

Estados Unidos

Situación Inmobiliaria

Segundo Trimestre de 2010

- Vuelve la inversión residencial.
- Los precios de la vivienda se revalorizarán ligeramente en 2010.
- La recuperación del mercado inmobiliario no residencial esperará a 2011.
- La financiación hipotecaria necesita una mayor diversificación de productos.



Índice

1. Carta del director de negocios de EE.UU.....	3
2. Editorial	4
3. EE.UU: perspectivas económicas	
1. Perspectiva Nacional	5
2. Perspectiva de la Región donde opera BBVA Compass.....	8
3. Efectos de la Inflación en Vivienda	10
4. Inmobiliario residencial	
1. Tendencia Nacional.....	12
2. Tendencia en la Región del BBVA Compass	16
3. Indicadores de Accesibilidad a la Vivienda	18
5. Inmobiliario no residencial	
1. Tendencia Nacional.....	20
2. Tendencias en la Región del BBVA Compass.....	24
3. Determinantes de los Precios del Inmobiliario No Residencial.....	26
6. Financiación hipotecaria.....	27
7. Como mejorar el sistema de financiación hipotecaria	
1. Introducción.....	30
2. El Sistema Clásico	30
2. Reformas de Fannie Mae y Freddie Mac.....	32
3. Financiación: ¿Canal o Producto?	33
3. Conclusión	35
8. Previsiones	
1. Inmobiliario Residencial	36
2. Inmobiliario No Residencial.....	37

Carta del Director de Negocios de EE.UU.

Es un placer para mí presentarles este número inicial de la publicación de BBVA Research que aporta una investigación profunda del mercado inmobiliario

Reconocida como una de las instituciones financieras más sólidas en el mercado, el Grupo BBVA invierte continuamente en investigación, análisis y realiza previsiones como las que encontrará en esta nueva publicación, la cual será distribuida de forma semestral. Al compartir esta valiosa información con nuestros clientes y accionistas en los Estados donde BBVA Compass tiene presencia, esperamos les permita beneficiarse de la experiencia y el trabajo de nuestros expertos. Confiamos en que nuestra aportación sobre el mercado inmobiliario contribuya a enriquecer su conocimiento y su estrategia empresarial de tal manera que podamos estrechar nuestros lazos.

Desde 2008, cuando BBVA Compass lanzó el primer número de la revista U.S. Regional Wach, hemos explorado distintos caminos que nos permitieran compartir nuestro trabajo con clientes e inversores. Desde seminarios y presentaciones en internet hasta la participación en foros y presentaciones, BBVA Research no solo produce publicaciones periódicas sino también mantiene contacto directo con nuestros clientes allá donde estén.

Un punto clave en el desempeño de BBVA Compass ha sido establecer una relación de patronazgo con cuatro de las principales universidades de nuestra región: la Universidad de Alabama, la Universidad de Arizona, la Universidad de Colorado en Boulder, y el IC2 Instituto de la Universidad de Texas en Austin. Con esta interacción entre profesores y estudiantes, BBVA Research refrenda el compromiso de nuestro banco con la educación superior, en particular en áreas de negocios.

Motivados por la extraordinaria respuesta de nuestros clientes y atendiendo a sus necesidades e intereses, seguimos ampliando nuestros esfuerzos con esta nueva publicación. Nuestro Situación Inmobiliaria EE.UU. representa, por tanto, una importante herramienta para los inversores y clientes de BBVA Compass, con especial énfasis en los mercados inmobiliarios de los siete estados en los que tenemos presencia. Los temas de este número incluyen los efectos de la vivienda en la inflación, los indicadores de accesibilidad a la vivienda, los determinantes de los precios del inmobiliario no residencial y la financiación hipotecaria.

El seguimiento del mercado inmobiliario resulta crucial para el establecimiento de estrategias que aseguren que nuestras comunidades puedan regresar a la normalidad después de la peor recesión en décadas. En este sentido, la propiedad de la vivienda es la piedra angular para el desarrollo del estilo de vida americano.

Espero que este primer número de Situación Inmobiliaria EE.UU. sea tan interesante como provechoso y beneficioso. Este informe es un ejemplo de las múltiples formas en las que usted puede contar con BBVA Compass para apoyar sus decisiones y estrategias y, al mismo tiempo, cubrir sus necesidades de productos y servicios financieros

Atentamente,

Jose Maria Garcia-Meyer

Director de negocios de EE.UU.

Editorial

BBVA Research se enorgullece de presentar este primer número de Situación Inmobiliaria de EE.UU., que se publicará con periodicidad semi-anual. En sintonía con la tradición del grupo BBVA, nuestro objetivo es presentar un análisis riguroso y profundo que permita detectar oportunidades y riesgos así como mejorar las previsiones de las variables económicas del sector.

En 2010, el sector inmobiliario se caracterizará fundamentalmente por la existencia de dos tendencias. La primera está relacionada con el aumento de la actividad residencial que continuará mejorando a lo largo del año y apoyará la recuperación económica. La segunda, por el contrario, está relacionada con el inmobiliario no residencial, que experimentará una ralentización significativa y supondrá cierta remora para la recuperación económica. La actividad residencial se está recuperando después de la intensa crisis sectorial que desembocó en la peor recesión económica desde la Gran Depresión. Entre 2006, cuando los precios de la vivienda comenzaron a ajustarse a la baja, y el primer trimestre de 2009, cuando la economía experimentaba la peor parte del ciclo, la riqueza inmobiliaria de las familias descendió el 54% o del entorno de 8.300 millones de dólares. Este ajuste sin precedentes tuvo efectos importantes en la economía y desembocó en la peor caída de la construcción residencial y del empleo. Al final de 2008, el peso de la inversión residencial en el PIB había descendido por debajo del 3% por primera vez desde la segunda guerra mundial, al final de 2009 se mantenía en el mismo nivel.

La destrucción de la riqueza familiar fue tan severa que el descenso de los gastos personales llevó a una intensa corrección de las expectativas de las empresas, de los planes de inversión y del empleo, lo que contribuyó a una segunda ronda de ajustes que provocó una intensa crisis financiera y una política monetaria y un estímulo fiscal sin precedentes. Estas políticas ayudaron a suavizar las presiones existentes sobre la economía y al final de 2009 la riqueza inmobiliaria de las familias se había recuperado casi un 11%, casi 770.000 millones de dólares. Esta mejora fue reflejo del rebote de los precios residenciales que, de acuerdo a nuestras previsiones, continuará a lo largo del presente año. Esto permitirá aumentar la riqueza de los hogares, la confianza de los consumidores y el gasto de las familias. Una recuperación sólida del consumo privado será beneficiosa para la construcción residencial y el mercado hipotecario y, por extensión, para la inversión y el empleo, que jugarán un papel determinante para asegurar una recuperación sostenida. Según nuestro análisis, la mejora de los ratios de accesibilidad a la vivienda y el importante crecimiento demográfico apoyarán la apreciación de los precios residenciales y el rebote del gasto en construcción a lo largo de 2010.

Las perspectivas del mercado inmobiliario no residencial son más pesimistas. Este segmento tiende a mostrar retrasos con el PIB, especialmente en las recuperaciones económicas por lo que pensamos que será en 2010 cuando el segmento toque fondo, un año después de iniciarse la recuperación económica. La menor actividad económica, que se reflejó en una caída de ventas y de los niveles de producción, y el aumento del desempleo llevó a un exceso de oferta en el segmento no residencial. Como consecuencia de lo anterior, descendieron los precios de los inmuebles no residenciales y mayores ratios de capitalización. Esto hizo descender tanto la riqueza neta de las empresas como el valor de los inmuebles como colateral, lo que limitó la inversión en estructuras productivas y la demanda de crédito. Pensamos que esta tendencia continuará en la medida que los precios continúen ajustándose a la baja. Esta previsión se apoya en nuestros modelos econométricos, que sugieren que el segmento aun se necesita un mayor ajuste. Así, en 2010 la caída de la inversión inmobiliaria no residencial supondrá una ligera rémora para el crecimiento del PIB. Dada la profundidad de la recesión económica y los altos ratios de desocupación, no esperamos que el segmento no residencial se recupere hasta mediados de 2011.

En este número, también analizamos diferentes alternativas para implementar el mercado hipotecario en un momento en el que el Congreso se acerca a un cambio normativo orientado a mejorar la regulación financiera. Un marco institucional eficiente es crucial para la recuperación sostenida del sector inmobiliario, que es la columna vertebral de nuestra economía y que ilustra de múltiples formas el Sueño Americano.

Esperamos que nuestros lectores encuentren esta publicación útil y provechosa.

Sinceramente,

Nathaniel Karp.

BBVA Compass U.S. Chief Economist

EE.UU.: perspectivas económicas

Perspectiva nacional

Se afianza la recuperación económica, pero persisten las dificultades

A medida que avanza 2010, la economía de EE.UU. se recupera lentamente de la grave recesión que comenzó en diciembre de 2007. Aunque la actividad económica se contrajo un 2,4% en 2009, ésta comenzó a repuntar en el segundo semestre del año y mantuvo la misma tónica en el primer trimestre de 2010. Nuestras expectativas son que esta tendencia de recuperación se mantenga a lo largo del año y las previsiones indican que el PIB de EE.UU. crecerá el 3,0% en 2010 para, después, ralentizarse hasta situarse en un promedio del 2,5% en 2011 y 2012.

A partir de la segunda mitad de 2009, el consumo de los hogares empezó a repuntar, al igual que lo hizo la inversión empresarial en equipos y software. Además, la inversión residencial está siendo positiva desde el 3T de 2009, por primera vez desde el 1T de 2006, y el crecimiento económico de los mercados emergentes, especialmente Asia, están estimulando las exportaciones. La economía está mostrando claros signos de mejora, pero aún se mantienen dudas sobre el ritmo de recuperación, ya que todavía hay dificultades que superar.

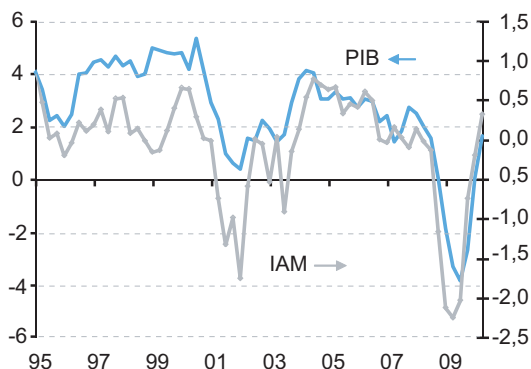
Aunque ha repuntado la demanda de los hogares y empresas y han aumentado las exportaciones, el desapalancamiento financiero y las restricciones de acceso al crédito serán elementos determinantes en la recuperación económica

El consumo fue el motor de la recuperación en 2009, ya que creció en tres de los cuatro trimestres y en el 1T de 2010 se situó un 1,8% por encima de los niveles del 1T de 2009. Aunque el ritmo de crecimiento fue débil, la valoración del mismo es muy positiva teniendo en cuenta el difícil entorno económico al que se han enfrentado los consumidores, con despidos masivos y la caída de los activos financieros e inmobiliarios. En 2010, preveemos que el consumo crecerá un 2,2% en tasas interanuales, por debajo del promedio histórico del 3,3%, debido a los numerosos retos que limitan el ritmo de la recuperación: el mercado de trabajo sigue débil y las empresas serán conservadoras a la hora de la contratación, lo que repercutirá negativamente en la confianza de los consumidores y limitará el crecimiento de los salarios. Además, el crédito vivo al consumo se redujo en 102.000 millones de dólares en 2009, como resultado de la amortización de parte de las deudas existentes, la caída de la demanda de crédito y las conservadoras prácticas crediticias de las entidades financieras.

De cara al futuro, la inversión en equipos y software jugará un papel importante en la recuperación. Si bien el gasto de las empresas en equipos y software se redujo un 16,6% interanual en el conjunto de 2009 debido a la pronunciada caída de la demanda y al descenso de los beneficios corporativos, es de resaltar que la inversión se reanudó en la segunda mitad de 2009. Las condiciones en las que se encuentran las empresas son todavía débiles en comparación con el entorno anterior a la crisis, pero los beneficios corporativos se están recuperando y la confianza empresarial ha aumentado. Además, la producción industrial de productos de alta tecnología, y los nuevos pedidos de bienes de capital, han mostrado tendencias alcistas estables en los últimos meses, lo que indica que la inversión en equipos y software seguirá repuntando y crecerá un 10,4% en 2010.

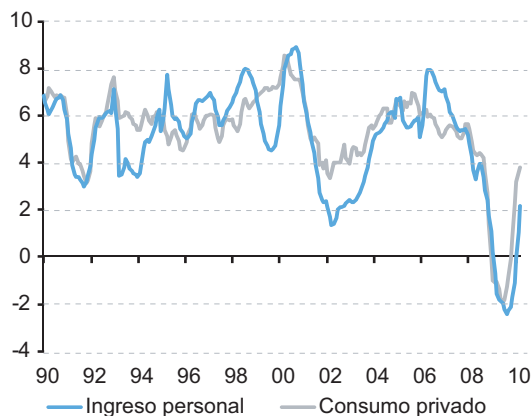
Una cuestión relevante para el futuro de la inversión es el desapalancamiento de las empresas. A pesar de que los requisitos para la concesión de crédito a las empresas se han flexibilizado, según la encuesta sobre préstamos bancarios, el saldo vivo de los créditos comerciales e industriales de los bancos comerciales descendió un 16,4% en tasas interanuales en el 4T de 2009. Este resultado sugiere que las empresas aún no están dispuestas a endeudarse, lo que quizás se deba a la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la economía y la intensidad de la demanda. También pensamos que las exportaciones apoyarán la recuperación económica: tras contraerse de forma pronunciada a finales de 2008 y principios de 2009 a causa de la recesión mundial, las exportaciones de bienes comenzaron a crecer de nuevo a partir del segundo semestre de 2009. En el contexto actual, las economías emergentes están encabezando la recuperación mundial, en particular las de Asia y América Latina y, por consiguiente, su demanda está impulsando el crecimiento de las exportaciones de EE.UU. El fuerte crecimiento y la agresiva inversión de China han provocado que las exportaciones a ese país en 2009 superaran los niveles de 2008 en un 60%. Nuestras previsiones indican que las exportaciones crecerán un 10,1% en 2010, lo que sugiere que la demanda externa contribuirá al crecimiento del PIB y estimulará la creación de empleo.

Gráfico 1

BBVA EEUU Índice Actividad Mensual y Producto Interno Bruto Real (Variación % interanual)

Fuente: BBVA Research y BEA

Gráfico 2

Consumo Privado e Ingreso Personal (Media Móvil Trimestral. Variación Interanual %)

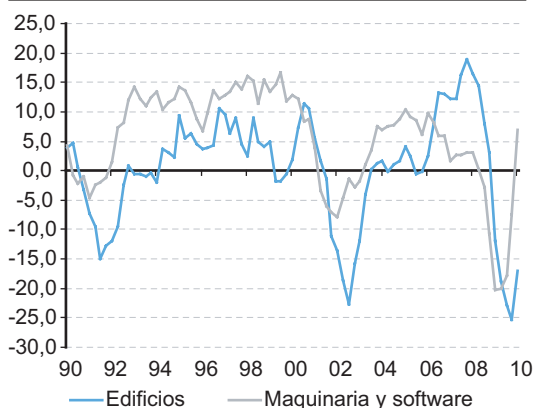
Fuente: BEA

Si bien las presiones deflacionistas han aminorado, el moderado crecimiento de la economía y las expectativas de una inflación estable mantendrán los precios bajo control

Según nuestras previsiones, la recuperación económica no generará presiones inflacionistas en 2010. Todo apunta a que el promedio del índice general de precios será del 2,0%, mientras que el promedio de la inflación subyacente se quedará en el 1,5%. De hecho, los datos más recientes sobre la inflación muestran que siguen prevaleciendo las presiones a la baja sobre los precios. En marzo de 2010, la inflación subyacente cayó hasta el 1,1%, desde el 1,8% de diciembre de 2009. Una explicación posible es la tendencia bajista de los alquileres, que ha deprimido el componente vivienda. No obstante, aparte del alojamiento, las presiones sobre los precios siguen siendo muy moderadas. Aunque la economía está mejorando, la actividad económica repunta desde niveles tan bajos que todavía es muy escasa, lo que se pone de manifiesto en la elevada tasa de desempleo y el bajo nivel de utilización de la capacidad productiva. Además, los datos de productividad y de costes muestran que el coste unitario de mano de obra está descendiendo a un ritmo más acelerado que los precios, en tanto que los beneficios por unidad aumentan. En consecuencia, las empresas tendrán margen para seguir bajando los precios y, al mismo tiempo, obtener beneficios.

Para mitigar la crisis financiera y económica, la Reserva Federal estableció en 2009 programas de compra de valores que incrementaron la liquidez del sistema de forma considerable. Aunque estas compras consiguieron mejorar las condiciones en los mercados de crédito privado, el resultado ha sido que los bancos estadounidenses mantienen reservas por valor de 1,1 billones de dólares con los bancos de la Reserva Federal. Una cantidad tan elevada de reservas podría impulsar la inflación si se introdujera de repente en el sistema. Por ello, el reto principal de la Reserva Federal en 2010 será reducir el nivel de los excedentes de reservas utilizando herramientas que le permitirán mantener el control de la política monetaria. La demanda de fondos federales ha disminuido a causa de los excedentes de reservas, de modo que la Reserva Federal ha propuesto nuevas herramientas de política monetaria, como el pago de intereses sobre las reservas, los acuerdos de recompra inversa y los depósitos a plazo.

