores inmobiliarios basándonos en los fundamentos económicos de cada MSA como referencia de los precios de la vivienda.⁵ La referencia se calcula exclusivamente por los fundamentos económicos que afectan a los precios de la vivienda, incluidos el ingreso medio de las familias, la población, el empleo, las tasas de interés, la inflación y las tasas de desempleo.⁶ En el apéndice están disponibles las gráficas de las referencias en comparación con los índices de precios reales de la vivienda en cada una de las 20 MSA. A continuación, comparamos las referencias con los índices de precios reales de la vivienda de FHFA y obtuvimos sus desajustes. Una gran disparidad entre el índice y la referencia indicaría un fuerte inmovilismo entre los precios de la vivienda y los fundamentos económicos. Dicho esto, es importante observar que el hecho de que haya un fuerte desajuste en una MSA no indica necesariamente que haya un gran riesgo de ajuste severo, pues el mercado de la vivienda de cada MSA presenta características únicas que el modelo econométrico no puede captar. Por ejemplo, en 2006, San Diego tenía el tercer mayor desajuste de nuestra muestra, sin embargo demostró una solidez relativa durante la contracción, lo que en gran medida fue debido a su limitada oferta de vivienda y a una cuota desproporcionada de familias con ingresos elevados, que sufrieron relativamente menos durante la desaceleración económica.

³ Testimonio del presidente Alan Greenspan, Comisión Económica Conjunta del Congreso de EEUU (2005). Copia impresa.

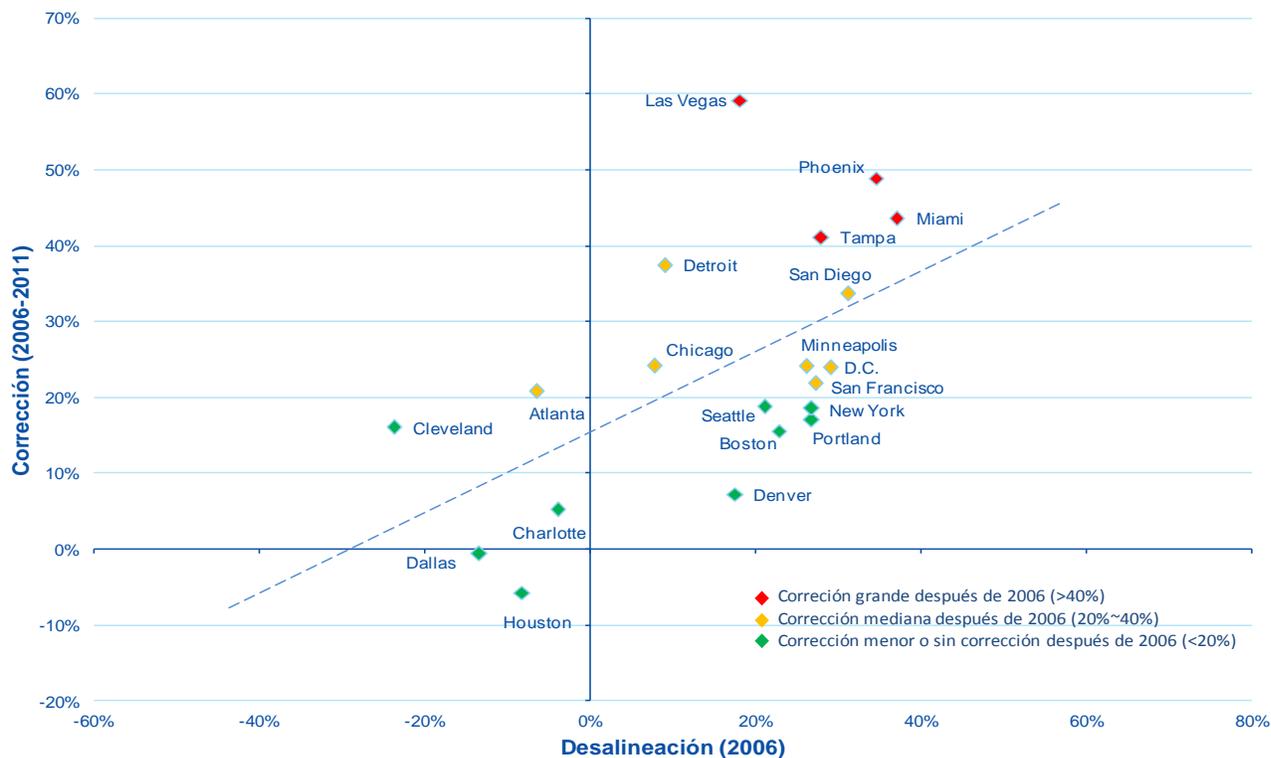
⁴ Henderson, Nell. "Bernanke: There's No Housing Bubble to Go Bust." *The Washington Post*. 27 de octubre de 2005: copia impresa.

