>04

Febrero 2007 _ Edición semestral

INFORME INMOBILIARIO

Actualidad y perspectivas

FORCADELL-UNIVERSITAT DE BARCELONA

INFORME INMOBILIARIO FEBRERO 2007

SUMARIO

COYUNTURA

PERSPECTIVAS DEL MERCADO INMOBILIARIO RESIDENCIAL EN 2007 2

EVOLUCIÓN INTERNACIONAL DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA DURANTE LA ÚLTIMA DÉCADA: ¿EXISTE SOBREVALORACIÓN? 14

INVERSIÓN

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO (III) 22

LEGISLACIÓN

LA NUEVA LEGISLACIÓN SOBRE SUELO Y VIVIENDA: UN ENFOQUE DESAFORTUNADO 36

VPO: SITUACIÓN ACTUAL Y EVOLUCIÓN 40

Editar: FORCADELL

Consejo editorial:
Carles Vila - *Presidente y Consejero Delegado de FORCADELL*
Óscar Gorgues - *Director General de FORCADELL*
Antonio Manresa - *Director CREB, Catedrático de Teoría Económica de la UNIVERSITAT DE BARCELONA*

Dirección:
Gonzalo Bernardos – *Profesor Titular de Teoría Económica y Director del Master de Asesoría y Consultoría Inmobiliaria de la UNIVERSITAT DE BARCELONA*

Coordinación editorial:
Cristina Vinyoles – *Directora de Marketing y Comunicación de FORCADELL*

Análisis y redacción:
Perspectivas del mercado inmobiliario residencial en 2007
Por Gonzalo Bernardos – Director del Master de Asesoría y Consultoría Inmobiliaria de la UB

Evolución internacional de los precios de la vivienda durante la última década: ¿existe sobrevaloración?
Por Luis Díaz – Investigador del CREB

Estrategias de inversión en el mercado inmobiliario (III)
Por Gonzalo Bernardos – Director del Master de Asesoría y Consultoría Inmobiliaria de la UB

La nueva legislación sobre suelo y vivienda: un enfoque desafortunado
Por Gonzalo Bernardos – Director del Master de Asesoría y Consultoría Inmobiliaria de la UB

VPO: Situación actual y evolución
Por Maite Rego – Consultora inmobiliaria de Forcadell

Producción: IGOL - www.igol.es
Tirada: 10.000 ejemplares
Depósito Legal: B-25590-2005

Nota: la información contenida en la presente publicación no tiene carácter contractual, por lo que se declina cualquier responsabilidad sobre la incidencia que pudiera ejercer sobre los precios de mercado. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación sin previa autorización de la empresa editora.

Tel. +34 93 496 54 86 • Fax +34 93 496 54 34 • e-mail: marketing@forcadell.com

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 1

LA VIVIENDA: OTRA VEZ

Tanto tiempo anunciando que los precios de la vivienda habían tocado techo, que superaban la capacidad adquisitiva de los compradores, que el ritmo de crecimiento de la construcción era insostenible, que al final ha sido realidad. De hecho, nadie dudaba de que el momento llegaría. La incertidumbre estaba en el cuándo. Tres años atrás ya se vaticinaba una caída importante del crecimiento de los precios como consecuencia del bajón de las ventas y el mantenimiento de los ritmos de construcción.

Tardó un poco más, pero ahora sí, ahora ya podemos decir que nos encontramos en pleno aterrizaje. Se inició a comienzos del pasado ejercicio y se acentuó a lo largo del mismo. El tiempo medio de venta de las unidades como mínimo se ha duplicado y ya son muchas las promociones que, una vez finalizada su construcción, no han comprometido la venta, ni siquiera, de la mitad de las unidades.

La cuestión que se suscita ahora es qué grado de brusquedad tendrá el aterrizaje: si el ángulo de toma de tierra es el adecuado, si alguna de las ruedas está pinchada o si no se abre el tren de aterrizaje. Cualquiera de estas situaciones puede frustrar un aterrizaje placentero y feliz. Diríase que algunos han atisbado, con fundamento o sin él, que era mejor bajarse del avión antes de la última escala y otros han embarcado hacia otros destinos más atractivos actualmente. Lo que sí está asegurado, es que más de un pasajero va a marearse en la última etapa del trayecto. Dependerá de la capacidad de adaptación de cada uno a los condicionantes del mercado y de la correcta selección de las ubicaciones. En cuanto a lo primero es esencial la flexibilidad de las negociaciones para mejorar los ritmos de venta, que a su vez permitan aligerar la carga financiera. Y en relación a lo segundo, la recuperación de la importancia de una buena ubicación para las promociones.

El reencuentro entre oferta y demanda, el equilibrio deseable entre ambas, puede, en general, tardar un tiempo en producirse. Los capaces de adaptarse más rápidamente a la nueva situación del mercado seguirán recogiendo los beneficios propios de una época más estable y mucho más profesionalizada.

Ahora las preguntas comienzan a ser otras: ¿Cuál será el sector económico que actuará de locomotora estos próximos años?, ¿Cuánto durará esta etapa de transición?, ¿Cuándo volverán a coincidir los factores favorables que permitieron el despegue del sector inmobiliario?. Los dos próximos ejercicios nos aproximarán a las respuestas. Veremos si nos hallamos ya en la parte baja del ciclo o bien seguimos aún en fase de aterrizaje.

Carles Vila i Polls
Presidente y Consejero Delegado de FORCADELL

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 2

PERSPECTIVAS DEL MERCADO INMOBILIARIO RESIDENCIAL EN 2007

ANTECEDENTES (I): LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2006

En el último año, la economía mundial continuó con la fase expansiva iniciada en 2003, situándose el incremento del PIB mundial en un 5,1%. Desde la década de los 70, no había existido en un período cuatrienal un auge económico de similar intensidad *(véase la figura 1)*. Esta espléndida evolución estuvo sustentada en la expansión simultánea de las tres principales economías del mundo (Estados Unidos, Alemania y Japón) y en el elevado crecimiento de los países en vías de desarrollo más significativos (10,4% en China, 9,2% en India y 7,5% en Rusia).

En el ejercicio de 2006, la economía de Estados Unidos entró en una progresiva desaceleración. No obstante, en el conjunto del período, su crecimiento económico fue similar al observado en el año anterior (3,2%). La finalización del "boom" inmobiliario (el precio de la vivienda cayó un 9,7% entre octubre de 2005 y septiembre de 2006) fue el principal motivo de la desaceleración económica. La reduc-

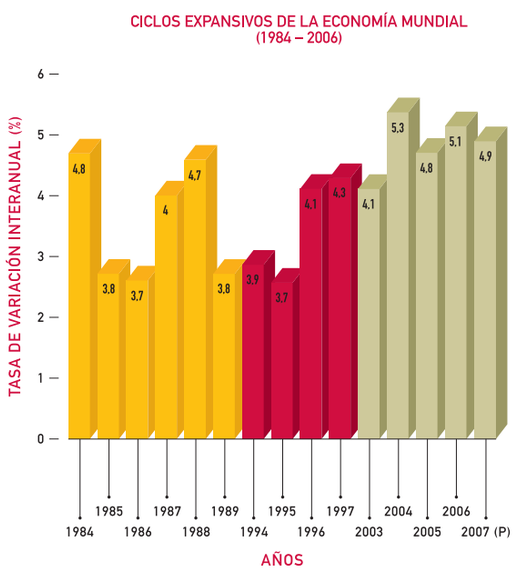

Figura 1 **Fuente:** *FMI*

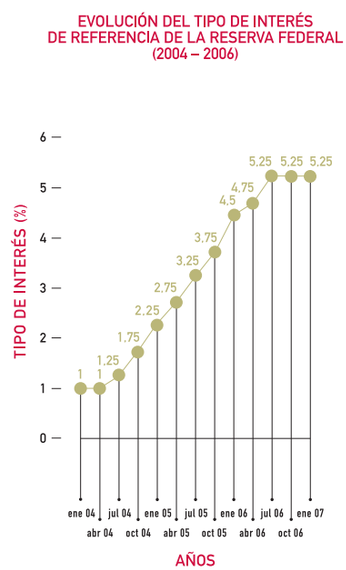

Figura 2 **Fuente:** *Reserva Federal de EE.UU.*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 3

ción de las transacciones y el descenso del precio de la vivienda generaron una disminución de la inversión en construcción residencial, una inferior creación de empleo, un menor dinamismo del consumo privado y un decremento de la riqueza de las familias. Las dudas sobre la magnitud de la desaceleración económica provocaron la interrupción, y posiblemente finalización, del período de subidas del tipo de interés de referencia iniciado por la Reserva Federal en junio de 2004 *(véase la figura 2)*.

En Alemania, después de un lustro de estancamiento, la demanda interna se recuperó. Las reformas estructurales realizadas condujeron a un incremento de la inversión empresarial, una significativa creación de empleo y un progresivo despegue del consumo privado. La recuperación de la anterior demanda, junto a la fortaleza de las exportaciones (Alemania es el primer exportador de la economía mundial), posibilitaron un incremento del PIB del 2,5% *(véase la figura 3)*. El incremento de la recaudación fiscal y

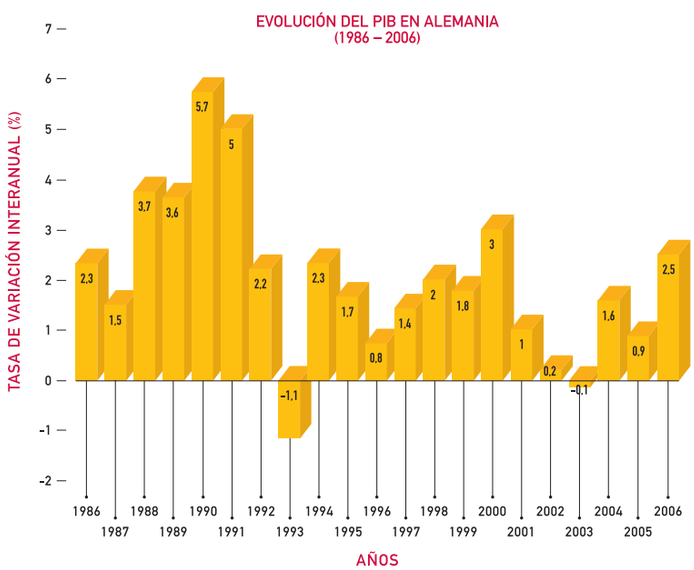

Figura 3 ***Fuente:*** *FMI*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 4

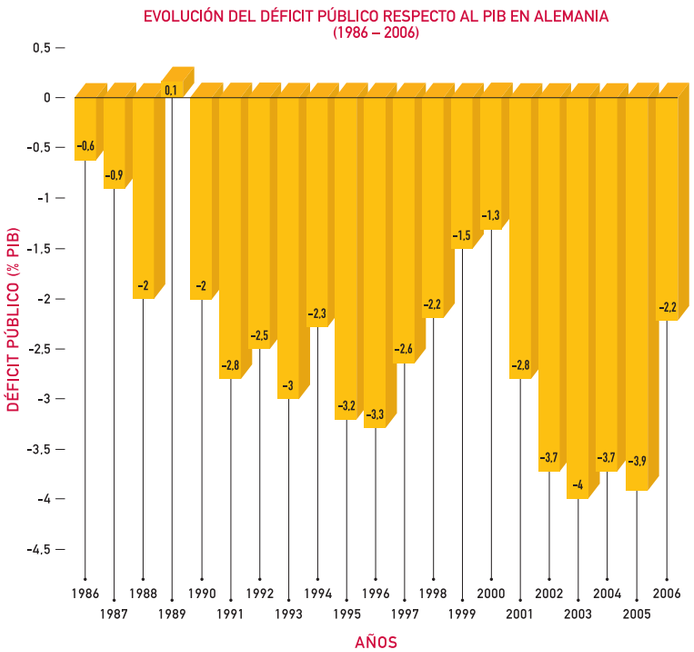

Figura 4 ***Fuente:*** *FMI*

la moderación del gasto público permitieron una notoria reducción de su déficit público (al 2,2% del PIB). Esta disminución hizo que Alemania cumpliera, por primera vez desde el año 2002, el correspondiente criterio de convergencia de Maastricht (déficit público inferior o igual al 3% del PIB - *véase la figura 4*).

La recuperación de Alemania repercutió muy positivamente sobre la economía de la UME (el PIB alemán es alrededor del 30% del correspondiente a la eurozona) e hizo que ésta creciera a un ritmo notoriamente más elevado que en los ejercicios anteriores (2,6% - *véase la figura 5*). Aunque el consumo privado tuvo una positiva evolución, la clave de la recuperación estuvo en el magnífico comportamiento de la inversión en bienes de equipo, especialmente la efectuada por el sector manufacturero. A través del importante aumento de las exportaciones, la economía de la zona euro también se benefició del elevado crecimiento del PIB mundial. La adecuada evolución económica de la UME hizo que el BCE tuviera una mayor preocupación por reducir los riesgos inflacionistas que por estimular el crecimiento económico. Esta situación provocó una subida continuada del tipo de interés de referencia (desde el 2,25% hasta el 3,5%) y la progresiva normalización de su política monetaria *(véase la figura 6)*.

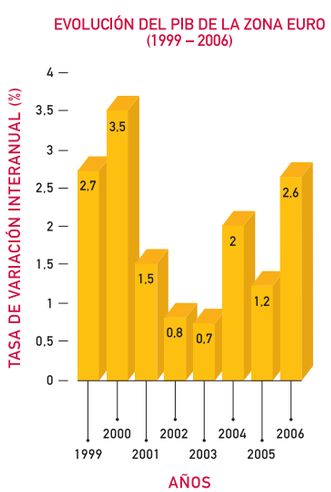

Figura 5 ***Fuente:*** *FMI*

El aspecto más destacable de la economía japonesa fue la finalización del período deflacionista iniciado en 1999 *(véase la figura 7)*. Aunque parezca paradójico, la mejor noticia económica del año en Japón tuvo que ver con la aparición de una pequeñísima tasa de inflación (previsiblemente un 0,3% al final del ejercicio). La llegada de ésta comportó la clausura de la etapa de "rebajas permanentes" que incitaban a las familias a demorar su gasto. La aparición de inflación abrió la expectativa de una futura recuperación del consumo privado y de un mayor crecimiento económico en los próximos ejercicios. Además, dicha aparición provocó la subida del tipo de interés de referencia al 0,25% y el abandono por parte del Banco de Japón de la política de tipo de interés nulo iniciada en marzo de 2001. Evidentemente, la consolidación de una tasa de inflación positiva implicaría en el futuro un conjunto de nuevas subidas de tipos y la realización de una política monetaria más convencional.

No obstante, siguen existiendo numerosas dudas sobre la capacidad de crecimiento de la economía japonesa en un próximo futuro. En el año 2006, el gas-

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 5

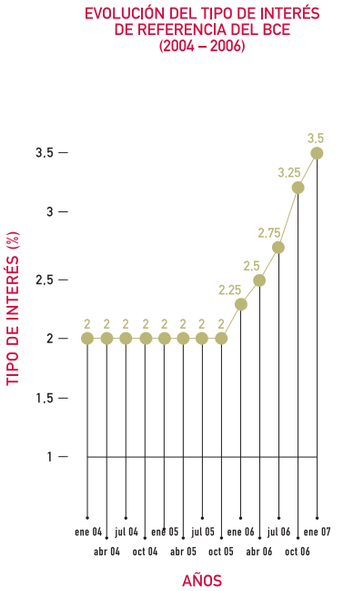

Figura 6 **Fuente:** *Banco Central Europeo*

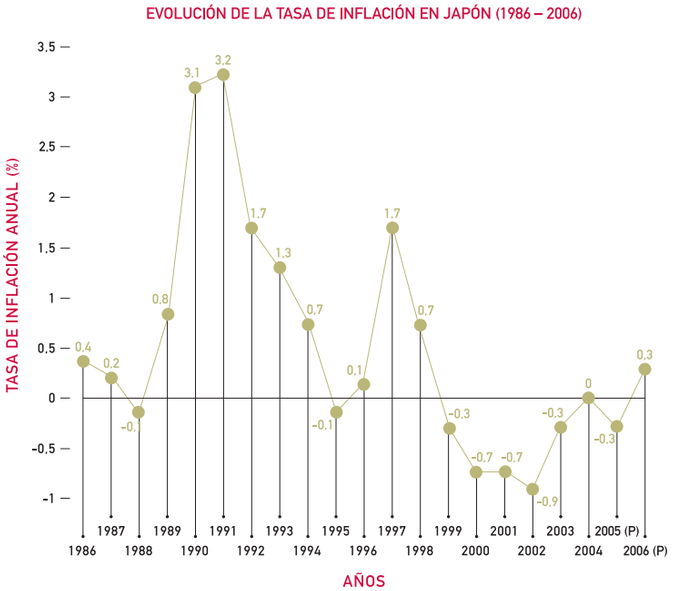

Figura 7 **Fuente:** *OCDE*

to de las familias continuó siendo débil, constituyendo su futura evolución la principal incógnita sobre el grado de fiabilidad de la recuperación económica observada durante los últimos años *(véase la figura 8)*. Previsiblemente, el crecimiento habrá sido del 2,4% (el ejercicio fiscal en Japón finaliza el 31 de marzo), siendo los principales impulsores del mismo la inversión empresarial en bienes de equipo y las exportaciones. Finalmente, es de destacar la subida del precio de la vivienda en un significativo número de las principales ciudades. Es la primera vez que sucede desde 1991. El precio del petróleo sufrió una evolución errática a lo largo del ejercicio *(véase la figura 9)*. Llegó a un máximo histórico en agosto de 2006, para posteriormente realizar un acusado descenso. Las expectativas de una significativa desaceleración de la economía de Estados Unidos, un invierno suave debido al cambio climático y de una elevada ofer-

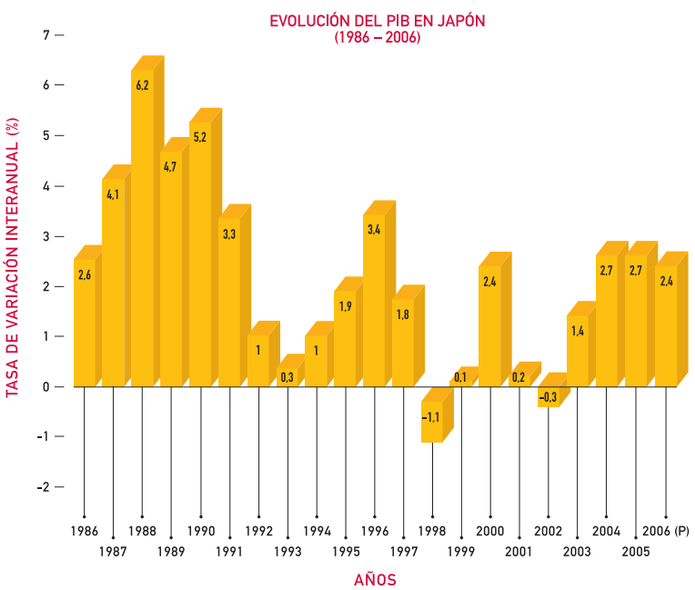

Figura 8 **Fuente:** *OCDE y Banco de Japón*

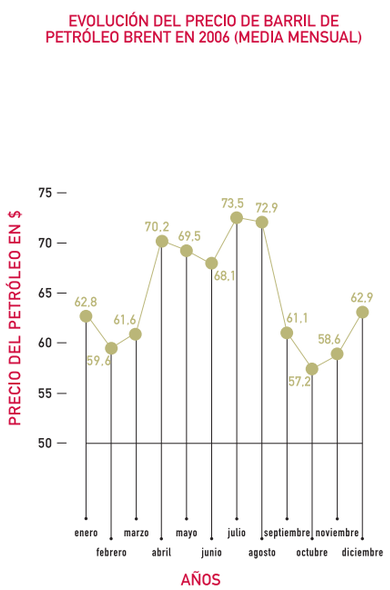

Figura 9 **Fuente:** *Reuters*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 6

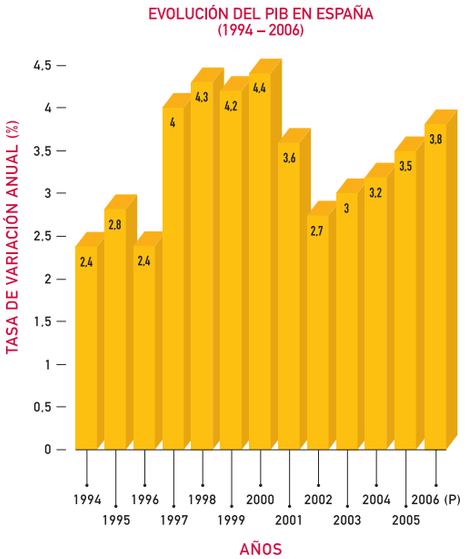

Figura 10 ***Fuente:*** *Banco de España y elaboración propia*

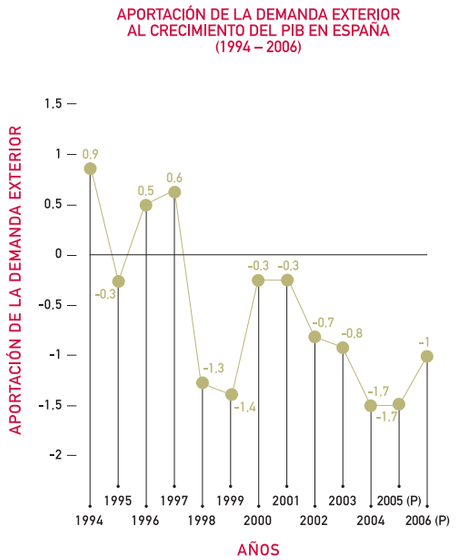

Figura 11 ***Fuente:*** *Banco de España y elaboración propia*

ta (la mayor de los últimos veinte años) por parte de los países productores no pertenecientes a la OPEP, fueron las principales causas de este descenso.