Gráfico 3

Inversión No Residencial (Variación Interanual %. Datos trimestrales)

Fuente: BEA

Gráfico 4

Exportaciones e Importaciones de Bienes (Términos reales. Variación interanual %)

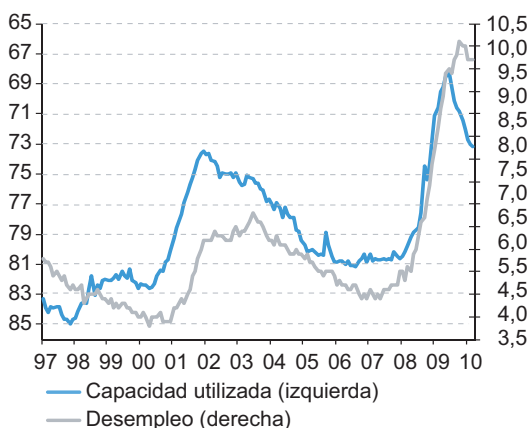
Fuente: U.S. Census Bureau

A pesar de que la economía ya ha comenzado a crear puestos de trabajo en el primer trimestre de 2010, continúa el riesgo de una baja recuperación del empleo

Desde que comenzó la recesión, se han destruido 8,3 millones de puestos de trabajo, de modo que la tasa de desempleo alcanzó el 10% en el 4T de 2009, un nivel que no se había experimentado desde el 2T de 1983. En 2009, la pérdida de empleos se moderó considerablemente y en el primer trimestre de 2010 el mercado de trabajo creó más de 160.000 puestos nuevos. La tendencia general apunta a una creación de empleo más intensa que la observada hasta ahora en 2010, pero persiste el riesgo de una baja recuperación del empleo. El sector de servicios de ayuda temporal, sub-categoría de los servicios empresariales profesionales, ha mostrado una tendencia estable de creación de empleo desde el 4T de 2009. Éste es el primer sector que reanuda la contratación y podría ser un indicador adelantado de que la creación de empleo estable podría estar comenzando de nuevo. Además, en el primer trimestre de 2010, se crearon puestos de trabajo en el sector manufacturero por primera vez desde principios de 2006 y se prevé que seguirán creándose mientras se siga recuperando la actividad industrial. Asimismo, en marzo de 2010, el sector de la construcción generó algunos puestos de trabajo nuevos por primera vez desde 2T de 2007.

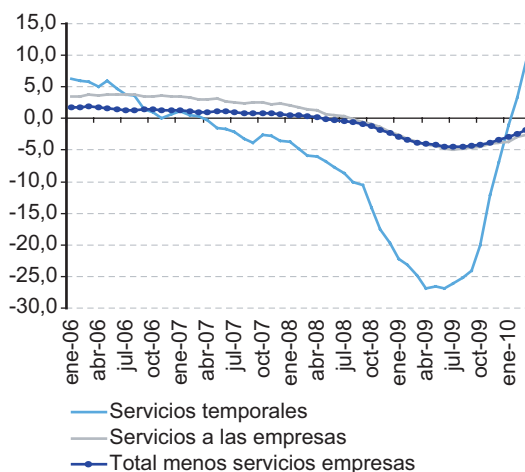
No obstante, el desempleo seguirá siendo elevado y se mantendrá en un promedio del 9,4% en 2010, ya que el mercado de trabajo se recupera lentamente. Las empresas seguirán estando limitadas por la debilidad de la demanda, las restricciones de los mercados crediticios y la incertidumbre acerca del ritmo de recuperación. Todos estos factores harán que se mantengan prácticas de contratación conservadoras.

Gráfico 5

Capacidad Utilizada y Desempleo (Capacidad en Escala Inversa. En %)

Fuente: BLS y Federal Reserve

Gráfico 6

Empleo No Agrícola (Variación Interanual %)

Fuente: BLS

Perspectivas de la región donde opera BBVA Compass

El escenario regional muestra profundas diferencias entre los estados, pero un gran potencial

A nivel regional, durante los últimos meses de 2009 y el primer trimestre de 2010, se produjo una mejora en varios indicadores económicos, lo que confirma que la actividad económica comienza a aumentar también. Sin embargo, la fortaleza de la recuperación no es homogénea en todos los estados en los que tiene presencia el BBVA Compass y es posible que los resultados de algunos estados lastren la economía del conjunto. Dentro de la región de BBVA Compass, las perspectivas económicas siguen siendo sólidas pero heterogéneas.

La economía de **Alabama** es muy sensible a los ciclos relacionados con la industria del automóvil y la recuperación del estado a corto plazo dependerá del comportamiento de dicho sector. La recuperación está en marcha, pero se está produciendo a un ritmo lento. A corto plazo, es muy probable que la incipiente recuperación no genere empleo, ya que las empresas adaptarán su capacidad de producción para obtener un nivel más alto por unidad de trabajo. Si bien la demanda interna de vehículos seguirá siendo débil en 2010, la industria automovilística se beneficiará de la mayor rapidez del crecimiento económico del exterior, lo que potenciará las exportaciones de material de transporte de Alabama. En general, se prevé que el crecimiento del PIB de Alabama será inferior al de EE.UU. a corto y a medio plazo. El mercado de la vivienda podría apoyar la economía del estado, ya que el ajuste a la baja ha sido más suave que en otros estados.

En 2010, el crecimiento del PIB de Alabama será positivo, con un promedio de crecimiento anual del 1,8%; sin embargo, el crecimiento del empleo seguirá siendo negativo, especialmente en la primera mitad del año. En el periodo 2011-2012, nuestras previsiones indican una tasa de crecimiento interanual del PIB del 2,2%, lo que contribuirá a la recuperación del mercado de trabajo del estado. Una vez que mejoren las exportaciones de EE.UU., las empresas principales de Alabama serán las primeras en incrementar la producción para satisfacer esta mayor demanda. Nuestro análisis sugiere que a medida que las exportaciones de material de transporte vuelvan a los niveles anteriores a la recesión, este repunte añadirá 1,0 puntos porcentuales (pp) a la tasa de crecimiento del PIB de Alabama en 2010 y 0,6 pp en 2011.

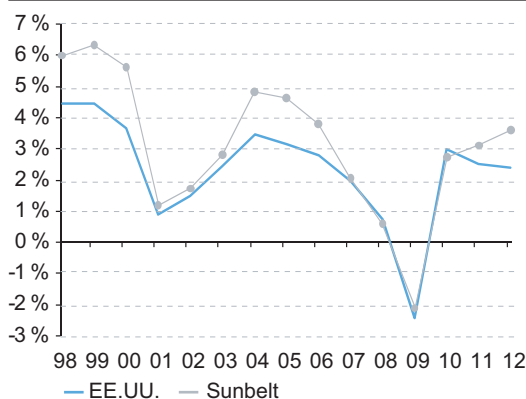
Aunque la tasa de desempleo es todavía muy alta y el ajuste del sector inmobiliario aún no ha terminado, la economía de **Arizona** se está recuperando en los primeros meses de 2010. El aumento de puestos de trabajo en los servicios profesionales y empresariales, el comercio mayorista y los sectores de la educación y la minería sugiere un inminente crecimiento del empleo neto global en el estado. En 2010, nuestra previsión del PIB de Arizona apunta a un crecimiento del 3,2%, ligeramente por encima de la media nacional. El rápido crecimiento de la población, el aumento de las exportaciones y la recuperación del sector inmobiliario serán los principales motores de la economía del estado a medio plazo. En 2011 y 2012, el crecimiento del PIB del estado se situará en un promedio del 3,8%, muy por encima de la media nacional.

En **California**, el crecimiento económico está quedando rezagado con respecto a la media nacional, ya que el estado se enfrenta a retos importantes: las continuas secuelas del considerable desplome del mercado residencial, una crisis fiscal que podría paralizar la recuperación y la 5ª tasa de desempleo más alta del país limitarán el crecimiento. Con una cifra aproximada de 2,2 millones de trabajadores en paro y un descenso de la población activa del 9% durante la recesión, California experimentará a corto plazo una recuperación más lenta que la del conjunto de EE.UU. En 2010, la economía de California crecerá un 2,4% en tasas interanuales, frente al 3,0% previsto para EE.UU.

No obstante, las fortalezas estructurales del estado, como la alta diversificación de su tejido productivo, elevada presencia en el comercio internacional y la importante presencia de sectores de alto valor añadido apoyarán la recuperación económica plena en el medio plazo. En 2011 y 2012, nuestras previsiones indican una tasa de crecimiento del PIB estatal del 3,1% de media, medio punto por encima de la media nacional.

Gráfico 7

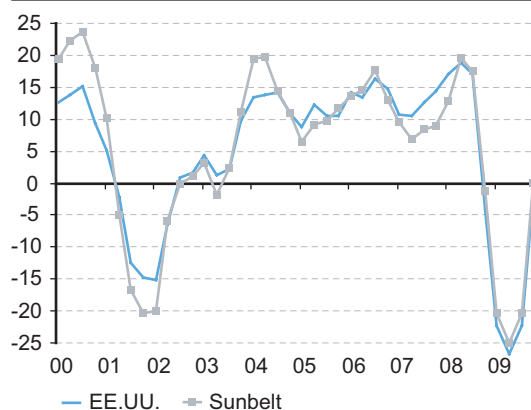
Crecimiento del PIB [Datos constantes. Variación interanual (%). Sunbelt (AL, AZ, CA, CO, FL, NM & TX)]



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfico 8

Exportación de Bienes. EE.UU. y Sunbelt [Variación Interanual (%). Sunbelt (AL, AZ, CA, CO, FL, NM y TX)]



Fuente: Wiser y BBVA Research

En Colorado, el reciente y moderado crecimiento del empleo en los servicios profesionales y empresariales, así como en los sectores del ocio y la hostelería ilustran el resurgimiento de la actividad en el estado. Aunque diversos indicadores de actividad económica muestran aún un entorno débil y las exportaciones están en niveles relativamente bajos, Colorado aprovechará el aumento de la inversión nacional en equipos y software para recuperar la senda de crecimiento del PIB que, según nuestras estimaciones, se situará en torno al 3,0% en 2010. Un mercado residencial relativamente estable y una tasa de desempleo inferior a la media ayudarán a la economía del estado a desarrollar su potencial en 2011 y 2012, cuando el crecimiento del PIB podría situarse en un promedio del 3,5%.

Florida fue uno de los estados más afectados por el colapso del sector inmobiliario y ha sufrido la contracción económica más dura de los últimos 25 años. Entró en recesión antes que otros estados, pero la recuperación ya está en marcha y prevemos una tasa de crecimiento del PIB del 3,0% en 2010, en línea con la media nacional. El empleo aumentó en el primer trimestre de 2010 y las exportaciones están creciendo desde el 3T de 2009. La economía de Florida seguirá beneficiándose del sólido crecimiento que se está produciendo en América Latina, ya que estos países son sus principales socios comerciales. Además, el turismo también ha aumentado con la recuperación mundial, así como la inversión residencial.

Aunque algunos retos constituyen importantes limitaciones para el crecimiento económico de Florida a medio plazo, no debemos perder de vista las sólidas perspectivas a largo plazo: es poco probable que desaparezca el dinamismo demográfico que ha impulsado el crecimiento a largo plazo, ya que continúa el proceso de envejecimiento de la población. Aparte de eso, el estado tiene la ventaja de estar en una posición geográfica muy atractiva. Además, el rápido crecimiento de Florida en los sectores de alta tecnología mejorará la productividad, y por consiguiente el potencial de crecimiento económico. En 2011 y 2012, nuestra previsión del PIB del estado indica un crecimiento promedio del 3,8%.

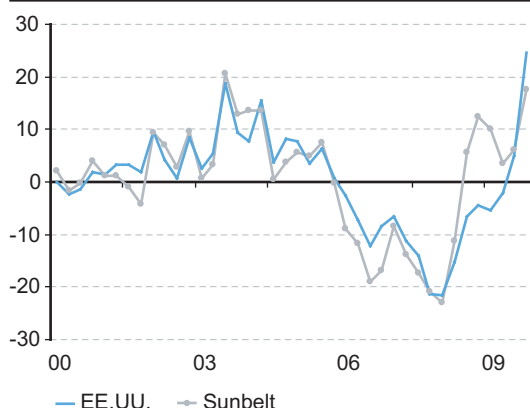
Las exportaciones de **Nuevo México** se contrajeron profundamente en 2009, lo que repercutió de forma negativa en el mercado de trabajo y en la actividad local. Sin embargo, la alta proporción de empleo público ha limitado el aumento de la tasa de desempleo y el impacto de la recesión. Aunque en el 1T de 2010 todavía se estaba destruyendo empleo, el PIB del estado será positivo en este año, pero se situará por debajo de la media nacional, con un incremento del 2,5%. En 2011 y 2012, el crecimiento económico del estado será ligeramente superior al de 2010.

A pesar del impacto negativo provocado por la recesión, mantenemos que la economía de **Texas** seguirá comportándose mejor que la del resto del país. En los primeros meses de 2010, han aparecido las primeras noticias positivas con respecto al mercado de trabajo de este estado: el número de despidos masivos está en retroceso, las tasas de desempleo parecen haberse estabilizado, y ha aumentado el empleo en los servicios profesionales y empresariales, en las actividades financieras y en los sectores minero y maderero. El empleo de los servicios profesionales y empresariales está habitualmente a la cabeza de las recuperaciones. Nuestras previsiones con respecto al PIB del estado apuntan a un crecimiento del 3,1% en 2010. En 2011 y 2012, la previsión de crecimiento del PIB del estado se sitúa en un promedio del 3,6%.

En 2010, la economía seguirá beneficiándose del estímulo fiscal; de hecho, el 56,3% de los 16.950 millones de dólares adjudicados a Texas bajo la Ley de Recuperación y Reinversión de EE.UU. de 2009 todavía no se han recibido. Además, los principales motores de crecimiento a corto plazo son la energía y las exportaciones, que se han visto impulsados por el impetuoso crecimiento económico que se ha producido en Asia y América del Sur. Estos motores no perderán fuerza, ya que se prevé que las economías emergentes crecerán más rápido que las economías desarrolladas en los próximos cinco años. La demanda externa ha contribuido a la recuperación económica de Texas, ya que éste es el segundo estado exportador del país.

Gráfico 9

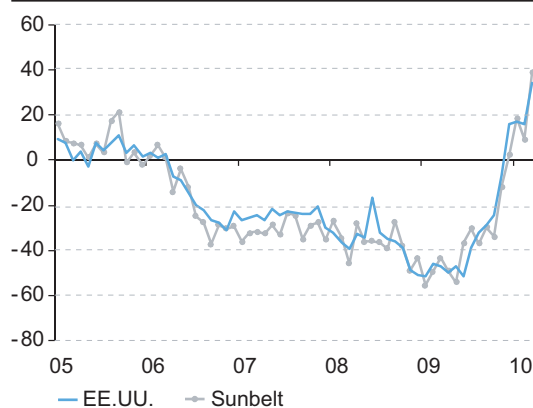
Venta de Viviendas Usadas
[Variación Interanual (%).
Sunbelt (AL, AZ, CA, CO, FL, NM y TX)]



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfico 10

Viviendas Visadas
[Variación Interanual (%).
Sunbelt (AL, AZ, CA, CO, FL, NM y TX)]



Fuente: US Census Bureau y BBVA Research

Efectos de la vivienda en la inflación

Después del intenso descenso de 2009, la inflación general ha comenzado a aumentar en los últimos meses. Los datos del primer trimestre de 2010 muestran un aumento de la inflación del 2.3%, dos puntos básicos por encima de la existente un año antes. De todas formas, la inflación subyacente aún mantiene el tono descendente. De hecho, en marzo de 2010 la inflación subyacente descendió hasta situarse en el 1.1% en términos interanuales, el aumento más bajo desde enero de 2004. La tendencia más reciente de la inflación subyacente indica que pudiera descender aún más.

Dentro de los principales elementos que más han contribuido al descenso de la subyacente es la desaceleración del componente vivienda (alquileres y renta imputada), que ha sido el resultado de la caída de los precios de la vivienda que comenzó en 2007. El informe oficial de inflación de marzo mantiene que aún persisten los riesgos de deflación. En la actualidad, la vivienda contribuye con un 32% al índice de la inflación general: la renta equivalente supone el 24% del índice y los alquileres el 6%.

Además, el componente vivienda supone casi la mitad de la inflación subyacente, lo que hace que muchos análisis se concentren principalmente en este componente. Los alquileres y la renta imputada a los propietarios (los principales componentes de vivienda) han mostrado una tendencia descendente desde 2007 y ha presionado la inflación a la baja desde 2009 debido al descenso de los precios y el elevado ratio de desocupación de las viviendas en alquiler. El cuadro adjunto muestra las contribuciones anualizadas de los componentes de la inflación subyacente en horizontes de uno, dos, tres, seis y doce meses.

Tabla 1

Contribución a la Inflación. Marzo 2010 (p.p.)

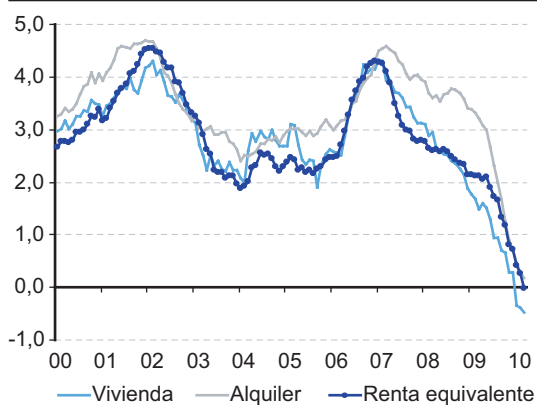
	1m	3m	6m	12m
IPC	0,76	0,93	2,02	2,3
Energía	-0,02	9,22	13,45	18,3
Alimentos	2,78	2,22	1,48	0,2
Subyacente	0,46	-0,18	0,89	1,1
Materias Primas	-0,79	-0,10	1,98	1,9
Servicios	0,94	-0,22	0,47	0,8
Vivienda	-0,79	-2,23	-1,46	-0,5
Renta Equivalente	-1,33	-0,85	-0,82	0,0
Otros	-0,62	-2,68	-1,67	-0,6
Otros	1,70	0,66	1,32	1,3
Subyacente no Vivienda	1,36	1,32	2,63	2,4

Fuente: BBVA Research

En los últimos doce meses, la negativa contribución del componente vivienda a la subyacente ha sido significativa. Por ejemplo, en los últimos tres meses, el componente vivienda ha descendido el 2,2% en tasas anualizadas, lo que supone una intensa presión para la inflación. Los últimos datos muestran también que cuando se excluye el componente vivienda, la inflación subyacente aumenta hasta el 2.4% desde el 1.1% antes mencionado. Además, la exclusión del componente vivienda ayuda a visualizar la verdadera evolución de la inflación, la cual muestra una tendencia creciente desde 2007 y muestra ciertos riesgos alcistas.

