

Construcción residencial: todo preparado para la inspección final

Filip Blazheski / Nathaniel Karp

4 de agosto de 2017

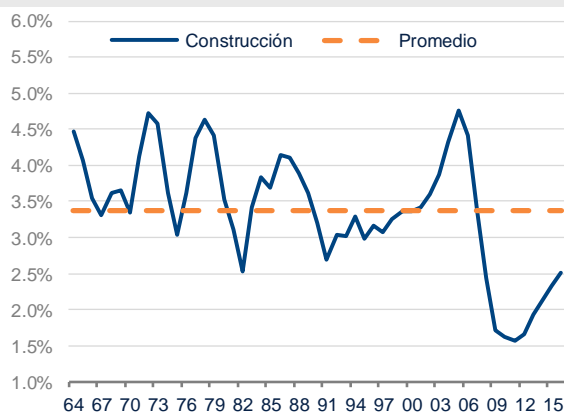
- Un repunte en la formación de hogares podría dar lugar a un aumento en la demanda de viviendas
- Es probable que la oferta de nuevas unidades aumente a 1.4 millones por año desde los 1.2 millones actuales
- Las restricciones de construcción en áreas metropolitanas atractivas fomentarán la actividad de construcción en otras áreas

En 2016, el gasto en construcción residencial en EEUU ascendió a 473 mil millones de dólares, lo que equivale a 2.5% del PIB. Aunque esta relación ha aumentado 1 pp desde la Gran Recesión, sigue siendo inferior al 3.2%, porcentaje que puede considerarse un nivel más estable (Gráfica 1) cuando la economía opera cerca del pleno empleo.

Más de nueve años de construcción por debajo de la tendencia han ayudado a dar salida a un alto porcentaje de las unidades excedentes construidas durante el período pre-crisis, pero también han creado escasez de viviendas en algunos lugares que han resultado particularmente atractivos desde el punto de vista económico, principalmente grandes centros urbanos en las costas Este y Oeste. La construcción de nuevas viviendas unifamiliares, que representa más de la mitad del gasto en construcción residencial, se ha visto particularmente afectada (Gráfica 2). El nivel subóptimo de las nuevas construcciones está contribuyendo a reducir la oferta en el mercado de viviendas existentes (véase el [informe](#) anterior), lo que se está traduciendo en una fuerte subida de los precios.

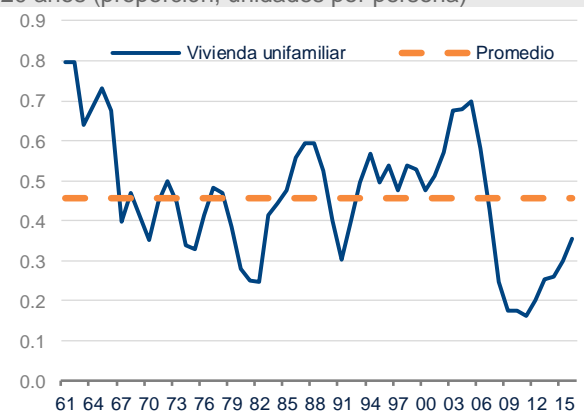
Este informe hace un balance del estado actual de la demanda y la oferta de viviendas nuevas. También examina en profundidad las razones que subyacen a la deficitaria actividad de construcción a la luz del fuerte crecimiento de los precios en los últimos años. Por último, analizamos las limitaciones de la oferta en el ámbito del área estadística metropolitana (AEM) y ofrecemos nuestra perspectiva.

