

El sector inmobiliario y su impacto en el ciclo económico



Fernando Rodríguez y R. de Acuña
 Doctor en CC Económicas y Empresariales
 Doctor en Derecho
 Presidente de R.R. de Acuña & Asociados

Como continuación al artículo publicado el día 27 de mayo en el diario EXPANSIÓN, "El ciclo económico el gran desconocido" hemos creído conveniente realizar una explicación más detallada sobre el papel del sector inmobiliario en cuanto a su duración y magnitud y como coadjutor en el ciclo global.

Si analizamos los diferentes países en el tiempo, el peso de la edificación dentro del PIB viene a ser de un 5/10% (como es el caso de España en los periodos de 1980 y de los años 2000) con un multiplicador del orden del 2,5%. Quiere decirse que su efecto sobre el PIB es del 12% al 25%. Siendo ello así, una contracción fuerte de la edificación, según en la banda en que estos, coadyuva de forma sensible a la contracción del PIB.

El ciclo contractivo del sector inmobiliario se produce porque la oferta y el precio de la misma es mayor

años 2000, lo que nos indica la magnitud del desajuste actual.

Cuando se produce un desajuste entre la oferta y la demanda, por razón de los excesos de oferta y/o precios y/o debilidad de la demanda, para que el sector vuelva a adentrarse en un periodo de crecimiento y con ello el PIB, son necesarios los siguientes ajustes:

El devolver el equilibrio al sector, el precio financiado no solamente ha de igualarse con el nivel adquisitivo de la renta de los hogares, sino que los precios han de descender más, puesto que han de captar una demanda mayor que absorba los excesos de stock existentes y han de compensar la caída de la demanda que se origina, como consecuencia del desempleo y que se deriva de la disminución de la producción que produce el proceso de ajuste.

Durante el proceso de ajuste de

stock; y con disminuciones drásticas del PIB, que dará lugar a caídas del empleo; el ajuste tendrá que producirse con descensos de los precios medios de la vivienda en términos nominales.

Hay que resaltar que en el caso de que no se produzca a medio plazo un equilibrio cambiario de la balanza de pagos (descenso sensible del precio del petróleo y del euro) y/o un descenso drástico del tipo de interés, la posibilidad de ajustar la oferta con la demanda se vuelve muy complicado.

Finalmente cabe mencionar que las notas expuestas solamente nos sirven de carácter explicativo y orientativo en cuanto a los tiempos magnitud de los ajustes y desajustes. Sin embargo, las situaciones que se han dado en el tiempo no son iguales en ningún caso ni para todos los productos ni para todas las áreas.

Lo interesante no es solamente co-

Contracorriente



Sonsoles Castillo
 Economista Jefe Análisis Transversal
 en Economías Emergentes
 Servicio de Estudios BBVA

Mientras los mercados internacionales siguen digiriendo los problemas derivados de la crisis de crédito, calibrando su impacto en las economías y tratando de anticipar cuando se iniciará la salida de esta situación, otros mercados saborean las mieles del éxito. No deja de sorprender que en plena ebullición en los mercados internacionales, al menos la primavera de 2008 así será recordada por muchos, algunos países hayan mantenido una trayectoria económica muy positiva y hayan conseguido escalar posiciones en el ranking hasta dar el "gran salto". Este ha sido el caso de dos países latinoamericanos, Perú y Brasil, que en los últimos dos meses han conseguido el "grado de inversión" lo que los sitúa entre el privilegiado grupo de países con mejores condiciones de financiación en los mercados internacionales. A primeros de abril la agencia Fitch Ratings otorgó el grado de inversión a la deuda soberana del Perú, en moneda extranjera, ubicándola en BBB, con outlook estable, y a finales de abril Standard & Poors's hacia lo propio con Brasil (recientemente realizada también por Fitch). Así, ambos países se convierten en el tercer y cuarto país latinoamericano en alcanzar el grado de inversión.

La obtención por parte del gigante brasileño del grado de inversión ha sido largamente esperada y responde, en palabras de la propia calificadora, a la maduración de las instituciones brasileñas y al conjunto de sus políticas que se han traducido en una mejoría del déficit fiscal y externo y en un aumento de las perspectivas de crecimiento. De hecho, entre los aspectos más sobresalientes del desempeño de la economía brasileña cabe destacar un marco macroeconómico más sólido y políticas más ortodoxas que reflejan un mayor compromiso con el ajuste fiscal y el control de precios, la mayor solvencia financiera, el desarrollo del sector financiero y la diversificación del cuadro exportador. En el caso de Perú, el mercado también descontaba con cierta probabilidad este evento teniendo en cuenta entre otros, el elevado y continuo crecimiento económico, los resultados positivos de las cuentas del sector público que están permitiendo una continuada reducción de la deuda pública, la holgada posición externa y la acumulación de reservas internacionales. En el actual contexto, es especialmente destacable para la economía peruana el avance en la diversificación sectorial de la producción y de las inversiones.