ANTECEDENTES (II): LA EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2006

Durante el ejercicio de 2006, la economía española tuvo una magnífica evolución. Previsiblemente, el PIB creció un 3,8%. En términos comparativos, un 0,3% adicional al observado en 2005 *(véase la figura 10)*. El crecimiento económico fue superior al previsto, pues el Ministerio de Economía y la mayoría de analistas esperaban en 2006 una suave desaceleración del mismo.

En el último año, dos principales aspectos afectaron a la economía española: la recuperación de la zona euro y las subidas de tipos de interés realizadas por el BCE. La mayor repercusión sobre el PIB del primer factor explica en gran medida el brillante comportamiento de la economía española durante 2006. Además, en el último trimestre, el importante decremento del precio del petróleo contribuyó de forma decisiva a incrementar el crecimiento (vía disminución del gasto en importaciones) y a reducir la tasa de inflación. Sin embargo, este elevado incremento del PIB no se tradujo en un significativo aumento de la renta per cápita ni en una importante mejora de la convergencia real con la Unión Europea. Esta situación tuvo como principales factores explicativos un crecimiento de la productividad inferior a la media europea y un incremento de la población ocupada, superior a esta última pero relativamente similar a la variación del número total de habitantes en España.

El impacto de la subida de tipos de interés sobre el consumo privado y las importaciones condujo a la economía española a un crecimiento menos desequilibrado. También contribuyó positivamente, aunque en menor medida, la mejor evolución de las exportaciones derivada de la recuperación económica de la zona euro. En el último ejercicio, la demanda nacional fue menos expansiva, reduciendo previsiblemente su aportación positiva al PIB desde el 5,2% al 4,8%. En cambio, la demanda exterior tuvo un comportamiento menos restrictivo. Su contribución negativa al crecimiento económico se redujo en un 0,7% (desde el -1,7% al -1%). No obstante, la aportación negativa del sector exterior continuó siendo excesiva *(véase la figura 11)* y reflejadora de dos de los principales problemas de la economía española: un patrón económico inadecuado y un importante déficit de competitividad.

A pesar de su desaceleración, el consumo privado continuó creciendo a un ritmo muy satisfactorio. Dicho crecimiento fue consecuencia de la positiva evolución de las rentas salariales, de la intensa creación de empleo observada *(véase la figura 12)* y de la refinanciación de deudas. La elevada subida del precio de la vivienda advertida en los últimos años permitió en el pasado ejercicio que numerosas familias realizaran la agrupación de varios préstamos en uno y ampliaran la deuda contraída con las entidades financieras. Debido a ello, el endeudamiento de las familias continuó creciendo y se situó alrededor del 120% de la renta disponible de las mismas *(véase la figura 13)*.

También aumentó significativamente el endeudamiento de las empresas. Las perspectivas favorables de la economía de la zona euro y un gasto de las familias en España relativamente elevado llevaron a aquéllas a realizar una elevada inversión en bienes de equipo (su crecimiento superó el 9%). La inversión en construcción mantuvo el vigor observado

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 7

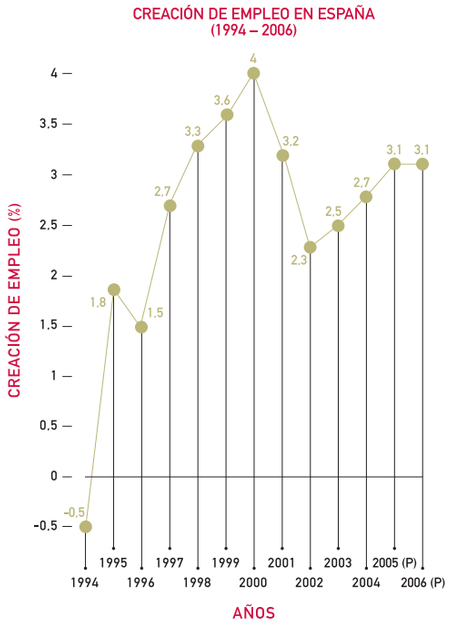

Figura 12 ***Fuente:*** *INE y elaboración propia*

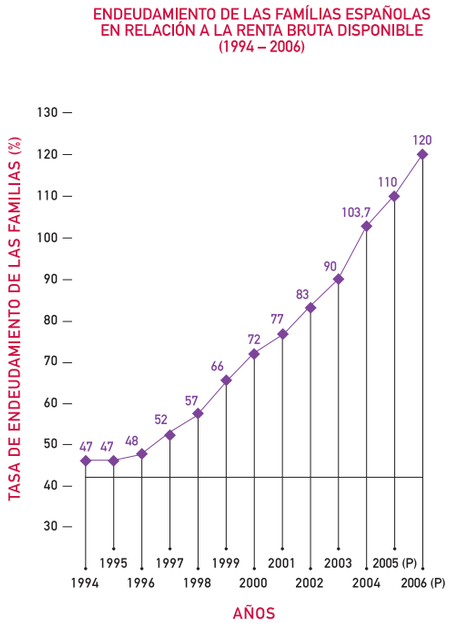

Figura 13 ***Fuente:*** *Banco de España y elaboración propia*

en el ejercicio anterior (especialmente gracias a la edificación residencial), suponiendo de forma directa más del 10% del PIB generado en el último año.

Las exportaciones crecieron a un ritmo del 5%, sustancialmente superior al advertido en el ejercicio anterior (1,5%). No obstante, dicho crecimiento no fue completamente satisfactorio, dado que el comercio internacional aumentó en

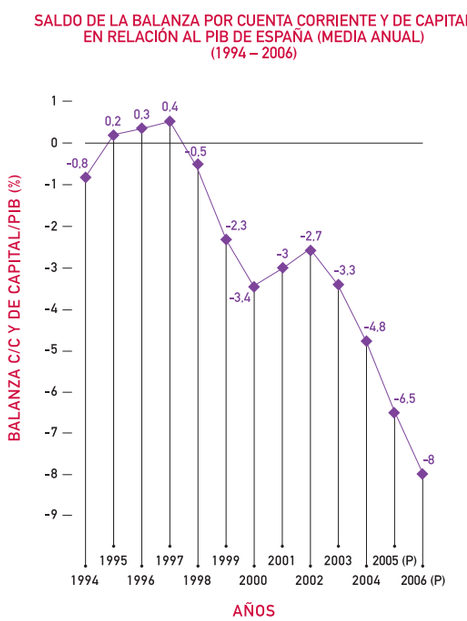

Figura 14 ***Fuente:*** *Banco de España y elaboración propia*

un 9%. Este último dato nos indica claramente que los productos españoles siguieron perdiendo cuota de mercado en la economía mundial. Dicha pérdida tuvo directamente que ver con la continua disminución de competitividad de las empresas nacionales. Sus principales factores explicativos fueron el diferencial acumulado de inflación con respecto a los países de la UME y el escaso crecimiento de la productividad durante los últimos años.

La moderación del consumo privado y la reducción del precio del petróleo en los últimos meses permitieron disminuir la tasa de inflación en un 1%. Así, mientras ésta alcanzó el 3,7% en diciembre de 2005, en el mismo mes de 2006 se situó en el 2,7%. El aspecto positivo del anterior dato desaparece cuando se tiene en cuenta la evolución de la tasa de inflación en la zona euro. Ésta se situó en el 1,9%. Por tanto, supuso una nueva pérdida de competitividad para las empresas españolas, aunque inferior a la observada en el ejercicio anterior (el diferencial a finales de 2005 se situó en el 1,5%).

El elevado crecimiento de la economía española provocó un nuevo récord de recaudación de la Hacienda Pública. El magnífico comportamiento de los ingresos, unido a una relativa moderación de los gastos públicos, condujo previsiblemente a un superávit presupuestario del 1,6%. Un magnífico "colchón" para moderar la previsible desaceleración del PIB en los próximos ejercicios (a partir de 2008) cuando el consumo privado y la inversión en construcción se reduzcan de forma notoria.

El déficit en la balanza por cuenta corriente y de capital continuó aumentando y se situó alrededor del 8% del PIB *(véase la figura 14)*. A pesar de la desaceleración del crecimien-

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 8

to de las importaciones y el mayor vigor de las exportaciones, el endeudamiento de España respecto al resto del mundo continuó creciendo. La elevada liquidez de la economía mundial permitió una cómoda y barata financiación del indicado endeudamiento. No obstante, el anterior saldo supone un auténtica "bomba de relojería" para la economía española y constituye el más claro indicador de la necesidad que tiene España de cambiar de modelo de crecimiento económico. Desgraciadamente, para efectuar dicho cambio parece que será necesario, tal y como sucedió en 1993, la llegada de una recesión o de una importante desaceleración económica.

ANTECEDENTES (III): EL MERCADO RESIDENCIAL EN 2006

En el ejercicio de 2006, el mercado residencial sufrió un profundo cambio. El ciclo expansivo finalizó y tuvo lugar el inicio de un período de recesión. Si analizamos únicamente la variable precios, la llegada de la etapa recesiva no es aún advertida. En cambio, sí lo es en el caso de que el indicador observado sea el número de transacciones. Durante el último año, el incremento del precio de la vivienda libre continuó siendo superior a la tasa de inflación (9,1% versus 2,7%). No obstante, lo hizo en una cuantía significativamente inferior a la observada en períodos anteriores *(véase la figura 15)*.

El aspecto más destacable fue la disminución de las transacciones. No obstante, ésta no tuvo lugar en una similar magnitud en todas las localidades ni en los diferentes segmentos del mercado. En las ciudades de Barcelona y Madrid, así como en las residencias turísticas de "alto standing", las ventas se redujeron en una proporción notoriamente más elevada que en el segmento de vivienda asequible (apartamentos con precios inferiores a los 210.000 euros). Según diversas fuentes, en el último año, en las dos principales capitales españolas, las ventas disminuyeron alrededor de un 50%.

La combinación de una reducción de las transacciones y de un considerable incremento de la oferta *(véase la figura 16)* ha generado un sustancial aumento del stock de viviendas sin vender. Este aspecto es observado en las calles del país por cualquier persona que preste un mínimo de atención al entorno que le rodea. Hay una auténtica proliferación de propiedades con el cartel "en venta", imposible de observar en los períodos inmediatamente precedentes. En el segmento de obra nueva, escasas promociones son vendidas en su totalidad sobre plano. Incluso, cada vez es más frecuente observar cómo, en el momento de constitución de la correspondiente comunidad de propietarios, más de un 50% de los pisos de la misma continúan siendo propiedad del promotor (especialmente en las provincias de Madrid, Málaga y Alicante). En la modalidad de vivienda usada, principalmente en las ciudades de Barcelona y Madrid, ha crecido espectacularmente el número de pisos que están a la venta desde hace más de un año.

Los problemas de absorción de la oferta por parte de la de-

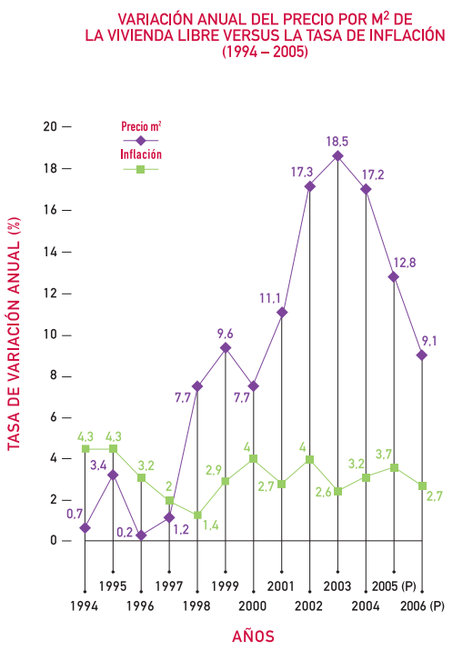

Figura 15 ***Fuente:*** *Ministerio de la Vivienda e INE*

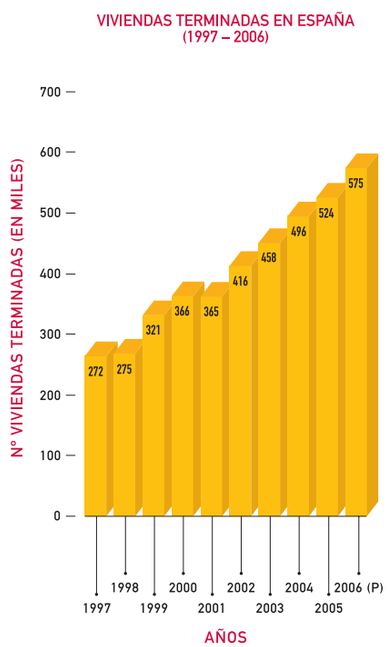

Figura 16 ***Fuente:*** *Ministerio de Fomento y elaboración propia*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 9

manda han provocado un cambio sustancial en los métodos de comercialización de viviendas. A diferencia de la etapa 1999 – 2004, éstas ya no se venden por sí mismas. El establecimiento de anuncios en el solar donde se edificarán las residencias, o en los principales periódicos de la localidad, ya no atraen a la suficiente demanda. En el nuevo contexto inmobiliario, para que una promoción pueda tener éxito en el mercado, es prácticamente imprescindible la elaboración de un plan de marketing integral donde se defina claramente la clientela objetivo y las diferentes maneras de acceder a ella. Esta necesidad ha llevado a numerosos promotores a desistir de comercializar ellos mismos las viviendas y a confiar su venta a agencias intermediarias.

En el ejercicio de 2006, la dificultad de atracción de la demanda potencial hizo que los profesionales de la intermediación inmobiliaria efectuaran una publicidad notoriamente más agresiva y novedosa que en años anteriores. Las novedades más significativas estuvieron relacionadas con dos principales incentivos: obsequios por la compra de una vivienda y descuentos en su precio. Entre los primeros destacó el regalo de un automóvil, el mobiliario de un piso o de un viaje. Los segundos comportaron una reducción de la comisión de intermediación (en algunos casos, a la mitad) y la disminución directa del precio de venta. A diferencia de otras etapas de recesión, las rebajas inmobiliarias llegaron de forma visible al mercado residencial. Algunas agencias convirtieron éstas en un poderoso instrumento de marketing y de dinamización de las ventas. Por el contrario, sí se efectuaron de forma discreta las realizadas por algunos promotores que procedieron a la venta de la última fase a un precio inferior al fijado para la anterior.

El incremento del stock de viviendas sin vender llevó a numerosos promotores a replantearse el destino de los edificios en proceso de planeamiento y construcción. Dada la nueva dinámica del mercado, cada vez una mayor proporción de promotores prefiere la seguridad a la rentabilidad. Es decir, la obtención de un menor beneficio y de unas ventas aseguradas respecto a una superior ganancia y una elevada incertidumbre en la comercialización. Esta disyuntiva no existía en la fase expansiva del mercado residencial. En ella, la rápida absorción de la demanda por parte de la oferta generaba la combinación de las características de seguridad y rentabilidad. Así, en plena comercialización de los inmuebles, si el ritmo de ventas era superior al inicialmente previsto, el promotor en numerosas ocasiones decidía incrementar los precios inicialmente fijados.

El cambio de coyuntura del mercado residencial ha comportado un significativo aumento de las ofertas realizadas por los promotores a los fondos de inversión inmobiliarios. En los ejercicios anteriores, éstos tenían importantes dificultades para encontrar inmuebles residenciales a precios competitivos, entendiendo como tales aquéllos que permiten la obtención de una rentabilidad vía alquiler de aproximadamente un 4%. Para cumplir el requisito de inversión exigido en edificios de viviendas, la escasez de la indicada oferta obligaba a sus gestores a afrontar un indeseado dilema: adquirir inmuebles situados en ubicaciones escasamente interesantes o comprarlos en localizaciones relativamente céntricas. Los primeros tenían el problema de su reducido atractivo en el mercado de arrendamientos. El inconveniente de los segundos era que proporcionaban una rentabilidad más reducida de la inicialmente buscada. En la actualidad, el elevado descuento ofrecido por los promotores (llega incluso al 40%) ha eliminado la anterior disyuntiva. Debido a ello, sus recientes adquisiciones suelen combinar una rentabilidad más próxima a la deseada y una relativamente céntrica localización.

La reducción de las transacciones conllevó en el último ejercicio la desaparición de un significativo número de agencias inmobiliarias. Las principales "víctimas" fueron las oficinas pequeñas con un escaso grado de profesionalización. Una gran parte de ellas fueron creadas en la reciente etapa de auge por emprendedores con capacidad comercial pero sin profundos conocimientos de la dinámica del mercado inmobiliario. La mayoría de las desaparecidas cubría los gastos incurridos vendiendo uno o dos pisos al mes. No obstante, en los últimos tiempos, la imposibilidad de alcanzar dicha cifra mensual les ha obligado a cerrar el establecimiento. En los próximos años, observaremos la continuidad de la actual tendencia y un progresivo cambio de la tipología principal de agencia inmobiliaria. Serán menos, pero más grandes. La cifra promedio de negocio aumentará y también lo hará la de empleados. Así, si en la actualidad el promedio de trabajadores se sitúa en casi cuatro, es probable que en el 2010 prácticamente llegue a la decena.

Previsiblemente, el número de viviendas visadas en 2006 se habrá situado en torno a las 925.000 unidades. Dicho número constituye un record histórico, supera en más de 100.000 viviendas la cifra observada en 2005 *(véase la figura 17)* y más que cuadruplica la correspondiente a 1991 (último año de la fase expansiva del anterior "boom" inmobiliario). Este elevado incremento de la oferta tuvo como base principalmente cuatro causas: las grandes facilidades crediticias otorgadas a los promotores por parte de las entidades financieras (en algunas ocasiones, el importe del crédito cubría el precio del solar y el IVA generado), la creencia por parte de numerosos promotores de que el precio de la vivienda no puede bajar en España, la llegada a la actividad promotora de numerosos advenedizos atraídos por los elevados beneficios obtenidos por el sector en años anteriores y la entrada en vigor del Código Técnico de la Edificación.