Gráfica 1. Construcción residencial privada como porcentaje del PIB (proporción,%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 2. Inicio de viviendas de estructuras de 1 unidad con respecto al aumento anual de población de más de 20 años (proporción, unidades por persona)



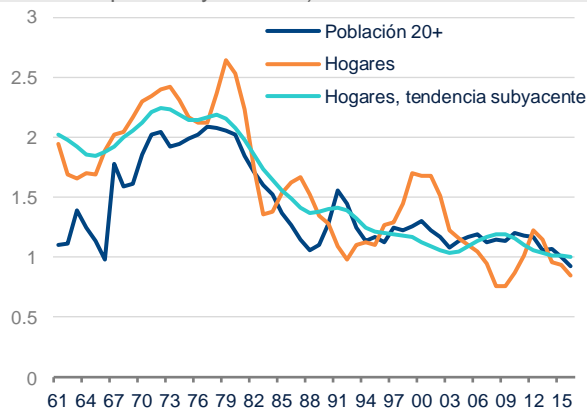
Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Demanda de vivienda: menos formación de hogares por parte de jóvenes

Los motores principales que fomentan la demanda de vivienda son tres: 1) la formación de hogares; 2) la sustitución de unidades existentes; 3) segundas residencias.¹ La formación de hogares es el factor más importante. Su principal motor es el crecimiento de la población adulta, pero también refleja cambios en la composición de la población, las preferencias y el entorno económico. Hasta principios de los años ochenta, la formación de hogares era superior al crecimiento de la población adulta debido a fuerzas seculares como la tendencia a formar familias nucleares. Desde entonces, la formación de hogares se ha acompañado más con el cambio de la población adulta (Gráfica 3), fluctuando alrededor de su tendencia con el ciclo económico.

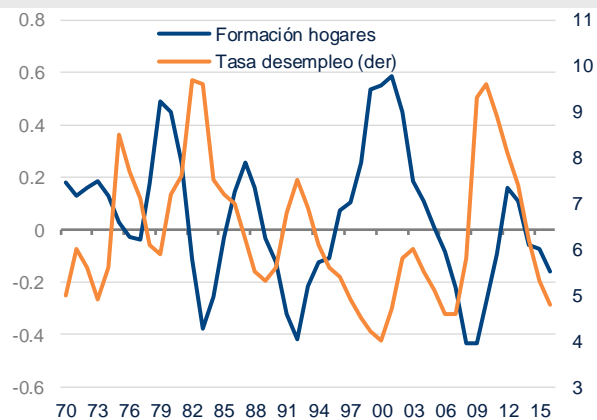
Con todo, durante la expansión actual, la formación de hogares no ha aumentado con tanta fuerza como se habría podido esperar (Gráfica 4). Según nuestro análisis, esto se debe principalmente a la anémica formación de hogares por parte de las personas de entre 25 y 34 años de edad (Gráfica 5). Esta observación es coherente con los hallazgos que apuntan a que los adultos jóvenes son más propensos a vivir con sus padres en comparación con la situación de hace diez años (Gráfica 6). Mientras que la vida independiente ha disminuido para todos los grupos de adultos jóvenes, son los que cuentan con menos formación, especialmente los que solo disponen de estudios de preparatoria, los que han experimentado el mayor incremento en la probabilidad de vivir en el hogar paterno (Gráfica 7).²

Gráfica 3. Población de más de 20 años, hogares y tendencia subyacente de los hogares³ (% anual, % anual área metropolitana y % anual)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 4. Desviación de la formación de hogares respecto de la tendencia y el desempleo (pp y %)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

La formación de hogares en el grupo de 25 a 34 años depende normalmente del crecimiento de los ingresos. El cambio en la formación de hogares va por detrás de los ingresos medios reales en aproximadamente tres años (Gráfica 8). Sin embargo, según nuestros modelos, el débil crecimiento de los ingresos medios reales no puede explicar plenamente la actual desaceleración en la formación de hogares para este grupo de edad. Más bien, es la combinación de unos aumentos moderados de los ingresos medios reales con unos altos incrementos en los alquileres reales, un endurecimiento del acceso al crédito

