

Coyuntura y Perspectiva

■ Algunas notas sobre el Sector Inmobiliario de Estados Unidos

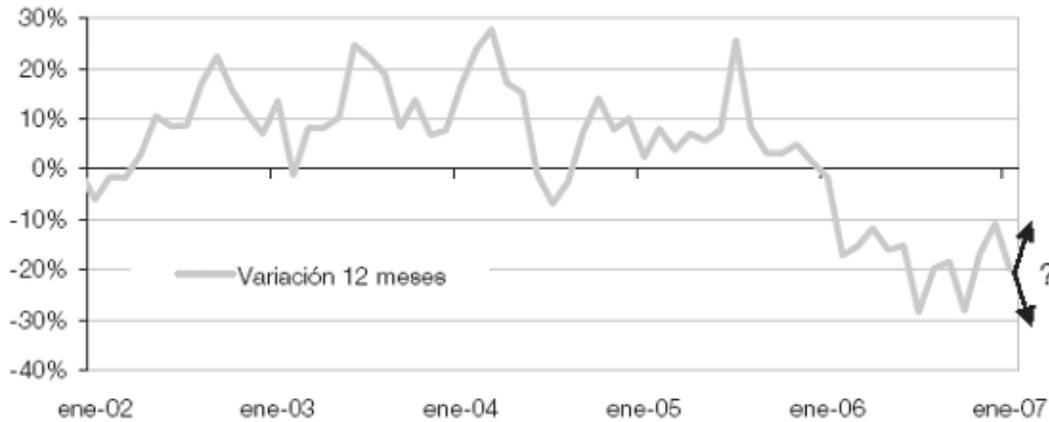
Los mercados financieros internacionales se han mostrado muy sensibles a los datos del sector inmobiliario de Estados Unidos. Dado el fuerte boom que este sector presentó entre el 2003 y el 2005, y su siguiente desaceleración, se percibe que el futuro de este sector pueda determinar el ritmo de crecimiento de la mayor economía del mundo durante éste y el próximo año. La evolución de este sector, podría entonces guiar no sólo a las bolsas y tasas de interés de Estados Unidos, sino también a las del resto del mundo.

En el presente documento no pretendemos hacer un análisis en profundidad sobre el sector inmobiliario y los múltiples factores que lo influyen. Más bien se quiere dar una pauta para saber a qué indicadores estar atentos y cuáles son los posibles escenarios que se podrían enfrentar. Aún así, se llega a conclusiones relevantes:

- Pese a la fuerte desaceleración de las ventas de casas nuevas y usadas a partir del 2006, se ve espacio para que estos indicadores continúen deteriorándose incluso a un ritmo mayor al visto el año pasado.
- No obstante, también se podría haber tocado fondo y ver que los indicadores se mantengan con una tendencia débil, pero no decreciente.
- Por último, se percibe que los efectos del eventual deterioro del sector inmobiliario en los mercados financieros serían de corto plazo, causando alta volatilidad pero no un cambio de tendencia, dado que sus efectos en la economía real serían acotados.

Así, es dable esperar que la alta volatilidad actual de los mercados financieros internacionales continúe durante el segundo trimestre, siguiendo a indicadores económicos mixtos de Estados Unidos, pero se espera que en la segunda parte del año tanto los indicadores como los mercados retomen una tendencia al alza.

Gráfico 1. Ventas de casas nuevas
(ajustadas estacionalmente)



Fuente: US Census Bureau.