Esta última causa ha tenido una especial relevancia. El incremento de las exigencias técnicas de la construcción de

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 10

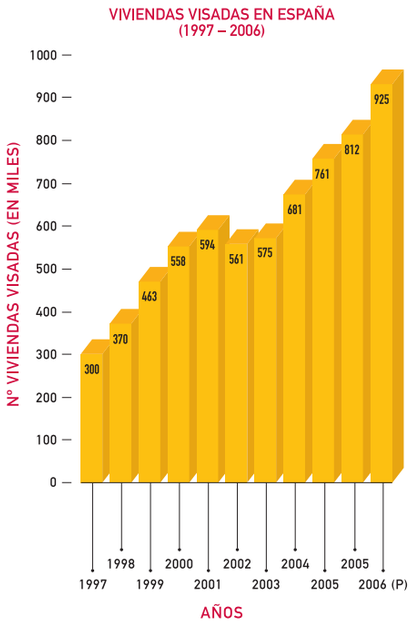

Figura 17 ***Fuente:*** *Consejo Superior de Arquitectos y elaboración propia*

viviendas que esta normativa conlleva, tales como la generalización de paneles fotovoltaicos y la instalación de materiales más consistentes para los aislamientos acústicos, provocará un significativo incremento de los costes de construcción (más de un 10% según la APCE). Para evitarlo, numerosos promotores han decidido adelantar los proyectos en curso y anticipar la petición de la licencia de construcción a la entrada en vigor de la indicada norma. Por tanto, el "efecto código" es en gran medida responsable de que el número de viviendas visadas sea marcadamente superior al previsto al inicio de 2006.

El elevado número de residencias planeadas en el pasado ejercicio constituyó un elemento positivo para la evolución a corto plazo de la economía española. No obstante, también supuso un motivo adicional para una significativa bajada del precio de la vivienda en los próximos años. La primera repercusión tiene como base el incremento de la aportación del sector de la construcción residencial de forma directa e indirecta (principalmente a través de sus efectos sobre el consumo privado) al crecimiento del PIB. Los efectos de la segunda están relacionados con la generación de un gran incremento de la oferta de viviendas en un próximo futuro. Dada una idéntica demanda, dicho incremento provocará un sustancial aumento del stock de viviendas sin vender y probablemente dará lugar a una disminución más acusada del precio de la vivienda en los siguientes ejercicios.

A diferencia de lo observado en el mercado residencial, las transacciones de terrenos edificables aumentaron de forma considerable en 2006. Las facilidades crediticias y la existencia de un gran número de especuladores en el mercado del suelo fueron los principales motivos del mencionado incremento. La elevada demanda provocó un importante aumento del precio de los terrenos edificables y la realización por parte de los especuladores de un considerable número de "pases" exitosos. Así, en numerosas localizaciones, solares adquiridos por éstos un año atrás han podido ser fácilmente vendidos a otros especuladores o promotores con un incremento en su precio superior al 30%.

En el último año, algunos pequeños y medianos promotores han empezado a vender solares (hasta el momento prácticamente sólo lo habían hecho las grandes empresas) y, por tanto, renunciado a promover viviendas en ellos. Los principales motivos que han provocado este cambio de estrategia son cuatro: la gran plusvalía obtenida, la reducción del riesgo previamente contraído, la menor liquidez obtenida debido a la disminución de las ventas y el aumento de los intereses pagados a las entidades financieras debido a las subidas de tipos realizadas por el BCE durante 2006.

PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL Y ESPAÑOLA EN 2007

En el ejercicio de 2007, la principal incertidumbre económica estará relacionada con la evolución del PIB de Estados Unidos. Entre los analistas, existen importantes dudas sobre cómo afectará la finalización del "boom" inmobiliario a su crecimiento económico. Prácticamente, todos están de acuerdo en que éste será inferior al observado en 2006. Sin embargo, las discrepancias aparecen cuando se trata de dilucidar si en el presente año la economía de Estados Unidos tendrá un "aterrizaje suave" (incremento del PIB entre el 2% y el 3%) o entrará en recesión.

Desde nuestra perspectiva, en una economía con un relativamente elevado crecimiento de la productividad como la americana, la primera posibilidad es la más factible. Además, generalmente las repercusiones económicas de una significativa caída de los precios de los activos inmobiliarios son más graduales y prolongadas que las de una importante disminución del valor de mercado de las acciones. Debido a ello, en el primer caso, la política monetaria tiene un mayor margen de actuación. Por tanto, el Banco central puede perfectamente evitar la llegada de la recesión y hacer que la indicada repercusión sea únicamente una desaceleración económica relativamente suave.

En los países donde el crecimiento económico no tiene una gran dependencia del sector de la construcción, una importante disminución del precio de los activos inmobiliarios y bursátiles afecta al PIB de distinta manera. Los primeros principalmente actúan a través del consumo privado, los segundos mediante la reducción de la inversión empresarial. La clave de la diferente afectación está en la distinta respuesta de familias y empresas a la caída de precios. Inicialmente,

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 11

las primeras suelen considerar eventual la disminución de su renta o riqueza. Por tanto, en el corto plazo, mantienen su nivel de adquisición de bienes o lo reducen en una escasa cuantía. En cambio, las empresas, al identificar con mayor precisión el nuevo contexto económico, disminuyen drásticamente sus gastos y renuncian a sus planes de expansión o de renovación de equipos e instalaciones.

La menor contribución de Estados Unidos al PIB mundial no será compensada ni por Alemania ni por Japón. Previsiblemente, ambos países tendrán un crecimiento económico inferior al obtenido en 2006. La desaceleración de Estados Unidos y la probable depreciación del dólar afectarán, a través de la variable exportaciones, de forma negativa al PIB de las dos anteriores naciones. En Alemania, la anterior repercusión será complementada por el menor crecimiento del consumo privado originado por la subida del IVA en un 3%. A pesar de ello, en el año 2007 la economía mundial continuará con la fase expansiva iniciada en

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 12

2003. Probablemente, el PIB mundial crecerá por encima del 4,5%, apoyado principalmente en el gran dinamismo de China y, en menor medida, de India.

A finales de 2007, el tipo de interés de referencia del BCE posiblemente se situará en el 4,25%, llegando a alcanzar el euribor a 1 año el 4,75% durante algún período del ejercicio. La confirmación de la recuperación de la economía europea y la inflación generada por la subida del IVA en Alemania tendrán una mayor ponderación en las decisiones sobre política monetaria del BCE que la desinflación causada por la reducción del precio del petróleo y la apreciación del euro. Probablemente, la anterior cifra no será la más elevada del ciclo alcista de tipos de interés. En el año 2008, si la economía alemana genera una relativamente elevada creación de empleo, hay muchas posibilidades de que el tipo de interés de referencia del BCE continúe moderadamente al alza.

En el actual ejercicio, la economía española se desacelerará, situándose el crecimiento económico en torno al 3,2%. Dicha desaceleración vendrá principalmente motivada por un menor vigor del consumo privado. La subida continuada de los tipos de interés, unida al elevado endeudamiento de numerosas familias, afectarán negativamente al gasto realizado por los consumidores. La inversión en construcción crecerá a un menor ritmo. No obstante, dado el previsible inicio de 725.000 viviendas, ésta aún continuará siendo elevada. La menor demanda de bienes de la zona euro provocará un crecimiento más moderado de las exportaciones. Sin embargo, inferior a éste será el observado en las importaciones. Los principales motivos serán la reducción del precio del petróleo y el menor crecimiento del gasto de las familias. Debido a ello, la aportación del sector exterior al PIB será menos negativa y el crecimiento menos desequilibrado.

Probablemente, la economía española en el 2008 padecerá una significativa desaceleración. Una elevada disminución del número de residencias iniciadas, el efecto pobreza derivado de la caída del precio de la vivienda y la continuidad de la tendencia alcista de los tipos de interés generarán repercusiones muy negativas sobre el consumo privado y la inversión en construcción. En dicho año, si el tipo de interés de referencia del BCE se acerca al 5%, el crecimiento económico en España puede situarse alrededor del 2%.

PERSPECTIVAS DEL MERCADO RESIDENCIAL EN ESPAÑA EN 2007

En España, un elevado número de ciudadanos considera que el mercado de la vivienda constituye una clara excepción al comportamiento de las leyes de la oferta y la demanda. Están de acuerdo en que, en otros bienes y activos (como el petróleo, las acciones y los bonos), el precio sube cuando la demanda supera a la oferta y baja en caso contrario. No obstante, según ellos, este comportamiento simétrico no tiene lugar en el mercado residencial español. Para la "sabiduría popular", el precio de la vivienda incrementa tanto cuando la demanda excede a la oferta, como cuando ésta supera a aquélla. Sin embargo, no considera idénticas a ambas situaciones. En la primera, el aumento del precio supera a la tasa de inflación del período. En cambio, en la segunda, dicho incremento se sitúa por debajo de ella. Ningún manual de economía refleja la excepcionalidad de dicho comportamiento, pero prácticamente nadie se opone ni disiente de la indicada visión de funcionamiento del mercado residencial español.

Permitidnos que discrepemos de la sabiduría popular. El mercado de la vivienda en España no tiene ninguna característica realmente singular para constituir una excepción al comportamiento de las leyes de oferta y demanda. Debido a ello, el precio de la vivienda baja cuando existe un exceso de oferta y los propietarios y promotores se convencen de que, para disponer de más posibilidades de venta, deben reducir los precios inicialmente establecidos. Desde nuestra perspectiva, creemos que esta situación tendrá lugar en el ejercicio de 2007. En concreto, esperamos una reducción del precio de aproximadamente un 4%. No obstante, éste no será un año excepcional, pues es muy posible que el valor de mercado de las viviendas siga reduciéndose en los próximos ejercicios.

Nuestra opinión está sustentada principalmente en tres motivos: un elevado stock de viviendas sin vender, una reducción esperada de la demanda y una gran oferta prevista.

El primer aspecto supone la continuidad de la tendencia observada en el año anterior. El número de viviendas sin vender aumentará de forma continuada porque la oferta crece a un ritmo notoriamente superior a la demanda. A finales de 2007, si la comercialización de la mayoría de las viviendas visadas en el anterior ejercicio se inicia en el actual, existirán probablemente más de 500.000 nuevas residencias pendientes de venta. Este elevado exceso de oferta muy posiblemente conducirá a que los promotores prefieran la liquidez a la rentabilidad y, por tanto, conllevará una progresiva y continuada disminución del precio de la vivienda.

En el actual ejercicio, la demanda de viviendas sufrirá una significativa reducción. En la realizada por motivo uso, las principales causas estarán relacionadas con la disminución de la capacidad financiera de las familias y con un menor crecimiento de la ocupación. En el primer caso, los factores clave serán la evolución alcista de los tipos de interés (el euribor a 1 año es probable que llegue al 4,75%) y el endurecimiento por parte de las entidades financieras de las condiciones a cumplir para obtener un préstamo hipotecario. El incremento de la morosidad y la finalización de la etapa de auge del mercado residencial harán que las entidades financieras sean notablemente más restrictivas en la

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 13

concesión de créditos. A diferencia de anteriores ejercicios, prácticamente será imposible adquirir una vivienda con un ahorro previo de únicamente 3.000 euros. En el segundo caso, los motivos primordiales serán un menor vigor del consumo privado y la desaceleración de la inversión en construcción. La subida de tipos de interés y el elevado endeudamiento de las familias afectarán a la primera variable. La disminución del número de viviendas iniciadas será el principal factor que repercutirá negativamente sobre la indicada inversión. La conjunción de la totalidad de las anteriores repercusiones previsiblemente retrasará en un significativo número de parejas el cambio de una vivienda de alquiler por otra de propiedad o la emancipación, mediante la adquisición de un piso, del núcleo familiar original.
En el caso de la demanda efectuada por motivo inversión, el elevado exceso de oferta y la subida prevista de tipos de interés provocarán una sustancial reducción de la misma. El primer factor hará prácticamente imposible "dar el pase" (comprar y vender, obteniendo una elevada plusvalía, sin llegar a escriturar la vivienda). El segundo comportará que numerosos inversores patrimonialistas, que destinan el piso adquirido al arrendamiento, ya no puedan pagar la cuota hipotecaria generada por la vivienda comprada con el importe del alquiler recibido. En la actualidad, la demanda por motivo inversión, especialmente la de carácter especulativo, se está trasladando principalmente al este de Europa. Para un elevado número de especuladores, el "Eldorado Inmobiliario" ya no se encuentra en España, sino en los nuevos países de la Unión Europea (Polonia, Hungría, Rumanía, etc.).
La demanda de vivienda realizada por extranjeros de elevado poder adquisitivo continuará reduciéndose, siguiendo la tendencia observada en los dos últimos años. En la evolución de la indicada demanda tendrán previsiblemente una mayor importancia la carestía relativa de la vivienda en España y los recientes escándalos urbanísticos que la recuperación de la economía europea. El primer factor motivará que una parte de la demanda potencial se desplace hacia países como Bulgaria, Croacia y Grecia, con precios notablemente más baratos que los observados en España. El segundo, al generar inseguridad en el proceso de compra, ahuyentará a la demanda potencial menos adversa al riesgo.
La oferta de nuevas viviendas se reducirá en 2007. No obstante, continuará siendo muy elevada. Así, prevemos que los visados de nuevas residencias se sitúen en torno a las 725.000 unidades. El gran número de viviendas previstas tiene principalmente como base la elevada reserva de suelo que poseen en la actualidad numerosos promotores, así como las ventajosas condiciones de financiación proporcionadas por las entidades financieras. Aunque es posible que éstas restrinjan parcialmente las líneas de crédito a los pequeños promotores, es muy improbable que hagan lo mismo con los medianos y grandes.

A diferencia de 2006, en el segundo semestre del presente año será bastante más difícil especular con éxito en el mercado de suelo. Éste se contagiará de la evolución del mercado residencial y las transacciones de terrenos edificables empezarán a disminuir de forma significativa. La elevada deuda contraída por algunos especuladores puede obligar a éstos a realizar una rápida venta. Debido a ello, es posible que, en muy concretas ubicaciones, baje el precio del suelo.
Las expectativas sobre la evolución del mercado residencial pueden tener un carácter menos negativo que las reseñadas con anterioridad si se produce una combinación de algunos de los siguientes supuestos: una apreciación significativa del euro (su tipo de cambio excede los 1,40 dólares), el estancamiento económico vuelve a la UME, la economía de Estados Unidos cae en recesión y se reduce notablemente el precio del petróleo (su promedio anual se sitúa por debajo de los 45 dólares). En este escenario económico, relativamente improbable desde nuestra perspectiva, el euribor a 1 año llegaría como máximo al 4,25% y los principales índices de las Bolsas mundiales sufrirían una significativa caída. Unas relativamente mejores condiciones de financiación y una demanda por motivo inversión más elevada no podrían impedir, dada la elevada oferta existente, la reducción del precio de la vivienda. No obstante, sí que harían más suave su caída, disminuyendo aquél sólo en un 1%.

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 14

EVOLUCIÓN INTERNACIONAL DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA DURANTE LA ÚLTIMA DÉCADA: ¿EXISTE SOBREVALORACIÓN?

ESTADO ACTUAL

Durante la última década la evolución alcista de los precios de la vivienda se ha convertido en un tema de gran preocupación en la mayoría de las economías desarrolladas, no sólo para sus ciudadanos sino también para sus gobiernos. Las razones para esta preocupación en ambos sectores están bien justificadas. Por un lado, para aquellos hogares que han conseguido acceder a una vivienda en propiedad, los pagos de la hipoteca suponen de largo su gasto más importante. Además, este pago, en la mayoría de casos, ni siquiera es constante ya que está sujeto a las diferentes variaciones que el tipo de interés pueda sufrir, y como es obvio, durante el período de amortización de una hipoteca, entre 30 y 50 años, estas variaciones se van a producir tanto en una dirección como en otra. Por otro lado, en un contexto económico más global, estas variaciones en el precio de la vivienda, tipos de interés, y en consecuencia en la riqueza y renta disponible de los hogares, llevan implícito un efecto sobre la demanda (consumo) y la inflación, y desde aquí sobre la política monetaria. En algunos casos más específicos, como es el de España, la evolución del precio de la vivienda tiene un interés especial, ya que de todas las economías desarrolladas donde el precio de la vivienda empieza a ser un fenómeno preocupante, España es el único país que ha sustentado una parte muy importante de su crecimiento económico en el sector de la construcción.

En la actualidad, la posible existencia de burbujas inmobiliarias en algunas de estas economías desarrolladas constituye el principal foco de preocupación, aunque en este sentido no existe aún consenso al afirmar si tal fenómeno se está produciendo o no. No obstante, para responder a esta pregunta, al menos de forma intuitiva, bastaría con que los agentes de cada economía respondiesen a la definición de burbuja que formula Joseph Stiglitz (Premio Nobel de Economía):

> *"Si la razón por la cual el precio de un bien es alto hoy, a pesar de que los factores fundamentales no justifican tal precio, se debe sólo a la creencia de que este precio será alto mañana, entonces la burbuja existe".*

Si observamos cuál ha sido la evolución de los precios de la vivienda en el mundo durante las últimas décadas, veremos que nunca éstos han crecido tan rápido, durante tanto tiempo y en tantos países como lo han hecho durante la última década. Por citar algunos ejemplos, Irlanda, Reino Unido y España no sólo lideran el ranking de la UE, sino que también están entre las cuatro economías desarrolladas del mundo donde el crecimiento del precio de la vivienda ha sido más dramático. La preocupación de estas economías radica en el hecho de que tal y como ya ha sucedido en otros países que experimentaron el estallido de una burbuja inmobiliaria, este fenómeno es crucial en la determinación de los ciclos económicos y financieros.

No obstante, y antes de plantearse el escenario más pesimista, es importante tener en cuenta que un crecimiento alto de los precios no es en si mismo sintomático de la existencia de una burbuja, y en muchos casos ni siquiera de una sobrevaloración del mercado. Por ejemplo, los precios de la vivienda pueden ser más sensibles al tipo de interés real a largo plazo cuanto éste está bajo. Este efecto podría incluso verse aumentado en aquellos mercados locales, generalmente ciudades de gran demanda, donde el precio de la

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 15

vivienda es ya en sí habitualmente alto. Sin embargo, un escenario con subidas importantes del precio real, aún cuando existe una tendencia alcista de los tipos de interés, o donde la demanda se muestra muy inelástica a estas subidas del precio, son sin lugar a dudas sintomáticas de que el mercado no evoluciona como debería. El caso de una demanda inelástica[1] al precio podría sugerir, aunque no necesariamente de forma concluyente, que el mercado está evolucionando tal y como describe Joseph Stiglitz en su definición de burbuja.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL

En la *figura 1* se muestra la evolución de los precios reales de la vivienda correspondiente a doce países; siete pertenecientes a la UE: Irlanda, Reino Unido, Francia, Alemania, Holanda, España y Dinamarca, además de EEUU, Australia, Canadá, Japón y Suiza[2]. Desde 1995 se produce un incremento generalizado de los precios en la mayoría de países, siendo Irlanda (240%), el Reino Unido (160%) y España (147%), los países que presentan los in-

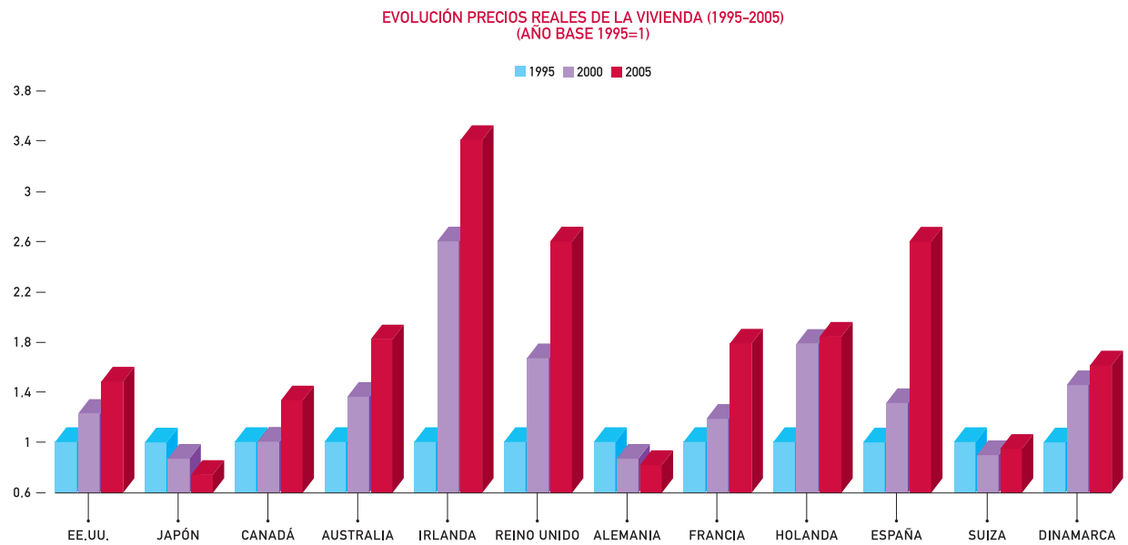

Figura 1 ***Fuente:*** *Elaboración propia a partir de diversas fuentes estadísticas de cada país*

[1] Se entiende por demanda inelástica aquella que no responde ante variaciones del precio.
[2] Tomamos el año 1995 como periodo de referencia para el cómputo de los índices de precios de la vivienda.