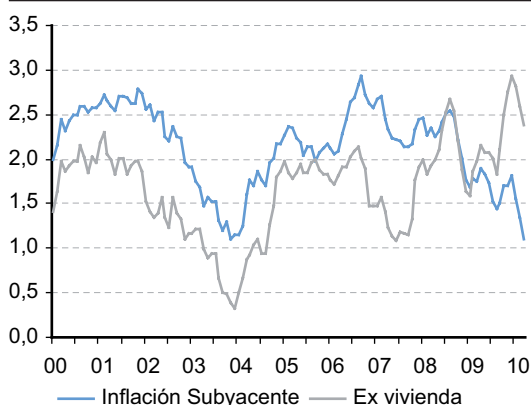
Dado que el mercado de la vivienda se está estabilizando y esperamos que los precios de las viviendas aumenten en el medio plazo, el componente vivienda pondrá presión alcista no solo a la subyacente, también a la inflación general. De todos modos, todavía esperamos que el componente vivienda continúe drenando la inflación subyacente en el corto plazo. Además, el descenso de las materias primas llevará a que la inflación subyacente se mantenga baja en el corto plazo.

Gráfico 11

Componentes Vivienda del Índice Precios (Variación Interanual %)

Fuente: BLS

Gráfico 12

Inflación Subyacente (Variación Interanual)

Fuente: BLS

Inmobiliario residencial

Tendencia nacional

Existen elementos que inducen a pensar que el mercado residencial ya ha iniciado la recuperación. Otros indicadores sugieren que ésta será suave en 2010

Desde comienzos de la segunda mitad de 2009, el mercado inmobiliario residencial ha mostrado claros síntomas de recuperación: las ventas de viviendas han mejorado, el inventario de viviendas en venta está descendiendo y los precios se están estabilizando. Las perspectivas para 2010 indican que la demanda continuará expandiéndose y que los precios aumentarán ligeramente. Los ratios de accesibilidad a la vivienda se mantendrán en niveles atractivos y se corregirá significativamente el exceso de inventario. Sin embargo, las restricciones de liquidez del sistema financiero y el todavía elevado nivel de los estándares de crédito supondrán un límite al crecimiento de la demanda residencial.

Síntomas de recuperación en la edificación residencial: en 2010 la inversión será positiva

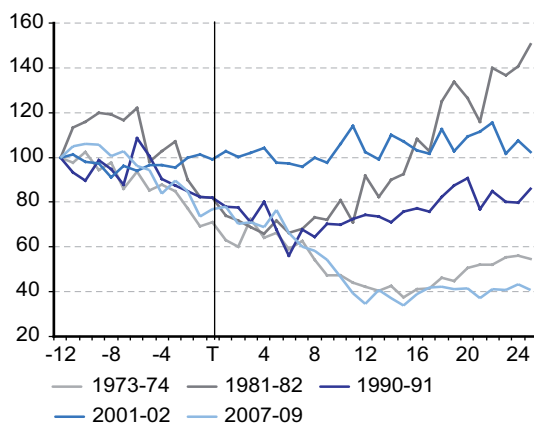
En la recesión actual, no solo la producción de viviendas se ha resentido de forma más intensa que en recesiones pasadas, también la recuperación de la edificación residencial está siendo más suave que en recuperaciones anteriores. Desde la segunda mitad de 2009, los indicadores adelantados del segmento, como son los permisos de construcción y las viviendas iniciadas, están dando muestras de una leve recuperación que se está traduciendo en una mejora de la inversión residencial. De hecho, en la segunda mitad de 2009, por primera vez desde principios de 2006, la inversión residencial contribuyó positivamente al crecimiento del PIB.

De todas formas, la recuperación residencial no está siendo homogénea en todos los segmentos: así, la iniciación de viviendas unifamiliares está aumentando ligeramente desde mediados de 2009 mientras que la iniciación de viviendas múltiples -generalmente más orientadas al mercado alquiler- continúa descendiendo. Las ayudas públicas a la compra y los buenos ratios de accesibilidad a la vivienda actuales están impulsando de forma significativa la adquisición de vivienda, que ha pasado de una medida anual de 5,0 millones de unidades vendidas a mediados de 2009 a casi 6,9 millones a finales de año. En el caso de las viviendas en alquiler, el exceso de oferta existente y la caída de la rentabilidad de las mismas han llevado a que la inversión en este segmento comenzase a reducirse significativamente desde mediados de 2009.

En el corto y medio plazo, tres son los elementos que sustentan y sustentarán la demanda residencial: los incentivos fiscales, el descenso del coste de acceso a la vivienda y las variables demográficas.

Gráfico 13

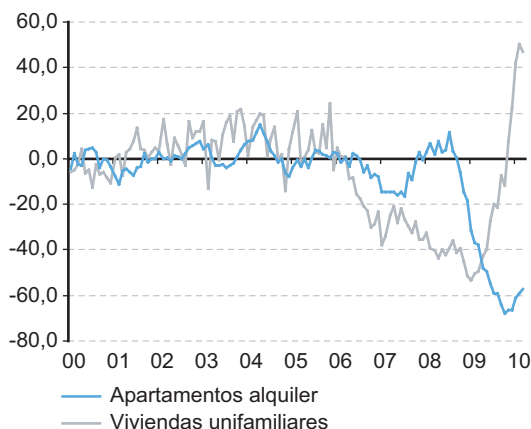
Viviendas Iniciadas (Índice, T-12 meses=100, T=inicio de la recesión)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 14

Viviendas Iniciadas (Variación Interanual %, Media Móvil 6 meses)



Fuente: U.S. Census

Los incentivos fiscales se ampliaron a los hogares que ya poseían una vivienda y se prolongaron hasta abril de 2010

En relación con el primero de los factores, en 2009, las ayudas fiscales supusieron un total de \$8.500 millones de dólares para ayudar a casi 1,1 millones de compradores de primera vivienda. En 2010, los incentivos fiscales a la vivienda están orientados a los adquirentes de vivienda, tanto si son primeros adquirentes como si son o han sido previamente propietarios de una vivienda. Según el gobierno, el coste del nuevo plan será de \$10.800 millones y beneficiará a un total de 1,5 millones de compradores.

En el caso de los considerados como primer adquirentes, aquellos que no han poseído una residencial principal en los tres años previos a la compra de la vivienda principal, el incentivo se ha aplicado a todos aquellos que adquirieron su vivienda principal antes del primero de mayo de 2010 y cerraron la operación antes del primero de julio de 2010. El incentivo fiscal es del 10% del precio de la vivienda hasta un máximo de 8.000 dólares para aquellos hogares que ingresen menos de 125.000 dólares en el caso de un solo salario o menos de 225.000 en el caso de dos salarios. El precio de la vivienda no puede sobrepasar los 800.000 dólares.

En el caso de los que ya tienen vivienda, se considera que una familia no es primer adquirente de vivienda si ha residido en su propia vivienda durante cinco años consecutivos y ha poseído la misma ocho años antes a la compra de otra. El incentivo fiscal es el equivalente al 10% del precio de la vivienda hasta un máximo de 6.500 dólares. El periodo temporal de adquisición y cierre de la operación es el mismo que para los adquirentes de su primera residencia.

La importante mejora de las condiciones de accesibilidad estimula la demanda residencial

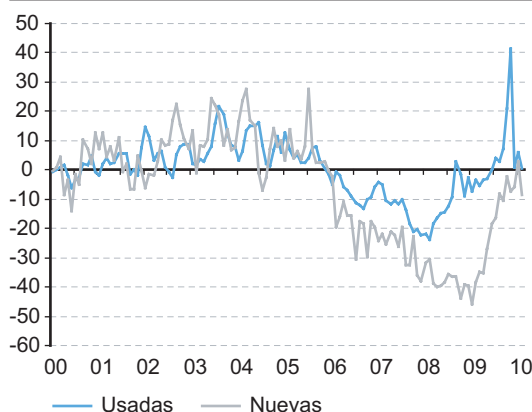
Además de lo anterior, el paulatino ajuste de los precios de las viviendas y los descensos de los tipos de interés de las hipotecas, que se encuentran en mínimos históricos, han contribuido a que las condiciones de accesibilidad a la vivienda hayan mejorado significativamente. En este sentido, a lo largo de 2009, el coste mensual de la compra de una vivienda, en relación con los ingresos familiares, descendió casi cuatro puntos porcentuales, situándose en mínimos históricos, tanto en el caso de las viviendas ya existentes como en el de las nuevas. La mitad del descenso del coste mensual de acceso a una vivienda en propiedad se produjo por el ajuste de precios, el 40% por la mejora de las condiciones financieras y el 10% restante por la mejora en los ingresos de las familias.

El descenso de los costes relativos de adquirir una vivienda está estimulado la demanda, especialmente en aquellos mercados donde los ajustes de precios han sido más intensos. En la segunda mitad de 2009, las ventas de vivienda mejoraron casi un 30% a nivel nacional; en el mismo periodo, los ratios de accesibilidad a la vivienda mejoraron más del 33% en relación con el nivel de ingreso de los hogares. En estados como AZ, CA o FL, donde los precios de las viviendas se han reducido intensamente, las ventas han aumentado muy por encima de la media nacional.

En 2010, la relación entre los pagos mensuales por la adquisición de una vivienda y los ingresos familiares se mantendrá relativamente estable dado que las condiciones financieras no variarán significativamente y las potenciales alzas de precios de las viviendas se verán mitigadas por una ligera mejoría de los ingresos familiares. A medio plazo, sin embargo, el previsible aumento de los tipos de interés y la revalorización de los precios residenciales tendrán una incidencia negativa en los ratios de acceso a la vivienda.

Gráfico 15

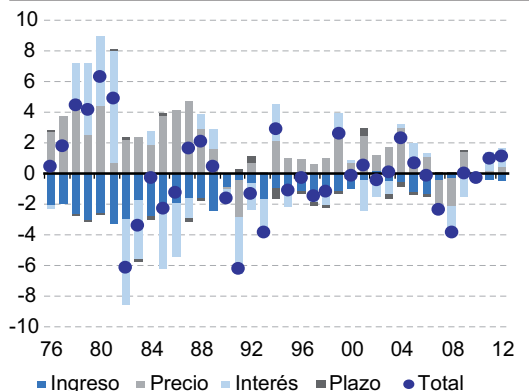
Ventas de Viviendas (Variación Interanual %)



Fuente: NAR y U.S. Census

Gráfico 16

Accesibilidad a la Vivienda (Contribuciones)



Fuente: BBVA Research

En el medio plazo, los factores demográficos llevarán a que la demanda de nuevas viviendas supere el millón de unidades al año

El tercer elemento que apoyará la demanda residencial está relacionado con la evolución de las variables demográficas y el crecimiento del número de hogares. En este sentido, si bien en el corto plazo, la producción inmobiliaria depende de variables económicas tales como el empleo o los tipos de interés, en el largo plazo, la producción inmobiliaria está determinada básicamente por las necesidades de los hogares: la oferta de viviendas tiende a ajustarse a una demanda que depende, básicamente, de dos factores estructurales, como son la formación de nuevos hogares y la renovación del parque, o stock, obsoleto.

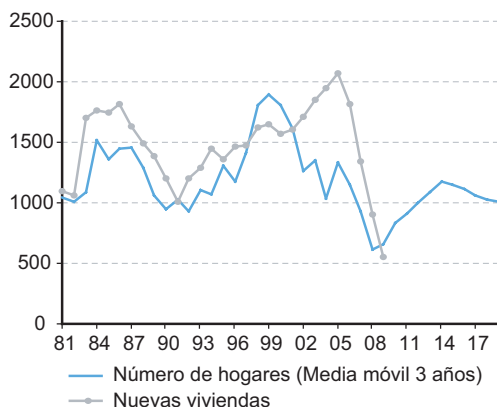
En relación con la creación neta de hogares, entre 1970 y 2009, el número de hogares en EE.UU. aumentó a un ritmo ligeramente por encima de los 1,42 millones de media al año, mientras que la construcción de nuevas viviendas fue de 1,54 millones al año. En los últimos cuarenta años, tanto el número de hogares como el de viviendas casi se han duplicado hasta alcanzar, a finales de 2009, un total estimado de 121 millones de hogares, que disponían de un total de 130 millones de viviendas.

De este total de viviendas, casi 112 millones están permanentemente ocupadas, algo más de 7,5 millones están en venta o alquiler y las restantes 10,5 millones de unidades se destinan a segunda residencia o bien están fuera del mercado, según los últimos datos disponibles del Current Population Survey/Housing Vacancy Survey.

En la próxima década, el aumento neto será del entorno del millón de hogares de media anual, por lo que la producción de nuevas viviendas deberá duplicar, al menos, el medio millón de viviendas construidas en 2009 para satisfacer las necesidades de estos nuevos hogares. Teniendo en cuenta la pirámide poblacional actual y con una hipótesis conservadora en relación con el aumento de la población inmigrante, las estimaciones del BBVA indican que mientras la población pudiera crecer a una tasa del 0,6% de media anual en la próxima década, el número de hogares lo hará a una tasa media superior, que será del entorno del 0,8%.

Gráfico 17

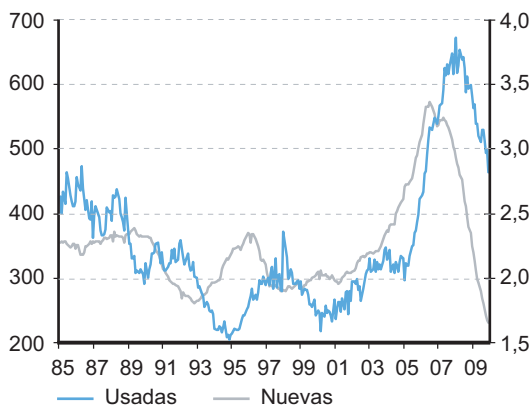
Número de Hogares y Producción de Viviendas (Incremento. Miles)



Fuente: US Census Bureau y BBVA Research

Gráfico 18

Inventario de Viviendas Unifamiliares [Nuevas (Miles) y Usadas (millones)]



Fuente: Census y NAR

Si bien el peso de las viviendas en alquiler ha aumentado en los últimos tres años, la tendencia indica que la propiedad como régimen de tenencia de la vivienda se mantendrá estable en el medio plazo.

De acuerdo con las estimaciones del Bureau de Censo, en el periodo 2000-2009, el número de viviendas ocupadas aumentó en algo más de 6,5 millones, hasta situarse en 111,8 millones de unidades en el último trimestre de 2009. De este total de viviendas, el 67,6% estaba ocupada por sus propietarios y el 32,4% por inquilinos en régimen de alquiler.

El porcentaje de la tenencia en propiedad observado en 2009 descendió algo más de 1,5 puntos porcentuales, desde el máximo observado en 2004. En las últimas cuatro décadas, la tendencia indica que la propiedad está aumentando ligeramente su peso relativo en el total de las viviendas ocupadas. Es por ello que pensamos que en los próximos años, este ratio tenderá a estabilizarse en el entorno del 67%.

Se corrige parte del exceso de oferta de viviendas, lo que llevará a que los precios repunten suavemente en 2010

El suave impulso de la demanda y el bajo tono de la nueva oferta están llevando a un significativo descenso del inventario de viviendas en venta que, a finales de 2009, se podía cuantificar en un total de 3,5 millones de viviendas, de las que 3,3 millones eran viviendas ya existentes y algo más de 0,2 millones eran viviendas de nueva construcción. En relación con la media histórica, el inventario actual mostraría un exceso de oferta de casi un millón de viviendas. Este exceso se acumula básicamente en el segmento de viviendas existentes, dado que el inventario de nuevas viviendas se encuentra en unos niveles históricamente bajos.

Desde los máximos observados en 2006 hasta finales de 2009, los precios se han ajustado por encima del 25% en el segmento de la vivienda usada y del entorno del 15% en el de la vivienda nueva, de acuerdo con los datos del S&P y el Bureau de Censo. En términos reales, los descensos de precios se situaron en el entorno del 35% en el caso de las viviendas usadas y del 20% en el caso de las nuevas.

En 2010, el suave impulso de la demanda llevará a que los precios residenciales se revaloricen ligeramente. De acuerdo con nuestras previsiones, los precios de las viviendas crecerán del entorno del 1,5% de media tanto para las viviendas nuevas como las existentes. En 2011 y 2012, las revalorizaciones estarán en línea con la inflación, por lo que esperamos que, en términos reales, las viviendas apenas se aprecien en el corto y medio plazo.

La presente crisis residencial ha puesto de manifiesto que, en el largo plazo, la inversión en vivienda no necesariamente presenta revalorizaciones superiores a las de otros activos

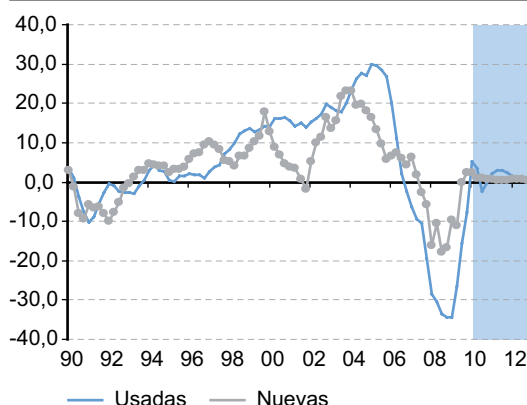
Desde mediados de los setenta, los precios de las viviendas han experimentado tres ciclos completos: en el primer ciclo, la fase alcista se extendió durante 12 trimestres y las viviendas se revalorizaron el 16,6% mientras que la fase bajista duró 20 trimestres y los precios se devaluaron el 13,5%. Durante el segundo ciclo, el alza de precios fue del 20% mientras que el ajuste fue del 15%. En el último ciclo, el más largo, la fase de expansión duró 36 trimestres y las viviendas se revalorizaron el 80% mientras que la fase de contracción durará 18 trimestres, según nuestras estimaciones, y el ajuste de precios será del 40%.

En su conjunto, desde 1975 hasta 2009, los precios reales de la vivienda se han revalorizado a una media anual del entorno del 0,8% si se estima partiendo de los datos del FHFA (Federal Housing Financial Agency) o del 0,4% si se estima con los datos de S&P. De cualquier modo, estos rendimientos están, incluso, por debajo de los rendimientos reales de otros activos con menor riesgo.

Esta evolución histórica de los precios de la vivienda cuestiona el atractivo de la inversión en vivienda desde el punto de vista de los rendimientos totales. Antes de la crisis inmobiliaria actual, los precios de la vivienda mostraban una revalorización histórica del 3% de media anual en términos reales, lo que suponía un potente incentivo para los inversores. Sin embargo, la evolución de los precios en los últimos años muestra que no solo los rendimientos de la inversión en vivienda pueden ser inferiores a la de otros activos sino también que pueden ser negativos.