⁵ Hemos utilizado un modelo de panel de datos para esta estimación con series de datos de cada MSA de 1991 y 2014.

⁶ También se probaron otras variables, pero ofrecían poca información nueva. Además, nuestros resultados se mantuvieron robustos con variables adicionales.

Visualizamos la relación entre el desajuste de 2006 y la magnitud del ajuste de precios en el último ciclo de prosperidad y depresión en cada una de las MSA en una gráfica de dispersión (Gráfica 6). Como se puede ver, aparecen algunos patrones interesantes. Primero, el desajuste de 2006 está correlacionado positivamente con la magnitud del ajuste de precios en el colapso inmobiliario de 2007-2011.⁷ Un desajuste más elevado en el periodo del *boom* indica un ajuste más fuerte en el periodo del colapso. Segundo, el nivel de solidez varía considerablemente en los distintos mercados de las MSA. El ejemplo más notable es Las Vegas, que está muy por encima de la línea de tendencia. En 2006, Las Vegas tenía un desajuste de 20%, pero los precios de la vivienda cayeron 60% durante el colapso inmobiliario. Esto indica que el mercado de la vivienda de las Vegas es frágil. Por otra parte, la mayoría de las ciudades con precios de la vivienda elevados, como San Francisco, Washington, Nueva York y Boston, están muy por debajo de la línea de tendencia, lo que indica que fueron más resistentes ante los choques adversos. La Gráfica 6 muestra básicamente cuáles de las MSA fueron los "mercados en riesgo": las MSA que desarrollaron importantes desajustes entre los precios de la vivienda y los fundamentos económicos subyacentes en el periodo previo a la crisis y sufrieron fuertes ajustes después de la misma.

Gráfica 6
Desajuste en 2006 y ajuste de los precios, 2006-2011 por MSA
 %



Fuente: FHFA y BBVA Research

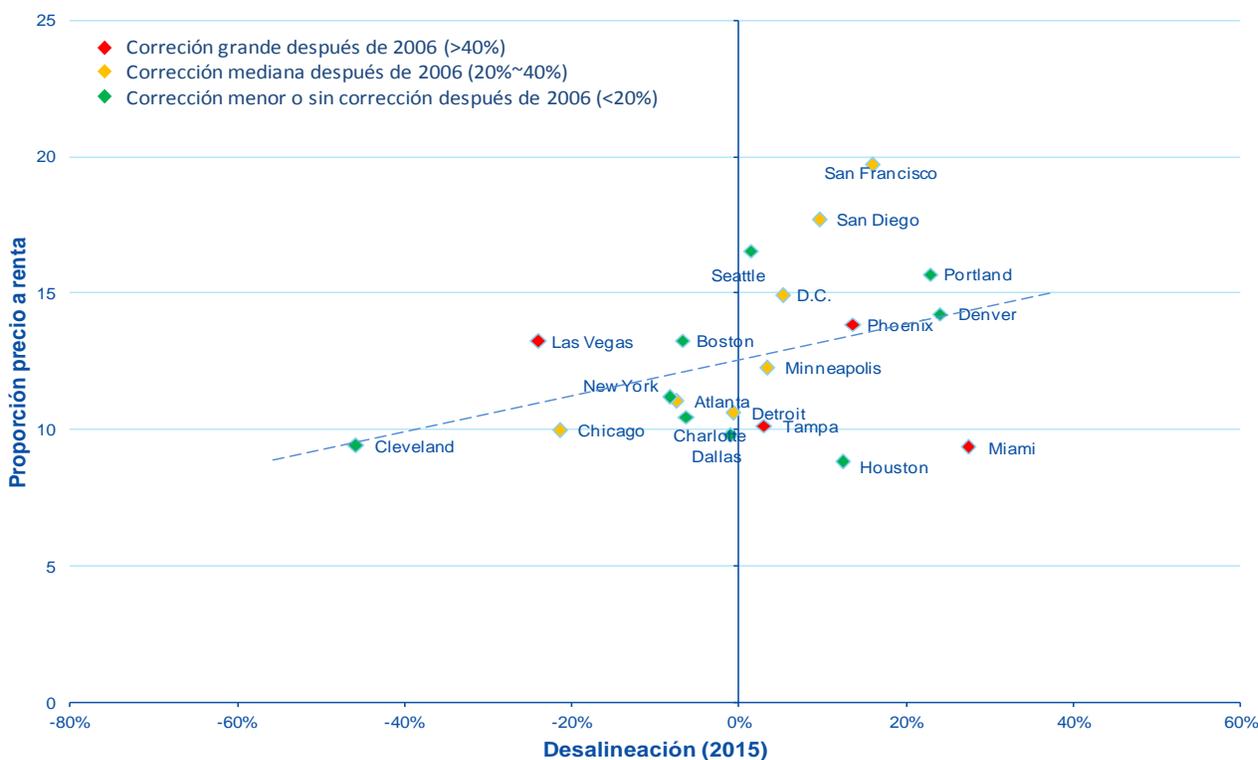
⁷ El coeficiente de correlación entre el ajuste y el desajuste es de 0.6.