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 16

crementos más importantes en el precio. También registran subidas importantes países como Australia, Canadá, EEUU, Francia, Holanda y Dinamarca. Estos muestran una evolución más moderada con incrementos entre el 40 y el 85%. Por el contrario, en Suiza (-0.05%), Alemania (-20%) y Japón (-30%) los precios de la vivienda han descendido en términos reales de forma continuada desde 1995.

En la *figura 2* se muestra el incremento porcentual del precio real anual de la vivienda para los mismos países durante el periodo 2004-2006. Esta evolución más reciente de los precios permite observar que entre los países que a lo largo de la última década han experimentado subidas del precio, la tendencia en la evolución de dicho precio en el corto plazo está marcadamente diferenciada. Por un lado, tenemos los países que con un crecimiento muy alto del precio están experimentando una desaceleración brusca del mismo. Éste sería el caso del Reino Unido y Australia. Ambos países experimentaron un incremento del 17% durante el periodo 2003-2004, mientras que entre 2005 y 2006 tales incrementos fueron de tan sólo el 6%. Por otro lado, hay países que partiendo de un nivel de incremento también muy alto muestran una desaceleración mucho más suave, siendo éste el caso de España, que con un incremento en torno al 17% entre 2003 y 2004, muestra un incremento aún alto (11%) entre 2005 y 2006. Entre los países que han experimentado durante la última década subidas altas, pero más moderadas que los países mencionados anteriormente, tenemos a Francia, EEUU y Holanda, que siguen mostrando un nivel de crecimiento alto y sostenido del precio, con incrementos anuales del 14-15%, 8-10% y 5-5.5%, respectivamente. También hay un grupo de países que tras un crecimiento relativamente alto del precio a lo largo de la última década, éste sigue creciendo no sólo a una tasa elevada sino también con una aceleración creciente. Éste sería el caso de países como Canadá y Dinamarca, que durante el periodo 2003-2004 experimentaron subidas del precio en torno al 6%, y que en la actualidad tales incrementos son del 11% y del 23%, respectivamente. Finalmente, en los países que han experimentado descensos del precio en los últimos diez años, nos encontramos con que el precio sigue bajando. Éste sería el caso de Japón y Alemania, con descensos en torno al 4% y el 1% entre 2005 y 2006, respectivamente.

EVOLUCIÓN DE ALGUNOS INDICADORES SINTOMÁTICOS

Como se ha mencionado con anterioridad, una subida alta y prolongada del precio de la vivienda no necesariamente implica en si mismo la existencia de una burbuja inmobiliaria. Sin embargo, existen otros indicadores que son

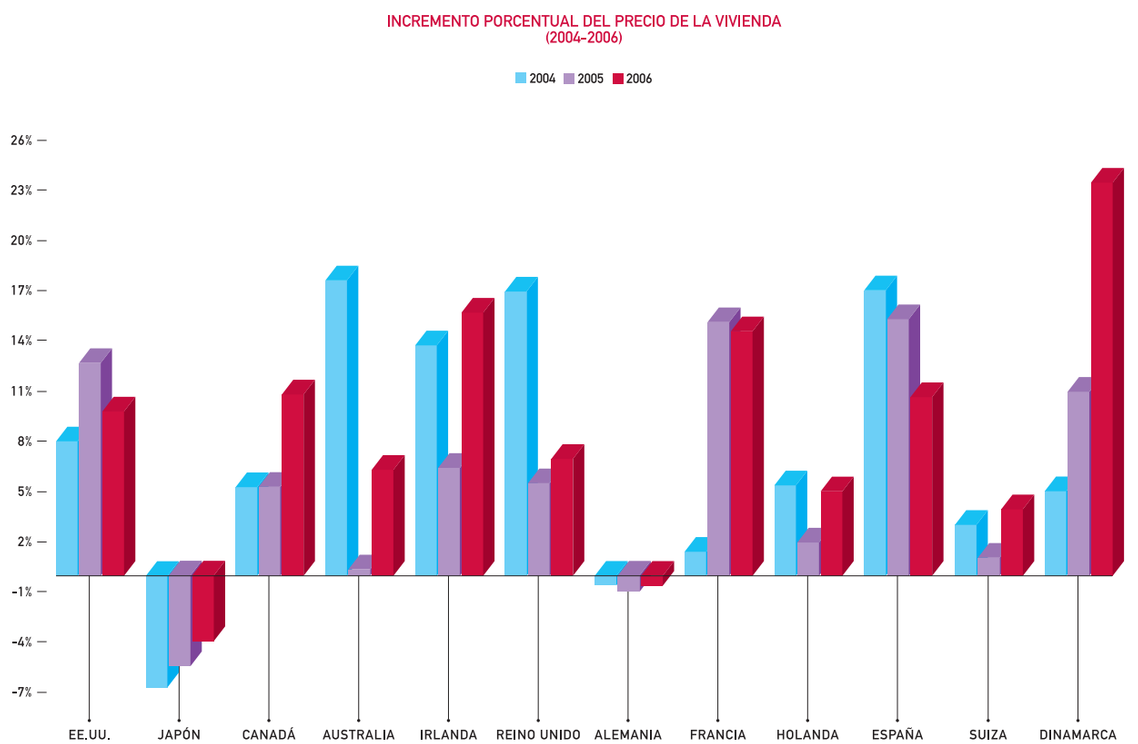

Figura 2 ***Fuente:*** *The Economist*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 17

típicamente usados para explorar la posible existencia de sobrevaloraciones en el mercado inmobiliario de propiedad. Uno de ellos es el ratio precio-alquiler, que si bien es cierto que presenta el defecto de no tener en cuenta otros factores relevantes en la demanda de vivienda, sí que al menos puede proporcionar una noción intuitiva. Esta medida se construye dividiendo el índice de precios nominales de la vivienda por la componente correspondiente a los alquileres utilizada para el cómputo del IPC. La intuición detrás de este indicador está basada en el siguiente argumento: en un mercado residencial cuyos agentes se comportaran racionalmente, se esperaría que si el precio de la vivienda de propiedad es excesivamente alto respecto al precio del alquiler, la demanda por la vivienda de alquiler crecería, ejerciendo así una presión a la baja del precio de la vivienda de propiedad. Un valor excesivamente alto del ratio precio-alquiler reflejaría un comportamiento de la demanda muy inelástico a la evolución del precio de la vivienda de propiedad, poniendo, en consecuencia, al mercado residencial correspondiente "bajo sospecha".

La evolución del ratio precio-alquiler durante las tres últimas décadas en los países estudiados se muestra en la *figura 3*. La evolución de estos ratios muestra un elemento común en casi todos los países estudiados, y es que la evolución más reciente de este indicador no tiene precedentes. En los casos de Canadá, EEUU, Australia, Irlanda, el Reino Unido, Holanda, Francia y España, los ratios precio-alquiler nunca habían sido tan altos, superando con creces en algunos casos los niveles alcanzados en Europa a finales de los 80 y principios de los 90, cuando algunos de estos países se vieron sacudidos por una contracción severa del precio de la vivienda. La evolución actual del ratio precio-alquiler es especialmente llamativa en Irlanda y España. Ambos países son las dos únicas economías desarrolladas donde dicho ratio se sitúa por encima de 2. En el caso de España, el valor actual de dicho ratio ha llegado a superar con creces el valor que éste tenía en 1991, justo antes de que el precio cayese casi un 20%. Por el contrario, en el Reino Unido, y a pesar de la gran escalada alcista del precio de la vivienda en este país, el valor actual de dicho ratio podría definirse como moderadamente alto, alrededor de 1.6. En el resto de países donde el precio de la vivienda ha alcanzado niveles altos de crecimiento, pero no tanto como en Irlanda, el Reino Unido y España, los ratios precio-alquiler oscilan entre 1.3 y 1.6. Considerando que en un mercado residencial hipotético donde existiera equilibrio, el precio de alquiler debería igualar al precio de propiedad, la evolución de los ratios precio-alquiler mostrados en la *figura 3* parece sugerir que en algunos de los países analizados el precio de la vivienda podría estar cuanto menos

EVOLUCIÓN DEL RATIO PRECIO-ALQUILER
(1985-2005)

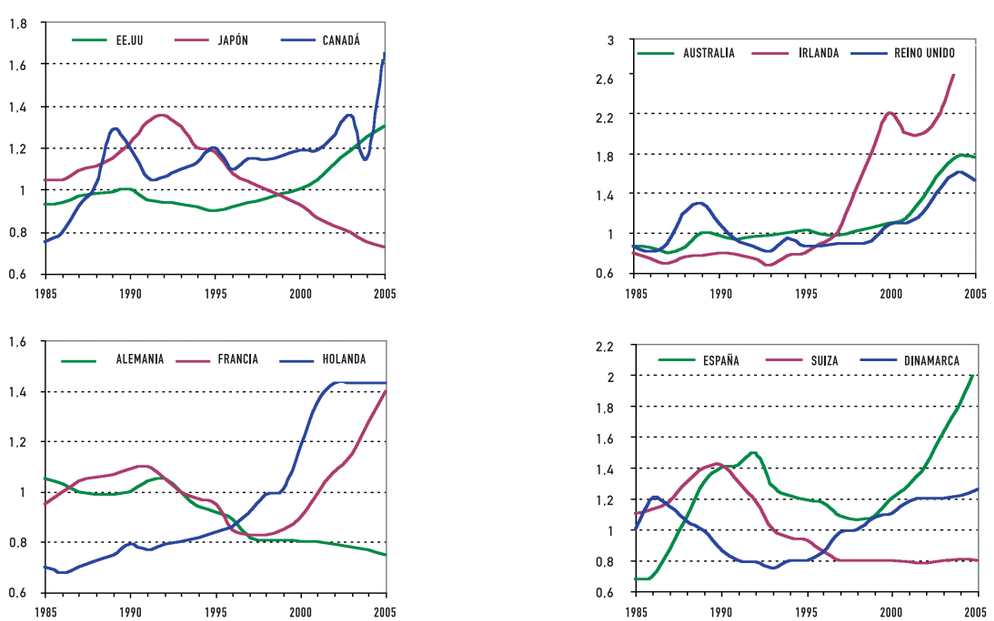

Figura 3 ***Fuente:*** *Elaboración propia a partir de datos de la OCDE.*
Nota: *Base=1 (valor medio entre 1970 y 2005)*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 18

sobrevalorado. Una explicación alternativa de por qué el ratio precio-alquiler podría ser significativamente mayor que 1, podría radicar en una posible diferencia de calidad entre las viviendas de propiedad y las de alquiler, lo que justificaría un mayor coste para los propietarios. Sin embargo, es difícil imaginar un mercado residencial donde las viviendas de propiedad son tan buenas y las de alquiler son tan malas como para justificar valores tan altos de dicho ratio, especialmente en aquellos casos donde éste alcanza valores superiores a 1.5.

Otro indicador frecuentemente utilizado para estudiar la posible sobrevaloración de los precios de la vivienda es el ratio precio-renta per capita de los hogares. Sin embargo, el uso de este indicador presenta también ciertos inconvenientes, ya que este indicador de accesibilidad no tiene en cuenta el hecho de que un incremento en el precio de la vivienda puede contrarrestarse mediante, por ejemplo, un alargamiento en la duración de la hipoteca o un tipo de interés más bajo. No obstante, aún teniendo en cuenta las limitaciones de dicho ratio, éste sigue siendo un indicador exploratorio relativamente válido sobre la "salud" del mercado residencial. En la *figura 4* se muestra la evolución durante las últimas dos décadas de dicho ratio en los países estudiados. De entre todas las economías desarrolladas, es España el país donde este ratio ha experimentado un mayor crecimiento, alcanzando en 2005 un valor cercano a 1.7. Este crecimiento ha sido incluso superior al de Irlanda, Australia y el Reino Unido, que en 2005 presentan un ratio precio-renta de 1.6, 1.5 y 1.4, respectivamente. Otros países donde este ratio es también relativamente alto son Holanda, Canadá y Francia. Tal y como se ha comentado con anterioridad, este índice de accesibilidad no debe interpretarse aisladamente, sino en combinación con la evolución del tipo de interés y la duración de la hipoteca. Son precisamente estos dos factores los que hacen que no pueda establecerse una relación de largo plazo entre el precio de la vivienda y la renta. Sin embargo, es de esperar que en países donde este ratio supere en un 40% a su media de largo plazo, los hogares posiblemente experimenten problemas de accesibilidad a la vivienda de propiedad.

EL COMPORTAMIENTO CÍCLICO DEL PRECIO Y SUS FACTORES FUNDAMENTALES

Como se ha indicado en la segunda sección, existen algunos países para los que a lo largo de la última década el precio de la vivienda ha experimentado una escalada alcista sin precedentes. La principal incógnita es si en estos países los precios de la vivienda podrán permanecer en ese nivel tan

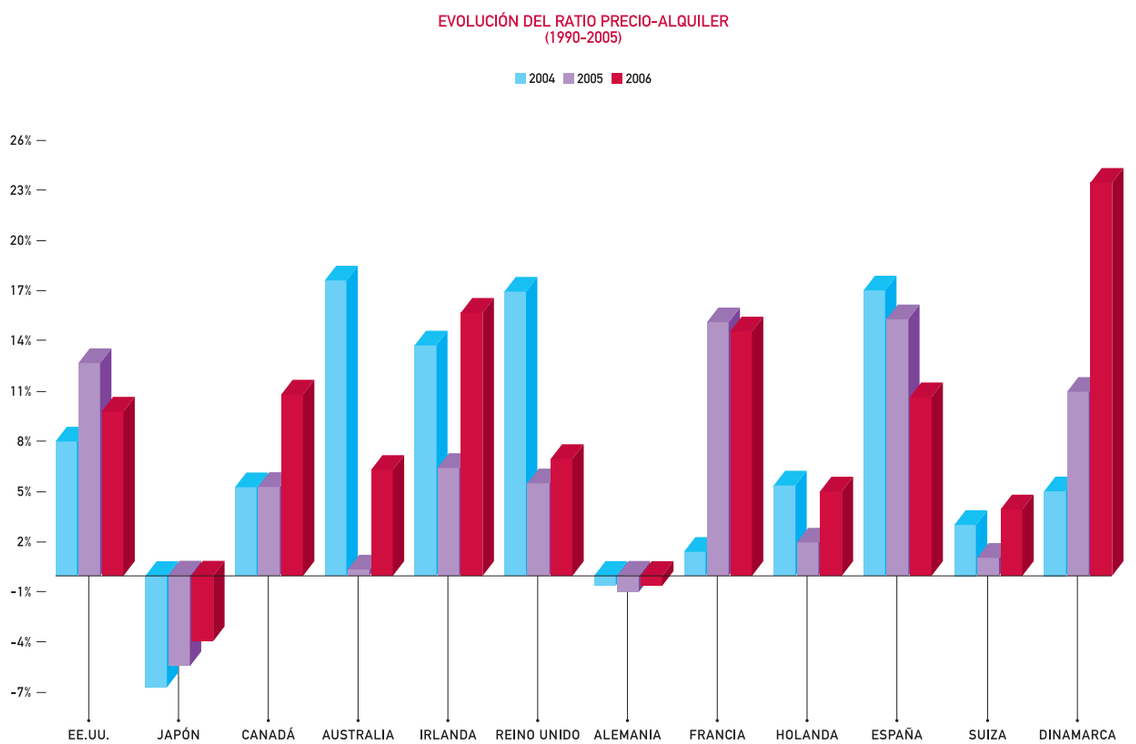

Figura 4 ***Fuente:*** *Elaboración propia a partir de datos de la OCDE.*
Nota: *Base=1 (valor medio entre 1970 y 2005)*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 19

alto en el corto y medio plazo, especialmente en un escenario de tipos de interés crecientes. Si bien es cierto que la "ingeniería hipotecaria" puede contribuir a que la demanda siga mostrándose inelástica al precio, y desde aquí a mantener el precio en su nivel más alto, no deja de ser cuestionable durante cuánto tiempo podrá estirarse esta situación. En la *figura 5* se muestra la expansión y contracción del precio de la vivienda experimentadas entre 1970 y 1995 en diez países. Sólo se muestran las subidas de precios (expansión) que han sido seguidas de una bajada (contracción) de los mismos. Durante este período, en los países analizados se produjeron 20 situaciones en las que el precio de la vivienda experimentó crecimientos importantes y prolongados, de los cuales 15 acabaron en descensos significativos del precio después de que éste alcanzase su pico más alto. Tal y como se muestra en la *figura 5*, las subsecuentes bajadas del

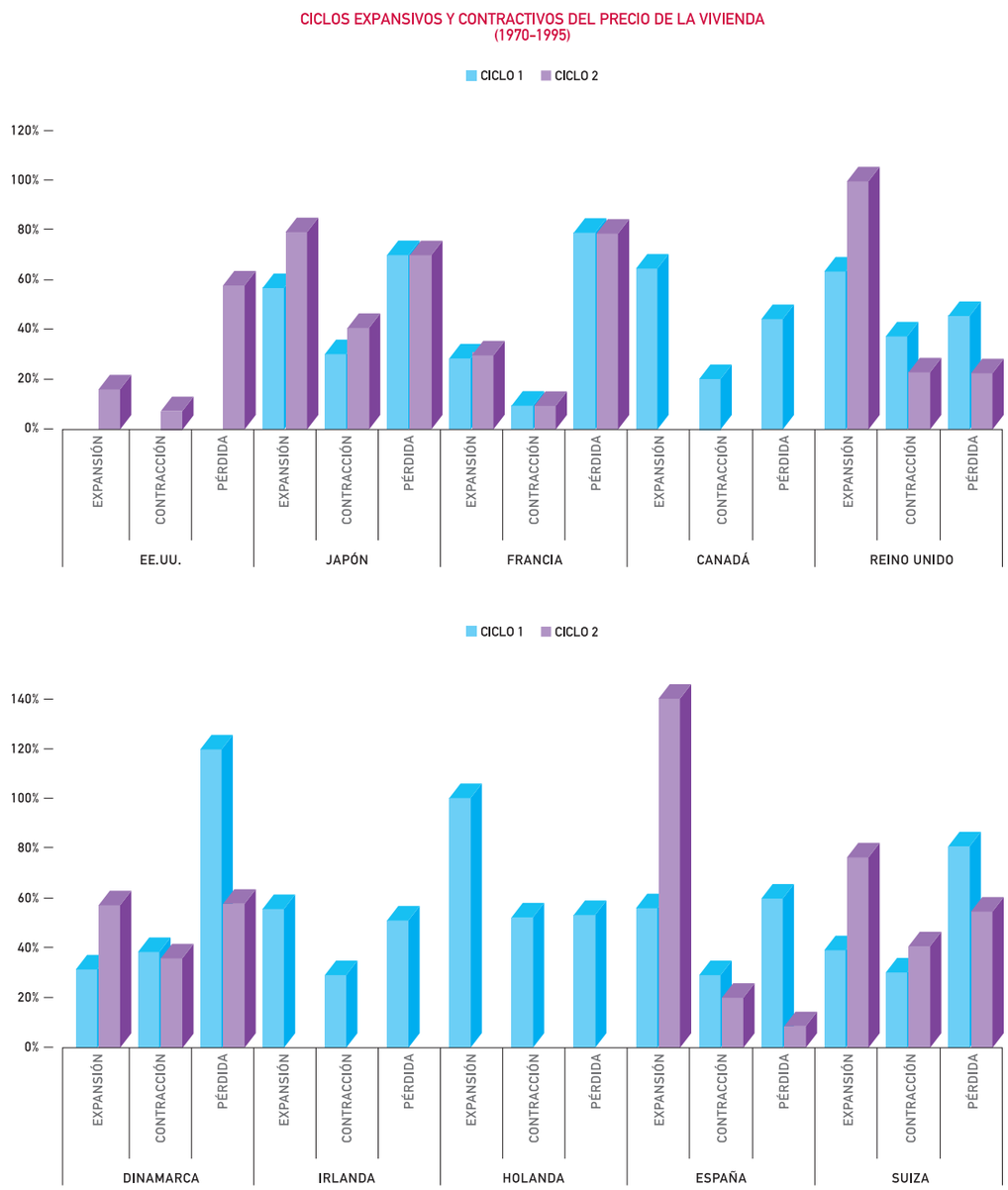

Figura 5 ***Fuente:*** *Elaboración propia a partir de datos de la OCDE.*
Nota: *Ciclo 1 (entre 1970 y 1985); Ciclo 2 (entre 1985 y 1995). Dentro de un mismo ciclo los períodos son distintos para cada país.*
El término "Pérdida" hace referencia al porcentaje del valor perdido sobre lo ganado en la fase de expansión después de la fase de contracción.

