

E

stabilidad financiera y

BOOM INMOBILIARIO

ALEX CONTRERAS*

El colapso y el deterioro del sector inmobiliario en Estados Unidos y Europa después de la crisis hipotecaria de los *subprime*, ha dejado como lección la importancia de una adecuada regulación para prevenir la formación de burbujas financieras y fortalecer la resistencia del sistema financiero frente a una crisis.

* Especialista en Política Monetaria del BCRP.
Candidato al Magíster en *Policy Economics* en Williams College.
alex.contreras@bcrp.gob.pe

La vivienda cumple un doble rol, como bien de consumo y como bien de inversión. Para muchos, la vivienda representa el principal activo de largo plazo y el mayor componente de su riqueza acumulada. Así, considerando que cambios importantes en el precio de las propiedades afectan directamente al nivel de riqueza de sus propietarios y tomando en cuenta los hechos observados, durante la crisis internacional de los *subprime*, en donde el deterioro del mercado hipotecario generó un colapso agregado en Estados Unidos y algunos países de Europa, resulta relevante discutir cuál ha sido el desarrollo reciente del mercado inmobiliario local, en particular, la evolución del precio de la vivienda en el Perú en los últimos 14 años.

En el caso del Perú, la evolución del precio promedio de las viviendas presenta dos periodos claramente definidos (ver Gráfico 1). El primero, caracterizado por una prolongada fase de estancamiento y reducción de los precios de la vivienda (tanto en términos nominales como reales), y el segundo, caracterizado por una rápida recuperación y elevado crecimiento del precio de las viviendas.

Así, entre el primer trimestre de 1998 y el primero de 2007, el precio de la vivienda se redujo en 12 por ciento en términos nominales y 28 por ciento reales, y entre el primer trimestre de 2007 y el tercero de 2012, el precio de la vivienda se incrementó en 136 por ciento en términos nominales y 92 por ciento reales. En los últimos 14 años, el precio de la vivienda acumuló una revaluación nominal de 108 por ciento, y real de 42 por ciento.

El escaso dinamismo del primer periodo se puede explicar, en parte, por la debilidad del entorno macroeconómico: deterioro de las condiciones

financieras reflejado en los altos niveles de morosidad (8%) y un gran número de inmuebles adjudicados por parte de las entidades financieras.

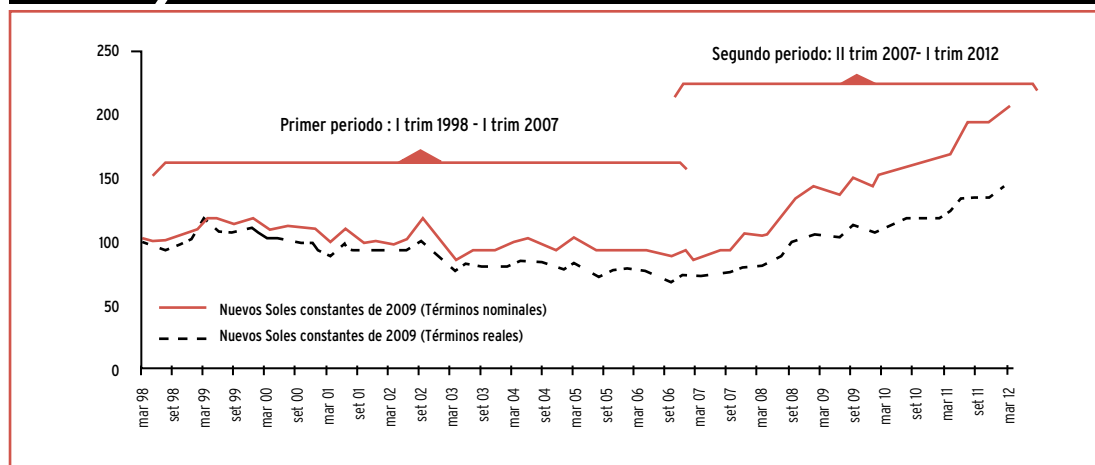
Aunque no existe evidencia empírica concluyente, el mayor dinamismo de los precios de las viviendas en el último periodo, está en línea con la recuperación del dinamismo de la actividad económica, la mejora del ingreso per cápita, el mayor acceso al crédito hipotecario, y menores tasas de interés, las cuales alcanzaron niveles históricamente bajos. El alto dinamismo de los precios de la vivienda ha sido mayor, incluso, que el observado en el costo total de la vivienda y en el costo de construcción (ver Gráfico 2).