Gráfico 19

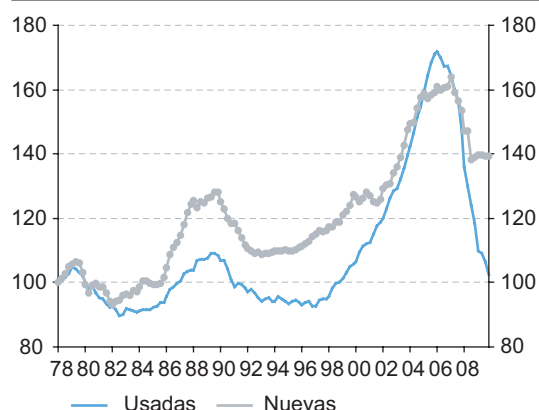
Precios de las Viviendas: Nuevas y Usadas (Variación Interanual. Términos reales)



Fuente: U.S. Bureau of Census, S&P y BBVA Research

Gráfico 20

Precios Reales de la Vivienda: Nueva y usada (Índice 1978 = 100)



Fuente: NAR, U.S. Bureau of Census y BBVA Research

Tendencia en la región donde opera BBVA Compass

El comportamiento del mercado residencial en los siete estados del Sunbelt donde BBVA Compass tiene presencia a lo largo de 2009 fue relativamente heterogéneo: mientras que en algunos estados el mercado continuó ajustándose, con ventas y precios todavía a la baja, como en NM, AL, CO o TX; en otros, las ventas mejoraron significativamente y los precios comenzaron a estabilizarse en la segunda parte de 2009, como en FL, AZ y CA. En general, las ventas aumentaron más en aquellos estados donde más se ajustaron los precios y descendieron en aquellos donde los ajustes de precios fueron más limitados. Así, en 2009, en el segmento de las viviendas existentes, mientras en el conjunto de la región donde opera BBVA Compass los precios descendieron un 8,8% y las ventas aumentaron un 9,4%, en el agregado nacional los precios se ajustaron el 4,0% y las ventas aumentaron un 5,4%.

Las ventas de viviendas crecieron más en aquellos estados donde los ajustes de precios fueron más intensos. La mejora de los ratios de accesibilidad es un apoyo significativo para la mejora de la demanda

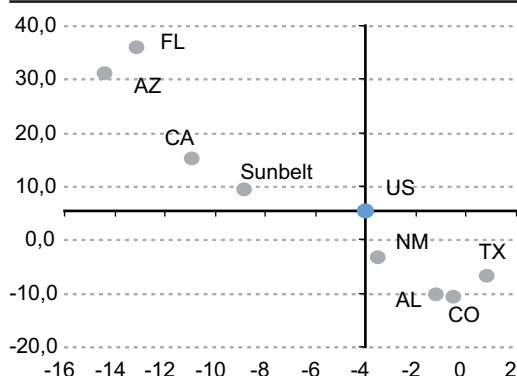
La mejora de los ratios de accesibilidad ha sido uno de los factores que más ha influido en la mejora de la demanda y es uno de los pilares de la recuperación actual del mercado residencial. Dos han sido los elementos que han permitido dicha mejora: el ajuste de precios y el descenso de los tipos de interés. En este sentido, los descensos de precios residenciales han llevado a que la relación entre éstos y los ingresos de las familias en 2009 haya retornado a ratios más acordes a los históricos. Además, el descenso de los tipos de interés ha permitido que descendieran los pagos mensuales de las hipotecas, lo que también ha llevado a un menor coste de acceso a una vivienda.

A finales de 2009, a nivel nacional, el ratio entre el precio de una vivienda y los ingresos familiares fue un 7% inferior a la media de los últimos treinta años. En aquellos estados donde la relación entre precios de vivienda e ingresos familiares más se deterioró, como en AZ, CA o FL, el ajuste ha sido más intenso, retornando a ratios más cercanos a la media histórica. En el caso de AL, CO y TX, donde el deterioro de los ratios mencionados fue mucho menor, la corrección ha sido más suave. En 2010, sin embargo, la mejora de los ratios de accesibilidad será más limitada dado que los tipos de interés hipotecarios no volverán a descender y los precios de las viviendas comenzarán a estabilizarse en la mayoría de los mercados.

En este sentido, en 2010, nuestras previsiones indican que si bien los precios residenciales continuarán descendiendo en AZ, FL y NM, lo harán a tasas mucho menores que las de 2009. En el caso de AL, CA, CO y TX, nuestras previsiones indican que se producirán avances ligeramente positivos. En 2011 y 2012, las revalorizaciones inmobiliarias se generalizarán y los precios aumentarán ligeramente en los estados donde opera BBVA Compass, con revalorizaciones del 2% de media.

Gráfico 21

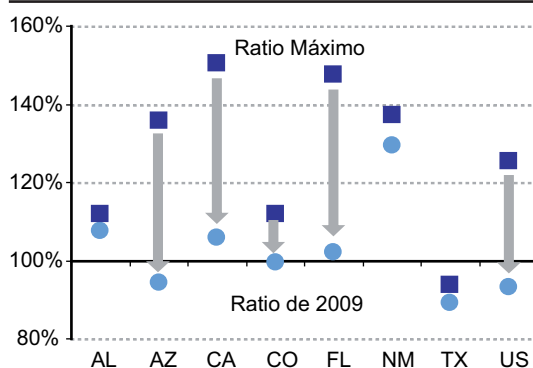
Vivienda Usada: Precios y Ventas [Variación 2009-2008. (%)]



Fuente: FHA, NAR y BBVA Research

Gráfico 22

Precios de la Vivienda e Ingresos Familiares [Máximos y ratios de 2009 en relación con la media histórica (%)]



Fuente: BBVA Research

Las mejores perspectivas de empleo y el mayor crecimiento de la población justifican que la demanda residencial sea más elevada en la región donde opera BBVA Compass que en el resto

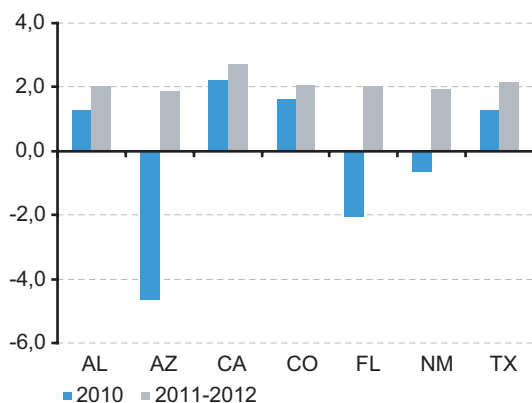
En el medio y largo plazo, el empleo y el crecimiento de la población son factores fundamentales para la demanda residencial. En este sentido, en los próximos años, el mayor crecimiento del empleo y de la población en la región de BBVA Compass llevará a que la demanda de viviendas sea también más elevada que en el resto del país.

En relación con lo anterior, la región donde opera BBVA Compass se caracteriza por poseer un crecimiento económico potencial más elevado que el conjunto nacional, lo que la dotará de una mayor capacidad para generar nuevo empleo. Así, de acuerdo con nuestras estimaciones, en los próximos diez años, el crecimiento potencial de la economía de EE.UU se situará en el entorno del 2,2% mientras que el crecimiento potencial de la región del Sunbelt será del 2,5%. Esta diferencia de capacidades económicas se traducirá en mayor crecimiento del empleo en la mayoría de los estados de la región de BBVA Compass. De hecho, para 2010 nuestras previsiones indican que el empleo aumentará ligeramente en CO, FL y TX y se estabilizará en AZ, CA y NM, en línea con la tendencia nacional. El empleo descenderá ligeramente en Alabama. En 2011 y 2012 el empleo mejorará en todos los estados de la región.

Además, el crecimiento demográfico de la mayoría de los estados que forman la región del BBVA Compass es superior a la media nacional, lo que supone una mayor expansión de la demanda residencial. Según se deduce de los datos históricos, entre el año 2000 y 2009, la población de Estados Unidos aumentó en algo más de 24 millones de habitantes, el número de hogares se incrementó en 10,1 millones y el parque de viviendas creció en 13,2 millones de unidades; en términos relativos, la población creció el 8,8%, el número de hogares el 9,3% y el parque de viviendas el 11,4%. En el mismo periodo, en la región de BBVA Compass, el aumento de la población fue de 11,9 millones, del número de hogares de 4,0 millones y el de viviendas de 5,8 millones de unidades; en términos relativos, el aumento de la población fue del 13,7%, el de los hogares del 12,8% y el del número de viviendas del 16,7%. Dentro de la región, el crecimiento de estas variables se ha concentrado principalmente en AZ, FL, TX y CO.

Gráfico 23

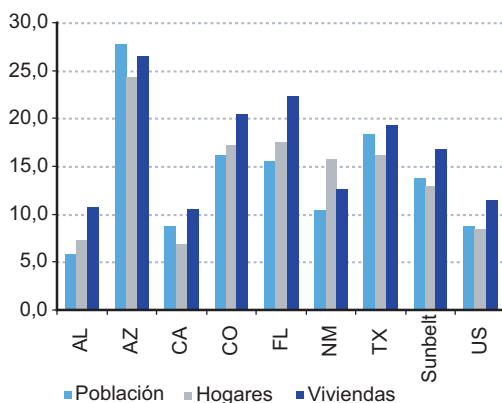
Precios de la Vivienda. Previsión (2010-2012. Variación Interanual %.)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 24

Población, Hogares y Viviendas [Variación 2009/2000 (%)]



Fuente: US Bureau of Census y BBVA Research

Las perspectivas de medio y largo plazo indican que se mantendrá el diferencial de crecimiento de población a favor de la región de BBVA Compass: en los próximos veinte años, la población de la región alcanzará un total de casi 132 millones de habitantes, de acuerdo con las últimas estimaciones censales. En términos relativos, esta población tendrá un peso del 36% en el total nacional, cuatro puntos porcentuales por encima del peso que tenía en 2009.

La relativa mejora de la demanda residencial ha comenzado a reflejarse en la actividad promotora, que en los primeros meses de 2010 presentó sus primeras tasas positivas desde el 2T de 2006

A lo largo de 2009, la mejora de la demanda residencial terminó por trasladarse a la actividad promotora, tanto a nivel nacional como en la región del BBVA Compass. De hecho, en los últimos meses de 2009 y los primeros de 2010, los proyectos visados y las viviendas iniciadas mostraron tasas de crecimiento positivas en los siete estados del footprint, especialmente en AZ, CA y CO, donde el número de permisos de edificación crecieron a tasas interanuales superiores al 30%. En FL y AL el crecimiento fue más moderado con tasas del entorno del 10%, mientras que en TX el repunte ha sido muy leve. Los bajos niveles de vivienda nueva en stock y la mejora de la demanda están en el origen de éste aumento. De todas formas, la producción de nuevas viviendas se mantiene aún en niveles históricamente bajos.

Indicadores de accesibilidad a la vivienda

Es posible construir un conjunto de indicadores que informen sobre el coste de adquirir una vivienda en relación a los ingresos medios de los hogares. Estos indicadores se denominan generalmente "Indicadores de Accesibilidad a la Vivienda". En este sentido, BBVA Research ha elaborado un conjunto de indicadores que miden, desde distintas ópticas, el esfuerzo financiero que ha de efectuar una familia cuando adquiere una vivienda. El objetivo de estos indicadores es relacionar los precios de las viviendas con los ingresos familiares y las condiciones de financiación en el mercado hipotecario. Estos indicadores son un buen instrumento para analizar los efectos que tienen los cambios de cada variable en las condiciones de acceso a una vivienda.

Tres son los indicadores fundamentales que hemos elaborado. El primero mide la relación entre el precio de la vivienda y los ingresos de las familias. El segundo indicador estima el coste mensual de los pagos de la hipoteca necesaria para comprar una vivienda en relación con los ingresos de las familias. El tercero calcula la capacidad financiera de una familia media según las condiciones financieras en relación con los ingresos medios. Los tres indicadores son consistentes entre sí y ofrecen diferentes aspectos del esfuerzo de adquirir una vivienda.

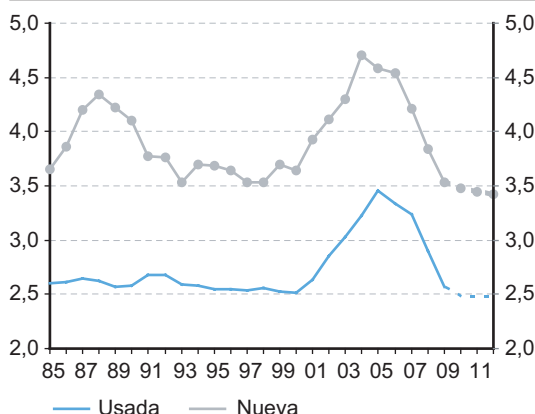
El primer indicador define la relación existente entre los precios de la vivienda y los ingresos de las familias, lo que permite realizar comparaciones temporales o entre países. En 2009, el precio medio de una vivienda nueva era equivalente a 4 veces los ingresos brutos anuales de una familia media, mientras que el precio medio de una vivienda usada era igual a 2,6 veces los ingresos familiares medios. Estos ratios eran un 25% inferiores los máximos observados en los dos segmentos. En el primer trimestre de 2010 este ratio se ha situado en su nivel más bajo desde mediados de los ochenta. De acuerdo a nuestras previsiones, este ratio se mantendrá en niveles bajos en los próximos dos años, lo que impulsará la demanda residencial.

Nuestro segundo indicador de accesibilidad a la vivienda, el que mide la relación entre los pagos de la cuota hipotecaria y los ingresos familiares, considera tres elementos: los precios de las viviendas, los ingresos de la familia y las condiciones de los créditos hipotecarios. Dado que la compra de una vivienda suele requerir financiación hipotecaria, las condiciones de dichos créditos (en cuanto a tipos de interés y periodos de madurez) son elementos fundamentales a tener en cuenta. En este sentido, en 2009, el coste de la cuota de la hipoteca necesaria para adquirir una vivienda media era equivalente al 18,2% de los ingresos familiares en el caso de la vivienda nueva y del 13,3% en el caso de las viviendas usadas. Estos ratios eran un 35% inferior a los máximos observados en 2005, tanto para la vivienda nueva como para la usada. Desde el punto de vista histórico, este indicador de accesibilidad a la vivienda se encuentra en la actualidad en sus niveles mínimos. En 2011 y 2012, el aumento esperado de los tipos hipotecarios deteriorará ligeramente este indicador.

Por último, el tercer indicador de accesibilidad, el que mide la capacidad financiera de las familias en relación a los precios de las viviendas, es ampliamente utilizado en el sector. De hecho, la National Association of Realtors (NAR) ha desarrollado un índice de accesibilidad a la vivienda que mide si una familia está financieramente cualificada para la compra de una vivienda. El indicador elaborado por la NAR se estima con los ingresos de las familias y los precios de las viviendas usadas, por lo que mide el grado de accesibilidad de las viviendas usadas. Partiendo de una metodología similar, BBVA Research ha desarrollado un indicador de accesibilidad, o capacidad financiera, para las viviendas de nueva construcción. En 2009, ambos indicadores alcanzaron sus valores máximos. Nuestras previsiones indican que en el medio plazo, este indicador tenderá a descender, por el esperado aumento tanto de los tipos de interés como de los precios de las viviendas.

Gráfico 25

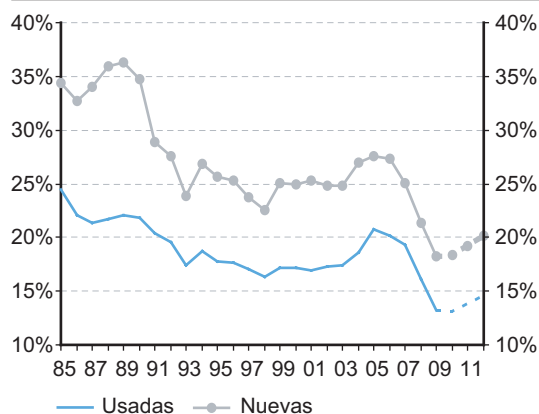
Accesibilidad a la Vivienda (Relación Precio de la Vivienda/ Ingresos Familiares)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 26

Accesibilidad a la Vivienda (Relación Cuotas Hipotecarias/ Ingresos Familiares)



Fuente: BBVA Research

Inmobiliario no residencial

Tendencia nacional

En 2009, la inversión inmobiliaria no residencial se desplomó por el significativo descenso de demanda y la importante caída de las rentabilidades. La recuperación del segmento tendrá que esperar hasta 2011

Si bien la inversión en el segmento inmobiliario no residencial (INR) mantuvo tasas de crecimiento positivas en los primeros trimestres de la recesión, en 2009 y el primer trimestre de 2010 éstas descendieron paulatinamente hasta mostrar una caída interanual de casi el 25% en 4T de 2009 y del 17% en 1T de 2010. Este intenso declive se debió fundamentalmente al desplome de la inversión en oficinas, en superficies comerciales y, en menor medida, en establecimientos relacionados con la salud. Estas tres rubricas, en conjunto, supusieron casi el 60% del total de la inversión no residencial en 2009. La inversión en hoteles también mostró una evolución muy negativa.

Varios son los factores que explican éste significativo descenso de la inversión en INR: 1) la destrucción de empleo que se experimentó desde finales de 2007 hasta finales de 2009 (que se ha materializado en una pérdida total de más de 8 millones de puestos de trabajo); 2) la desaceleración del consumo de los hogares, que llevó al cierre de algunos espacios comerciales; 3) las restricciones crediticias, que han limitado la expansión de la oferta desde 2008 y 4) la intensa caída de las rentabilidades de los inmuebles no residenciales, que ha hecho menos atractiva la inversión.

La recuperación de la inversión inmobiliaria no residencial depende de la generación de empleo, del descenso de la tasa de desocupación, de la mejora de las rentabilidades y de la flexibilización de las restricciones crediticias

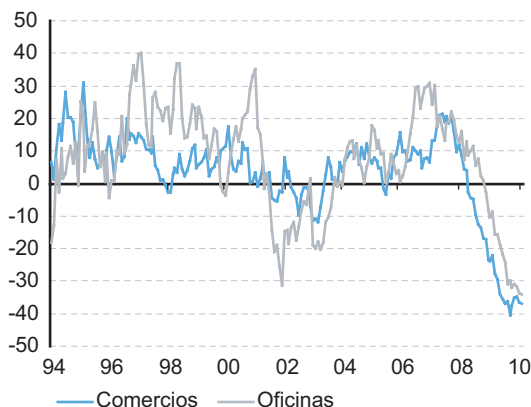
Uno de los elementos que mejor definen el inmobiliario no residencial es su carácter cíclico y su estrecha relación con el ciclo económico. Cuando la economía se expande y genera empleo, la demanda de espacios productivos aumenta; además, aumenta el consumo y, con ello, la demanda de superficies comerciales. Y viceversa. De hecho, la evolución del empleo anticipa generalmente la evolución de la demanda y la inversión en inmuebles no residenciales.