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 20

Japón, donde el precio de la vivienda lleva ya quince años consecutivos descendiendo, o el de Alemania, donde el descenso en el precio se prolonga ya desde hace diez años.

Hasta qué punto los precios pueden llegar a bajar de forma significativa en aquellos países donde estos han experimentado una subida importante depende en gran medida de cuáles han sido los factores que han contribuido a tal subida. Es decir, una vez realizada una descomposición en el incremento del precio entre subida explicada y no explicada por sus factores "fundamentales", podemos determinar la potencial sobrevaloración de un mercado inmobiliario a partir de la parte del precio que no puede explicarse por estos factores. Por factores fundamentales entendemos todos aquellos que incentivan racionalmente la demanda de vivienda, o también comprimen la oferta, y desde ahí se ejerce una presión al alza del precio. Entre estos factores, los más comúnmente utilizados para explicar el comportamiento del precio son los tipos de interés, la renta de los hogares, el crecimiento demográfico y el volumen de oferta. A partir de aquí, para intentar prever un potencial comportamiento anómalo del precio, se debería ver la evolución conjunta de estos factores con dicho precio. Por ejemplo, un escenario de subida en el precio conjugado con una gran oferta de vivienda, tipos de interés al alza y un comportamiento inelástico de la demanda respecto al precio de la vivienda es sintomático de que dicho precio no está siendo conducido por su factores fundamentales, y, en consecuencia, un ajuste a la baja del mismo sería muy probable.

Tomando este argumento intuitivo como potencial indicador de sobrevaloración de la vivienda, la realidad es que tal circunstancia sería apreciable sólo en algunos países. En este sentido, el Reino Unido, Irlanda, Holanda y España son los países en los que tal situación de ajuste a la baja en el precio de la vivienda parece más factible. Más concretamente, para el caso de España, ya en 2004 se había estimado una sobrevaloración del precio del 30%. Además, es importante destacar que en 2004 los tipos de interés aún no habían iniciado su senda ascendente actual. También se ha de

precio le hicieron perder a éste entre un tercio y dos tercios del valor ganado durante el período expansivo. Así pues, e incluso en el escenario más optimista, nadie puede asegurar que en el futuro inmediato el incremento del precio de la vivienda no pueda empezar a tomar valores negativos en algunos países. De hecho, y basándonos en la evidencia recogida en la *figura 5*, si nos expresásemos en términos de probabilidad, y utilizásemos como factor explicativo de la probabilidad de que el precio de la vivienda pueda bajar la evolución histórica del propio precio, podríamos afirmar que la probabilidad de que esto suceda en algunos de los países analizados es bastante alta. Así pues, queda por determinar qué podría pasar en aquellos países que han iniciado una tendencia alcista de los precios después de 1995[3]. Si las sucesivas subidas en el tipo de interés o un shock negativo en la economía llevasen a un ajuste del precio a la baja, la experiencia pasada sugiere que tal ajuste sería fuerte y prolongado. En este sentido cabe destacar el caso de

[3] Entre estos países se encuentran España, Irlanda, el Reino Unido, Holanda y Dinamarca.

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 21

considerar que a pesar de que en la actualidad el tipo de interés ha experimentado sucesivas subidas y de que la oferta es la más abundante de todo el ciclo expansivo iniciado en 1997, el precio sigue creciendo a un ritmo similar a como lo ha hecho en los últimos años. De hecho, algunas fuentes como el Fondo Monetario Internacional estiman que la sobrevaloración actual en el mercado residencial actual español supera ya el 50%. Para el Reino Unido se ha estimado una sobrevaloración del 60%, mientras que para Irlanda y Holanda esta sobrevaloración es del 25% y del 10%, respectivamente.

POTENCIALES EFECTOS DEL DESCENSO DEL PRECIO

El principal efecto de un descenso en el precio de la vivienda sobre la economía vendría dado por el efecto que éste tendría sobre la riqueza de los hogares, es decir, tal bajada del precio se traduciría en una pérdida equivalente en la riqueza inmobiliaria de los hogares, y en consecuencia, éstos deberían ajustar su nivel de consumo. Tal escenario indudablemente comprometería el crecimiento de cualquier economía. A modo de ilustración, hemos realizado un ejercicio de simulación para España que permite ver lo anteriormente expuesto. Según nuestras propias estimaciones, en el caso de España la elasticidad entre la riqueza inmobiliaria de los hogares y su nivel de consumo es de 0.09, frente al 0.04 de la riqueza no inmobiliaria. Es decir, por cada 1% de pérdida de patrimonio inmobiliario, el consumo se reduciría en un 0.09%. En consecuencia, una hipotética caída del 40% en el patrimonio inmobiliario, provocaría una caída del 3.6% en el consumo agregado de los hogares. Como ya se ha podido ver en otras economías, este descenso del consumo, conjuntamente con el consecuente descenso en la actividad de la construcción causada por la bajada del precio, podría comprometer seriamente el nivel de crecimiento económico en los períodos posteriores a la contracción del precio.

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 22

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO (III)

INVERSIÓN INMOBILIARIA INTERNACIONAL

INTRODUCCIÓN

En la primera entrega de la serie detallábamos las principales estrategias clásicas de inversión en el mercado inmobiliario. En la segunda, indicábamos las ventajas de la rotación de activos y las mejores oportunidades de inversión que todavía quedaban en el mercado nacional. En este número, nos desplazaremos hacia el extranjero y trataremos de explicar las claves del éxito de la inversión inmobiliaria en los mercados exteriores.

En la actualidad, dicha tipología de inversión está de moda. La finalización del ciclo expansivo del mercado residen-

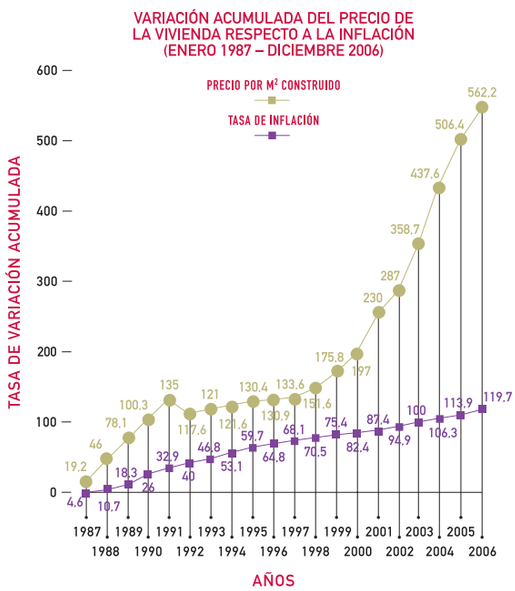

Figura 1 ***Fuente:*** *Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento, de la Vivienda e INE*

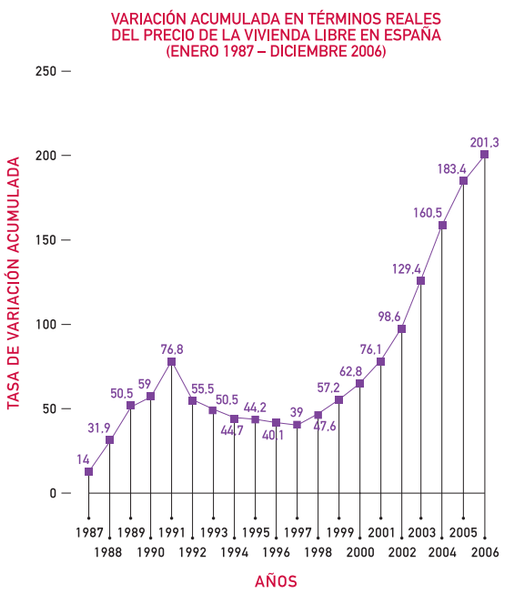

Figura 2 ***Fuente:*** *Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento, de la Vivienda e INE*

cial en España, unida a la elevada liquidez y capacidad de financiación de inversores y promotores, ha motivado que las adquisiciones de inmuebles y terrenos en el extranjero hayan aumentado de forma considerable en el último ejercicio. Así, hay un significativo número de promotores que recientemente han adquirido solares y edificios en distintos países de Europa y Latinoamérica (algunos, incluso, en Estados Unidos). En los últimos meses, es relativamente frecuente la creación de sociedades de inversión para canalizar el ahorro del pequeño y mediano inversor hacia la adquisición de propiedades inmobiliarias en el mercado internacional. Además, en ciertos casos, observamos cómo determinadas familias vuelven de sus vacaciones en el extranjero con un "souvenir muy especial": uno o varios apartamentos en localidades costeras de Brasil, Panamá o la República Dominicana.

Ésta es una nueva tendencia en nuestro país. En los últimos veinte años, la elevada rentabilidad del mercado residencial en España (el precio de la vivienda subió entre 1986 y 2006 un 562,2% y un 201,3% en términos nominales y reales, respectivamente – *véanse las figuras 1 y 2*) motivó que la mayoría de promotores e inversores consideraran innecesaria la realización de inversiones en el exterior. Así, hasta hace aproximadamente tres años, ni las grandes promotoras habían realizado significativas adquisiciones en el extranjero, ni las mayores fortunas españolas tenían un importante patrimonio inmobiliario en el exterior.

La inexperiencia en la operatividad en los mercados inmobiliarios internacionales comporta que un elevado número de inversores no disponga en la actualidad de una adecuada estrategia inversora. Uno de los errores más comunes es la escasa relevancia otorgada a las variables macroeconómicas presentes y futuras de la correspondiente nación extranjera. Debido a ello, no es frecuente que estudien si el país objeto de inversión tiene o no un modelo de crecimiento equilibrado. Tampoco suelen tener especialmente en consideración indicadores tan significativos como las expectativas de depreciación de la moneda nacional, la tasa de paro, el ritmo de creación de empleo y la evolución del déficit público y por cuenta corriente. Desde nuestra perspectiva, la macroeconomía es un factor clave. Es posible que los terrenos adquiridos, por precio y ubicación, sean una auténtica oportunidad. No obstante, si el país entra en una fase de ajuste económico, es realmente difícil que en el corto y medio plazo la oportunidad se transforme en realidad.

Los promotores utilizan una elevada diversidad de criterios para decidir dónde prioritariamente concentrarán sus inversiones en el exterior. Algunos buscan un país que sea un clon de la España de 1986 (un número significativo de ellos observa así a Polonia). Otros, especialmente los pequeños y medianos, pretenden encontrar un socio extranjero "fiable". Suelen valorar en mayor medida las características de su socio que las ventajas del correspondiente país. Estiman que oportunidades inmobiliarias existen en prácticamente todas las naciones. No obstante, consideran que es necesario un elevado conocimiento del mercado local (la aportación del socio) para detectarlas. Finalmente, un porcentaje relativamente reducido opta por invertir en localidades costeras de países donde aún existen playas prácticamente vírgenes y es posible ofrecer a la demanda potencial una vivienda o apartamento en primera línea de mar.

La mayoría de los solares adquiridos, excepto si la finalidad

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 24

de la compra es la promoción de vivienda de segunda residencia, están ubicados en la capital del correspondiente país (el socio local escogido suele centrar en ella su actividad). Los promotores españoles no suelen observar con detenimiento las características inmobiliarias de otras localidades. Así, por ejemplo, en el caso de Portugal, aunque los terrenos edificables son bastante más baratos y la expectativa de revalorización del precio de la vivienda es notablemente superior en Oporto que en Lisboa, la mayoría prefiere invertir en esta segunda ubicación. Exactamente sucede lo mismo en Polonia, en la comparación entre Szczenin, Katowice y Cracovia con Varsovia.

Los pequeños ahorradores, cuyo objetivo de inversión suele consistir en la compra de uno o varios apartamentos, utilizan el sistema de comparación de precios para decidir si realizan o no la correspondiente adquisición. Así, cotejan el precio del activo extranjero con el de la vivienda de similares características en España. Si el primero es sustancialmente más barato, estiman que la rentabilidad de la adquisición está prácticamente garantizada. Están convencidos, especialmente en el caso de las naciones del Este de Europa (miembros actuales de la Unión Europea), que en un futuro relativamente próximo existirá un rápido proceso de convergencia de precios y, por consiguiente, los observados en dichos países serán similares a los actuales en España. Por tanto, consideran la inversión inmobiliaria en el extranjero como una excelente oportunidad de negocio y creen que la elevada rentabilidad obtenida en los últimos años en España podrán conseguirla en los próximos en los mercados internacionales.

Así pues, un significativo número de inversores y promotores están convencidos de que el "nuevo Eldorado inmobiliario" está situado en el extranjero. No es ésta nuestra impresión. En los mercados exteriores, es posible encontrar "auténticas joyas inmobiliarias" pero también "genuina chatarra". En cualquier caso, la etapa de fantásticos negocios inmobiliarios, donde los precios subían considerablemente en casi cualquier país significativo de la economía mundial, ya ha pasado a la historia (fue el período 2002 – 2005). Además, es probable que tarde bastante tiempo en regresar un auge inmobiliario de idéntica intensidad y similares características. Debido a ello, tal y como sucede en la actualidad en el mercado español, la clave del éxito de la inversión en el extranjero estará en el establecimiento de una adecuada estrategia inmobiliaria. Dicha estrategia debe ser propia, tiene que evitar caer en la tentación de replicar las compras de las empresas rivales y constar de tres diferentes partes: una primera donde se defina el modelo de negocio a desarrollar (especulativo o patrimonial, vivienda principal o turística, etc.); una segunda en la que se seleccione el país hacia el que dirigir preferentemente las inversiones; y finalmente, una tercera en la que se elijan las ciudades y las ubicaciones adecuadas para comprar los inmuebles o desarrollar las promociones. Evidentemente, no es una tarea fácil ni está al alcance de cualquier tipo de empresa o inversor. Exige una elevada profesionalización y, además de profundos conocimientos sobre el mercado inmobiliario, una adecuada capacidad de análisis de la situación actual y perspectivas de futuro de la economía internacional.

EL INICIO DE LA GLOBALIZACIÓN INMOBILIARIA

La inversión inmobiliaria en el extranjero es una tendencia relativamente nueva a nivel mundial. Fue iniciada por inversores institucionales japoneses en 1987. Tuvo como primer y principal objetivo la adquisición de oficinas, hoteles y edificios emblemáticos de apartamentos en Estados Unidos (principalmente en Manhattan, Nueva York) y supuso la introducción de una nueva forma de valorar los inmuebles. A partir de dicha fecha, las expectativas y las condiciones de liquidez de la economía influyen decisivamente en la fijación de los precios de los activos inmobiliarios. El descuento de las rentas de alquileres es una cifra a tener en cuenta en el proceso de fijación del precio de un inmueble. No obstante, ya no consiste en el único ni, en numerosas ocasiones, el principal criterio de valoración.

La clave del inicio de la globalización inmobiliaria se encuentra en el acuerdo sobre tipos de cambio alcanzado en el hotel Plaza de Nueva York (1985). Éste consistía en una intervención conjunta de los principales bancos centrales del mundo para conseguir una progresiva depreciación del dólar. De esta manera, se pretendía evitar que una súbita y descontrolada caída de la moneda de Estados Unidos condujera a una crisis económica y financiera a nivel mundial. En el caso del yen, el citado acuerdo hizo que el tipo de cambio de la moneda japonesa se apreciara un 35% en menos de un año (pasó de 237 yenes/dólar en agosto de 1985 a 154 yenes/dólar en julio de 1986). Esta elevada apreciación redujo notablemente el ritmo de crecimiento de la economía japonesa y creó expectativas de llegada de una recesión. Para evitarla, y compensar la caída de la demanda exterior neta con un incremento de la demanda interior, el Banco de Japón redujo notablemente los tipos de interés nominales y llevó los reales a niveles cercanos al 0%.

La desregulación financiera realizada en 1986, unida a la falta de una adecuada supervisión, hizo que el sistema bancario disminuyera notablemente los requisitos de obligado cumplimiento para la obtención de un préstamo. Las mayores facilidades crediticias, junto con los bajos tipos de interés reales, inundaron de liquidez la economía japonesa. Esta elevada liquidez fue destinada en mayor medida a la adquisición de activos que a la compra de bienes de consumo, motivó una elevada alza de los precios de los activos inmobiliarios y bursátiles y la creación de las correspondientes burbujas en ambos mercados.

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 25

La euforia inversora, junto con la gran capacidad de financiación de familias y empresas, generó una elevada escasez de activos inmobiliarios en Japón. Dicha escasez hizo que éste viviera, a finales de la década de los 80, una auténtica "locura inmobiliaria". Esta "locura" se observa claramente en los siguientes datos: un apartamento de una sola habitación en el centro de Tokio llegó a tener en 1989 un valor de mercado de 1.200.000 euros (en la actualidad, su precio es de 360.000 euros); en 1990, la valoración de las propiedades inmobiliarias en Japón prácticamente doblaba la capitalización bursátil mundial; en los últimos años de la burbuja inmobiliaria, con la finalidad de aparentar un menor importe de la transacción, las compraventas de solares en las principales ubicaciones de Tokio se negociaban en tér-

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 26

minos de precio por centímetro cuadrado.
La combinación de una elevada apreciación del yen, la escasez de producto en venta en Japón, su elevadísimo precio y la baja rentabilidad vía alquiler de los inmuebles, convirtieron a los activos inmobiliarios más emblemáticos de Estados Unidos en sumamente atractivos para los inversores japoneses. En términos comparativos, eran notablemente más baratos y ofrecían una mayor rentabilidad vía alquiler. La comparativa no ofrecía dudas: el valor de mercado de todas las propiedades inmobiliarias en Estados Unidos era similar a las del entorno metropolitano de Tokio. Debido a ello, los inversores japoneses consideraban los precios vigentes en Estados Unidos propios de una temporada de "grandes rebajas". Esta sensación condujo a una competencia feroz entre los inversores japoneses por adquirir los activos inmobiliarios más emblemáticos de Estados Unidos. El resultado fue un elevado incremento de su precio. Así, prácticamente en cada transacción, el precio por m² pagado por el correspondiente inmueble suponía un nuevo máximo histórico. A diferencia de los inversores japoneses, los agentes inmobiliarios de Estados Unidos consideraban estratosféricos los precios alcanzados por los inmuebles. Estimaban que no estaban justificados de ninguna manera por las expectativas de revalorización del activo o de incremento de los alquileres. Sin duda, éste fue el inicio de la globalización inmobiliaria.
Unos años después, la burbuja bursátil e inmobiliaria japonesa explotó. El Banco de Japón tuvo una contribución decisiva en su explosión. En 1989, el temor a un significativo incremento de la tasa de inflación motivó un cambio radical de la política monetaria de dicho banco. Los tipos de interés subieron desde el 2,5% a principios de 1989 hasta el 6% en agosto de 1990. Esta elevada subida de tipos de interés redujo la capacidad de financiación de familias y empresas, aumentó los costes de su endeudamiento e incrementó el riesgo de invertir en activos bursátiles e inmobiliarios. En 1991, ya había explotado la burbuja bursátil (el índice Nikkei bajó un 63% entre enero de 1990 y agosto de 1992) y empezaba a pincharse la de carácter inmobiliario. El estallido de la burbuja cambió radicalmente la operativa de los inversores inmobiliarios japoneses. Se transformaron de ávidos compradores en rápidos vendedores. La necesidad de liquidez, debido a la elevada deuda contraída, y el inicio de una significativa caída del precio de los terrenos e inmuebles en Japón, hizo que la mayoría de los inversores japoneses vendieran durante el período 1991 – 93 sus activos en Estados Unidos. Dicha venta supuso el final de la primera fase de la globalización inmobiliaria.