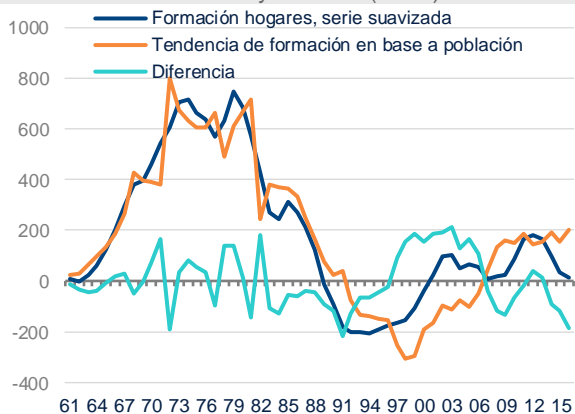
1: Belsky, E., Drew, R., McCue, D. (2007) Projecting the Underlying Demand for New Housing Units: Inferences from the Past, Assumptions about the Future.

2: Véase Pew Research Center. (2014). The Rising Cost of Not Going to College. <https://goo.gl/9xsfZT>

3: La tendencia subyacente se estima modelando las tendencias de la formación de hogares para ocho grupos de edad de los hogares durante el período 1960-2016, basándose principalmente en el crecimiento de la población en cada grupo de edad respectivo.

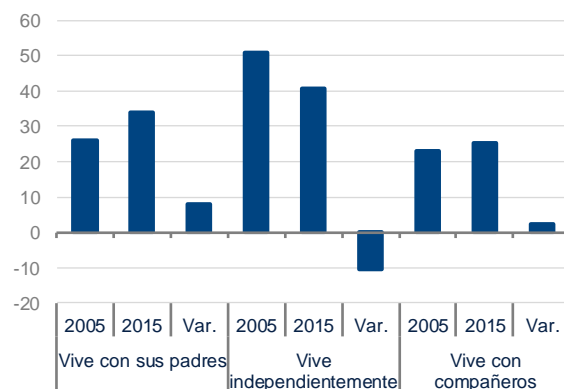
hipotecario y una menor proporción de apalancamiento⁴ (Gráfica 9) lo que explica el inusual ritmo de formación de hogares de los *Millennials*.

Gráfica 5. Formación de hogares en los que la cabeza de familia tiene entre 25 y 34 años (miles)



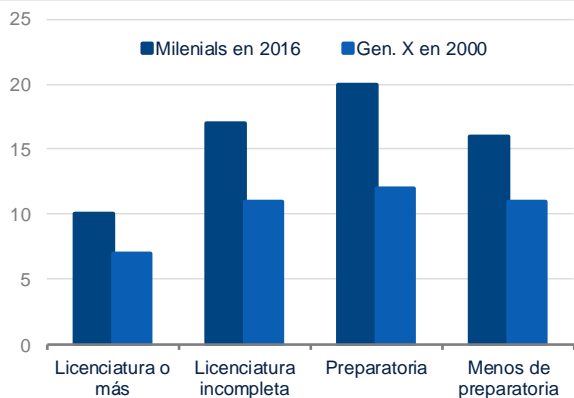
Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 6. Variación en las condiciones de vida de los jóvenes de entre 18 y 34 años entre 2005 y 2015 (%)



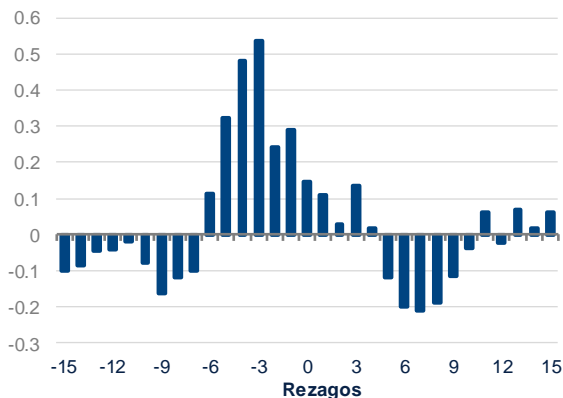
Fuente: BBVA Research y Vespa, J.⁵

Gráfica 7. Jóvenes adultos que viven en casa de sus padres por nivel educativo (%)