IDENTIFICANDO BURBUJAS INMOBILIARIAS

Dadas las implicancias que a nivel agregado puede tener una crisis hipotecaria, una pregunta relevante es: ¿Cómo identificar si el reciente episodio de alto dinamismo inmobiliario es consistente con los fundamentos de la economía o se podría catalogar como la formación de una burbuja inmobiliaria? Según Case y Shiller (2003), una burbuja inmobiliaria puede ser definida como una situación en la que las excesivas expectativas al alza de los agentes inducen a mayores precios de las viviendas.

En la literatura, se pueden encontrar diferentes metodologías estructurales y no estructurales para identificar la existencia o no de una burbuja inmobiliaria¹. En este artículo, se presenta un análisis univariado y no estructural, mediante el cual se captura la tendencia de largo plazo de la serie de precio de las viviendas² y se construyen bandas sobre la tendencia de largo plazo, considerando niveles adicionales de +/- 1,96 veces la desviación estándar (S.D.) del ciclo³

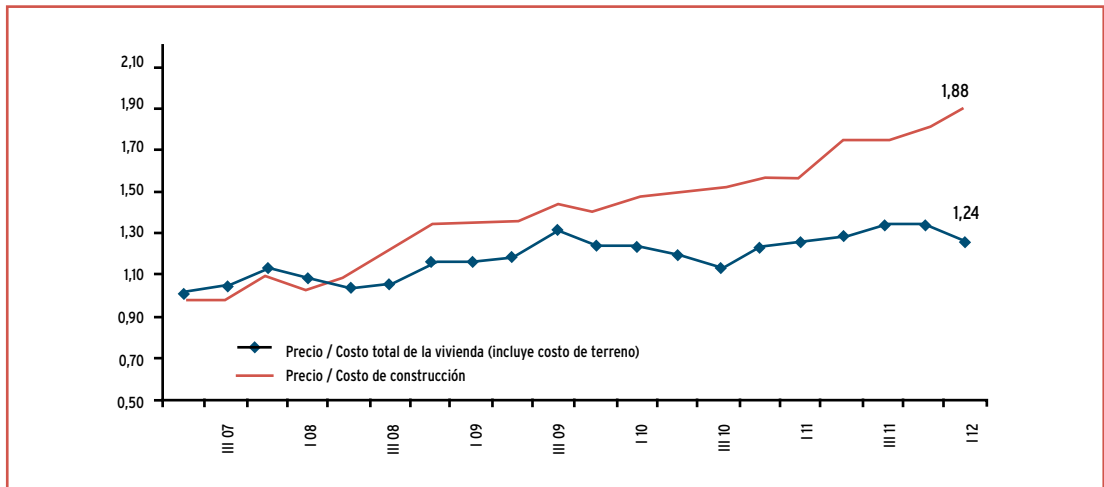
GRÁFICO 1 Índice de precios de departamentos en términos nominales y reales (I trim 1998 = 100)



FUENTE: BCRP.

1 Para más detalles revisar Bellod (2011), "Detección de burbujas, el caso español".
 2 La tendencia de largo plazo se captura mediante el filtro de Hodrick Prescott, con un parámetro de suavizamiento de 1600.
 3 El ciclo se define como la diferencia entre el valor observado y una tendencia de largo plazo.

GRÁFICO 2 ■ Ratio Índice precios / Índice de costo total de viviendas en nuevos soles por m² La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Surco



FUENTE: MERCADO INMOBILIARIO, BCRP. MAYO 2012.

sobre dicha tendencia. Así, se considera un evento atípico cuando el precio supera el límite superior de la banda.

Como se puede observar con este procedimiento, los niveles actuales de los precios de las viviendas se encuentran dentro de los límites de esta banda (ver Gráfico 3).