Figura 3A ***Fuente:*** *Invertia*

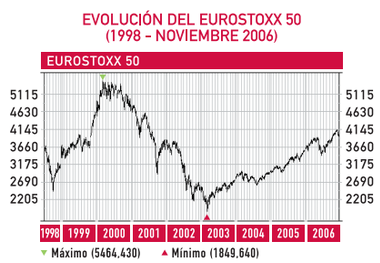

Figura 3B ***Fuente:*** *Invertia*

Figura 3C ***Fuente:*** *Invertia*

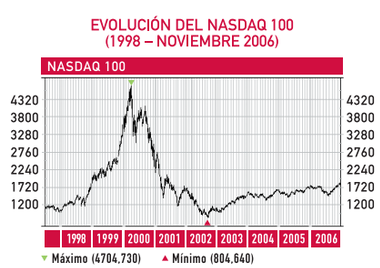

Figura 3D ***Fuente:*** *Invertia*

UN "BOOM" INMOBILIARIO MUNDIAL (2001 – 2005)

En los primeros años de la década actual, la vivienda adoptó un nuevo papel: activo refugio. Dicha función estuvo compartida con otros activos, tales como los bonos y el oro. En una elevada medida, esta situación fue consecuencia de la negativa evolución de las principales Bolsas mundiales en el período comprendido entre marzo de 2000 y 2003 *(véanse las figuras 3 a, b, c y d)*. En dicha etapa, acontecimientos de distinta tipología, tales como la explosión de la burbuja especulativa de la nueva economía, el atentado de las Torres Gemelas, diversos escándalos empresariales (Enron, Worldcom, etc.) y las posibles repercusiones económicas de la guerra contra Irak, incrementaron sustancialmente el ries-

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 27

go de la inversión bursátil y redujeron notablemente su rentabilidad esperada. Debido a ello, los capitales se desplazaron hacia activos más seguros y con una mejor relación rentabilidad – riesgo. Este desplazamiento, especialmente desde septiembre de 2001, motivó un sustancial incremento de la demanda de residencias por motivo inversión y contribuyó de forma decisiva a generar, en un elevado número de países, una importante subida del precio de la vivienda.

En el ejercicio de 2001, las repercusiones directas e indirectas del efecto pobreza, causado por la reducción de las cotizaciones bursátiles, condujeron a una recesión económica global. Una tipología de recesión parecida no se observaba en la economía mundial desde 1982. Tampoco, desde 1975, los tres principales países del mundo (Estados Unidos, Japón y Alemania) habían entrado a la vez en una situación de estancamiento económico. Esta adversa coyuntura hizo temer a los principales bancos centrales la llegada de la fatídica combinación: recesión y deflación. Era lo que ocurrió en Japón, después de la explosión de la burbuja especulativa creada en la segunda mitad de la década de los 80. Con la finalidad de evitar dicha combinación, y después de tomar en consideración los errores cometidos por el Banco de Japón durante los 90, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo decidieron llevar a cabo una rápida y considerable reducción de los tipos de interés nominales *(véase la figura 4)*. La reducción fue de tal intensidad que, en algunos países como España y Estados Unidos, el tipo de interés real se convirtió en negativo.

La realización de una política monetaria tan expansiva, especialmente en Estados Unidos, donde la reducción de tipos tuvo una mayor magnitud *(véase la figura 4)*, tenía como uno de sus principales objetivos incentivar a las familias a incrementar su endeudamiento y a elevar su demanda de viviendas. Si el propósito se conseguía, el crecimiento de las ventas en el mercado residencial conduciría a un aumento de la inversión en construcción, una notable creación de empleo y un mayor dinamismo del gasto de las familias. De esta manera, la positiva evolución del consumo privado y de la inversión en construcción impedirían la llegada al unísono de recesión y deflación. En algunos países, como Estados Unidos y España, dichas variables no sólo consiguieron evitar la aparición de una crisis, sino que se convirtieron en las principales impulsoras de un período de elevado crecimiento económico.

A diferencia de etapas anteriores, los nuevos flujos de capitales llegados al sector inmobiliario no se dirigieron preferentemente, en el mercado internacional, a la compra de oficinas y hoteles, sino a la adquisición de edificios de apartamentos. La recesión económica generada por la explosión de la burbuja especulativa tecnológica conllevó un elevado aumento de la tasa de desocupación de los inmuebles de oficinas, principalmente debido a la desaparición de numerosas empresas ligadas a la nueva economía. Dicho incremento redujo su rentabilidad esperada, aumentó el riesgo de invertir en dicho activo e hizo menos atractiva la explotación comercial de los indicados inmuebles. En el caso de los hoteles, su rentabilidad se redujo debido a la menor actividad económica y, especialmente en Estados Unidos, por la reducción del turismo.

A pesar de ello, el valor de mercado de los hoteles y los edificios de oficinas, ubicados en el centro de las ciudades, incrementó sustancialmente. La explicación a esta aparente paradoja tuvo que ver con su posible reconversión en edificios de apartamentos y con su valoración como tales. Los reducidos tipos de interés, junto al escaso atractivo de los activos alternativos, conllevaron un gran aumento de la demanda por motivo inversión de las viviendas de lujo ubicadas en la zona "prime" de las principales ciudades del mundo. Ante la escasez de la oferta, numerosos promotores decidieron adquirir, a precios impensables unos años atrás, inmuebles de oficinas y hoteles. Los precios pagados no estaban en ningún caso justificados por las rentas percibidas en forma de alquileres (oficinas), ni por los resultados de explotación obtenidos (hoteles).

La finalidad de las adquisiciones era su reconversión en edificios de apartamentos y la venta separada de cada vivienda a una insaciable demanda por motivo inversión. Ante la falta de alternativas y la gran capacidad de financiación disponible, la indicada demanda valoraba en mayor medida la localización del piso y su carácter emblemático que el coste del mismo. Esta consideración contribuyó de forma decisiva a que los precios de las viviendas en el centro

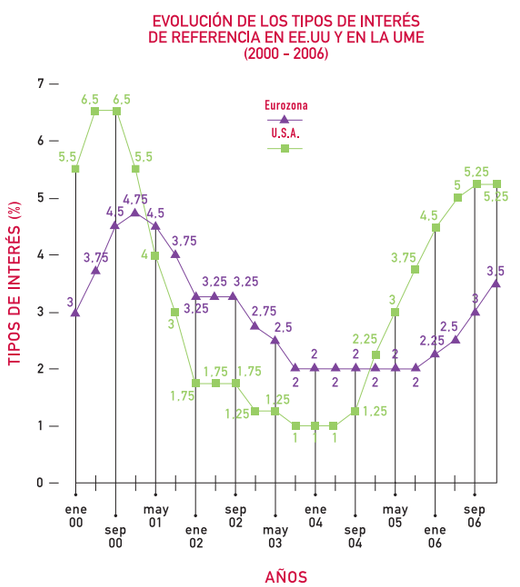

Figura 4 ***Fuente:*** *Banco Central Europeo*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 28

de las principales ciudades (excepto las de Alemania y Japón) subieran de forma espectacular y, generalmente, en mayor medida que en las ubicaciones limítrofes.

Un magnífico ejemplo de la citada reconversión es la experimentada por el hotel Plaza de Nueva York. Probablemente, el complejo hotelero más mítico de Estados Unidos, ubicado en una de las localizaciones más emblemáticas del mundo: la esquina sureste de Central Park (Manhattan). Su escasa rentabilidad como hotel (en 2003 perdió 1,8 millones de dólares), unido a su elevado valor en el mercado como edificio de apartamentos, motivaron en 2005 su venta a una empresa promotora y su reconversión en viviendas y galerías comerciales. La alcaldía y la presión popular (el Plaza forma parte de la historia de Nueva York) lograron "convencer" a la nueva propiedad para que una parte del edificio fuera destinada a hotel. No obstante, la nueva instalación hotelera sólo tendrá 150 habitaciones (la anterior disponía de 805) y, previsiblemente, estará ubicada en la parte menos emblemática y comercial del inmueble. Ésta sería una disposición contraria a la históricamente observada en las principales ciudades. Así, hasta la actualidad, en los inmuebles compartidos, las mejores ubicaciones correspondían al uso hotelero, quedando para el residencial las de carácter menos emblemático y comercial.

En resumen, el carácter refugio del activo vivienda, los reducidos tipos de interés, la elevada liquidez existente en la economía y la mayor preferencia de los inversores por los activos del mercado residencial, generaron un "boom" inmobiliario a nivel mundial en el período comprendido entre 2001 y 2005. El alcance y la magnitud de dicho "boom" pueden observarse perfectamente en las *figuras 5 y 6*.

A pesar de los problemas observados en la economía mundial durante el período 2001 – 2003, el precio de la vivienda subió significativamente en todos los países analizados, excepto en Alemania y Japón. En algunas naciones, la subida de precios estuvo parcialmente sustentada en una adecuada evolución económica, como es el caso de España, Reino Unido e Irlanda. No obstante, en otros, su justificación tuvo que ver en mayor medida con aspectos financieros que macroeconómicos. Éste sería, por ejemplo, el caso de Francia e Italia. Aunque su crecimiento económico fue escaso, el precio de la vivienda subió en promedio durante los cinco años analizados un 11,9% y un 9,1%, respectivamente.

Las mayores facilidades de financiación y el carácter refugio de la vivienda, en cambio, no permitieron aumentar significativamente la demanda de viviendas en Alemania y Japón. En el primer país, el motivo fundamental de la disminución de precios tuvo que ver con la destrucción de empleo generada en el período analizado. En el segundo, las causas principales fueron la existencia de deflación y el escaso grado de confianza de las familias en la evolución económica de Japón.

Sin embargo, la inversión en vivienda no ha sido siempre tan rentable como lo fue en los últimos años. Una demostración precisa de esta afirmación nos la ofrece la *figura 7*. En el período comprendido entre los años 1980 y 2001, únicamente en cuatro países (España, Reino Unido, Holanda e Irlanda), la revalorización del activo vivienda superó con claridad en términos reales el uno por ciento anual. Esta revalorización es inferior a la proporcionada por la renta fija

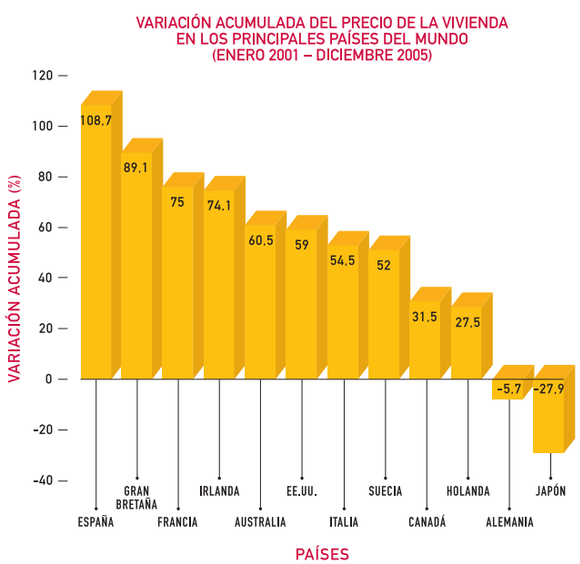

Figura 5 ***Fuente:*** *The Economist*

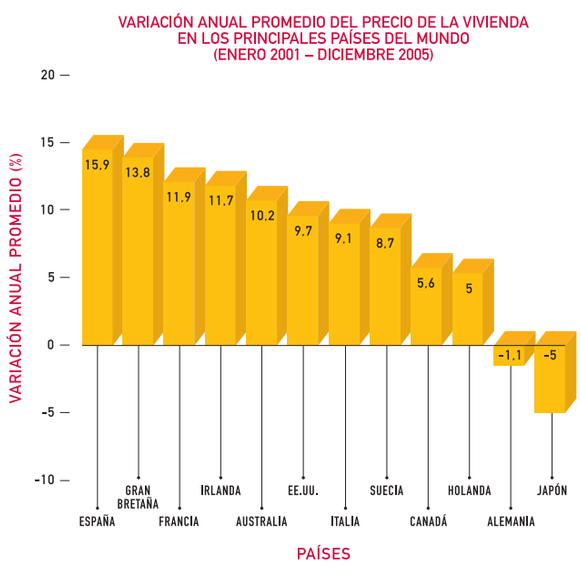

Figura 6 ***Fuente:*** *The Economist*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 29

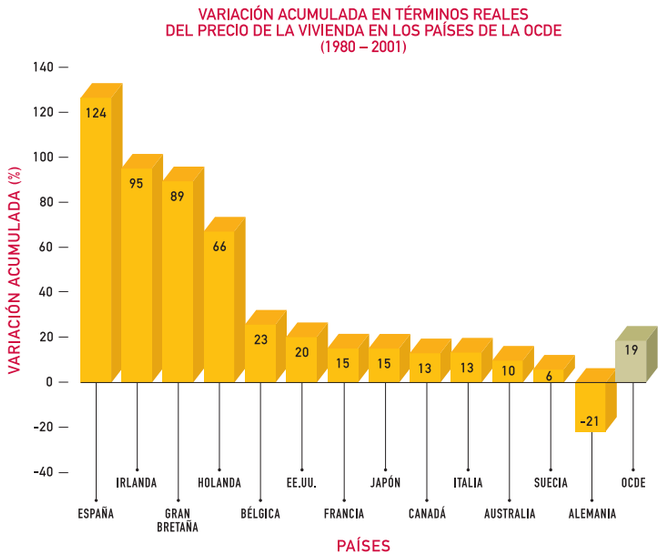

Figura 7 ***Fuente:*** *The Economist*

a corto plazo en un elevado número de períodos. Dicho aspecto demuestra que la adquisición de una vivienda no es, siempre y en cualquier país, una magnífica inversión.
Las claves del éxito de la inversión inmobiliaria en las anteriores cuatro naciones estuvieron principalmente relacionadas con la macroeconomía y la fiscalidad. Todas ellas han disfrutado de un elevado crecimiento económico durante una parte del período analizado y concedido significativos incentivos fiscales para la adquisición de viviendas. En el caso de España y de Irlanda, una sustancial disminución de los tipos de interés se añade a los anteriores factores explicativos. Por el contrario, la evolución del precio de la vivienda en Alemania muestra claramente que invertir a largo plazo en el mercado residencial, si no se hace en el activo, el momento y la localización adecuada, puede ser una mala inversión. Esta situación también se advertiría en Japón si, en lugar de analizar la etapa 1980 – 2001, tomáramos como base el período 1991 – 2005.

EL RIESGO DE INVERTIR EN LOS PAÍSES DE EUROPA DEL ESTE: EL CASO DE HUNGRÍA

En los últimos años, la inversión inmobiliaria extranjera en los países de Europa del Este pertenecientes a la Unión Europea ha crecido de forma espectacular. Numerosos inversores consideran que en dichos mercados se encuentran en la actualidad las principales oportunidades inmobiliarias de la economía mundial. Los motivos en que se sustenta esta percepción están relacionados con la atracción por parte de las anteriores naciones de numerosas empresas industriales y de servicios (aumento de la demanda de naves y oficinas), la llegada de nuevos hábitos de consumo (creación de centros comerciales y dinamización de las zonas "prime" de las principales ciudades) y la expectativa de importantes incrementos de la renta de las familias y de su capacidad de endeudamiento (incremento de la demanda de viviendas). En el caso del mercado residencial, además de las anteriores expectativas, debemos añadir la madurez del ciclo inmobiliario expansivo en numerosos países de Europa Occidental (España, Reino Unido, Francia, etc.), la elevada liquidez existente en la economía mundial, el gran crecimiento económico observado en los últimos años en Europa del Este *(véase la figura 8)*, la existencia en dichas

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 30

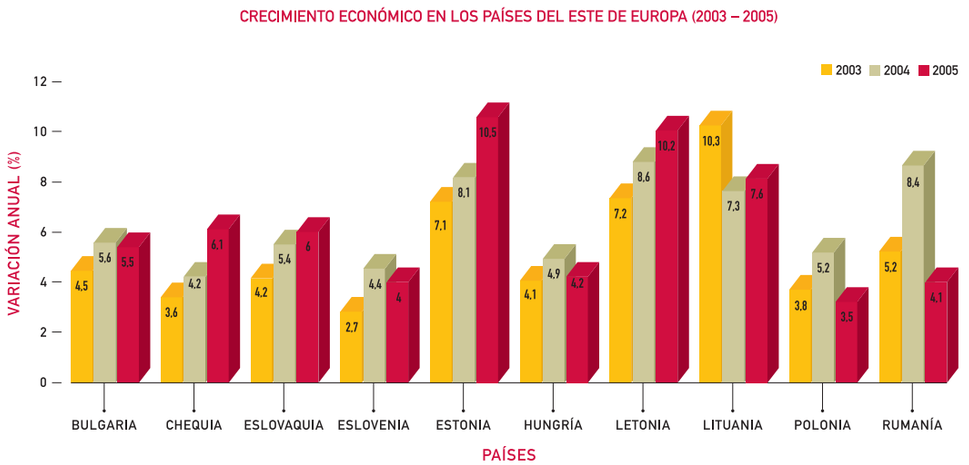

Figura 8 ***Fuente:*** *Eurostat*

naciones de un parque de viviendas en deficiente estado y de un elevado porcentaje de población con una edad inferior a 25 años. Según un considerable número de inversores y promotores, la combinación de estas características generará en los próximos años una elevada alza de los precios de la vivienda en los nuevos países de la Unión Europea, así como una paulatina convergencia de dichos precios con los vigentes en Europa Occidental.

Desde nuestra perspectiva, existe un elevado número de activos inmobiliarios en Europa del Este con un significativo potencial de revalorización. No obstante, en el período previsto por numerosos inversores, es posible que la rentabilidad potencial estimada no se transforme en real. Esta situación puede producirse porque en dichos países la inversión inmobiliaria dista notablemente de constituir una opción segura. En la mayoría de los casos, elevada rentabilidad potencial y gran seguridad suelen ser incompatibles.

Los activos inmobiliarios en Europa del Este no son una excepción a esta regla. El principal motivo de inseguridad está relacionado con los importantes riesgos macroeconómicos de los mencionados países. Debido a ello, consideramos que la rentabilidad final obtenida dependerá en una significativa medida de la evolución económica de la correspondiente nación. Es decir, la macroeconomía tendrá probablemen-

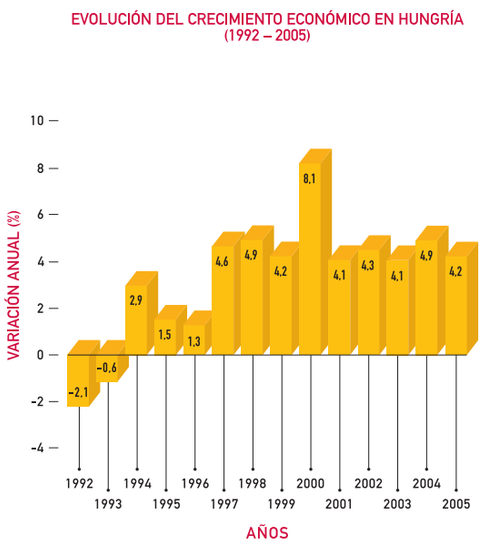

Figura 9 ***Fuente:*** *Eurostat*

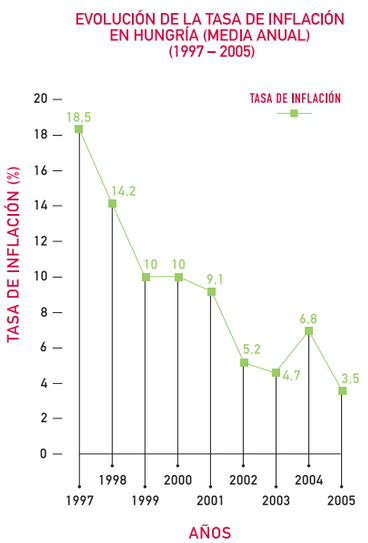

Figura 10 ***Fuente:*** *Eurostat*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 31

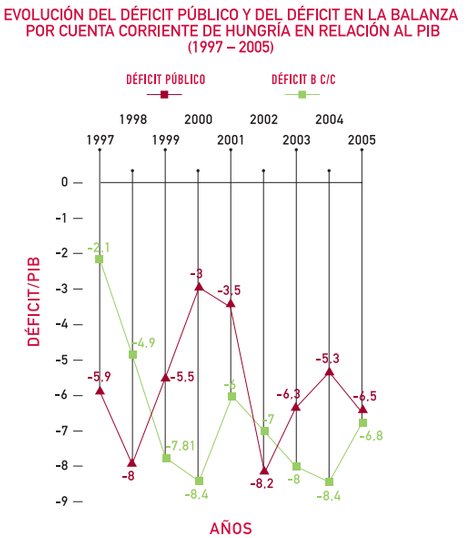

Figura 11 ***Fuente:*** *Eurostat*

te una importancia superior a la geografía y a la demografía. La adquisición de activos inmobiliarios en los países de Europa del Este presumiblemente será una adecuada inversión si las naciones implicadas realizan importantes reformas estructurales, desarrollan un modelo de crecimiento económico sostenible, cumplen los criterios de convergencia de Maastricht y acceden a la moneda única en un período de tiempo relativamente breve (antes de 2012). En la actualidad, sólo Eslovenia cumple la totalidad de los criterios de convergencia (entrada en la zona euro el 1 de enero de 2007). Otros países, como Polonia, la República Checa y Hungría, deben realizar significativos cambios en su política económica para conseguir su cumplimiento.