Fuente: BBVA Research/Pew Research Center⁶

Gráfica 8. Correlación cruzada de la desviación de la formación de hogares respecto a la tendencia y el crecimiento en los ingresos medios reales, 25-34 años (valores de correlación)



Fuente: BBVA Research

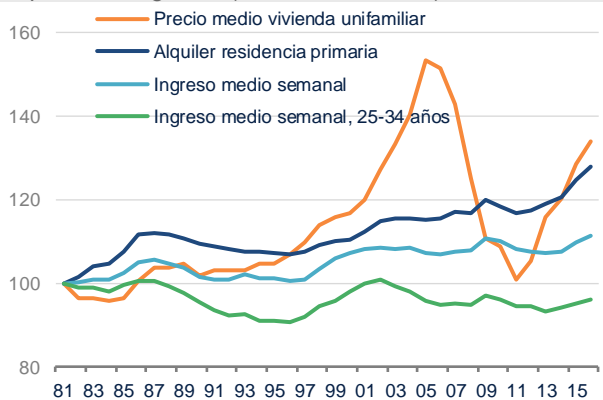
4: La deuda hipotecaria real per cápita se emplea como un indicador de la disponibilidad de crédito y el apalancamiento.

5: Vespa, J. (2017). The Changing Economics and Demographics of Young Adulthood: 1975–2016 Oficina del Censo. <https://goo.gl/2ezpZZ>

6: Fry, R. (2017). Cada vez es más habitual que los adultos jóvenes vivan en casa de los padres y por períodos más prolongados. Pew Research Center. <https://goo.gl/pAfoWb>

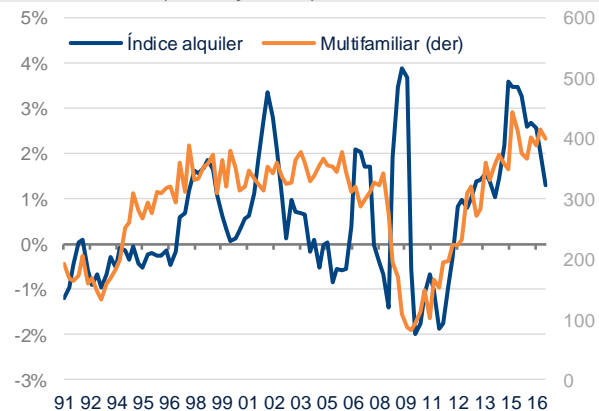
Esta información implica que existe una formación de hogares reprimida que podría liberarse con un aumento más rápido de los ingresos medios, una desaceleración de la tasa de crecimiento de los alquileres reales y/o una mejor oferta y disponibilidad del crédito hipotecario. Sobre la base de las tendencias recientes de estas tres variables, es probable que la formación de hogares aumente en el próximo período, siempre y cuando la economía siga en expansión. En primer lugar, el crecimiento de los ingresos de los trabajadores más jóvenes mejorará probablemente debido a un mercado laboral más ajustado. En segundo lugar, el crecimiento de los alquileres reales se ha desacelerado notablemente desde principios de 2015 debido a la afluencia de nuevas unidades de alquiler al mercado, tras el fuerte aumento en la construcción de unidades multifamiliares post-crisis. Aunque la construcción de viviendas multifamiliares no está aumentando como antes, siguen siendo sólidas en comparación con los valores históricos y deberían presionando a la baja a los alquileres reales (Gráfica 10). Además, la disponibilidad de hipotecas, aunque significativamente inferior a los niveles pre-crisis, ha ido aumentando gradualmente desde 2011. Por último, pero no por ello menos importante, las concesiones de préstamos hipotecarios han aumentado en términos relativos para los clientes menos solventes (muchos de los cuales son más jóvenes), como se deduce de la composición consistente de las concesiones de hipotecas por calificación crediticia en medio de un aumento de la solvencia media de la población general (Gráfica 11).