Además del aumento del empleo, para que, en la situación actual, se recupere el mercado y se reactive la inversión inmobiliaria no residencial deben de cumplirse otras dos condiciones añadidas: que las rentabilidades regresen a terreno positivo y que vuelva a fluir la financiación hipotecaria.

En relación con la creación de empleo, nuestras previsiones para 2010 indican que un crecimiento económico del entorno del 3% generará un aumento de casi 1,2 millones en el número de empleos no agrícolas. Éste nuevo empleo pudiera demandar del entorno de 20 millones de metros cuadrados de superficie productiva que provendrá, en su mayor parte, del inventario ya disponible en la actualidad. El elevado inventario de superficie comercial en alquiler disponible en 2010 será un elemento que limitará la recuperación de la inversión inmobiliaria y no será hasta la primera mitad de 2011 cuando la inversión no residencial se beneficie plenamente de la recuperación del empleo.

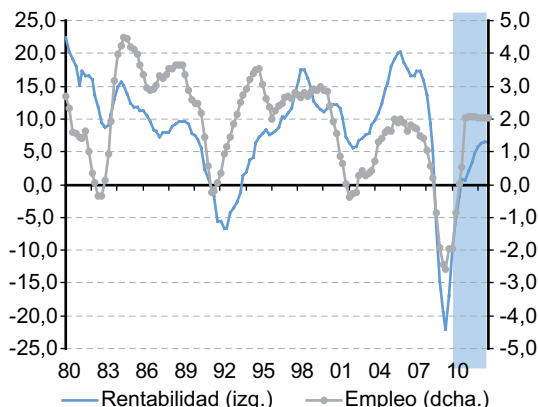
En este sentido, de acuerdo con REIS, en el primer trimestre de 2010, el ratio de desocupación era del 8.0% en el segmento de apartamentos en alquiler, del 17.3% en las oficinas y del 10.8% en las superficies destinados a centros comerciales. En los tres casos, los ratios actuales se sitúan tres puntos porcentuales por encima de la media de la presente década. En la medida en que estos ratios desciendan, el estímulo de la nueva demanda se reflejará en la inversión.

Gráfico 27

**Gasto en Construcción
(Variación Interanual. Nominal)**

Fuente: U.S. Bureau of Census

Gráfico 28

**Rendimiento Inmobiliario No Residencial
y Empleo Sector Servicios
(Variación Interanual)**

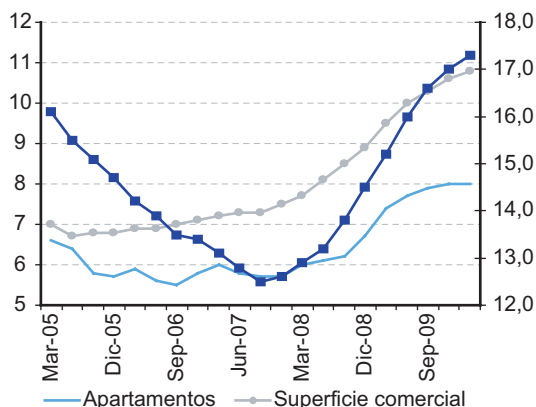
Fuente: BLS, NCREIF y BBVA Research

La segunda condición para que se recupere la inversión inmobiliaria no residencial es que las rentabilidades vuelvan a tasas positivas y atractivas para los inversores: en aquellos periodos en los que los retornos han sido negativos o inferiores a los de los bonos del tesoro, la inversión inmobiliaria no residencial se ha resentido significativamente. Entre 1995 y 2008, las rentabilidades fueron positivas y se situaron en el entorno del 8%-9% de media anual en términos reales; sin embargo, en 2009 las rentabilidades de la inversión en inmuebles no residenciales fueron negativas: del -20% en el caso de las oficinas y los apartamentos de alquiler y del -12% en el de las superficies comerciales. Las caídas de las rentabilidades contribuyeron significativamente al desplome de la inversión.

De cualquier forma, y atendiendo al perfil trimestral de la rentabilidad, se puede observar que en el cuarto trimestre de 2009 se produjo un punto de inflexión en la evolución de las rentabilidades que, de confirmarse, supondrá una vuelta al terreno positivo en 2011. Nuestras previsiones indican que las rentabilidades anuales totales no superarán a la inflación hasta finales de 2011.

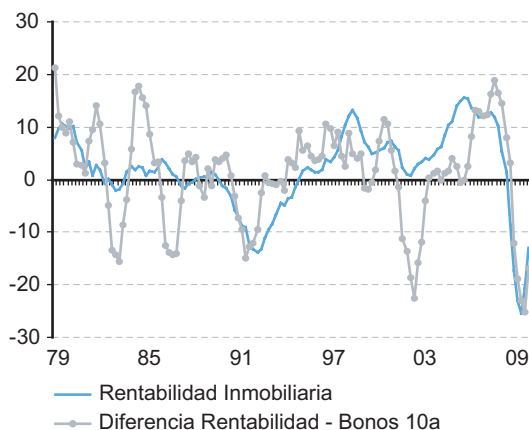
Por último, la tercera condición para que se reactive la inversión inmobiliaria no residencial es que se recuperen los flujos de financiación al sector. En este sentido, la evolución aún creciente de la morosidad del segmento y el aumento de las pérdidas bancarias suponen una dificultad añadida para el retorno de la financiación. Además, las dificultades existentes en la actualidad para captar fondos mediante la emisión de instrumentos propios, tales como los Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS), limitan significativamente la liquidez y supone una desventaja añadida para la financiación del segmento.

Gráfico 29

**Ratios de Desocupación
(% de la Oferta Total)**

Fuente: REIS

Gráfico 30

**Inmobiliario No Residencial: Inversión
y Rentabilidad (Variación Interanual y
Diferencia Rentabilidad Inmobiliaria -
Bonos a 10 años)**

Fuente: NCREIF, Treasury, BEA y BBVA Research

En el medio plazo, en un entorno de alquileres estables, el previsible incremento de los ratios de capitalización limitará las revalorizaciones de los inmuebles no residenciales

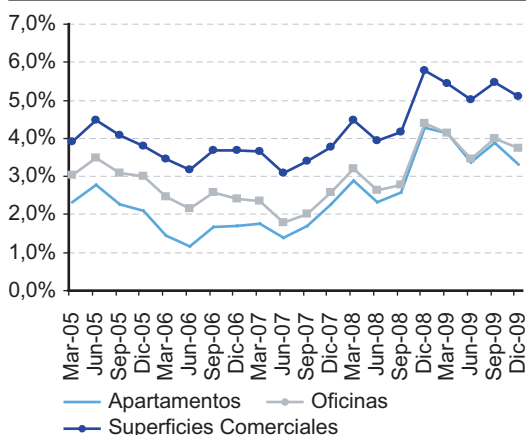
Dos son los factores que determinan la evolución de los precios de los inmuebles no residenciales: el ratio de capitalización buscado o deseado y el nivel de las rentas de alquiler. Cuando el ratio de capitalización desciende, los precios aumentan, y viceversa. En el caso de los alquileres, cuando éstos aumentan también lo hacen los precios.

El ratio de capitalización buscado o deseado depende a su vez de dos elementos: el primero, la rentabilidad de otras inversiones alternativas sin riesgo al que hay que añadir el segundo, la prima de riesgo del segmento inmobiliario que se trate. Desde mediados de 2007, a pesar de que las rentabilidades de largo plazo se han mantenido relativamente estables, el incremento de las primas de riesgo del sector inmobiliario ha llevado a un aumento del ratio de capitalización demandado para las inversiones no residenciales de más de dos puntos porcentuales en los tres sub-mercados.

En 2008 y 2009, el negativo impacto que ha tenido el aumento de los ratios de capitalización en los precios de los inmuebles no residenciales se puede estimar entre el -10% y -15%, dependiendo del segmento. En 2010, no prevemos que se produzcan aumentos añadidos en las primas de riesgo y pensamos que los ratios de capitalización se mantendrán estables en los niveles actuales por lo que esta variable no tendrá efectos significativos en los precios a lo largo del año. Sin embargo, en el medio y largo plazo, nuestras previsiones indican un aumento moderado de los tipos de interés que se traducirá en ratios de capitalización ligeramente más elevados que los actuales, lo que limitará la revalorización de los inmuebles destinados al alquiler.

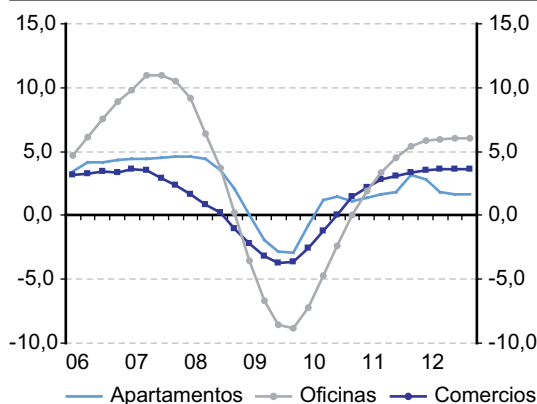
En relación con el segundo factor que afecta a los precios, el nivel de los alquileres, pensamos que continuarán descendiendo suavemente a lo largo de 2010 y que se estabilizarán a finales del año. A partir de 2011, con la recuperación económica ya en marcha, las rentas de alquiler mostrarán avances positivos que se consolidarán a medida que mejore la demanda. En general, cuatro son los factores que afectan a la formación de las rentas de alquiler: los ratios de desocupación, el volumen de oferta disponible, la generación de empleo y la evolución del ingreso de las familias. Cuando cualquiera de los dos primeros factores mencionados aumenta, los alquileres tienden a descender mientras que si es alguno de los dos últimos factores el que aumenta, los alquileres tienden a aumentar. Y viceversa.

Gráfico 31

Ratios de Capitalización (Diferencia con el tipo del Tesoro a 10 Años)

Fuente: REIS y BBVA Research

Gráfico 32

Alquileres Inmobiliario No Residencial (Variación Interanual)

Fuente: REIS y BBVA Research

Los apartamentos y las superficies comerciales saldrán más rápido de la crisis pero será el segmento de oficinas el más reforzado. Los hoteles o los espacios para manufacturas necesitarán de un periodo más largo para recuperarse

Desde 2005, la proporción de hogares que viven en régimen de alquiler ha aumentado casi dos puntos porcentuales hasta alcanzar, en el cuarto trimestre de 2009, el 32,8% del total de las viviendas ocupadas, según los últimos datos publicados por el Censo. El bajo nivel de transacciones de vivienda en la actualidad y la inestabilidad del mercado laboral sugieren que el peso de los hogares en régimen de alquiler en el total continuará aumentando también en 2010.

Sin embargo, a pesar del suave crecimiento de la demanda, se está produciendo un aumento del ratio de desocupación en los apartamentos en alquiler como consecuencia del intenso crecimiento de la oferta, que está siendo superior al de la demanda desde principios de 2008. De acuerdo con el Censo, a finales de 2009 había un total de casi 4,5 millones de viviendas en alquiler vacantes, un 16% por encima de la cifra existente a finales de 2007. Este elevado exceso de oferta ha llevado a que, a lo largo de 2009, se produjera un descenso tanto de las rentas de alquiler como de los precios de este tipo de inmuebles. A lo largo de 2010, la intensa ralentización de la nueva oferta y cierta mejora de la demanda, por el avance del empleo y el aumento de los ingresos de las familias, llevarán a que las rentas de alquiler detengan su descenso y se establezcan, para aumentar ligeramente a partir de 2011.

El descenso del consumo de las familias que se produjo en 2008 y 2009 tuvo un impacto claro en el segmento de las superficies comerciales, donde se destruyeron un total de 1,2 millones de empleos en los dos últimos años y la superficie vacante en alquiler aumentó un 45%, hasta alcanzar algo más del 10% del total de la superficie disponible, según los datos de REIS.

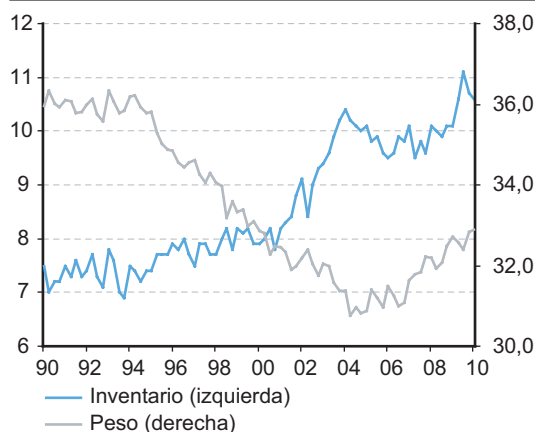
En los últimos meses de 2009 y los primeros de 2010, el consumo de las familias se recuperó ligeramente y esperamos que esa tendencia continúe a lo largo de 2010, lo que tendrá una repercusión positiva tanto en el empleo como en la demanda de superficies comerciales. De cualquier forma, es necesario que se produzca una recuperación del consumo más intensa y duradera para que se elimine el exceso de oferta existente en la actualidad en este segmento y se establezcan las rentas. Los menores ratios de desocupación existentes en ambos segmentos y la incipiente recuperación del consumo de las familias permitirán que la recuperación de los apartamentos en alquiler y del comercial retail sea más rápida que la de otros segmentos.

El segmento de oficinas se ha visto muy afectado por la intensa caída del empleo y, desde principios de 2009, por el proceso de racionalización de espacios iniciado en muchas empresas, que ha supuesto un significativo aumento del inventario disponible para alquilar. La destrucción, desde finales de 2007, de un total de más de 2,2 millones de empleos asociados al segmento de oficinas ha supuesto la vuelta al mercado de algo más de 29 millones de metros cuadrados de superficie alquilable. Como consecuencia de lo anterior, a lo largo de 2009, el ratio de desocupación en el segmento de oficinas aumentó dos puntos básicos. Este incremento del ratio de desocupación se debe básicamente a la significativa caída de la demanda, ya que el aumento de la oferta en los últimos años ha sido muy limitado.

En 2010, de acuerdo con nuestras estimaciones, y como consecuencia de las menores rentas de alquiler, los precios de los inmuebles descenderán del entorno del 10% en el segmento de las oficinas, del 5% en el de las superficies comerciales y algo más del 3% en el segmento de los apartamentos de alquiler. En 2011 y la primera mitad de 2012, los precios se estabilizarán y no será hasta la segunda mitad de 2012 cuando los aumentos de precios en el inmobiliario no residencial comiencen a ser superiores a la inflación. En el medio plazo, en un entorno en el que los alquileres crecerán a tasas similares a la inflación, el alza de los ratios de capitalización limitará las revalorizaciones de los inmuebles no residenciales.

Gráfico 33

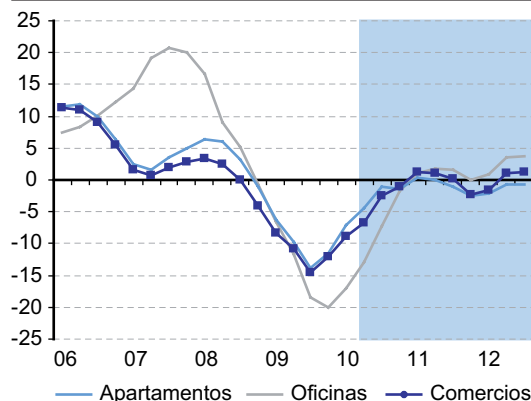
Vivienda de Alquiler [Inventario Disponible (%) y Peso en el Total (%)]



Fuente: U.S. Bureau of Census

Gráfico 34

Inmobiliario No Residencial: Precios [Variación Interanual (%)]



Fuente: BBVA Research

Tendencia en la Region de BBVA Compass

A lo largo de 2010, el mercado inmobiliario no residencial continuará debilitándose en, prácticamente, toda la región donde opera BBVA Compass, pero aparecerán los primeros síntomas de mejora en algunos segmentos

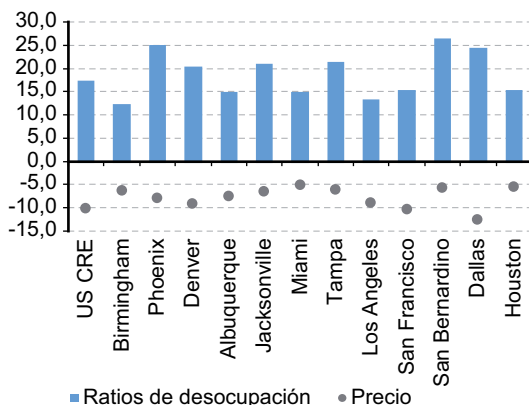
En 2010, la demanda inmobiliaria no residencial se mantendrá débil en casi todas las áreas metropolitanas de la región donde opera BBVA Compass, lo que llevará a un suave aumento de los ratios de desocupación, a pesar de que la nueva oferta de superficie va a ser muy escasa. Las rentas efectivas continuarán descendiendo, si bien a un ritmo inferior al de 2009, y las rentabilidades volverán a ser negativas en prácticamente casi todos los mercados de la región.

En el segmento de oficinas, los ratios de desocupación aumentarán en todas las áreas metropolitanas importantes de la región de BBVA Compass y los precios de las mismas continuarán la tendencia descendente iniciada en 2009. En 2010, en ciudades como Denver (CO), Jacksonville (FL) o Tampa (FL) una de cada cinco oficinas continuará desocupada mientras que en ciudades como Phoenix (AZ), San Bernardino (CA) o Dallas (TX) el exceso de oferta llegará a una de cada cuatro oficinas. En ciudades tales como Birmingham (AL), Albuquerque (NM), Los Ángeles (CA) o Houston (TX) los ratios de desocupación se mantendrán por debajo de la media nacional.

En 2010, el aumento de la oferta disponible de espacio de oficinas llevará a un descenso de los alquileres efectivos en las distintas áreas metropolitanas y, por extensión, de los precios de las oficinas. En el conjunto de la región donde opera BBVA Compass, según nuestras estimaciones, los descensos de precios serán inferiores a la media nacional, ello sin perjuicio de que en algunas ciudades, tales como Dallas, San Francisco (CA) o Denver los descensos sean más intensos que los de la media.