El caso del *boom* actual

Después de estudiar los patrones basados en el comportamiento del pasado, la cuestión que abordamos a continuación fue cuán sólido es el mercado actual de la vivienda. Basándonos en la misma metodología y en los datos más recientes, calculamos el desajuste entre los precios de la vivienda y los fundamentos económicos en 2015. Además, hicimos referencias cruzadas de nuestras estimaciones con otro indicador popular del mercado de la vivienda, la relación precio sobre alquiler, con el fin de validar nuestras estimaciones de desajuste. La relación precio sobre alquiler proporciona una comparación intuitiva de los costos entre ser propietario y alquilar una propiedad, pues las dos posibilidades producen servicios de vivienda con determinados costos. Una relación precio sobre alquiler baja en una ubicación significa que es mucho mejor comprar que alquilar. Y por el contrario, una relación elevada significa que es mucho mejor alquilar que comprar.

La gráfica de dispersión 7 muestra la relación entre la proporción precio sobre alquiler y nuestra estimación de desajuste para cada MSA. La gráfica muestra una correlación positiva entre las dos variables.⁸

Gráfica 7
Relación precio sobre alquiler y desajuste actual por MSA en 2015
 Relación y %



Fuente: FHFA, Zillow y BBVA Research

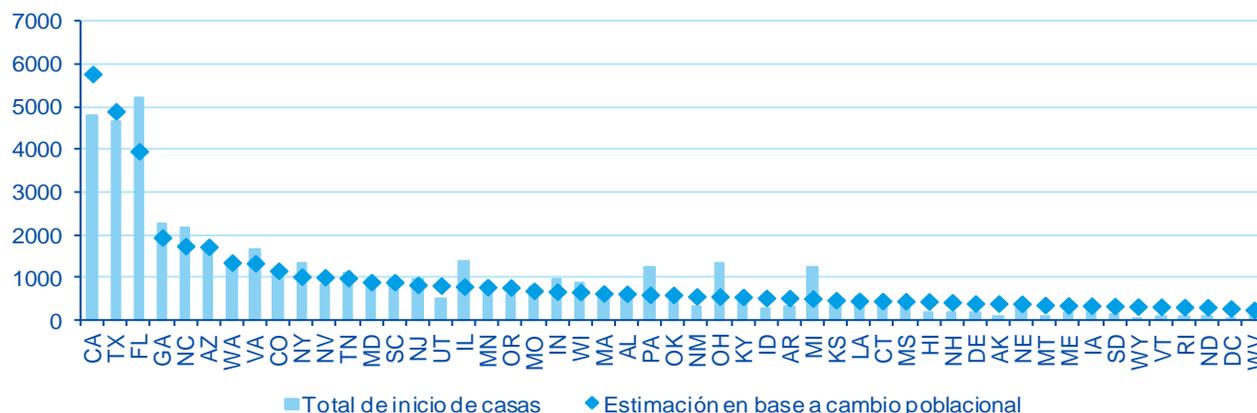
⁸ El coeficiente de correlación es 0.4 para todo el conjunto de la muestra y 0.7 si se excluyen San Francisco, Houston y Miami.