Gráfica 9. Precios de vivienda ajustados por inflación, alquileres e ingresos (índices, 1981=100)



Fuente: BBVA Research, NAR y BLS

Gráfica 10. Alquileres reales e inicio de viviendas multifamiliares (% a/a y miles)



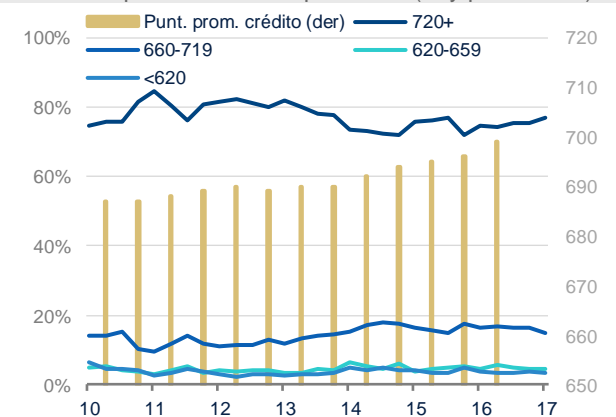
Fuente: BBVA Research, Oficina del Censo y BLS

Parque inmobiliario: efectos de las unidades vacantes fuera del mercado

Un efecto importante de la crisis de las hipotecas *subprime* fue el aumento sin precedentes del porcentaje de unidades vacantes en el parque de viviendas (Gráfica 12), especialmente las unidades "mantenidas fuera del mercado por otras razones", es decir, por razones distintas del uso ocasional. En 2015-2016, el porcentaje de estas unidades vacantes alcanzó casi un 3% del parque nacional total de viviendas, su nivel más alto desde al menos 1965 (Gráfica 13). En un escenario hipotético donde esta relación vuelve a su tendencia histórica, el mercado experimentaría un aumento en las unidades ocupadas de más de 400 mil, el equivalente a un tercio del volumen anual de construcción de viviendas actual. La liberación de esta oferta reprimida tendría un efecto significativo y positivo en el mercado inmobiliario. Sin embargo, la distribución de estas unidades es muy desigual y es más probable que se encuentren en mercados menos atractivos donde la demanda no es alta debido a un crecimiento lento o negativo de la población. Los casos aislados de unidades vacantes en mercados deseables, donde la liberación de cualquier oferta reprimida tendría una gran repercusión en términos de alivio de la escasez, son probablemente reducidos. Por ejemplo, según ATTOM Data Solutions, las dos ubicaciones con la tasa de vacantes más alta en el 3T17 fueron Flint (Michigan) con el 7.1% y Youngstown (Ohio) con el 4.6%. Por su parte, los dos lugares con la menor tasa de vacantes fueron San José (California)

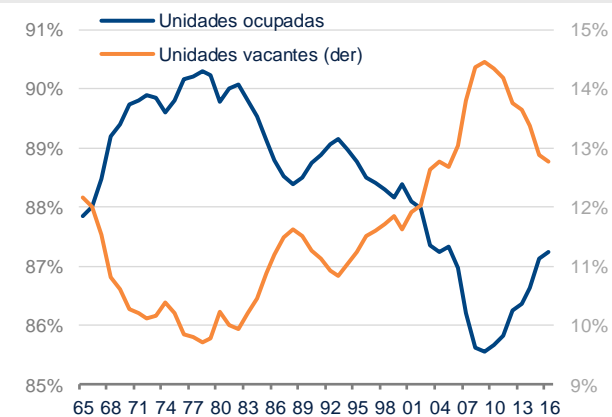
y Fort Collins (Colorado)⁷ con el 0.2%, lo que muestra la diferente evolución de las antiguas ciudades industriales del Medio Oeste y los nuevos focos de la economía del conocimiento. Además, algunas de las unidades vacantes mantenidas fuera del mercado por motivos distintos al uso ocasional podrían estar en muy malas condiciones, por lo que volver a ponerlas en el mercado podría resultar poco rentable.