Prima de riesgo

El impacto inmediato de la obtención del grado de inversión ya lo hemos visto en los mercados, reducción de la prima de riesgo país, disminución del rendimiento de los bonos soberanos, presiones apreciatorias sobre las divisas y revalorizaciones bursátiles ante el mayor demanda de títulos brasileños y peruanos. Pero las buenas noticias no deberían acabar aquí, tras el up-grade cabría esperar una mayor entrada de flujos de capitales, tanto de corto plazo en la medida en que los fondos de inversión con límites de exposición en emergentes sin grado de inversión tendrían mayor holgura para adquirir bonos globales emitidos por los gobiernos de ambos países, y lo que es más importante, flujos de largo plazo. De hecho, cabría esperar una mejora en la composición de los flujos (lo que, al menos en caso de Brasil, ayuda a resolver al principal riesgo actual: financiación de la cuenta corriente). Otros estímulos adicionales para estas economías derivarían potencialmente, tal y como demuestra la evidencia empírica, de la reducción de la volatilidad en los mercados domésticos o la mejoría de las condiciones de financiación de las empresas domésticas.

Indudablemente las consecuencias para las economías brasileña y peruana son positivas, pero también es cierto que los retos siguen siendo grandes. Así, la reciente obtención del grado de inversión debería de convertirse en un revulsivo no sólo para consolidar los avances realizados sino también para acometer nuevas reformas que permitirán elevar el crecimiento potencial de estas economías y que precisan de nuevos impulsos.

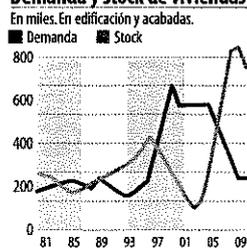
RADIOGRAFÍA DEL CICLO INMOBILIARIO

Ciclo contractivo Ciclo expansivo

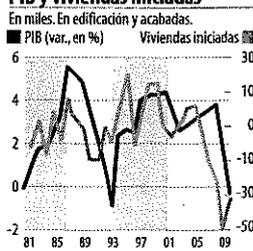
Precio viv. financiada y salario



Demanda y stock de viviendas



PIB y viviendas iniciadas



FUENTE: Elaboración propia

EXPANSIÓN

que la demanda y su nivel adquisitivo. Para una mejor comprensión de ello, podemos observar el gráfico adjunto en donde se refleja la evolución de las principales variables durante el período 1981-2009 en el caso español.

Siguiendo la misma nomenclatura del artículo del pasado 27 de mayo la secuencia del ciclo es la siguiente:

- Periodos 2 y 3, el precio financiado se encuentra por debajo o igual al salario, lo que hace que el stock se mantenga entorno o por debajo de la demanda. En esta posición las viviendas iniciadas se incrementan, al incrementarse éstas, el PIB crece.

- Periodos 4 y 1, el precio financiado de la vivienda sube por encima de los salarios y hace que el stock se sitúe por encima de la demanda. Ello produce una disminución de las viviendas iniciadas y una caída del PIB.

En otro orden, como se puede observar, el desajuste entre stock y demanda es muy inferior en los periodos 2 y 4 de los años 1990 a los de los

precios se producirán descensos del precio de la vivienda en términos reales, con mayor o menor intensidad, según sea mayor o menor la evolución de los salarios, la evolución del empleo y el tamaño del stock y dependiendo de que el tipo de interés suba o baje. De ser los movimientos de las variables citadas tímidos, producirá descensos en los precios de las viviendas en términos nominales.

Cuando el desajuste es bajo y se producen descensos del tipo de interés, la evolución de los salarios suele impedir cualquier caída de precios medios de las viviendas de primera residencia en términos nominales.

En los momentos actuales, con la evolución esperada de los salarios tímida; las variaciones de los tipos de interés pequeños; con niveles altos de

El ajuste deberá producirse con descensos de los precios medios de la vivienda en términos nominales

nocer lo expuesto y ser consciente del ciclo inmobiliario, de su magnitud y de su duración y efecto, sino conocer la oferta y la demanda que existe en los momentos actuales por productos y áreas y cual será la posición que tomarán cada uno de estos a corto, medio y largo plazo.

Nota:

* El precio financiado obedece a la cuota del 70/80% del precio de la vivienda (según periodos) por el término necesario para amortizar esta cantidad.

* El stock es la cantidad de viviendas acabadas y en construcción que quedan sin vender al final de un periodo.

* Las variaciones fuertes del PIB en el periodo 1997-1999 no se deben sólo a las variaciones de la edificación sino al comienzo y finalización de las obras de las Olimpiadas y de la Expo así como la entrada en la Unión Europea, si nos referimos a los comienzos de los años 80.

El efecto de las viviendas iniciadas incide en la economía con toda intensidad con un retraso de uno o dos años.