1. Sector Inmobiliario

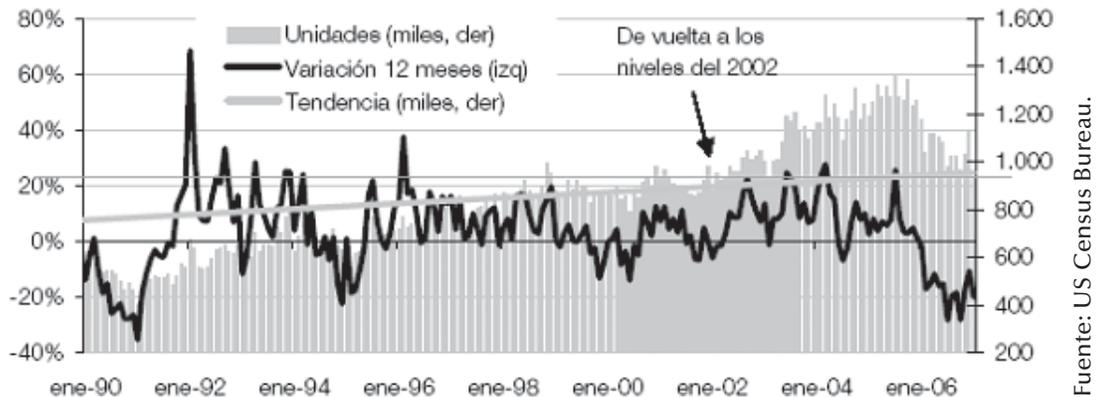
Los últimos indicadores del sector inmobiliario muestran que la tendencia no ha continuado deteriorándose, pero todavía no se consolida una recuperación.

1.1. Ventas de casas nuevas

Las cifras del US Census Bureau, oficina estatal encargada de la recopilación de estadísticas, muestran un fuerte incremento en las ventas de casas nuevas a partir del 2003 y hasta fines del 2005 (Gráfico 1). La tasa de crecimiento anual llegó a un pick de 27,7% en marzo del 2004, y en julio del 2005 se llegó a un

récord de ritmo de ventas de 1,37 millones de casas (cifra ajustada estacionalmente y anualizada), un 40% superior a las ventas del 2002. Esto, junto al fuerte aumento de los precios de las casas en algunas regiones, llevó a hablar de una “burbuja” del sector inmobiliario. A partir del 2006 las ventas de casas nuevas han mostrado una fuerte desaceleración, llegando a mostrar una caída en 12 meses de 28,4% en julio del 2006 y un ritmo mínimo de 937 mil casas vendidas en enero de este año (la última cifra disponible). Comparando con el récord del 2005, esto significa un descenso de 31%.

Gráfico 2. Ventas de casas nuevas
(ajustadas estacionalmente)



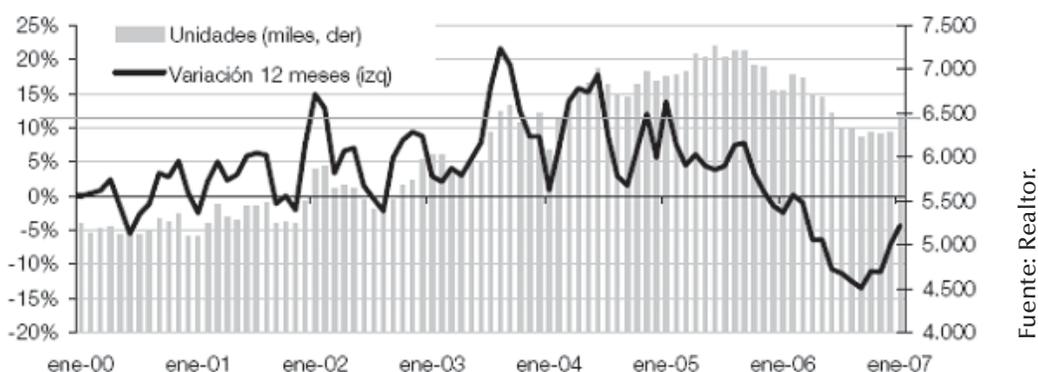
Fuente: US Census Bureau.

1.2. Ventas de casas usadas

En el Gráfico 3 vemos las ventas de casas usadas, estadística recabada por la asociación de corredores, se comportan muy similares a las de casas nuevas (coeficiente de correlación de 0,91), por lo que dada la volatilidad de las series mensuales conviene mirar ambas en conjunto para tratar de determinar tendencias. El ritmo récord de ventas de

casas usadas se registró en junio del 2005, con 7,27 millones (un 29% por arriba de las ventas del 2002). El mínimo reciente fue de 6,23 millones en septiembre del 2006 (sólo un 14% por debajo del récord). Los datos más recientes han mostrado una recuperación, encontrándonos actualmente en niveles similares a los de la segunda parte del 2003.