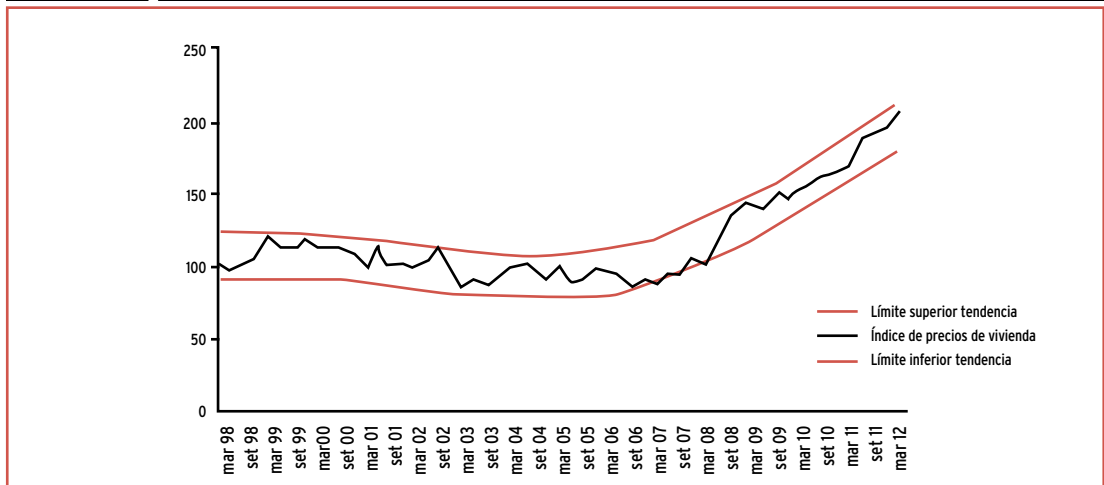
Si aplicamos la misma metodología a la series de precios de países en los que existe mayor evidencia empírica de burbujas inmobiliarias, se encuentra que en los casos de Canadá y Estados Unidos, los precios superaron los límites superiores antes del descenso de los precios. En la situación particular de Estados Unidos, los precios superaron el umbral superior desde setiembre de 2005, dos años antes del estallido de la crisis de los *subprime* (ver Gráfico 4).

Aunque el indicador puede ser informativo, debe complementarse con otros, como el ratio precio de venta / ingreso por alquiler anual (PER), que se encuentra en el nivel de 16 años, dentro del rango de lo que se consideran precios normales⁴. Otra lectura de este indicador es que adquirir una casa podría generar un retorno anual de 6,25 por ciento, este retorno es adicional a las ganancias de capital producto del incremento del valor de las viviendas.

OPCIONES DE POLÍTICA

Las opciones de política abarcan un amplio espectro de posibilidades, desde la ausencia de intervención, justificada por el hecho de que es muy difícil detectar una burbuja inmo-

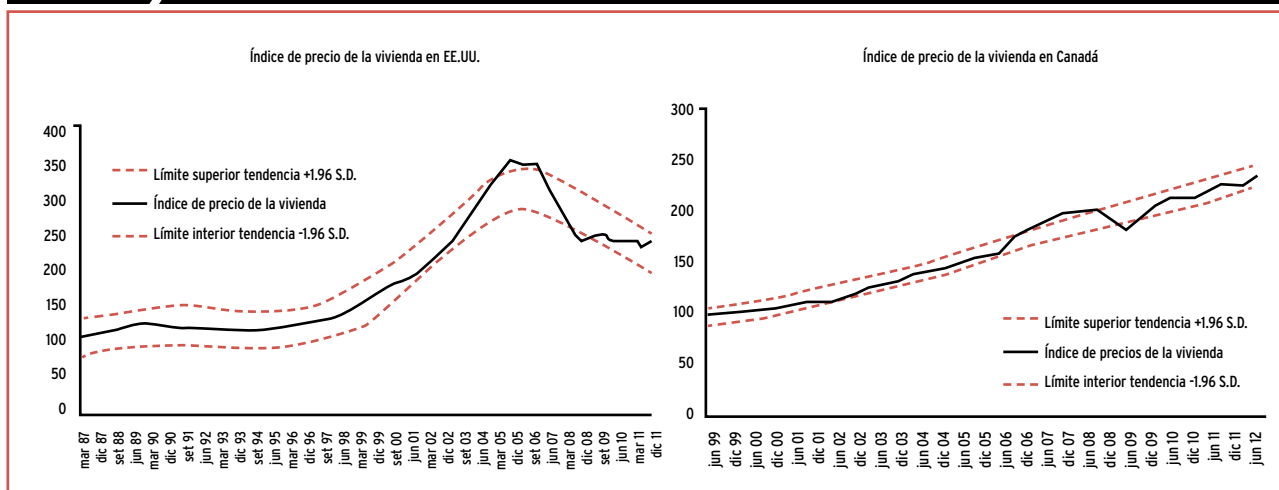
GRÁFICO 3 ■ Índice de precios de la vivienda en Perú



FUENTE: BCRP.