Gráfica 11. Composición de las concesiones hipotecarias por puntuación crediticia y calificaciones crediticias prom. de toda la población (% y puntuación)



Fuente: BBVA Research, FRBNY y Experian

Gráfica 12. Porcentaje de unidades ocupadas y vacantes en el parque de viviendas (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Oferta de viviendas: sólido potencial para la construcción de viviendas

Aunque el porcentaje de todas las unidades vacantes continúa siendo elevado, parte del excedente de viviendas construido durante el período 2001-2007 se ha absorbido desde entonces, especialmente entre 2011 y 2014, cuando la formación de hogares fue notablemente superior a la construcción de viviendas (Gráfica 14). De cara al futuro, en caso de que la formación de viviendas aumente, la construcción también tendría que repuntar, especialmente en lugares económicamente atractivos, donde el aumento de la oferta de viviendas vacantes cuenta con un potencial limitado. La tendencia subyacente de construcción de viviendas óptima, estimada mediante la tendencia basada en la población de la formación de hogares y un porcentaje constante de desgaste del parque de viviendas, sugiere que se construirán más viviendas, pasando del actual rango de 1.15-1.25 millones hasta alrededor de 1.4 millones (Gráfica 15).

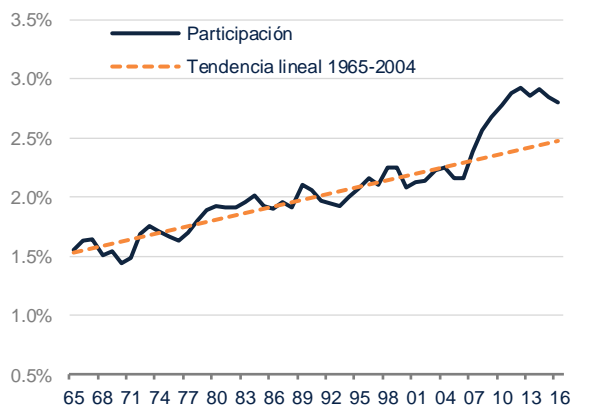
Pero ¿por qué motivo la construcción de viviendas ha tardado en recuperarse después de la crisis? ¿Por qué todavía se encuentra por debajo de la tendencia ocho años después de que la recesión terminara oficialmente? Y, lo más importante, ¿por qué sucede esto mientras que los precios nominales de las viviendas están casi a la par con sus máximos anteriores a la crisis, los precios reales de las viviendas son significativamente elevados y las tasas de interés se encuentran en un nivel históricamente muy bajo?

Utilizamos un análisis de regresión lineal para identificar las razones que explican la brecha entre la tendencia subyacente de construcción de viviendas y las cifras reales. Las respuestas se encuentran en la lenta recuperación, el menor apalancamiento y la construcción excesiva de viviendas durante el período anterior a la crisis (Cuadro 1 y Gráfica 16). Esperamos que estas variables continúen experimentando tendencias favorables, apoyando así la construcción de nuevas viviendas. El crecimiento sostenido del PIB real, los ingresos y los precios de las viviendas, en un entorno de mayores coeficientes de apalancamiento y

7: Realtytrack (2016). U.S. Residential Vacancies Decrease 9 Percent in Q3 2016 But Bank-Owned Vacancies Up 67 Percent From a Year Ago. <https://goo.gl/uyWRTS>