Gráfico 3. Ventas de casas usadas
(ajustadas estacionalmente)



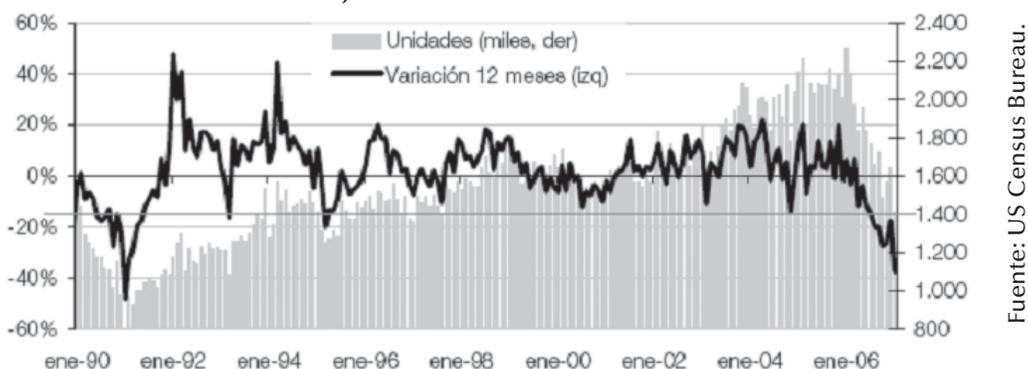
Fuente: Realtor.

1.3. Otros indicadores

Además de las ventas de casas nuevas y usadas, se manejan distintas estadísticas sobre el sector inmobiliario. Una de ellas son los inicios de casas nuevas (Gráfico 4), que dan cuenta de las perspectivas del sector. Aquí la serie registró un récord de 2,26 millones en enero del 2006, y un mínimo a partir de entonces de 1,4

millones (38% inferior) en enero de este año (la última cifra publicada). La caída en 12 meses sólo se compara al -48% registrado en enero de 1990. Destacamos eso sí que la serie presenta una alta volatilidad y que históricamente ha tenido una trayectoria coincidente con las otras series del sector inmobiliario.

Gráfico 4. Inicios de casas nuevas
(ajustadas estacionalmente)

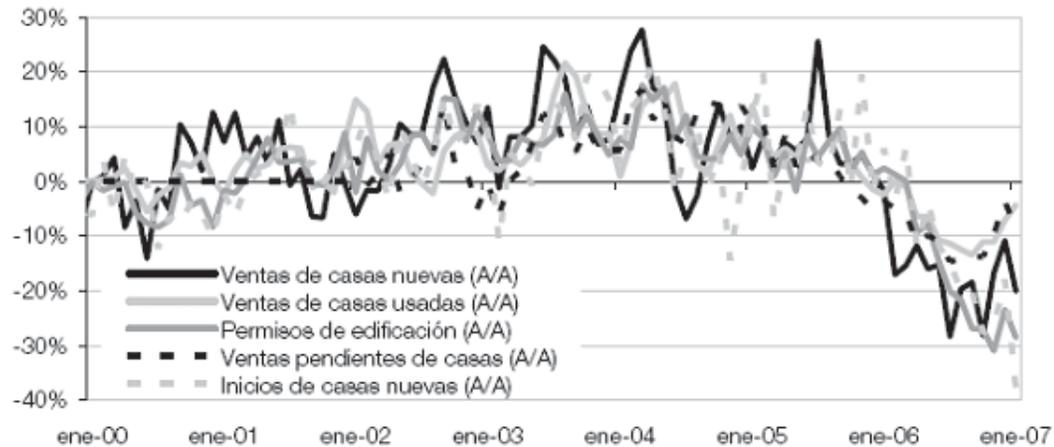


Fuente: US Census Bureau.