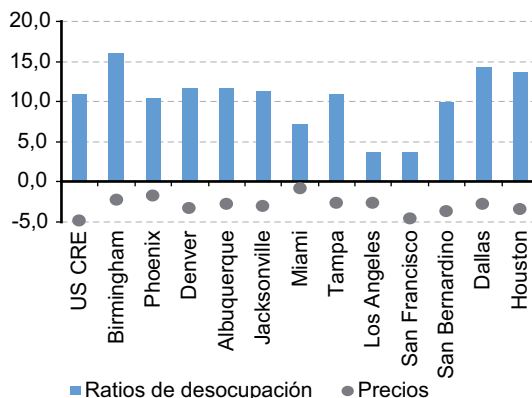
En el segmento del comercio minorista, los ratios de desocupación no han alcanzado aún los niveles del segmento de oficinas y en el conjunto de la región de BBVA Compass dichos ratios son inferiores a la media nacional excepto en las grandes ciudades de Texas, donde la inversión en este tipo de inmuebles ha sido significativamente elevada en los últimos años, y en algunas áreas de Alabama. Contrastan los bajos niveles de desocupación de las principales áreas metropolitanas de California.

Gráfico 35

Oficinas: Ratios de Desocupación y Precios
(Ratios en 2010 y Variación 2010/2009)


Fuente: BBVA Research

Gráfico 36

Comercial: Ratios de Desocupación y Precios
(Ratios en 2010 y Variación 2010/2009)


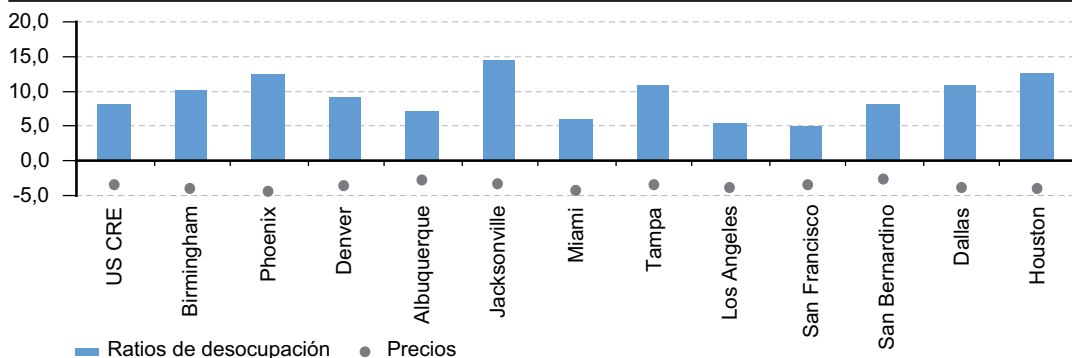
Fuente: BBVA Research

En el comercio minorista, la corrección de precios esperada en 2010 será menor que en el segmento de oficinas en prácticamente todos los mercados de la región de BBVA Compass. En relación con la media nacional, nuestras previsiones indican que los precios de las superficies comerciales en las principales ciudades del BBVA Compass se devaluarán menos que en otras regiones del país.

En el segmento de apartamentos de alquiler, en 2010, los ratios de desocupación alcanzaran niveles muy superiores a la media nacional en las principales áreas metro de Arizona, Florida y Texas, donde la oferta ha aumentado excesivamente en los últimos años mientras que se mantendrán más contenidos en las áreas metro de California, donde la salida al mercado de nueva oferta ha sido más limitada.

Este aumento de la oferta disponible continuará presionando los precios a la baja. Nuestras previsiones indican que los descensos de precios en este segmento en las ciudades de la región BBVA Compass estarán en línea con la media nacional. Las perspectivas para 2011 y 2012 son más positivas para los tres segmentos considerados; tanto en relación con los ratios de ocupación, que mejorarán, como con los precios, que mostrarán crecimientos por debajo de la inflación.

Gráfico 37

Apartamentos: Ratios de Desocupación y Precios
(Ratios en 2010 y Variación 2010/2009)


Fuente: BBVA Research

Determinantes de los precios en el inmobiliario no residencial: tres modelos de datos de panel

En general, cuatro son los métodos más utilizados para determinar el precio de los inmuebles comerciales destinados al alquiler: el ratio de capitalización, el descuento de los flujos de caja, el de ventas comparables y el del coste de reposición. Los dos primeros métodos se apoyan directamente en los ingresos generados por los inmuebles para determinar el precio del mismo, el tercer método lo hace de forma indirecta. El método de coste de reposición no depende del ingreso y se utiliza para validar los otros tres métodos.

Dado que el precio de los inmuebles no residenciales depende básicamente de los ingresos o rentas que estos inmuebles son capaces de generar, esta ha sido la variable a estimar.

Para determinar los flujos o ingresos por alquiler de los inmuebles no residenciales hemos partido de los datos de desocupación y rentas efectivas que proporciona REIS Inc para los tres sub-mercados de análisis (oficinas, apartamentos y comercio minorista) a los que hemos añadido datos de empleo, ingresos de las familias, precio de la vivienda y ratios de accesibilidad a la misma. Con los datos trimestrales de las 26 áreas metropolitanas más relevantes de la región donde opera BBVA Compass se han construido tres modelos de datos de panel, uno para cada submercado. El periodo de análisis comprende desde el primer trimestre de 2005 hasta el tercero de 2009.

Las ecuaciones resultantes son:

$$1 \quad \Delta(Ro) = c_o + \alpha_o \Delta ET + \beta_o \Delta Ro_{t-1} + \lambda_o \Delta VRo + \delta_o \Delta INVo$$

Where $\alpha_o, \beta_o > 0$; $\lambda_o, \delta_o < 0$

Esta ecuación representa la variación de rentas de alquiler en el segmento de oficinas (Ro) en función del empleo total (ET), la evolución pasada de las rentas del segmento (Ro_{t-1}), el ratio de desocupación del segmento (VRo) y el inventario disponible (INVo).

$$2 \quad \Delta(Ra) = c_a + \alpha_a \Delta IF + \beta_a \Delta HP + \lambda_a \Delta VRa + \delta_a \Delta CAa$$

Where $\alpha_a, \beta_a > 0$; $\lambda_a, \delta_a < 0$

Esta ecuación representa la variación de rentas en el segmento de los apartamentos en alquiler (Ra) en función de los ingresos de las familias (IF), la evolución de los precios de la vivienda (PV), el ratio de desocupación del segmento (VRa) y el coste de acceso a una vivienda (CAa).

$$3 \quad \Delta(Rr) = c_r + \alpha_r \Delta ET + \beta_r \Delta IF + \lambda_r \Delta VRr$$

Where $\alpha_r, \beta_r > 0$; $\lambda_r < 0$

Esta ecuación representa la variación de los alquileres en el segmento comercial minorista (Rr) en función del empleo total (ET), la evolución de los ingresos familiares (IF) y el ratio de desocupación del segmento (VRr).

Estas ecuaciones, junto con los coeficientes locales que se obtienen del modelo de datos de panel, permiten analizar la evolución de los distintos segmentos del inmobiliario no residencial. También nos permiten elaborar una serie de estimaciones sobre la evolución futura de las rentas y los precios de los distintos bienes inmuebles no residenciales en cada una de las áreas metropolitanas de análisis.

Los resultados de las estimaciones se presentan en forma de previsiones de rentas y precios nominales del comercial real estate en algunos gráficos del capítulo de inmobiliario no residencial.

De los resultados de los modelos se puede deducir que:

- En 2009, los alquileres se han ajustado en el segmento de oficinas en la misma cuantía que lo estimado por los modelos. En el segmento comercial, sin embargo, el ajuste ha sido mayor que el estimado por los modelos mientras que en el segment de apartamentos el ajuste ha sido menor
- En 2010, los alquileres continuarán descendiendo en el inmobiliario no residencial. En 2011 y 2012, la revalorización de los alquileres superará a la inflación solo en el segmento de oficinas
- En la región donde opera BBVA Compass, la inversión en inmobiliario no residencial presentará oportunidades atractivas a partir de 2011

Financiación hipotecaria

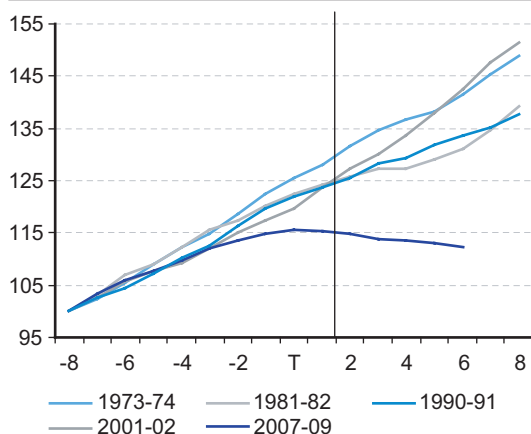
La crisis inmobiliaria ha llevado a un descenso del 2,9% del volumen de crédito hipotecario en año y medio. Las previsiones indican una vuelta a tasas de variación positivas a finales de 2010

La naturaleza hipotecaria de la recesión actual queda de manifiesto cuando comparamos la evolución del crédito hipotecario en los últimos cuarenta años: mientras que en las anteriores recesiones el crédito hipotecario mantuvo una tendencia de crecimiento relativamente estable; en la recesión actual, el saldo hipotecario ha descendido, tanto en términos reales como nominales. Desde mediados de 2008, el saldo de crédito hipotecario ha ido descendiendo paulatinamente hasta situarse en algo más de 14,3 billones de dólares a finales de 2009, lo que significa una caída de casi 400.000 millones de dólares en relación con el saldo máximo alcanzado el segundo trimestre de 2008. Es la primera vez que se produce un retroceso en el volumen total de crédito hipotecario desde que la Reserva Federal inició la recogida de datos en 1952. Del total del saldo de crédito hipotecario, casi \$10,8 billones correspondían a hipotecas residenciales, \$3,4 billones a hipotecas no residenciales y \$0,14 billones a hipotecas sobre suelo agrícola. Esta estructura del crédito hipotecario (75% sobre vivienda y 25% sobre no residencial) se ha mantenido relativamente estable desde mediados de los noventa.

En el periodo 2000-2007, el crédito hipotecario, especialmente el residencial, experimentó una intensa expansión gracias al impulso de diversos factores: tipos de interés reales negativos, estándares de crédito muy laxos, la introducción de nuevos productos en el mercado y el significativo desarrollo de la titulización hipotecaria. Como resultado de lo anterior, a finales de 2007, el saldo de crédito hipotecario alcanzó un volumen equivalente al 102% del GDP. En los dos últimos años, el anterior ratio ha descendido ligeramente hasta situarse, en el último trimestre de 2009, en el 98%. Por segmento, a finales de 2009, el peso del saldo hipotecario sobre residencias era equivalente al 74,6% del GDP mientras que el saldo hipotecario del no residencial suponía el 23,4%.

Gráfico 38

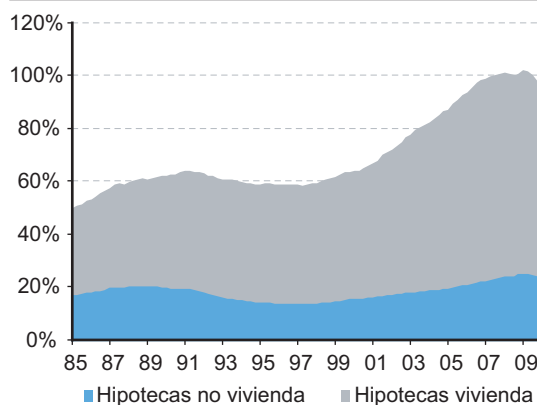
Saldo Hipotecario (Índice, T-8 trimestres=100, T=inicio de la recesión)



Fuente: BBVA Research y Federal Reserve

Gráfico 39

Saldo Hipotecario y PIB (Peso del Crédito Hipotecario en el PIB)



Fuente: Federal Reserve, BEA y BBVA Research

El fin del proceso de desapalancamiento hipotecario de los hogares será la tónica general a lo largo de 2010. El desapalancamiento del no residencial se extenderá también en 2011

El proceso de desapalancamiento financiero del sector inmobiliario está afectando tanto al segmento residencial como al no residencial; ahora bien, dicho desapalancamiento se inició antes y está siendo más intenso en el residencial que en el no residencial: según los datos del cuarto trimestre de 2009, mientras el saldo hipotecario sobre residencias familiares se redujo algo más del 3,5% en siete trimestres, el hipotecario sobre no residencial descendió el 2,8% en los últimos cuatro trimestres.

Desde el comienzo de la crisis residencial en 2007, el apalancamiento hipotecario de las familias, medido como el cociente entre crédito hipotecario de los hogares y el ingreso disponible de los mismos, ha descendido un 8%. Así, a finales de 2009, el saldo hipotecario de los hogares era equivalente al 96,9% de sus ingresos disponibles mientras que en el último trimestre de 2007 éste porcentaje ascendía al 105,3%. Nuestras previsiones indican que este cociente descenderá otro 2% añadido en la primer mitad de 2010, hasta situarse en un ratio del 95%, antes de comenzar a estabilizarse en la segunda mitad del año.

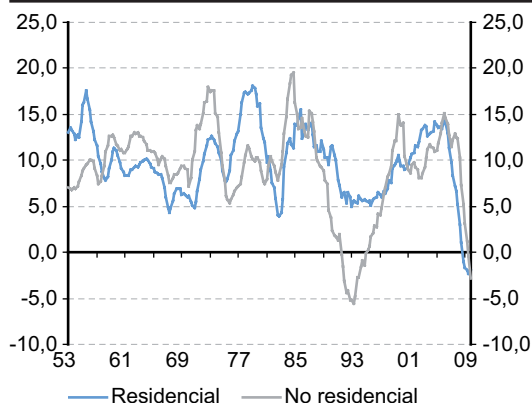
De seguir la mencionada evolución, una vez terminado el proceso de desapalancamiento, el crédito hipotecario se habrá corregido algo más del 10% en relación con el ingreso disponible de las familias. Este ajuste situaría al crédito hipotecario en línea con el peso que se desprende de la tendencia iniciada a mediados de los años setenta. El límite superior al crecimiento del crédito hipotecario residencial en el medio y largo plazo va a estar condicionado por la evolución del régimen de tenencia de la vivienda en propiedad, el nivel de los tipos de interés hipotecarios y la nueva regulación bancaria.

En el caso de las empresas, el desapalancamiento hipotecario, medido como el ratio entre crédito hipotecario comercial y los beneficios empresariales, está siendo más tardío que en el caso de las familias pero está mostrando una mayor intensidad. En el último trimestre de 2009, el saldo hipotecario de CRE era equivalente a 2,5 veces los beneficios empresariales, casi medio punto menos que el ratio de principios de año.

Este proceso de desapalancamiento del inmobiliario no residencial está muy condicionado por la propias características del negocio: las condiciones de la financiación del inmobiliario no residencial son diferentes y los agentes participantes están más profesionalizados que en el segmento residencial; además, el diferente trato fiscal de las propiedades comerciales y las residenciales genera incentivos para mantener diferentes regímenes de propiedad y estructuras financieras. La problemática de una y otra son también distintas: mientras los deudores del inmobiliario no residencial generalmente pagan la hipoteca con los ingresos que provienen del alquiler de los propios inmuebles, las familias lo hacen con sus ingresos personales.

Gráfico 40

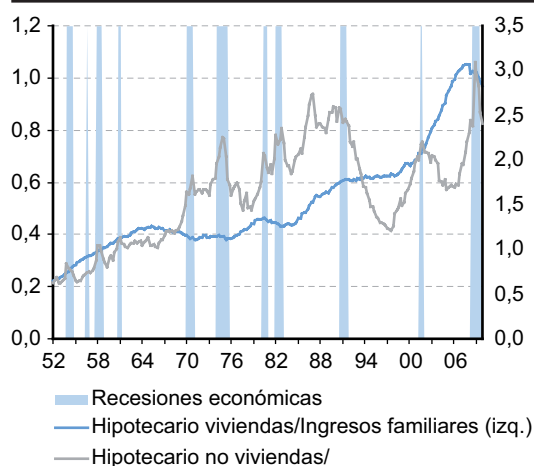
Crédito Hipotecario (Variación Interanual)



Fuente: Federal Reserve

Gráfico 41

Saldo Hipotecario, Ingresos Familiares y Beneficios Empresariales. Ratios



Fuente: Federal Reserve y BEA

El apoyo de la Administración está permitiendo que se mantenga la estructura histórica de captación de recursos para el crédito hipotecario

La obtención de recursos para la financiación del crédito hipotecario se canaliza, principalmente, a través del mercado de bonos (MBS y CMBS) y de las entidades financieras y, en menor medida, de los hogares y de la Administraciones Públicas. Así, a finales de 2009, en el caso de las hipotecas residenciales, el canal del mercado de títulos aportaba el 62,0% de los recursos, el de las entidades financieras el 25,4%, el de los hogares el 8,2% y las administraciones el 3,6%. En el caso de las hipotecas comerciales, la estructura de los recursos es ligeramente diferente y provienen principalmente de las entidades financieras, que aportaban el 59,1% del total mientras que el mercados de títulos aportaba tan solo el 25,3%, las administraciones participaban con el 8,2% mientras que las familias aportaban el 7,3% de los recursos.

En los últimos diez años, el importante desarrollo que tuvieron los instrumentos financieros hipotecarios (MBS y CMBS) permitieron que el peso de los recursos obtenidos en el mercado de bonos aumentara más de seis puntos porcentuales hasta alcanzar el 53%, en detrimento de la participación de las entidades financieras y los hogares que, en conjunto, ha descendido siete puntos porcentuales. A lo largo de 2009, el respaldo de la Administración a Fannie Mae y Freddie Mac permitió que se mantuviera estable el flujo de recursos proveniente del mercado de títulos, por lo que su peso relativo aumento ligeramente. Sin embargo, y a la vista de las dificultades existentes en la actualidad para la emisión de títulos hipotecarios, es de esperar que el peso de los recursos aportados por las entidades financieras se incremente en 2010 y 2011.