Entre las anteriores naciones, Hungría es el país con un marco macroeconómico más deficiente y el que ofrece mayores dudas sobre la fecha de su futura incorporación a la Unión Monetaria Europea. En los últimos años, sus sucesivos gobiernos han desarrollado una política económica marcadamente populista, centrada prácticamente de manera exclusiva en la consecución de determinados objetivos en el corto plazo. Así, aunque ésta ha proporcionado buenos resultados en materia de crecimiento económico y control de la tasa de inflación *(véanse las figuras 9 y 10)*, ha generado importantes desequilibrios económicos.

En el ejercicio 2006, es posible que el déficit público y de balanza por cuenta corriente superen el 10% y 8% del PIB, respectivamente *(véase la figura 11)*. Estos últimos indicadores justifican la necesidad y urgencia de la realización de un importante ajuste económico en Hungría, así como de un profundo cambio de su modelo de crecimiento económico. Durante los últimos años, la realización de una política fiscal expansiva ha sido el principal instrumento en que se ha basado el auge económico del país. Con la finalidad de evitar conflictos sociales, los últimos gobiernos han incrementado sustancialmente los salarios de los funcionarios públicos, aumentado la cuantía de las pensiones y subvencionado, entre otros, los precios del gas, la electricidad y el transporte. Además, han incrementado en una considerable medida el gasto en sanidad e infraestructuras. El resultado ha sido un elevado crecimiento económico (superior al 4% en los últimos cinco años) y el déficit público más elevado de la Unión Europea.

La elevada liquidez de la economía mundial, el interés de numerosas empresas por establecer una filial en Hungría y unos tipos de interés relativamente elevados *(véase la figura 12)* posibilitaron la entrada de importantes flujos de capitales. Dichas entradas permitieron la financiación del déficit público y provocaron la sobrevaloración del florín húngaro. Esta posición de la divisa nacional permitió importar desinflación y contribuyó decisivamente a la reducción de la tasa de inflación. No obstante, la combinación de una elevada demanda interior y de una moneda sobrevalorada condujeron al país a vivir notoriamente por encima de sus posibilidades y, por tanto, a experimentar un gran déficit en su balanza por cuenta corriente.

El incumplimiento de todos los criterios de convergencia por parte de Hungría ha motivado la amenaza de la Comisión Europea de retirarle su asignación actual de los fondos de cohesión. No obstante, ésta ha dejado claro que dicha actuación únicamente tendría lugar si el gobierno húngaro continuara negándose a modificar, tal y como le ha pedido reiteradamente la Comisión, la política económica desarrollada en los anteriores ejercicios. Para evitar la indicada po-

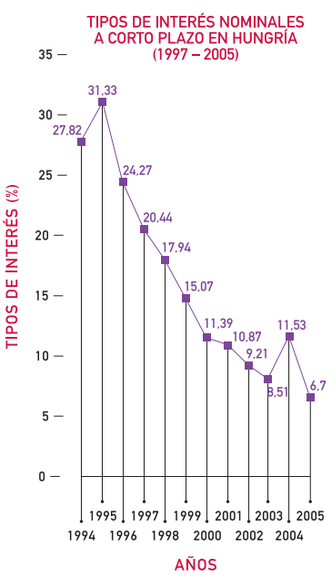

Figura 12 ***Fuente:*** *Eurostat*

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 32

sibilidad y entrar en la moneda única en un futuro relativamente próximo, el gobierno húngaro ha efectuado en los últimos meses un cambio sustancial de sus prioridades en materia económica y ha diseñado la realización de un importante ajuste. Dicho ajuste permitirá disponer a Hungría de un modelo económico más equilibrado. Sin embargo, afectará de forma muy negativa al crecimiento del PIB y del poder adquisitivo de sus ciudadanos durante los próximos años. Incluso, es posible que la nueva política económica haga entrar al país en un período de recesión.

Las nuevas medidas adoptadas tienen como principal objetivo aumentar la recaudación fiscal y reducir los gastos del Estado. Hasta el momento, las más significativas son: un aumento del IVA del 15% al 20% para los productos alimenticios y de primera necesidad, un incremento de las cotizaciones sociales en un 2%, un aumento del impuesto de sociedades desde el 16% al 20% y un incremento del precio del gas (30%), de la electricidad (8%), del transporte y de las tasas universitarias. Además, es bastante probable que la Administración empiece a cobrar los servicios médicos ofrecidos y los medicamentos.

La subida de la inflación, consecuencia del incremento de los precios de los productos y servicios subvencionados, unido a las nuevas medidas adoptadas por la Administración, para reducir gastos e incrementar ingresos, probablemente conducirán a la realización conjunta de una política monetaria y fiscal restrictiva. Esta combinación afectará negativamente a la evolución del consumo y la inversión privada provocará destrucción de empleo y posiblemente un significativo incremento del número de parados. Dichas políticas perjudicarán notablemente al mercado de la vivienda en Hungría. La previsible reducción de la renta real de las familias, junto con el incremento de los tipos de interés, disminuirán la capacidad de endeudamiento de los húngaros y generarán una sustancial reducción de su demanda de viviendas.

El anterior proceso de ajuste puede ser percibido por los mercados financieros como un significativo incremento del riesgo de invertir en Hungría (aumento del riesgo país). Si así sucediera, existiría la posibilidad de que se produjera una elevada salida de capitales y, por tanto, una significativa depreciación del florín húngaro. Incluso, pudiera suceder que fuera el propio gobierno quien buscara la disminución del valor de la moneda nacional en el mercado de divisas. El objetivo de la buscada depreciación sería la consecución, por parte de las empresas del país, de una ganancia artificial de competitividad. Dicha ganancia permitiría aumentar las exportaciones, disminuir las importaciones, tendría un efecto positivo sobre el crecimiento económico y disminuiría el descontento de la población por la realización del proceso de estabilización de la economía nacional.

Una depreciación del florín disminuiría el valor en euros de los activos inmobiliarios de Hungría. En consecuencia, podría generar importantes minusvalías a los inversores europeos extranjeros que compraron propiedades inmobiliarias en dicho país en el pasado reciente. Por tanto, es posible que el proceso de ajuste económico emprendido por el gobierno húngaro reduzca en un próximo futuro la llegada de capital inmobiliario extranjero e incentive la salida de aquél que posea una menor propensión al riesgo. Si así sucede, la expectativa actual de numerosos inversores no se convertiría en realidad. En los próximos años, a diferencia de la previsión realizada por éstos, el precio de la vivienda en Hungría no tendría una significativa evolución al alza, sino que, en euros, incluso podría descender.

La inestabilidad actual de la economía de Hungría podría conllevar un cambio de opinión de los mercados financieros sobre las perspectivas de algunos países de Europa del Este. Así, es posible que estimaran que otras naciones del área geográfica (por ejemplo, Polonia) también necesitaran realizar un ajuste de similares características al efectuado por Hungría. Si así fuera, el riesgo de invertir en determinados países de Europa Oriental aumentaría de forma sustancial, podría producirse una gran salida de capitales ("efecto manada"), y las monedas de los indicados estados se depreciarían en una elevada medida. Esta coyuntura, al comportar una importante retirada del capital extranjero, supondría una reducción significativa de su ritmo de crecimiento económico. Evidentemente, al igual que en Hungría, en dichas naciones la evolución de la demanda de viviendas y de los precios no sería la inicialmente prevista. Si así sucediera, la inversión inmobiliaria en algunos países del Este constituiría un fracaso. La macroeconomía habría impedido que la rentabilidad potencial se transformara en real.

LAS CLAVES DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA EN EL EXTRANJERO

La primera actuación a realizar por un inversor que pretenda adquirir inmuebles o terrenos edificables en el extranjero, debe consistir en identificar su perfil de riesgo. Las diferentes características inmobiliarias de los distintos países comportan desiguales expectativas de riesgo y rentabilidad. Indiscutiblemente, la compra óptima no será la misma para "un jugador de póquer inmobiliario" que para un inversor conservador. Al primero no le importa apostar al "todo o nada". Está dispuesto a correr casi cualquier tipo de riesgo si la expectativa de rentabilidad es elevada. En cambio, para el segundo, la prioridad no es el beneficio a obtener, sino el grado de seguridad de la inversión. Su adquisición preferida es la de un activo con un riego muy bajo y una expectativa de rentabilidad moderada.

En el mercado residencial, la mayoría de los inversores son adversos al riesgo. No obstante, a veces, no valoran éste de forma adecuada. No es infrecuente que realicen adquisiciones de elevado riesgo y crean que han comprado "activos se-

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 33

guros". Esta situación suele suceder porque los adquirentes no tienen claros los principales factores que determinan el riesgo de una inversión inmobiliaria en el extranjero. Desde nuestra perspectiva, dichos factores son los siguientes:

a) Seguridad jurídica. Las leyes vigentes en el país deben permitir que la propiedad del activo corresponda, en la actualidad y en el futuro, al inversor que lo ha adquirido. No obstante, no siempre sucede así. En un significativo número de países no se sabe con certeza quién es el propietario de determinados terrenos edificables. En algunos, no hay registro de la propiedad, en otros, más de uno. En ciertas naciones de Europa del Este (por ejemplo, Polonia), existen bastantes litigios judiciales por la propiedad de la tierra. El antiguo propietario de los solares, antes de la expropiación realizada por el régimen comunista, exige su devolución (por ejemplo, en algunos casos, la iglesia católica en Polonia). Por tanto, puede ser que la actual propiedad, una vez resuelto el juicio, no sea la verdadera. En algunas naciones del Magreb, como por ejemplo Marruecos, una crisis política puede conllevar la expropiación de los solares e inmuebles adquiridos por extranjeros. Aunque actualmente dicho riesgo es reducido, un profundo cambio de la vigente política gubernamental podría incrementarlo de forma sustancial.

b) Seguridad de las personas. En el extranjero, a diferencia de España, continúan existiendo "solares de postal" a precios muy asequibles. Suelen ser lugares paradisíacos, situados en primera línea de mar y con excelente clima durante la totalidad del año, donde los terrenos edificables tienen precios de venta comparativamente irrisorios. Paradójicamente, estas características no aseguran que su adquisición sea una magnífica inversión. El precio del terreno es una variable importante, no obstante, la clave del éxito de la inversión inmobiliaria es la existencia de una gran demanda de vivienda en la localización elegida. Sin embargo, si no existe una elevada seguridad para las personas, ésta suele ser reducida. En la actualidad, éste es el aspecto que en mayor medida retrae la inversión extranjera en Brasil (excepto en determinadas poblaciones), Colombia, Haití, Angola, Madagascar, etc. Una promoción dedicada a turistas extranjeros debe garantizar una elevada calidad de vida (es importante también asegurar una buena red de relaciones sociales) y una gran seguridad personal. Si no garantiza ambos aspectos (especialmente el segundo), la inversión realizada puede ser un auténtico fracaso.

c) Importancia relativa de las demandas por motivo uso o inversión. Las demandas por motivo uso o inversión suelen comportar una diferente absorción de la oferta de viviendas. En la primera, ésta es de carácter prácticamente permanente. En cambio, en la segunda, si la adquisición posee una finalidad especulativa, aquélla sólo tiene lugar de forma temporal. En este último caso, la demanda observada en la actualidad se transforma en oferta en un período más o menos próximo. Debido a ello, cuanto mayor sea ahora la demanda por motivo inversión, más elevada tenderá a ser la oferta futura de residencias de un país. Por tanto, a medio y largo plazo, el precio de la vivienda generalmente tendrá un menor recorrido al alza o una mayor posibilidad de descenso. En términos de riesgo, la anterior relación implica que éste sea más elevado (reducido) cuanto mayor sea la importancia relativa de la demanda por motivo inversión (uso).

La aplicación al mercado europeo residencial del vínculo observado entre demanda actual de inversión y oferta futura de viviendas identifica distintas naciones con diferente perfil de riesgo. Así, por ejemplo, nos indica que las compras efectuadas en Alemania y Portugal incorporan un mayor grado de seguridad que las realizadas en la mayoría de los países del Este de Europa. Algunos datos referentes al ejercicio de 2006 son sumamente reveladores. Según diversas fuentes, las adquisiciones de viviendas por motivo inversión en Polonia superaron la cuota del 35% (en Varsovia se situaron por encima del 60%). En contraste, en Portugal no llegaron al 5%. En el primer país, la mayoría de los inversores fueron foráneos, concretamente españoles, alemanes, irlandeses y británicos. En el segundo, la adquisición de pisos y apartamentos por parte de extranjeros (excepto en el Algrave) fue escasamente significativa.

Una elevada actividad en un país de la demanda por motivo inversión otorga un mayor riesgo a la adquisición realizada. Sin embargo, en bastantes ocasiones, proporciona en el corto plazo al inversor un plus de rentabilidad. Así, un gran incremento de la indicada demanda suele crear escasez de producto y conducir a una gran subida del precio de la vivienda. Generalmente, esta subida provoca una sobrevaloración de dicho activo e impide el acceso a su adquisición a una sustancial parte de la población del país. No obstante, actúa como reclamo para la llegada de nuevos compradores extranjeros. Las próximas transacciones se realizarán principalmente entre inversores y en ellas habrá ganadores y perdedores. Los primeros serán quiénes han sabido abandonar a tiempo el mercado, han hecho oídos sordos a expectativas increíbles de subidas de precios y se han conformado con una elevada plusvalía (aunque inferior a la pronosticada por la mayoría de los analistas del mercado). Los segundos serán los que han efectuado la compra en el último período del alza de precios. Éstos han actuado guiados por la euforia observada en el mercado en el momento de la adquisición, han obtenido enseguida minusvalías latentes y, finalmente, han vendido con pérdidas o quedado atrapados durante un largo período de tiempo en la inversión realizada.

En el caso de los promotores, una elevada demanda por motivo inversión permite en el corto plazo una venta más rá-

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 34

pida de los inmuebles y una ganancia superior a la inicialmente prevista. No obstante, a medio plazo, aquélla genera una "nueva competencia" que reduce el ritmo de comercialización de las viviendas y el beneficio obtenido. Dicha competencia está formada por inversores que adquirieron pisos en las primeras promociones efectuadas en nuevas zonas residenciales o en la rehabilitación de antiguas.

Posteriormente, cuando las siguientes salen al mercado, dichos inversores proceden a la venta de sus viviendas a un precio normalmente inferior al fijado por las empresas inmobiliarias para las nuevas. Esta operativa provoca que el beneficio obtenido por los promotores dependa en una elevada medida del momento de su entrada en el correspondiente mercado. Si ésta es excesivamente tardía, incluso es posible que los beneficios esperados se conviertan en pérdidas efectivas.

d) Inmigración y emigración. Un exitoso modelo de crecimiento económico, generador de una gran creación de empleo, hace que algunos países necesiten la llegada de una relativamente elevada inmigración. En los últimos años, éste es el caso de naciones como España, Irlanda y Australia. En ellas, una vez legalizada su residencia y realizado el reagrupamiento familiar, los nuevos inmigrantes se convierten en una fuente adicional de demanda de vivienda. Adquieren las residencias más modestas (las de menor superficie y peor ubicación) y permiten que una parte sustancial de la demanda potencial de mejora compre un piso más grande y mejor localizado. El resultado es un elevado incremento de la demanda de vivienda por motivo uso, tanto de primer acceso a la propiedad como de mejora. Este incremento generalmente provoca escasez de oferta y conlleva una gran subida del precio de la vivienda. Dicha evolución del mercado residencial determina que, desde la perspectiva del inversor, los países con las anteriores características presenten una relación rentabilidad versus riesgo difícilmente mejorable.

En cambio, si una elevada tasa de paro o una considerable diferencia salarial con otras naciones del área geográfica conducen a una considerable emigración, ésta se convierte en un factor negativo que debe ser tenido en consideración por la inversión inmobiliaria. Un gran flujo emigratorio reduce la demanda potencial de viviendas y genera significativas dudas sobre la evolución futura de su precio. Esta situación se observa en la actualidad en diversos países del Este de Europa (Polonia, Bulgaria, Rumania, etc.) y pone seriamente en entredicho algunas proyecciones de necesidades de viviendas realizadas en determinados análisis de mercado.

Los flujos migratorios no siempre tienen la misma dirección. Es perfectamente posible que, después de pasado un tiempo, cambien de sentido. Así, puede suceder que una nación, receptora hace escasos años de un gran número de inmigrantes, pierda una significativa parte de la población recién llegada. Esta situación tendría lugar si el modelo de desarrollo del país, anteriormente exitoso, se vuelve obsoleto y la economía nacional entra en recesión. En este escenario, es probable que la destrucción de empleo observada haga que un porcentaje significativo de la población inmigrante pierda su puesto de trabajo. Si así sucede, posiblemente una parte importante de los extranjeros, con menor arraigo en la nación de acogida, abandone el país. Dada esta coyuntura, es probable que el mercado residencial entre en recesión y que el precio de la vivienda disminuya de forma significativa.

e) Expectativas de recuperación económica. La adquisición de activos inmobiliarios en países con reducido crecimiento económico y expectativas de elevado incremento del PIB generalmente constituyen una magnífica oportunidad de inversión. A diferencia de la Bolsa, la demanda de viviendas no se anticipa a la recuperación de la economía, sino que va por detrás de ella. En la mayoría de las ocasiones, una intensa creación de empleo y el reestablecimiento de la confianza de las familias en la evolución de la economía son requisitos imprescindibles para la reactivación de la demanda de viviendas.

La adquisición de solares e inmuebles, antes de que se produzca la recuperación de la economía, permite entrar en el país a "precios de saldo" y obtener en el futuro una magnífica plusvalía sin incurrir en un elevado riesgo. Sin embargo, a la mayoría de los inversores no les seduce esta posibilidad. Prefieren realizar adquisiciones en países donde el precio de la vivienda esté subiendo significativamente que en aquellas naciones donde aún no lo ha hecho. Estiman que la inversión es más segura en el primer caso que en el segundo, cuando en realidad en la primera opción están operando con un riesgo superior.

En la actualidad, en Alemania y Portugal existen expectativas de recuperación económica y precios relativamente reducidos de las viviendas (para la capacidad adquisitiva de sus ciudadanos). En ambos países se han realizado últimamente importantes reformas estructurales. Si éstas dan resultado, su crecimiento económico aumentará sustancialmente en los próximos años. No obstante, todavía la demanda de viviendas es reducida y la evolución de su precio decepcionante. En contraste con el planteamiento realizado por numerosos inversores, la combinación de todas las anteriores características determina que en dichos países haya numerosas "oportunidades inmobiliarias". Por tanto, ambos deberían ser considerados en la actualidad como una magnífica opción de inversión. Sin embargo, generalmente no se les considera así.

f) Modelo de crecimiento y tipo de cambio. La inversión inmobiliaria en el extranjero tiene un mayor grado de seguridad si se efectúa en países con un modelo de crecimien-

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 35

to equilibrado y sin expectativas de depreciación de la moneda nacional. El primer aspecto, si la demanda interna es relativamente elevada, aleja la posible llegada de una recesión. Por tanto, prácticamente garantiza una demanda de vivienda estable en los próximos ejercicios. El segundo tiende a impedir la aparición de minusvalías por la pérdida de valor en moneda nacional de las propiedades adquiridas en el extranjero.