En la Gráfica 7, podemos ver que el desajuste en todas las MSA es mucho menor que en el último *boom* inmobiliario. El desajuste actual se sitúa muy por debajo de 20% en la mayoría de las áreas metropolitanas, lo que no era el caso antes de la recesión. Hay cuatro áreas metropolitanas (regiones) que vale la pena destacar. La primera es Miami. Aunque sufrió uno de los ajustes más fuertes durante la recesión, los precios de la vivienda se han recuperado a una velocidad sorprendente, y el desajuste con respecto a nuestra referencia basada en los fundamentos es otra vez alto. Además, a pesar de que los precios y el desajuste son elevados, la relación precio sobre alquiler es muy baja. En otras MSA, un desajuste alto significa por lo general una relación precio sobre alquiler elevada. Estas anomalías las provocan probablemente los inversores inmobiliarios y los no residentes de Florida que compran segundas viviendas, pues Florida es un lugar atractivo para extranjeros y adultos mayores (Gráfica 8).⁹ Esta demanda en particular, tanto especulativa como no especulativa, también ha incentivado la construcción de condominios de lujo con alquileres caros.

Otro caso interesante es California, cuyas dos MSA, San Francisco y San Diego, presentan las relaciones precio sobre alquiler más elevadas. California ha construido muchas unidades de vivienda menos en el periodo 1980-2014 de lo que hubiera cabido esperar con respecto al incremento de su población (Gráfica 8), un resultado que probablemente refleja la combinación de limitaciones regulatorias y geográficas. Debido a esto, el mercado de la vivienda de California es proclive a incrementos de valor elevados durante las expansiones económicas, pero a la vez es resistente en las contracciones, como puede observarse en el comportamiento de los mercados de la vivienda de San Francisco y San Diego antes y después de la crisis de las hipotecas *subprime*.

Gráfica 8

Total de inicios de vivienda actual frente a estimado por estado basado en la variación demográfica, 1980-2014
Miles



Fuente: Census y BBVA Research

Texas no experimentó la burbuja *subprime* en el *boom* de la vivienda anterior a la recesión. Desde 1993, los precios de la vivienda en Houston y Dallas han evolucionado más o menos en línea con los fundamentos. Esto significa que los ajustes de precios que podrían producirse debido a la contracción actual del sector del petróleo y gas, a la que estas dos MSA están expuestas, dependerán de la evolución de los fundamentos del mercado de la vivienda, sin ninguna reacción agregada de gran desajuste, como fue el caso en muchos mercados después de la crisis de las hipotecas *subprime*.

⁹ Según un informe de la Dirección de Desarrollo del Centro de Miami (DDA) publicado en julio de 2014, "más del 90% de los condominios del centro los compran en fase de pre-construcción compradores extranjeros en operaciones en efectivo".

Chicago y Cleveland son lo opuesto a las MSA de California en muchos aspectos, pues representan la parte del país que tradicionalmente ha dependido más de los sectores manufactureros, que han experimentado una gran competencia extranjera. Como resultado, en estas MSA ha habido muchas empresas que se han trasladado o han salido del mercado, junto con muchas personas que se han ido en busca de nuevas oportunidades. La población de Chicago, por ejemplo, ha estado estancada en los últimos 15 años. Además, Chicago no experimentó una gran burbuja a mediados de la década de 2000, pero sí sufrió considerablemente durante y después de la recesión, con tasas de desempleo por encima de la media, ante lo cual los precios de la vivienda reaccionaron con un ajuste importante. Por su parte, los precios de la vivienda de Cleveland reflejan, en gran medida, la despoblación. La pérdida de población de esta ciudad ha sido la más fuerte de la muestra que hemos empleado y lleva produciéndose desde comienzos de la década de 1970, con una breve pausa a comienzos de la década de 1990. De hecho, la población de Cleveland se redujo 4% de 1995 a 2014 y 11% desde 1970, mientras que la población de EEUU aumentó 20% y 57% durante los mismos periodos.