El deterioro de la cartera hipotecaria está alcanzando cotas históricas y no comenzará a moderarse hasta la segunda mitad de 2010

Desde comienzos de 2007, la calidad de la cartera hipotecaria se ha ido deteriorando paulatinamente hasta alcanzar, a finales de 2009, los ratios de morosidad y pérdidas más elevados de los últimos veinticinco años, cuando comenzó a recogerse la información. El deterioro de la cartera hipotecaria no ha alcanzado aún su techo y todo indica que continuará empeorando en la primera mitad de 2010. Ya en la segunda mitad de 2010, la estabilización de los precios de la vivienda, la mejora esperada del mercado laboral y los bajos tipos de interés hipotecarios limitarán el deterioro de la cartera. Tanto el ratio de morosidad como el de pérdidas comenzarán a descender significativamente a partir de la primera mitad de 2011.

A lo largo de 2009, el ratio de morosidad hipotecaria aumentó 3.4 puntos porcentuales hasta situarse en el 9.4% del total de la cartera mientras que las pérdidas crecían un punto porcentual y se situaban en el 2.8% del total de los créditos hipotecarios. En el cuarto trimestre de 2009, la morosidad era ligeramente más elevada en el segmento residencial, del 10.1%, que en el comercial, que era del 8.8% del total de la cartera. Las pérdidas hipotecarias, por el contrario, eran más elevadas en el segmento comercial, del 3.1%, que en el residencial, que eran del 2.7%. Nuestras previsiones indican que será el segmento residencial el primero que muestre una mejora de ambos ratios, en la segunda mitad de 2010, mientras que la calidad de la cartera del segmento no residencial no comenzará a mejorar hasta la segunda mitad de 2011.

Tabla 2

Ayudas del Gobierno al Mercado Hipotecario

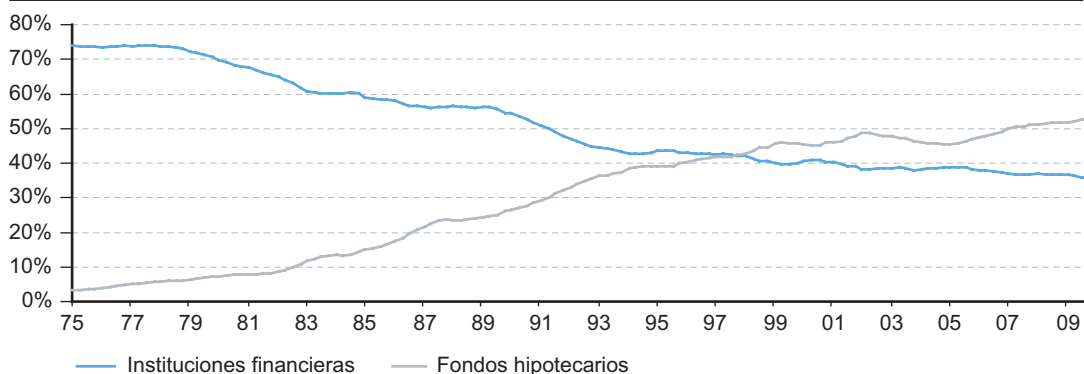
Programa	Presupuestado	Dispuesto
Compra Deuda de GSE*	\$200.000 Millones	\$175.000 Millones
Compra de Activos titulizados de las GSE	\$1,25 billones	\$1,25 billones
Term Auction Facility	\$500.000 Millones	\$109.500 Millones
Term Securities Lending Facility	\$250.000 Millones	\$0 Millones
Compra de Activos	\$52.500 Millones	\$38.000 Millones
Adquisición de Fannie Mae y Freddie Mac	\$400.000 Millones	\$144.000 Millones
Total	\$2,65 billones	\$1,65 billones

(*) GSE= Governmental Sponsored Enterprises (básicamente FMae y FMac)

Fuente: BBVA Research

Gráfico 42

Financiación Hipotecaria. Agentes



Fuente: Federal Reserve

Cómo mejorar el sistema de financiación hipotecaria

Introducción

Pocas veces se habían discutido los detalles de la financiación de los créditos hipotecarios de forma tan extensa en los medios como se discuten ahora, lo que se debe principalmente a la profunda crisis experimentada en Estados Unidos. Dado que en la actualidad grandes sectores de la financiación hipotecaria están bajo la tutela del gobierno, muchos analistas discuten distintas vías para hacer reformas en el sistema. En este artículo abordamos el sistema de financiación hipotecaria clásico y las posibles reformas o la privatización parcial tanto de Fannie Mae (FNM) como de Freddie Mac (FDM).

Las primeras titulizaciones hipotecarias se produjeron a partir de las garantías ofrecidas por el gobierno. Las economías de escala de las entidades patrocinadas por el gobierno (FNM y FDM) y el bajo coste de titular las hipotecas supuso un importante impulso para el desarrollo de este sistema de financiación, que ha permitido aumentar la proporción de vivienda en propiedad en Estados Unidos. En la siguiente sección, describimos las probables reformas de las entidades patrocinadas por el gobierno en términos de privatización parcial.

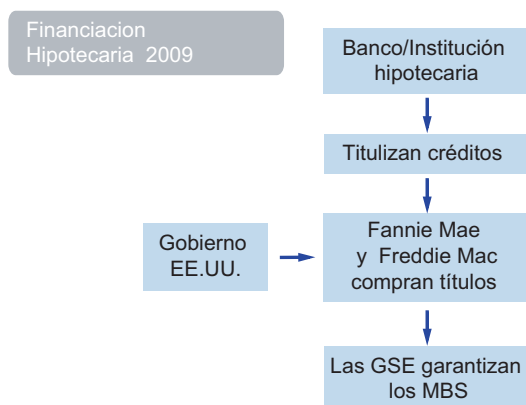
Uno de los elementos que faltan en el esquema actual es la diversificación de productos de pasivo del sistema de financiación hipotecaria. En los párrafos siguientes, hacemos hincapié en la necesidad de que exista una diversidad de productos de financiación y examinamos el papel que tienen las cédulas hipotecarias en Europa. Si se ampliara la variedad de productos mediante el uso de cédulas hipotecarias se beneficiaría enormemente la financiación hipotecaria en EE.UU.

El sistema clásico

La estructura de la financiación de la vivienda se ha centrado fundamentalmente en el establecimiento de un gran canal de liquidez. El método dominante de financiación hipotecaria de Estados Unidos no surgió de forma espontánea por la acción de los empresarios. Fue el gobierno el que inició esta forma de financiación hipotecaria al garantizar el pago de los títulos hipotecarios que reúnen los requisitos del programa. La garantía de pago contrarrestó la tendencia natural de los agentes del mercado a ser excesivamente pesimistas acerca de la probabilidad de cumplimiento, lo que impediría la apertura de algunos mercados del mundo real. En muchos aspectos, hay determinados mercados que se "hacen" más que "nacen". En esta sección, trataremos el perímetro del sistema existente y sus determinantes.

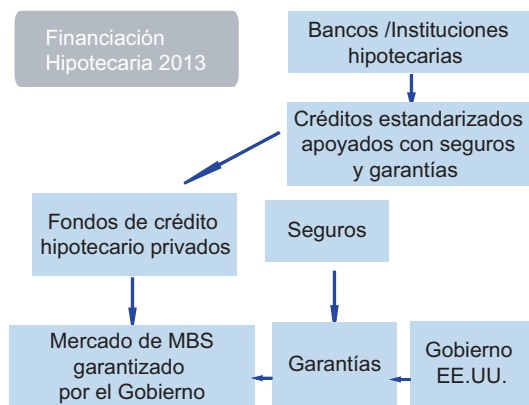
Antes de la crisis financiera de 2008, el sistema de financiación hipotecaria de EE.UU. funcionaba principalmente a través de grandes titulizaciones de hipotecas. Los bancos, los prestamistas hipotecarios y otras empresas emitían créditos hipotecarios y se los vendían a la Asociación Nacional Federal Hipotecaria (Fannie Mae) o a la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios (Freddie Mac). Estas organizaciones tienen una gran influencia en el mercado hipotecario, ya que las obligaciones de estas entidades patrocinadas por el gobierno (las EPG, que incluyen Fannie Mae, Freddie Mac y los 12 bancos federales de préstamos hipotecarios) ascienden a 6,6 billones de dólares, y son propietarias o avalan en torno al 56% de las hipotecas familiares del país. Es importante indicar que las turbulencias más recientes tuvieron como consecuencia el primer descenso del saldo vivo hipotecario, lo que da una idea de la magnitud del impacto de la crisis. La influencia de las EPG en la financiación hipotecaria es mayor que la de los bancos comerciales.

Gráfico 43

Financiación Hipotecaria 2009

Fuente: BBVA Research

Gráfico 44

Financiación Hipotecaria 2013

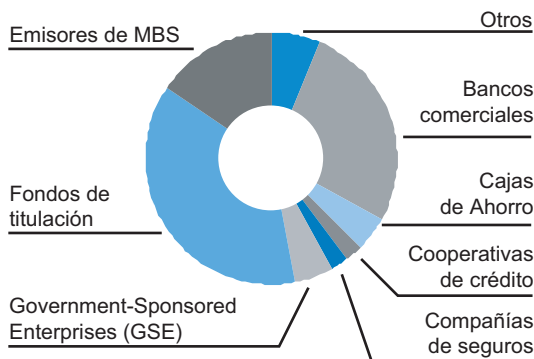
Fuente: BBVA Research

Fannie Mae y Freddie Mac siempre han contado con el respaldo implícito del gobierno de los Estados Unidos. Su misión antes de la intervención gubernamental de 2008 incluía proporcionar liquidez y encargarse de integrar los créditos conformes o convencionales en títulos hipotecarios. Aunque también se produjo alguna actividad de titulización de carácter privado, la inmensa mayoría de la titulización se realizó a través de las EPG. Estas entidades reservan capital para los créditos retenidos y emiten títulos con garantía hipotecaria (MBS) para el resto. Los activos hipotecarios titulizados permiten a los inversores intercambiar efectivo por un título (MBS) que se compone del flujo de efectivo de las hipotecas. La EPG garantiza el pago puntual del principal y los intereses del título y por consiguiente, el MBS se comercializa libremente en el mercado.

En este punto del proceso, se utilizan las agencias de calificación para evaluar la calidad de los créditos que componen los títulos hipotecarios. Cuando se generan los créditos y luego se distribuyen, es necesario que alguna institución adopte la posición de un intermediario que mantenga los créditos en su cartera. Las agencias de calificación recibieron comisiones de las entidades emisoras, lo que implica la posible existencia de un conflicto de intereses, de modo que se redujo la objetividad. Otro problema adicional es el hecho de que la SEC (equivalente a la Comisión del Mercado de Valores) ha limitado la competencia en el mercado para las calificaciones crediticias desde 1975. Algunas de las primeras indagaciones del gobierno en los resquicios del sistema de financiación hipotecaria comenzaron con investigaciones sobre las prácticas de las agencias nacionales de calificación.

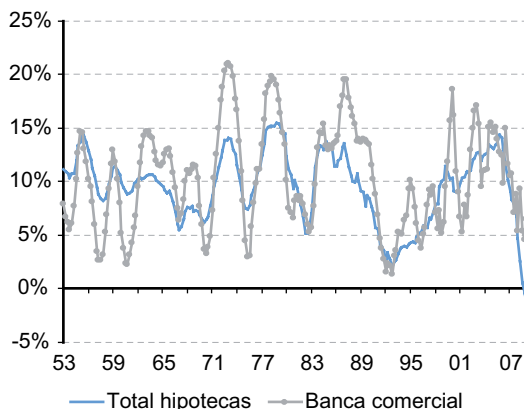
El sistema, por tanto, se benefició del coste relativamente bajo de la función de agrupación de las EPG a través de su economía de escala y del respaldo implícito del gobierno. Entre los inconvenientes de este sistema se incluye la separación del originador del riesgo del crédito, lo que puede dar lugar a problemas de riesgo moral y a la degradación de la integridad de los estándares hipotecarios. El propio tamaño de las EPG, la magnitud de los activos hipotecarios tóxicos y el colapso de algunas empresas ha centrado la atención en la necesidad de reformar la financiación hipotecaria.

Gráfico 45

Exposición Hipotecaria por Instituciones, 2009Q4

Nota: Otros incluye: Hogares, Fondos de Pensiones, Fondos Estatales y Federales, REITs y Empresas sin Animo de Lucro.
Fuente: Reserva Federal

Gráfico 46

Banca Comercial y Financiación Hipotecaria [Saldo Total. Variación Interanual (%)]

Fuente: Reserva Federal

Reformas de Fannie Mae y Freddie Mac

Hay diversas vías posibles para reformar las EPG, entre las que se incluyen: (1) la nacionalización, (2) la solidificación del statu quo, (3) la privatización parcial o total. El resultado más probable para las EPG (y la estrategia más lógica para el gobierno) es la privatización parcial. La parcialidad se deriva del hecho de que algunos programas gubernamentales para fomentar la vivienda social y otras iniciativas para combatir la pobreza impiden eliminar la participación del gobierno. Por ejemplo, la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) seguirá desempeñando un papel en la financiación de viviendas asequibles.

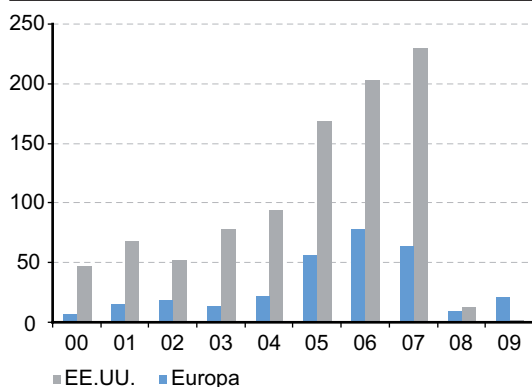
Un mercado hipotecario de varios billones de dólares no es algo que se pueda reducir fácilmente, de modo que algunas de las teorías que implican el desmantelamiento total del sistema de titularización en Estados Unidos resultan rocambolescas en la práctica. Al mismo tiempo, dada la exposición crediticia del gobierno a Fannie Mae y Freddie Mac, la única opción de salida de dicha exposición radica en un sistema de financiación hipotecaria titularizado que funcione bien. En otras palabras, la única forma de que el gobierno se libere del lastre de las EPG es garantizar que exista una financiación hipotecaria titularizada, lo que permitirá vender las entidades hipotecarias patrocinadas por el gobierno al sector privado.

La perspectiva de comprar del gobierno la capacidad de agrupar o titularizar hipotecas sería atractiva para el sector privado por dos razones principales. En primer lugar, al igual que ha ocurrido en las experiencias de privatización de otros países, en el propio proceso de privatización se creará gran cantidad de valor de forma instantánea, debido principalmente al hecho de que de pronto pasarán al mercado el valor y el precio de lo que una vez fue competencia del gobierno. En segundo lugar, esta privatización permitirá al sector privado participar en cada punto de la cadena de valor de la financiación hipotecaria, lo que puede producir ganancias procedentes de la integración vertical. La principal ventaja para el gobierno, aparte de eliminar de sus libros una iniciativa con problemas, sería recaudar fondos del sector privado para pagar el creciente déficit fiscal. Un problema derivado del proceso de privatización es la posibilidad de que el gobierno tenga que crear un "banco malo", es decir, un vehículo diseñado con fines específicos, para depositar algunos de los créditos deteriorados que quedan de la crisis. La necesidad de crear tal entidad dependerá de la evolución de los créditos en el mercado actual.

Sin embargo, como ya se ha mencionado, el proceso de privatización no eliminará por completo el papel exclusivo del gobierno en la sostenibilidad de la financiación hipotecaria. Un sistema basado en los títulos hipotecarios privatizados podría funcionar de la forma siguiente. Primero se crean las hipotecas y luego se venden a distintos tituladores de créditos para su estandarización y agrupación en títulos valores. Es muy probable que esto conlleve una menor variedad de créditos e instrumentos aceptables que el sistema original, ya que el gobierno definiría determinadas condiciones para cada lote. Cada lote de créditos hipotecarios privados pondría precio y reservaría capital para el riesgo crediticio de los préstamos. En esencia, los títulos de créditos hipotecarios retendrían fundamentalmente capital para el riesgo crediticio de los préstamos. En cuanto al proceso de titulización, los lotes o paquetes de créditos hipotecarios pagarían una tasa para un fondo de seguros dirigido por una autoridad reguladora patrocinada por el gobierno, algo semejante a la Corporación de Depósitos y Seguros Federales (FDIC) para los MBS. Esta autoridad reguladora también supervisaría las operaciones de los lotes de créditos del mismo modo que el FDIC supervisa a los bancos que participan en su plan de seguros de depósitos. Sin embargo, este seguro proporcionaría simplemente una garantía de seguridad del pago puntual de intereses y principal. El respaldo del gobierno de EE.UU., en combinación con esta garantía, contribuye a garantizar la liquidez del mercado. Pero, en realidad, ¿hasta qué punto resolverían estas posibles reformas el problema de la financiación hipotecaria en EE.UU.?

Gráfico 47

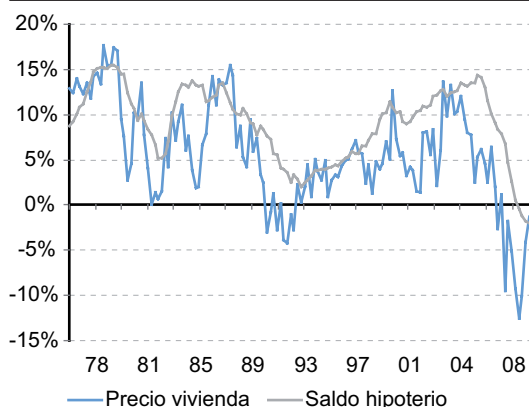
Emisión de CMBS en Europa y EE.UU. (En Miles de Millones de \$)



Fuente: CMSA

Gráfico 48

Saldo Hipotecario y Precio de Viviendas (Variación Interanual)



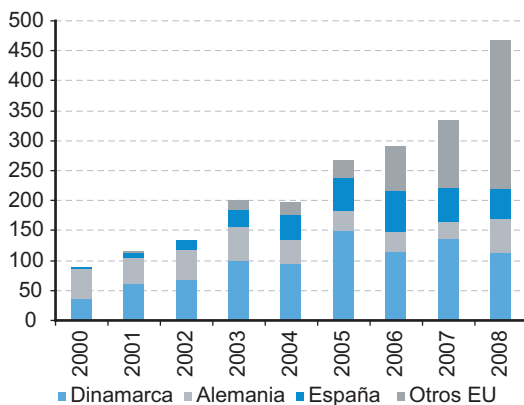
Fuente: U.S. bureau of Census y Reserva Federal

Financiación: ¿canal o producto?