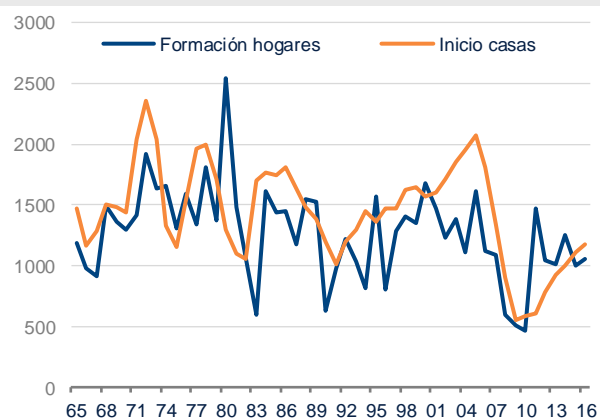
menores niveles de unidades vacantes, contribuirá al cierre de la brecha cíclica. Sin embargo, es probable que para ello se necesiten entre dos y tres años.

Gráfica 13. Participación de unidades mantenidas fuera del mercado por razones distintas del uso ocasional en el total del parque inmobiliario (%)



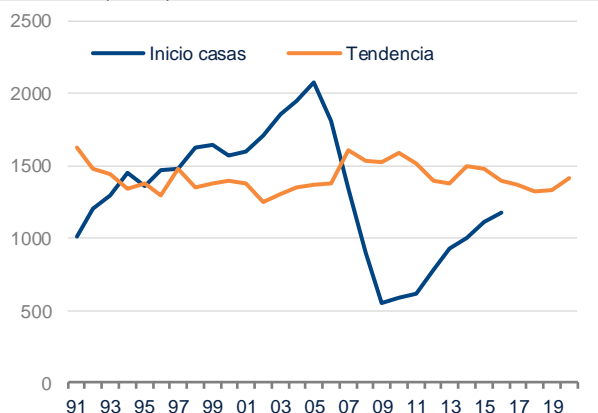
Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 14. Crecimiento de la población, formación de hogares y construcción de viviendas (miles)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 15. Construcción de viviendas frente a tendencia subyacente a largo plazo basada en la población (miles)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Cuadro 1 Resultados del modelo.
Variable dependiente – Componente cíclico

		Coef.	Err. est.	t	P> t	95% Intervalo conf.	
Ingreso medio real	D1.	0.0049	0.0009	5.6	0.0000	0.0031	0.0067
Índice real precio vivienda	D1.	0.0181	0.0011	16.5	0.0000	0.0158	0.0203
Apalancamiento	L1.	0.0460	0.0066	7.0	0.0000	0.0325	0.0596
	D1.	0.0856	0.0106	8.1	0.0000	0.0639	0.1073
Part. vacantes en total unidades	L1.	-0.1013	0.0141	-7.2	0.0000	-0.1302	-0.0724
	D1.	0.2438	0.0446	5.5	0.0000	0.1524	0.3353
Crec. real PIB		3.8129	0.6155	6.2	0.0000	2.5521	5.0737
Tasa desempleo		-0.0284	0.0078	-3.6	0.0010	-0.0445	-0.0124
Constante		0.4706	0.1354	3.5	0.0020	0.1932	0.7481

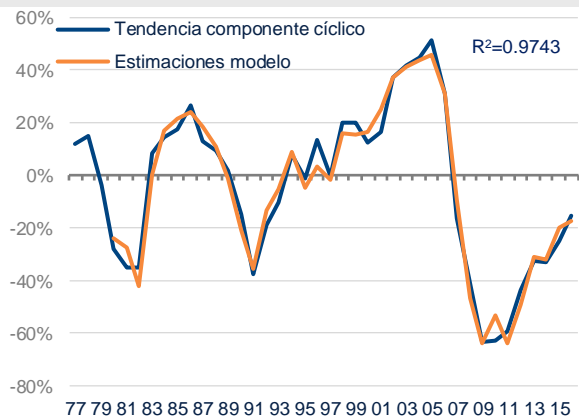
Fuente: BBVA Research

Limitaciones de construcción: posibilidad de perturbaciones, pero solo en algunas áreas estadísticas metropolitanas