Conclusión

Los fuertes datos de la vivienda registrados desde 2012 han suscitado preocupaciones por que el *boom* de la vivienda actual termine, de nuevo, en otro colapso inmobiliario. Sin embargo, nuestro análisis muestra que hoy en día los precios de la vivienda están por lo general en línea con sus fundamentos. Las ciudades donde los precios de la vivienda se inflaron más y sufrieron los mayores colapsos durante el pasado ciclo por lo general no parecen estar en riesgo en este momento. Además, las ciudades cuyos precios de la vivienda son elevados en la actualidad fueron resistentes durante el ciclo pasado.

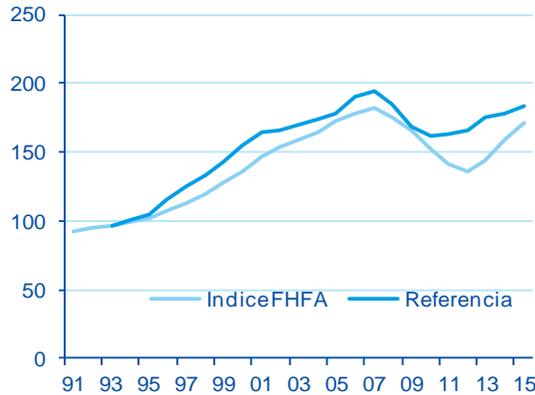
El último ciclo de prosperidad y depresión fue alimentado por la laxitud de las condiciones de crédito, el auge de la deuda inmobiliaria y la debilidad regulatoria. Hoy en día, los bancos y otras instituciones financieras están sujetos a una regulación mucho más estricta y los hogares todavía siguen desapalancándose. Por tanto, el riesgo sistémico es mucho más bajo que en el *boom* anterior. Aun así, los elevados precios de la vivienda pueden afectar negativamente al ingreso discrecional de las familias y contener aún más la demanda de consumo, de modo que los bancos y los responsables políticos deben ser prudentes si la tendencia continúa.

AVISO LEGAL

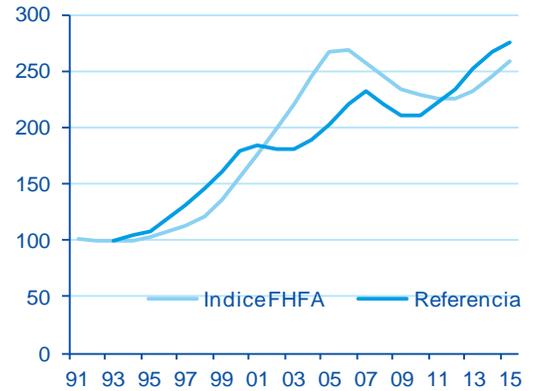
Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se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