⁴ Los precios se consideran como normales si se encuentran en un rango de 12 a 25 años, según Global Property Guide, tal como se señala en el informe sobre el Mercado Inmobiliario, BCRP 2012.

GRÁFICO 4 ■ Índice de precios de la vivienda en EE.UU. y en Canadá



FUENTE: EN EE.UU., CASE Y SHILLER. EN CANADÁ, TERANET.

biliaria en tiempo real y porque los costos de la intervención podrían generar distorsiones aún mayores que las que genera un *boom*, hasta la intervención en diferentes escalas y frentes, Igan (2012).

La intervención en caso de *boom* se justifica en un contexto donde la fuente del auge del mercado inmobiliario es el excesivo apalancamiento y crecimiento del crédito. Así, ante una reversión en el precio de los activos, las hojas de balance de los prestatarios y prestamistas se deteriora.

En este contexto, Crowe et al. (2011) resume un conjunto de respuestas de política frente a *booms* inmobiliarios: la política monetaria, mediante incrementos en la tasa de política o mayores requerimientos de encaje; la política fiscal, a través de incrementos en los impuestos a las propiedades; y el uso de políticas macro prudenciales.

Estas últimas parecen funcionar mejor porque encaran directamente el problema de los booms, fortaleciendo la resistencia del sistema financiero en caso de crisis y limitando el apalancamiento y el excesivo crecimiento del crédito, Igan (2012).

Dentro de los instrumentos macro prudenciales, destacan: los mayores requerimientos de capital y ponderaciones por tipo de riesgo, las provisiones dinámicas y los límites al ratio préstamo/ valor de la vivienda (*LTV ratio*) o al ratio deuda sobre ingreso (*DTI*). Los dos primeros instrumentos buscan reducir el excesivo crecimiento del crédito,

así como fortalecer la resistencia de las instituciones financieras frente a *shocks* negativos; mientras que los límites al *LTV* o al *DTI* tienen por objetivo moderar la demanda de créditos hipotecarios limitando el apalancamiento de las familias.

La modificación en los límites del *LTV* ha sido utilizada con mayor énfasis en lugares como Canadá, China, Taiwán, Malasia, Hungría y Hong Kong, con el fin de moderar el incremento de los precios en el mercado hipotecario. Para usar este instrumento y para minimizar sus costos, es necesario que se calibre adecuadamente, a fin de que limite el apalancamiento de los segmentos de carácter más especulativo. En el caso de Hong Kong, las autoridades regulatorias exigen un *LTV* más bajo para aquellas personas que tienen más de una vivienda.

Finalmente, aunque en el caso de Perú el episodio actual de fuerte dinamismo y recuperación del sector inmobiliario no constituye un *boom*, las altas tasas de crecimiento observadas en los últimos años no son sostenibles en el largo plazo. Asimismo, los elevados retornos que se observan en este sector podrían incentivar a que algunos agentes especulen en este segmento.

Desde un punto de vista de política, es importante que las autoridades regulatorias hagan un seguimiento a los desarrollos en este sector a fin de corregir vulnerabilidades y prevenir el deterioro del sector real y financiero de la economía. ■

REFERENCIAS

- Bellod, José Francisco, 2011, Contribuciones a la economía: "Detección de burbujas, el caso español"
- BCRP, 2012, "Indicadores del mercado inmobiliario".
- Crowe, Christopher; Giovanni Dell'Ariccia; Deniz Igan; Pau Rabanal; 2011; IMF: "How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences".
- Case, Karl y Robert Shiller; 2003, Cowles Foundation: "Is there a Bubble in the Housing Market?"
- Igan, Deniz; 2012; BIS: "Dealing with Real State Booms and Bust".