Mientras que a nivel nacional se espera que la construcción de viviendas evolucione de manera favorable en el próximo período, la situación varía según el área estadística metropolitana (AEM). Aunque los permisos de construcción van de la mano con la variación poblacional, la relación no es perfecta y existe una cierta variación (Gráfica 17) en función del área. Las viviendas escasean y los precios suben con rapidez cuando los permisos no siguen el ritmo de los cambios poblacionales. Un análisis más profundo de los datos muestra que, además de la relación positiva con la variación de la población, el nivel de permisos de

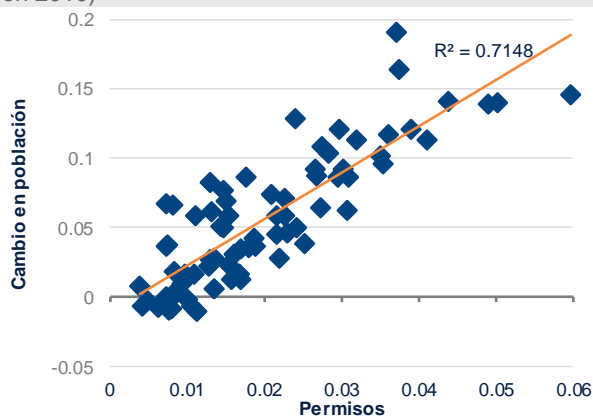
construcción expedidos durante 2011-2016 estuvo inversamente relacionado con los niveles de vacantes en propiedad y de alquiler por AEM, así como con las restricciones de uso de suelo residencial medidas por el Índice de regulación de uso del suelo residencial de Wharton. La regulación del uso del suelo es y seguirá siendo una limitación para la vivienda en varias ciudades, especialmente en las costas Este y Oeste. Con todo, a nivel agregado, ello debería compensarse mediante la oferta más elástica existente en otros lugares adyacentes y más baratos que atraen a los trabajadores que se desplazan al trabajo o en áreas estadísticas metropolitanas que gestionan con éxito su transformación económica en la era digital. Por lo tanto, si bien esperamos un sólido crecimiento medio de la construcción a nivel agregado, la divergencia entre AEM seguirá siendo elevada. Esto implica que los grandes diferenciales de precios continuarán actuando como una herramienta de equilibrio para mantener todos los mercados atractivos en términos relativos.

Gráfica 16. Estimación del modelo
Componente cíclico (% desviación de la tendencia subyacente a largo plazo)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 17. Permisos de construcción vs. cambio de población 2011-2016 en las 75 áreas metropolitanas más grandes (estandarizados por población de la AEM en 2010)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Conclusiones

A pesar del modesto rendimiento económico y el bajo crecimiento demográfico, esperamos que se produzca una mejora continuada en la construcción residencial. Este aumento en la oferta ayudará a aliviar las presiones sobre los precios y a mejorar la accesibilidad a la vivienda. Se mantendrán algunas restricciones de la oferta en algunas áreas estadísticas metropolitanas, lo que se traducirá en una subida de los precios más rápida en relación con otros mercados.

A largo plazo, con una población que se prevé seguirá creciendo, si bien a un ritmo menor, los temores a un exceso de viviendas parecen exagerados. Sin embargo, a nivel regional y local, los mercados podrían mostrar importantes desequilibrios dependiendo de su capacidad para mantener unos fundamentales económicos sólidos.

Los riesgos a la baja provienen principalmente de unas condiciones macroeconómicas más anémicas, del potencial de exceso de construcción, de una disminución del apalancamiento y de las restricciones de crédito. Con todo, estos riesgos parecen estar contenidos en un entorno de condiciones financieras saludables, sólidos balances de los hogares y una economía que crece próxima a la tendencia. Además, la existencia de unas normas prudentes de concesión de créditos limita los riesgos de sobrecalentamiento.

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.