Apéndice: Índices de precios de la vivienda de la FHFA y referencias por MSA

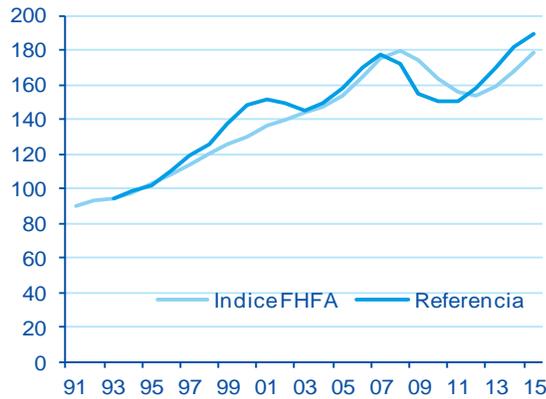
Gráfica A1
Atlanta



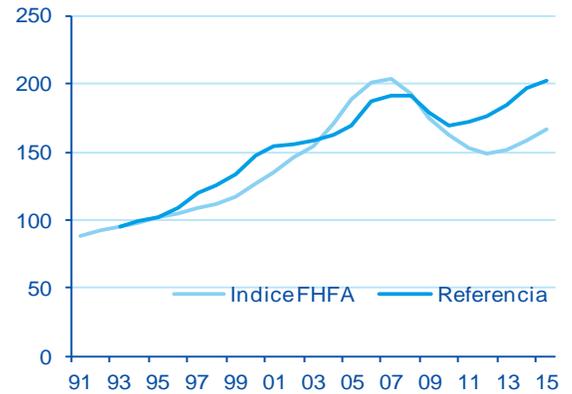
Gráfica A2
Boston



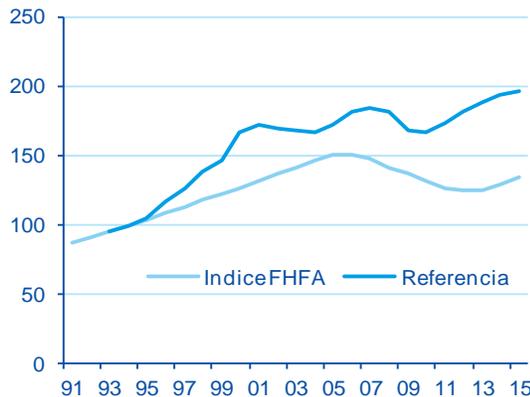
Gráfica A3
Charlotte



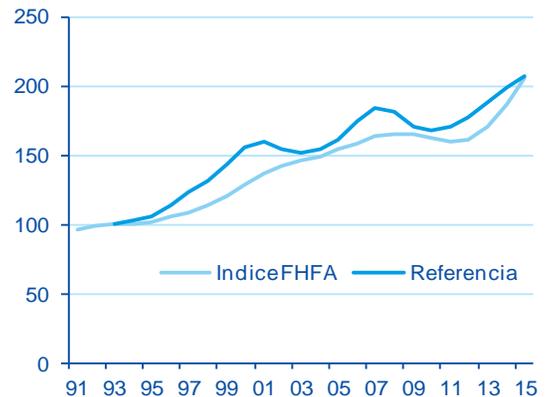
Gráfica A4
Chicago



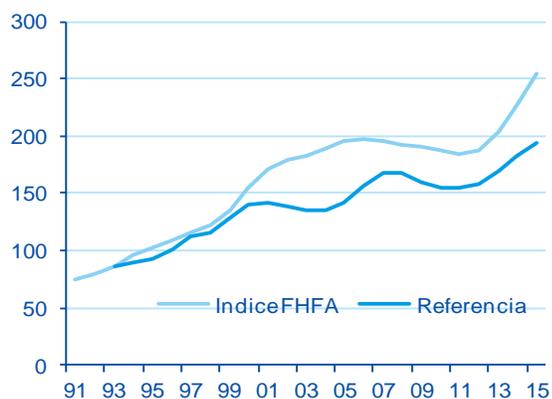
Gráfica A5
Cleveland



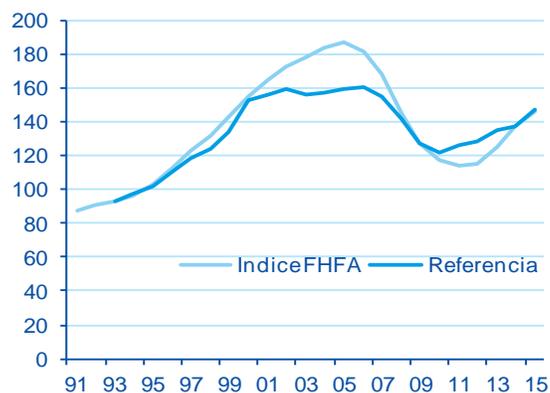
Gráfica A6