La solidez siempre es aconsejable, pero el sistema necesita una diversificación mayor para eliminar la fragilidad

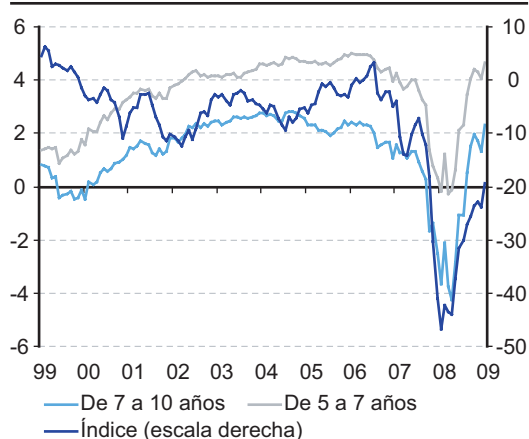
El problema con el sistema existente y con las posibles reformas es que reflejan un enfoque excesivo en el canal de financiación más que en los productos de financiación. Los orígenes de las EPG se encuentran en el deseo de crear una nueva vía para la financiación de créditos hipotecarios, más que en sostener productos financieros innovadores y heterogéneos. En abril de 2009, Andrew Haldane, Director Ejecutivo de Estabilidad Financiera del Banco de Inglaterra, dio un discurso sobre el papel de la regulación y los productos financieros en la crisis de 2008 dentro del contexto de redes de adaptación complejas. En 2008, el sistema financiero, según afirmó Haldane, era un sistema sólido pero frágil a la vez. La solidez procedía del alto nivel de actividad de determinados productos. Los MBS alcanzaron nuevos niveles de crecimiento e interés. Al mismo tiempo, el sistema era frágil debido a que la actividad se producía en las mismas áreas o productos. Si el sistema financiero fuera un ecosistema, podríamos imaginárnoslo como un ecosistema con demasiados ejemplares del mismo animal.

Gráfico 49

**Europa: Emisión de Bonos Hipotecarios
(En Miles de Millones de \$)**

Fuente: ECBC

Gráfico 50

**Diferencial de los Bonos Hipotecarios
Alemanes (En Relación a la Deuda
Soberana)**

Fuente: Markit y Bloomberg

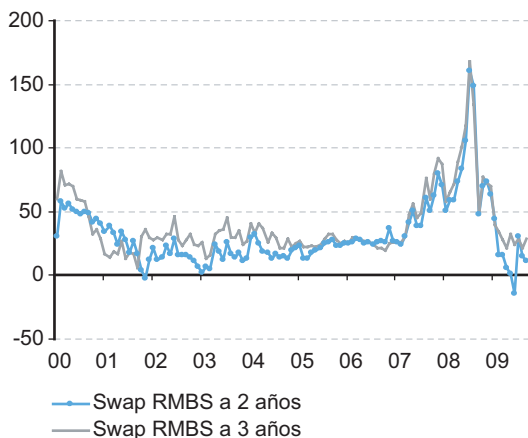
Una forma obvia de incrementar la diversidad de la captación de recursos financieros de EE.UU. es crear más productos. Durante mucho tiempo, la innovación financiera implicaba variaciones sobre el mismo tema de los MBS. En concreto, EE.UU. podría considerar la potenciación del crecimiento de las cédulas hipotecarias en el sistema de financiación hipotecaria. Las cédulas hipotecarias se han estado usando durante siglos en Europa y representan aproximadamente un mercado de 3 billones de dólares. Las cédulas hipotecarias son instrumentos de deuda garantizadas contra un lote de créditos hipotecarios sobre los que el inversor tiene derechos preferentes en caso de impago por parte del emisor. Para que haya un mercado de cédulas hipotecarias, se requieren algunos marcos institucionales únicos: en la Unión Europea, existen varias leyes con respecto a los criterios y la idoneidad de los activos de las cédulas hipotecarias. Por lo común, las cédulas hipotecarias se consideran un "recurso doble", ya que mantienen dos niveles de defensa: son obligaciones del prestamista emisor y están garantizadas por la cartera de cobertura subyacente.

En otras palabras, a diferencia de los MBS, las cédulas hipotecarias permanecen en el balance del emisor. Tanto los MBS como las cédulas hipotecarias permiten a las instituciones bancarias emitir una gran cantidad de instrumentos a la vez, acudir a los mercados financieros y diversificar su base de financiación. Antes de la crisis, las instituciones bancarias con sede en EE.UU. disfrutaban de la capacidad de los MBS para disminuir sus necesidades de capital, ya que estos instrumentos no se mantienen en los balances. En el caso de los MBS, el generador del crédito pasa el riesgo crediticio al instrumento titulado, pero en el sistema de las cédulas hipotecarias, el riesgo se mantiene y se aparta capital para cubrir el instrumento.

Durante la reciente crisis financiera, los diferenciales swap de activos residenciales (RMBS) crecieron de forma espectacular. Los diferenciales swap de activos miden la calidad del crédito de un emisor teniendo en cuenta el escenario donde el inversor canjea el pago fijo de un bono por pagos que reflejan el riesgo crediticio del emisor de un activo. Sin embargo, las cédulas hipotecarias experimentaron cierta presión durante la crisis, ya que se veían desde la perspectiva de los simples diferenciales de precios con respecto a la deuda soberana.

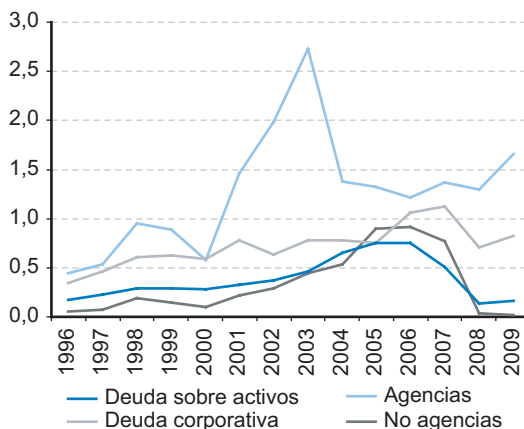
El respaldo del gobierno a las EPG permitía un coste relativamente bajo de la titulización de hipotecas en Estados Unidos, lo que unido a las ventajas que ofrecen los MBS de aligerar el capital, hacía que por lo general el sistema estadounidense se alejara de las cédulas hipotecarias. En cambio, el sistema financiero basado principalmente en los bancos de la Unión Europea se centró en las cédulas hipotecarias. Con la probable desaparición de la titulización de hipotecas de créditos convencionales del gobierno en Estados Unidos, aumentará el coste de creación de los MBS. Además, las nuevas normas y reglamentos del capital reducirán ligeramente los beneficios de capital de los MBS. Por consiguiente, podemos sugerir razonablemente que la diferencia de emisión entre los MBS y las cédulas hipotecarias será menos pronunciada en el futuro. A esta suposición hay que añadir la necesidad de una red financiera para diversificar productos más que canales.

Gráfico 51

**Swap de los MBS de Vivienda en EE.UU.
(MBS de las Agencias en Relación al
Gobierno, en Puntos Básicos)**

Fuente: Bloomberg

Gráfico 52

**Emisión de Títulos. Datos Anuales
(En Billones de \$)**

Fuente: SIFMA

Conclusión

Dada la exposición del gobierno al mercado hipotecario que conllevan las EPG y el creciente déficit federal, lo más probable es que se produzca cierta privatización de las entidades más grandes (FNM y FDM), lo que representa una enorme oportunidad para las empresas privadas que estén especializadas o que tengan experiencia en el mercado hipotecario. Sin embargo, el alcance de las reformas no está enfocado de forma adecuada en la diversidad de los productos financieros dentro del sistema de financiación hipotecaria de EE.UU. Una forma en que la financiación hipotecaria estadounidense puede lograr una mayor variedad es a través del uso de cédulas hipotecarias, que se utilizan ampliamente y de forma satisfactoria en Europa. Según nuestras previsiones, en el futuro, las cédulas hipotecarias se harán cada vez más competitivas en relación con los MBS, dados los cambios regulatorios y las reformas del gobierno con respecto a la financiación hipotecaria.

Previsiones

Tabla 3

Inmobiliario Residencial: Indicadores y Previsiones

Población (millones)	Región BBVA							
	US	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX Compass
2008	304,1	4,7	6,5	36,6	4,9	18,4	2,0	24,3
2009	307,0	4,7	6,6	37,0	5,0	18,5	2,0	24,8
2010	310,3	4,8	6,8	37,3	5,1	18,7	2,0	25,3
2011	313,2	4,8	6,9	37,6	5,2	18,9	2,1	25,8
2012	316,0	4,8	6,9	37,9	5,3	19,1	2,1	26,3

Hogares (millones)	Región BBVA							
	US	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX Compass
2008	117,2	1,9	2,3	12,4	1,8	7,2	0,8	8,5
2009	117,3	1,9	2,3	12,5	1,9	7,3	0,8	8,8
2010	118,4	1,9	2,4	12,6	2,0	7,4	0,8	9,0
2011	119,5	1,9	2,4	12,7	2,0	7,4	0,8	9,2
2012	120,6	1,9	2,5	12,9	2,0	7,5	0,8	9,3

Fuente: Censur y BBVA Research

Precio de las Viviendas (Usadas)

Variación Interanual	US	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX
2008	-5,9	-1,3	-16,9	-24,5	-2,7	-20,6	-1,1	1,3
2009	-4,6	-0,8	-17,9	-12,1	0,3	-15,8	-4,7	0,1
2010	1,2	1,3	-4,6	2,2	1,6	-2,1	-0,6	1,3
2011	2,7	2,1	1,6	2,8	1,6	1,7	1,4	1,9
2012	2,9	1,9	2,1	2,6	2,4	2,3	2,4	2,3

Accesibilidad a la Vivienda Precio Vivienda/Ingresos Familiares

	US	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX
2008	3,8	3,3	3,7	5,6	3,5	3,3	4,2	1,3
2009	4,0	3,2	3,2	5,2	3,4	2,9	4,0	2,6
2010	4,0	3,2	2,9	5,2	3,4	2,8	3,9	2,6
2011	3,9	3,1	2,9	5,1	3,3	2,8	3,8	2,6
2012	3,9	3,1	2,9	5,1	3,3	2,8	3,8	2,6

Fuente: FMFA y BBVA Research

Tabla 5

Inmobiliario No Residencial: Indicadores y Previsiones

Inmobiliario No Residencial Variación Interanual		Dato	Previsión		
		2009	2010	2011	2012
Albuquerque (NM)					
Oficinas	Renta Efectiva	-2,1	-1,0	2,3	3,6
	Precio	-9,8	-7,6	-0,4	1,0
Comercios	Renta Efectiva	-2,9	1,6	2,0	2,3
	Precio	-11,2	-2,8	-0,7	-0,4
Apartamentos	Renta Efectiva	-0,2	1,5	1,6	1,7
	Precio	-8,7	-2,8	-1,2	-1,0
Birmingham (AL)					
Oficinas	Renta Efectiva	0,1	0,4	4,0	5,2
	Precio	-7,7	-6,3	1,2	2,6
Comercios	Renta Efectiva	-2,6	2,1	2,6	2,6
	Precio	-10,9	-2,3	-0,2	0,0
Apartamentos	Renta Efectiva	-0,6	0,3	2,4	2,4
	Precio	-9,0	-4,0	-0,4	-0,2
Dallas (TX)					
Oficinas	Renta Efectiva	-5,3	-6,4	-1,3	-0,4
	Precio	-12,6	-12,7	-3,8	-2,8
Comercios	Renta Efectiva	-1,2	1,6	3,1	3,2
	Precio	-9,6	-2,8	0,3	0,5
Apartamentos	Renta Efectiva	0,7	0,4	1,6	1,6
	Precio	-7,9	-3,9	-1,2	-1,0
Denver (CO)					
Oficinas	Renta Efectiva	-4,9	-2,5	7,3	8,1
	Precio	-12,3	-9,1	4,4	5,4
Comercios	Renta Efectiva	-2,9	1,0	3,3	3,4
	Precio	-11,2	-3,3	0,5	0,7
Apartamentos	Renta Efectiva	-0,8	0,7	0,6	0,6
	Precio	-9,2	-3,6	-2,1	-2,0
Houston (TX)					
Oficinas	Renta Efectiva	0,8	1,2	7,4	8,7
	Precio	-7,0	-5,6	4,6	6,0
Comercios	Renta Efectiva	-1,5	0,9	1,6	1,7
	Precio	-9,9	-3,4	-1,2	-1,0
Apartamentos	Renta Efectiva	0,7	0,3	1,0	1,0
	Precio	-7,9	-4,0	-1,7	-1,6
Jacksonville (FL)					
Oficinas	Renta Efectiva	-4,3	0,1	5,9	7,1
	Precio	-11,8	-6,6	3,1	4,5
Comercios	Renta Efectiva	-5,7	1,4	3,8	4,0
	Precio	-13,7	-3,0	1,0	1,4
Apartamentos	Renta Efectiva	-0,4	0,9	1,1	1,2
	Precio	-8,9	-3,4	-1,6	-1,4

Continúa en la siguiente página

Tabla 5 (cont.)

Inmobiliario No Residencial: Indicadores y Previsiones

Inmobiliario No Residencial Variación Interanual		Data	Forecast		
		2009	2010	2011	2012
Los Angeles (CA)					
Oficinas	Renta Efectiva	-6,1	-2,3	7,2	8,9
	Precio	-13,4	-8,9	4,4	6,2
Comercios	Renta Efectiva	-1,1	1,8	3,8	4,4
	Precio	-9,5	-2,6	0,9	1,7
Apartamentos	Renta Efectiva	-3,3	0,4	2,4	2,6
	Precio	-11,6	-3,9	-0,4	-0,1
Miami (FL)					
Oficinas	Renta Efectiva	-3,0	1,8	12,1	13,5
	Precio	-10,6	-5,0	9,1	10,7
Comercios	Renta Efectiva	-5,0	3,6	4,9	5,1
	Precio	-13,2	-0,9	2,0	2,4
Apartamentos	Renta Efectiva	-3,8	0,0	1,4	1,5
	Precio	-12,0	-4,3	-1,4	-1,1
Phoenix (AZ)					
Oficinas	Renta Efectiva	-9,0	-1,2	6,8	9,1
	Precio	-16,0	-7,9	3,9	6,4
Comercios	Renta Efectiva	-4,1	2,6	5,2	5,6
	Precio	-12,3	-1,8	2,4	2,9
Apartamentos	Renta Efectiva	-3,3	-0,2	2,7	2,8
	Precio	-11,6	-4,5	-0,1	0,2
San Francisco (CA)					
Oficinas	Renta Efectiva	-12,8	-3,8	2,8	4,3
	Precio	-19,6	-10,3	0,1	1,7
Comercios	Renta Efectiva	-1,1	-0,3	1,6	2,4
	Precio	-9,5	-4,5	-1,2	-0,2
Apartamentos	Renta Efectiva	-4,2	0,9	3,0	3,2
	Precio	-12,4	-3,5	0,2	0,5
San Bernardino (CA)					
Oficinas	Renta Efectiva	-6,0	1,0	10,1	11,8
	Precio	-13,4	-5,8	7,2	9,0
Comercios	Renta Efectiva	-5,4	0,7	3,4	4,2
	Precio	-13,5	-3,6	0,6	1,5
Apartamentos	Renta Efectiva	-3,2	1,7	2,6	2,7
	Precio	-11,5	-2,6	-0,2	0,1
Tampa (FL)					
Oficinas	Renta Efectiva	-6,0	0,6	7,4	8,0
	Precio	-13,3	-6,1	4,6	5,4
Comercios	Renta Efectiva	-4,6	1,6	4,0	4,8
	Precio	-12,8	-2,7	1,1	2,1
Apartamentos	Renta Efectiva	-1,0	0,9	2,5	2,6
	Precio	-9,4	-3,5	-0,3	-0,1

Fuente: REIS y BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad Estados Unidos de BBVA Research

Chief Economist

Nathaniel Karp
 +1 713 881 0604
 nathaniel.karp@bbvacompass.com

Hakan Danis
 +1 713 843 5382
 hakan.danis@bbvacompass.com

Jason Frederick
 +1 713 843 5369
 jason.frederick@bbvacompass.com

Jeff Herzog
 +1 713 843 5348
 jeff.herzog@bbvacompass.com

Kristin Lomicka
 +1 713 881 0655
 kristin.lomicka@bbvacompass.com

Marcial Nava
 +1 713 881 0604
 marcial.nava@bbvacompass.com

Ignacio San Martín
 +1 713 881 0620
 ignacio.sanmartin@bbvacompass.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Mayte Ledo
 teresa.ledo@grupobbva.com
 Escenarios Financieros
Daniel Navia
 daniel.navia@grupobbva.com
 Sistemas Financieros
Ana Rubio
 arubiog@grupobbva.com
 Escenarios Económicos
 Regulación

España y Europa:

Rafael Doménech
 r.domenech@grupobbva.com
 España
Miguel Cardoso
 miguel.cardoso@grupobbva.com
 Europa
Miguel Jiménez
 mjimenezg@grupobbva.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
 alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
 Análisis Transversal
Sonsoles Castillo
 s.castillo@grupobbva.com
 Pensiones
David Tuesta
 david.tuesta@grupobbva.com
 Asia
Stephen Schwartz
 stephen.schwartz@bbva.com.hk
 Sudamérica
Joaquín Vial
 jvial@bbva.cl
 Argentina
Gloria Sorensen
 gsorensen@bancofrances.com.ar
 Chile
Alejandro Puente
 apuente@grupobbva.cl
 Colombia
Juana Téllez
 juana.tellez@bbva.com.co
 Perú
Hugo Perea
 hperea@grupobbva.com.pe
 Venezuela
Oswaldo López
 oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
 ant.pulido@grupobbva.com
 Equity y Crédito
Ana Munera
 ana.munera@grupobbva.com
 Tipos de Interés, Divisas y
 Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
 luisen.rodriguez@grupobbva.com
 Asset Management
Henrik Lumholdt
 henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y Mexico:

Jorge Sicilia
 j.sicilia@bbva.bancomer.com
 Estados Unidos
Nathaniel Karp
 nathaniel.karp@bbvacompass.com
 México
Adolfo Albo
 a.albo@bbva.bancomer.com
 Análisis Macro México
Julián Cubero
 juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

BBVA RESEARCH USA

5 Riverway, Suite 320
 Houston TX 77056
 U.S.
 Teléfono: + 1 713 341 8200
 E-mail: researchusa@bbvacompass.com