Un indicador fundamental a tener en cuenta para evaluar ambos aspectos es la balanza por cuenta corriente. Un elevado déficit de la misma supone una clara señal de que el país tiene un modelo de desarrollo inadecuado, una moneda sobrevalorada, o una combinación de ambos problemas. La nación vive notablemente por encima de sus posibilidades y necesita recurrir de forma considerable a la financiación extranjera. Debido a ello, existe el riego de que el país vea depreciado significativamente el valor de su moneda, entre en recesión, o sufra ambas cosas a la vez. Dicho riesgo incrementa de forma sustancial si el país posee también un gran déficit público y su moneda es escasamente relevante a nivel mundial (por ejemplo, Hungría en la actualidad).

Un elevado déficit en la balanza por cuenta corriente no comporta las mismas implicaciones para todos los países. En términos de riesgo, la valoración del mismo es muy diferente si el correspondiente país tiene una moneda nacional prestigiosa (por ejemplo, dólar o euro) o con escasa credibilidad. En la primera situación, es posible que el país no tenga ningún problema para conseguir en el extranjero la financiación necesaria a un reducido tipo de interés (un buen ejemplo es Estados Unidos durante la última década). En dicho contexto, desde la perspectiva de la inversión inmobiliaria extranjera, el indicado déficit únicamente supondría un importante problema si la demanda interior fuera escasa. Si así sucediera, muy probablemente el país decidiría consentir (o provocar) una depreciación de la moneda nacional. El objetivo sería compensar la reducción de la demanda interior con un incremento de la demanda exterior neta y evitar la recesión. La depreciación de la divisa extranjera provocaría la pérdida de valor en moneda nacional de los activos adquiridos en el exterior y supondría una menor plusvalía o una mayor minusvalía latente.

En la segunda situación, prácticamente cualquier acontecimiento inesperado, de carácter negativo, observado en la economía mundial, podría comportar una gran salida de capitales y conducir al país a una combinación de elevada depreciación de la divisa nacional y recesión. Si así sucediera, la inversión previa en inmuebles y solares en dicho país resultaría ruinosa. Dos serían los principales motivos: la sumamente probable reducción del precio de la vivienda y la gran disminución en moneda nacional del valor de las propiedades adquiridas en el indicado país. Ambos aspectos tuvieron lugar en Argentina en el ejercicio de 2002. Entre enero y abril, el peso perdió un 75% de su valor con respecto al dólar. En dicho año, el PIB disminuyó un 10,9%, la economía entró en una gran recesión y el precio de la vivienda en términos reales bajó considerablemente.

g) Reforma del sistema financiero. La demanda de viviendas de un país depende en una significativa medida de las condiciones de financiación ofrecidas a las familias. En numerosas naciones de la economía mundial, el sistema financiero no funciona de forma adecuada. Este inadecuado funcionamiento generalmente mantiene los tipos de interés a niveles comparativamente elevados y restringe en una elevada magnitud la concesión de hipotecas. Este último aspecto dificulta en gran medida el acceso a la propiedad de una vivienda a un importante número de familias.

Así pues, la realización de una amplia reforma del sistema financiero del país sería un aspecto muy positivo para la evolución de su mercado residencial. Esta reforma iría dirigida a reforzar la independencia del banco central del poder político y generar un proceso de liberalización bancaria que admitiera la operativa en la nación, sin especiales restricciones, de las entidades financieras extranjeras. El primer aspecto debería permitir la realización de una política monetaria más creíble, reducir la tasa de inflación y, a medio plazo, el tipo de interés de referencia del banco central. El segundo debería originar un incremento de la competencia entre las entidades financieras. Dicho incremento reduciría el tipo de interés hipotecario (disminución de la cuantía del diferencial sobre el índice de referencia) y aumentaría el plazo de devolución del préstamo.

Indudablemente, ambos aspectos permitirían incrementar la capacidad de endeudamiento de las familias y la disponibilidad de pago por una vivienda. Por tanto, posibilitarían que una importante parte de la demanda potencial se transformara en real y que incrementara sustancialmente la demanda de viviendas.

En la actualidad, existe la expectativa de que las reformas del sistema financiero, iniciadas en los países del Este de Europa durante los últimos años, sean completadas de forma satisfactoria en los próximos ejercicios. Su cumplimiento permitiría incrementar la capacidad de endeudamiento de las familias y haría que ésta fuera, para un mismo nivel de renta, relativamente similar a la observada en Europa Occidental. Éste es uno de los motivos por los que puede incrementar notoriamente la demanda de residencias en los nuevos países de la Unión Europa y, siempre y cuando la oferta no crezca excesivamente, conducir a un importante incremento del precio de la vivienda. No obstante, esta posibilidad depende en una elevada medida de que los países implicados cumplan los criterios de convergencia de Maastricht y entren en un relativamente corto período de tiempo en la UME.

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 36

LA NUEVA LEGISLACIÓN SOBRE SUELO Y VIVIENDA: UN ENFOQUE DESAFORTUNADO

En la actualidad, el acceso a la vivienda constituye uno de los principales problemas para la sociedad española. Así lo atestigua, mes tras mes, el correspondiente barómetro del CIS. En el realizado en octubre, la vivienda es el problema que más directamente afecta a los españoles (23,3% de las respuestas), por encima del paro (20,1%) o las dificultades de índole económica (19,8%). El problema de accesibilidad no está únicamente restringido a la adquisición, sino que en bastantes ocasiones también afecta al alquiler, especialmente en las grandes ciudades.

Los partidos políticos gobernantes en España y Catalunya son plenamente conscientes de dicha elevada preocupación. Por ello, el año 2006 ha sido prolijo en actividad legislativa en materia de vivienda. El Ministerio de la Vivienda ha elaborado un anteproyecto de Ley de Suelo y el Departament de Medi Ambient i Habitatge un proyecto sobre Ley de Derecho a la Vivienda. En términos sintéticos, el primero plantea una nueva regulación del mercado de suelo que permita hacer más asequible la adquisición de viviendas. El segundo tiene como aspecto más emblemático las medidas propuestas sobre las viviendas vacías (principalmente su expropiación temporal). Estas últimas pretenden dinamizar el mercado de alquiler y facilitar el acceso a una vivienda en régimen de arrendamiento, por una cuantía mensual relativamente reducida, a un mayor porcentaje de la población. Desgraciadamente, ambas leyes no son adecuadas para conseguir los objetivos propuestos. Previsiblemente, sus repercusiones serán contrarias a las deseadas. La estatal probablemente contribuirá a encarecer el precio de la vivienda en España y la autonómica a aumentar el importe del alquiler de los pisos en Catalunya. Ambas se caracterizan por: un elevado dogmatismo, una excesiva carga ideológica, proporcionar a la Administración mayores facultades para intervenir en los mercados de suelo y vivienda, y minusvalorar la esencial función que en éstos tienen las fuerzas del mercado.

Dada la gran extensión de ambas normas jurídicas, en este artículo procederemos únicamente a comentar los principales errores en que incurre la nueva Ley de Suelo, así como los probables efectos que la medida "estrella" (las expropiaciones temporales de los pisos vacíos) de la Ley de Derecho a la Vivienda de Catalunya puede tener sobre el mercado de alquiler.

LA NUEVA LEY DEL SUELO: UNA OPORTUNIDAD PERDIDA

El anteproyecto de la nueva ley de suelo es en gran medida consecuencia de un análisis erróneo sobre la situación del mercado residencial en España. Según el Ministerio de la Vivienda, la oferta de suelo en la actualidad es excesiva e inadecuada. Desde su perspectiva, la excesiva liberalización del mercado de suelo (debido a la ley impulsada por el PP en 1998) ha contribuido decisivamente al elevado incremento del precio de los solares y al espectacular crecimiento del valor de mercado de la vivienda. Debido a ello, es necesaria la promulgación de una nueva ley del suelo que reduzca la capacidad de actuación del mercado, aumente el poder de la Administración en el desarrollo urbanístico y restrinja convenientemente la oferta de suelo disponible. Observando estos argumentos, tenemos la impresión que en el Ministerio de la Vivienda no conocen de forma adecuada las leyes de la oferta y de la demanda. Este desconocimiento es el que les lleva a errar en el diagnóstico sobre

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 37

los problemas del mercado residencial en España. Si entendieran el funcionamiento de las anteriores leyes, no tenemos ninguna duda que el anteproyecto tendría una filosofía y una redacción muy diferente a la actual.

En el período 1998 – 2005, la elevada subida de precios observada en el mercado residencial fue el resultado de un gran desequilibrio entre la demanda y la oferta de viviendas. Los reducidos tipos de interés, la elevada creación de empleo, la consideración de la vivienda como activo refugio, entre otros factores, conllevaron un "boom" de la demanda de viviendas. La escasez de suelo urbano impidió que el elevado incremento de la demanda fuera correspondido con un aumento de la oferta de similar magnitud. Aumentaron los precios de la vivienda y también los de los solares, dada la elevada dependencia que éstos tienen de la evolución de aquéllos. A pesar de que ya estaba en vigor la ley de 1998, ésta sólo había entrado en funcionamiento de manera parcial (principalmente a través de los convenios urbanísticos) y había fallado claramente en el propósito de agilizar el proceso de conversión de suelo urbanizable en urbano (competencia exclusiva de las corporaciones locales). Así pues, a diferencia de la creencia del Ministerio de la Vivienda, los elevados precios actuales de los pisos son en gran medida consecuencia de una escasa e inadecuada liberalización del suelo y, en ningún caso, de un excesivo protagonismo del mercado.

De forma inconsciente, la nueva ley es posible que contribuya a evitar en un próximo futuro un significativo ajuste de precios en el mercado residencial. Al dificultar y desincentivar la actividad promotora, reducirá la oferta de nuevas viviendas y permitirá la fijación en el mercado libre de unos precios más elevados. El principal aspecto restrictivo de dicha ley es el establecimiento de un nuevo régimen de valoraciones. Éste elimina las expectativas en la valoración del precio del suelo rústico. Las expectativas son una variable clave en el funcionamiento de múltiples mercados de activos: acciones, bonos, oro, oficinas, etc. No obstante, por ley, han de ser suprimidas del mercado de suelo en España. Nos parece una auténtica incongruencia. El nuevo régimen de valoraciones impedirá a bancos y cajas financiar, en las actuales condiciones, la compra por parte de promotores de suelo rústico potencialmente reclasificable e, indudablemente, provocará a medio plazo una reducción de la oferta de nuevas viviendas.

Mediante la promulgación de la nueva ley, la participación de la iniciativa privada en el desarrollo urbanístico quedará prácticamente eliminada. La Administración será quien decida el número de viviendas que se necesitan en cada población, dónde tienen que ser construidas, a quién deben ser vendidas y el precio de, como mínimo, el 25% de las mismas (porcentaje mínimo destinado a protección oficial). Adicionalmente, el anteproyecto aumenta la capacidad de financiación de las corporaciones locales mediante el mercado del suelo. Con la finalidad de complementar la escasa financiación que los ayuntamientos reciben de la Administración estatal y autonómica, en cada nuevo desarrollo urbanístico, los promotores deberán cederles, libre de cargas, el 15% del suelo.

La nueva ley tampoco servirá para eliminar o disminuir la corrupción urbanística. Al reducir el papel del mercado, aumentar las atribuciones de los ayuntamientos y dejar a discrecionalidad de éstos el trámite de la conversión de suelo

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 38

rústico a urbano, el germen de la corrupción urbanística continuará latente. Así, los miembros de las corporaciones locales seguirán teniendo la posibilidad de hacer un uso indebido de la información privilegiada o de otorgar un trato especialmente favorable a determinados promotores.

Paradójicamente, la nueva ley mantiene los privilegios de los propietarios que se ven beneficiados por el cambio de uso del suelo. En la actualidad, la creación de valor más rápida y de mayor magnitud en la economía mundial la realizan los ayuntamientos españoles. Tiene lugar cuando deciden cambiar el uso del suelo, pasando su calificación de rústico a urbano. En este caso, el propietario del terreno obtiene un elevado incremento de su riqueza, sin haber hecho absolutamente nada para conseguirla. Todos conocemos mecánicos, lampistas, etc., convertidos de la noche a la mañana en multimillonarios. Su mérito: heredar suelo agrícola que, debido a las necesidades de vivienda de la correspondiente población, ha sido transformado en urbanizable. Indiscutiblemente, sería muy adecuado que devolvieran a la sociedad parte de lo que ella les ha dado mediante la correspondiente recalificación. Debido a ello, sería congruente gravar su plusvalía con significativos impuestos. La recaudación obtenida podría ser destinada en una elevada parte a la edificación de vivienda social, sustituyendo los mencionados impuestos la obligatoriedad de construcción de un determinado porcentaje de viviendas de protección oficial y la cesión de suelo a los ayuntamientos que la ley impone a los promotores. Sería una forma de sustituir impuestos "ocultos" por "visibles", sin generar alzas adicionales en el precio de la vivienda. Sólo haría que los "nuevos ricos" fueran menos multimillonarios.

En definitiva, el anteproyecto de ley es excesivamente intervencionista, escasamente útil y probablemente inconstitucional (invade algunas competencias exclusivas de ayuntamientos y comunidades autónomas). Ni contribuye a resolver el problema de acceso a una vivienda en propiedad, ni contiene los mecanismos necesarios para frenar la corrupción urbanística, ni evita en la mayoría de los casos el enriquecimiento fácil mediante el cambio de uso del suelo. Sin duda, una oportunidad perdida.

LA REGULACIÓN DE LAS VIVIENDAS VACÍAS

En los últimos años, el acceso a una vivienda de alquiler en las principales ciudades españolas se ha vuelto notoriamente más complicado. El gran incremento de la demanda por motivo inversión ha aumentado en una elevada medida la oferta de "alto standing". No obstante, prácticamente no ha influido de forma significativa sobre la disponibilidad de viviendas tradicionales. Así, en la actualidad, no es fácil encontrar en las ciudades de Barcelona y Madrid un piso en arrendamiento por debajo de los 500 euros mensuales.

En este contexto, la existencia de viviendas vacías constituye un auténtico despilfarro económico y un motivo de crispación social. No es una repercusión marginal, si nos atenemos a las cifras del Censo de Población y Viviendas del INE de 2001. Según él, existen en España 3,1 millones de viviendas vacías, el 14,79% del parque residencial. En concreto, en las provincias de Barcelona y Madrid, dónde más importantes son los problemas de acceso a un piso de alquiler, hay más de 300.000 residencias desocupadas. Desde nuestra perspectiva, las viviendas vacías suponen una rémora para generar un amplio mercado de arrendamiento, especialmente en las grandes ciudades. Sin embargo, consideramos que el problema no es de la magnitud del detectado por el INE, pues, estimamos que la anterior cifra está claramente sobredimensionada. Así lo atestiguan minuciosas encuestas encargadas por los ayuntamientos de Barcelona y Madrid. Los principales motivos en que se sustenta dicha opinión son: la residencia de los propietarios en una vivienda distinta a la reflejada en el padrón, la realización de "arrendamientos sumergidos" (por ejemplo, a inmigrantes sin residencia legal en España), la utilización como segunda o tercera residencia de las indicadas viviendas (incluso en las principales capitales españolas), y la oferta de las mismas, en el momento de realización del censo, en los mercados de alquiler y venta.

Sin embargo, aunque la cifra fuera aproximadamente la tercera parte de la indicada por el INE, ésta sería suficientemente significativa para la adopción de medidas que permitieran su entrada en el mercado de alquiler. Así lo ha entendido el departamento de Medi Ambient i Habitatge de la Generalitat de Catalunya. No obstante, desafortunadamente, en su proyecto de ley de Derecho a la Vivienda, ha optado por una solución final populista, pero escasamente efectiva: la expropiación temporal de viviendas.

Antes de entrar en las medidas adecuadas a establecer para solucionar el indicado problema, creemos que es fundamental determinar las causas que generan el actual parque de viviendas vacías. Desde nuestra perspectiva, los principales motivos son cuatro: especulación, ocupación posterior por un familiar, temor al impago del alquiler e inadecuadas condiciones de habitabilidad. En el primer caso, el arrendamiento de la vivienda suele impedir la realización de una rápida venta (la mayoría de los contratos tienen una duración de cinco años) o supone un significativo descuento en su precio. En el segundo, constituye un sueño familiar convertido en realidad. La mayoría de los progenitores pretenden que sus descendientes, cuando sean adultos, vivan cerca del domicilio familiar. Para conseguirlo, algunas veces, adquieren las nuevas viviendas con gran antelación a la fecha estimada de emancipación de sus hijos (en determinadas ocasiones más de 10 años). Consideran que el mercado no siempre proporciona las oportunidades adecuadas, especialmente

0001_0fcdREVISTAtripa 21/3/07 11:02 Página 39

en lo que concierne a la ubicación de las viviendas. Hasta el momento de la ocupación, los pisos adquiridos suelen ser utilizados como despacho informal, lugar de estudio o trastero y, por tanto, en términos estadísticos, son calificados como viviendas desocupadas. El tercero suele ser la consecuencia de una negativa experiencia con algún antiguo inquilino y de una inadecuada legislación sobre arrendamientos urbanos. Finalmente, en el cuarto, la vivienda tiene un deficiente estado de conservación, impidiéndole éste formar parte del mercado de alquiler.

De todas las anteriores causas, esta última es la más frecuente. Un significativo porcentaje de propietarios considera que no les sale a cuenta rehabilitar los pisos. Estiman que los ingresos recibidos por alquileres no compensan la inversión realizada en la reforma. Debido a ello, tienen la vivienda infrautilizada. No creen que sea un problema porque, a pesar de su deficiente estado de conservación, su valor de mercado con el transcurso del tiempo incrementa de forma sustancial (al menos, así ha sucedido en los últimos años). Además, a un significativo número de demandantes no les importa adquirir una vivienda a reformar. Debido a ello, si los propietarios necesitan liquidez, venden las viviendas y obtienen, a pesar de sus inadecuadas condiciones de habitabilidad, una elevada plusvalía.

Dados los anteriores motivos, el establecimiento de una legislación que permitiera la expropiación temporal de las viviendas desocupadas sería totalmente contraproducente. Previsiblemente, comportaría la creación de una "policía de vivienda" (para averiguar qué residencias están realmente vacías), haría que la Administración tuviera que asumir funciones propias de una empresa constructora, intermediaria y administradora de fincas y, el aspecto más importante, alejaría a los inversores patrimonialistas del mercado residencial debido a la inseguridad jurídica generada. Si la medida es establecida únicamente en Catalunya, numerosos inversores que compraban viviendas en Barcelona con destino al mercado de alquiler, dejarían de hacerlo y, procederían a adquirirlas en otras ciudades, como Madrid, Valencia o Lisboa. A medio plazo, la disminución de la demanda de viviendas por motivo inversión en la capital catalana previsiblemente reduciría la oferta de pisos en arrendamiento, generaría escasez de producto en el mercado de alquiler y provocaría una significativa subida de las rentas pagadas por los inquilinos. Exactamente el efecto contrario del inicialmente pretendido por la Administración catalana.

Las medidas correctas a aplicar nos las enseña claramente la teoría económica. Si el objetivo final es conseguir alquileres más asequibles, la oferta de viviendas en arrendamiento debe incrementar. Para ello, aunque sea impopular, la Administración debe estimular la adquisición de viviendas por parte de propietarios patrimonialistas. Los estímulos otorgados pueden ser de muy diferente índole: la reducción o exención de los impuestos que gravan el alquiler de una vivienda, una reforma de la ley de arrendamientos urbanos que permita desalojar de forma rápida a los inquilinos morosos, así como la concesión de subvenciones y créditos blandos a los propietarios que decidan reformar sus viviendas y ofrecerlas en alquiler.

Paradójicamente, estas últimas medidas, aunque pueden resolver parcialmente el problema observado, son sumamente impopulares y constituyen una fuente potencial de pérdida de votos para determinados partidos o coaliciones políticas. Por parte de algunos colectivos, con importante presencia pública y mediática, son consideradas como regresivas. Concretamente, como una transferencia desde los "pobres" hacia los "ricos" (propietarios). No obstante, desde una perspectiva económica, son las más convenientes para dinamizar el mercado de alquiler y generar una mayor oferta de arrendamientos relativamente asequibles.