Dallas



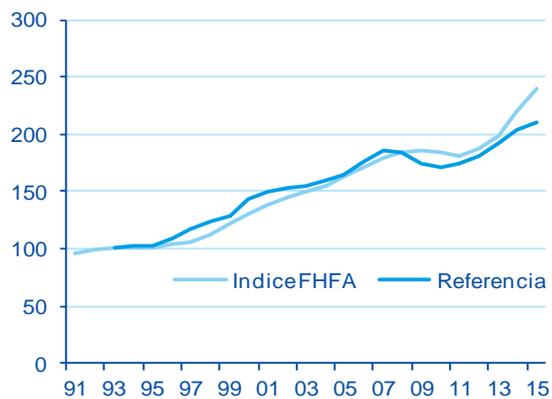
Gráfica A7
Denver



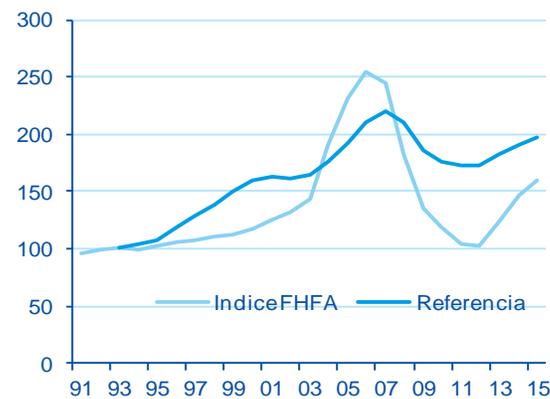
Gráfica A8
Detroit



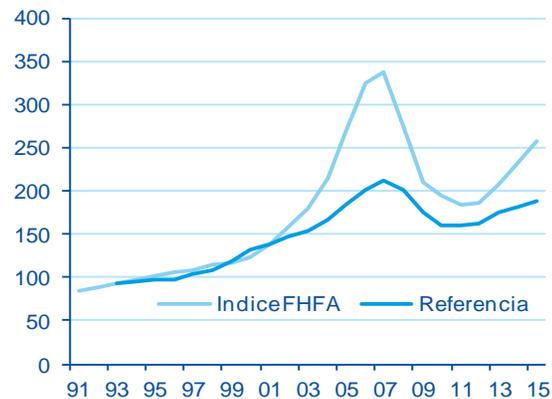
Gráfica A9
Houston



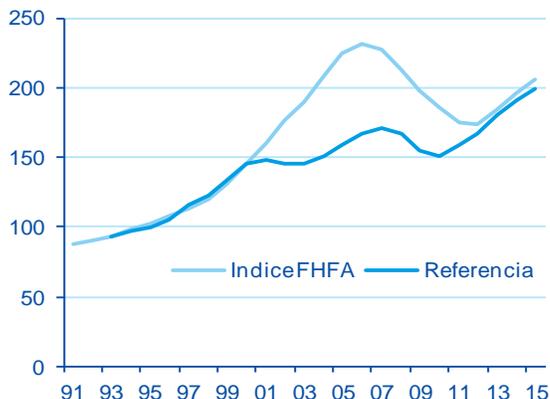
Gráfica A10
Las Vegas



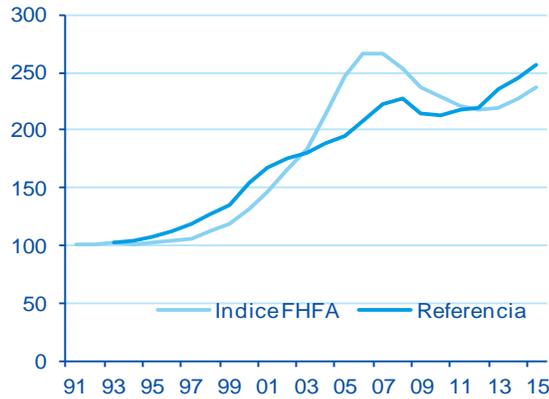
Gráfica A11
Miami



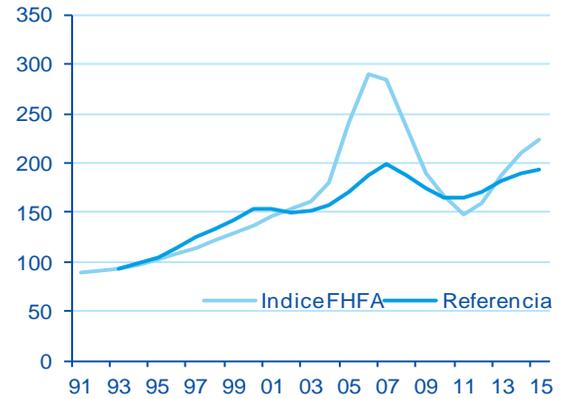
Gráfica A12
Minneapolis



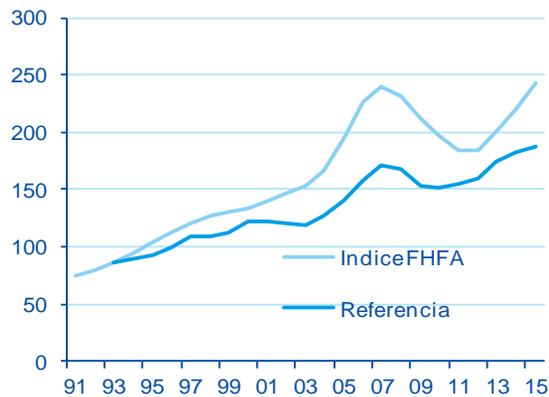
Gráfica A13
Nueva York



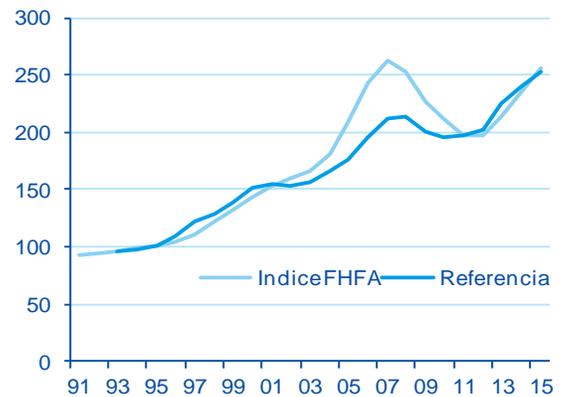
Gráfica A14
Phoenix



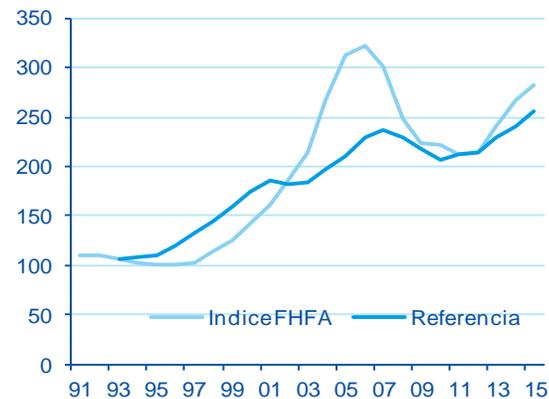
Gráfica A15
Portland



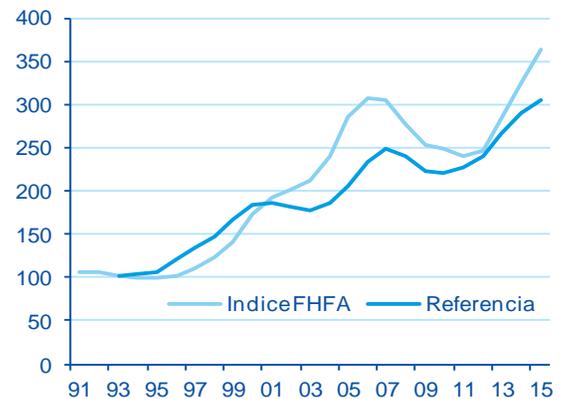
Gráfica A16
Seattle



Gráfica A17
San Diego

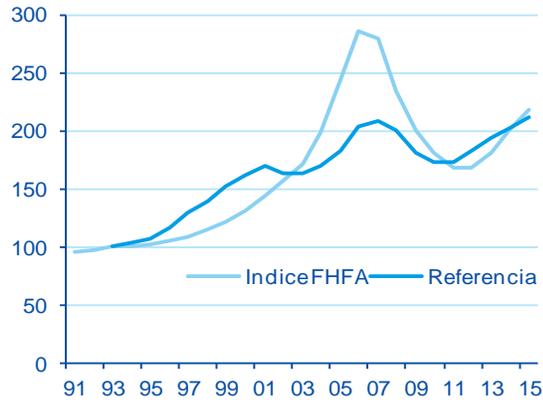


Gráfica A18
San Francisco



Gráfica A19

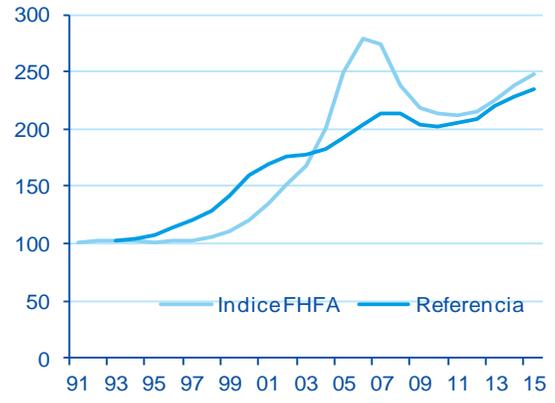
Tampa



Fuente: FHFA y BBVA Research

Gráfica A20

Washington



Fuente: FHFA y BBVA Research