Por otro lado, también se llevan estadísticas (Gráfico 5) de los permisos de edificación (cayeron 28,6% en enero) y ventas

pendientes de casas (cayeron 8,9% en enero), series que presentan un comportamiento similar al de las ventas de casas.

Gráfico 5. Indicadores sector inmobiliario
(ajustados estacionalmente)



Fuente: US Census Bureau, Realtor.

1.4. Inventarios y Precios

Luego de ver el comportamiento de las unidades de casas vendidas, veamos en el Gráfico 6 la trayectoria de sus precios. Para esto es crucial referirse al nivel de inventarios en el mercado (medido usualmente como número de meses que se necesitarían para agotar el stock actual). Las trayectorias de los precios medios de ventas para las casas nuevas y usadas son similares, y muestran un alza desde el 2003 hasta entrado el 2006 (llegando a mostrar variaciones de precios en 12 meses sobre el 15%). En los últimos meses del 2006 se registraron caídas cercanas a 5%, mientras que los últimos datos (enero) muestran descensos de 2,1% y 3,1% en el precio de ventas de casas nuevas y usadas, respectivamente. Dado los altos niveles

de comparación, estas cifras no parecen preocupantes.

En cuanto al nivel de inventarios, éstos se encuentran cerca de 6,5 meses el ritmo actual de ventas, históricamente alto pero levemente inferior a los registrados en la segunda mitad del 2006. En una serie más larga, estos niveles se encuentran últimamente durante 1995. Cabe destacar que el promedio histórico de inventarios de casas nuevas (desde 1963) es de 5,8 meses, por lo que las cifras actuales no aparecen excesivamente altas no obstante los bajos niveles registrados a partir de 1998. De todas formas, es de esperar que para que la industria recobre dinamismo los inventarios deben todavía mostrar una fuerte reducción.

Gráfico 6. Inventarios y Precios
(ajustados estacionalmente)



Fuente: US Census Bureau, Realtor.

1.5. Perspectivas

Se parte de la base que no se pretende tratar de inferir una tendencia para el sector en base al mero análisis de las series de datos, pero éstas sirven para tratar de evaluar algunos escenarios posibles. Como se adelantaba, dado el nivel actual de inventarios se espera que la actividad del sector se mantenga relativamente débil en el corto plazo. La pregunta es ¿qué tendencia seguirán las ventas de casas?, ya que esto influirá en los precios, actividad y eventualmente en otros sectores de la economía.

En base a las ventas históricas, se infiere una tendencia de crecimiento de largo plazo de 4,1% para las ventas de casas nuevas. Luego, y tomando como base el año 2002 (preboom) se puede apreciar que todavía el nivel de ventas de casas durante los últimos cuatro años está sobre su tendencia. De hecho, se necesitaría de una caída de ventas durante el 2007 similar a la del 2006 (-17%) para volver al nivel de tendencia de largo plazo. Esto implicaría ventas promedio de 879 mil casas durante este año, inferior incluso al nivel de enero último de 937

mil unidades. Por supuesto que el ajuste no necesariamente se debe dar este año (podría darse en el transcurso de los próximos 2-3 años o incluso no darse), pero este grueso análisis abre la posibilidad de que se puedan ver nuevas caídas en los indicadores.

2. Impactos y Riesgos

Independiente de la dinámica propia del sector inmobiliario, los mercados están muy atentos a sus efectos en el resto de la economía, que es lo que con mayor fuerza impactaría a los precios de los activos financieros. Podemos distinguir tres clases de riesgos o impactos: el impacto directo del sector en el empleo; su efecto en el consumo a través de la refinanciación de hipotecas; y su efecto en el sector financiero por el riesgo de créditos impagos.

2.1. Empleo.

Según la información del Bureau of Labor Statistics, se estima que 940 mil personas trabajan en el sector de construcción residencial (en base a la encuesta de mayo 2005). Esto es sólo un 0,7% del total de ocupados, lo que minimiza el

potencial impacto de un deterioro del sector inmobiliario en el mercado laboral estadounidense.

2.2 Consumo.

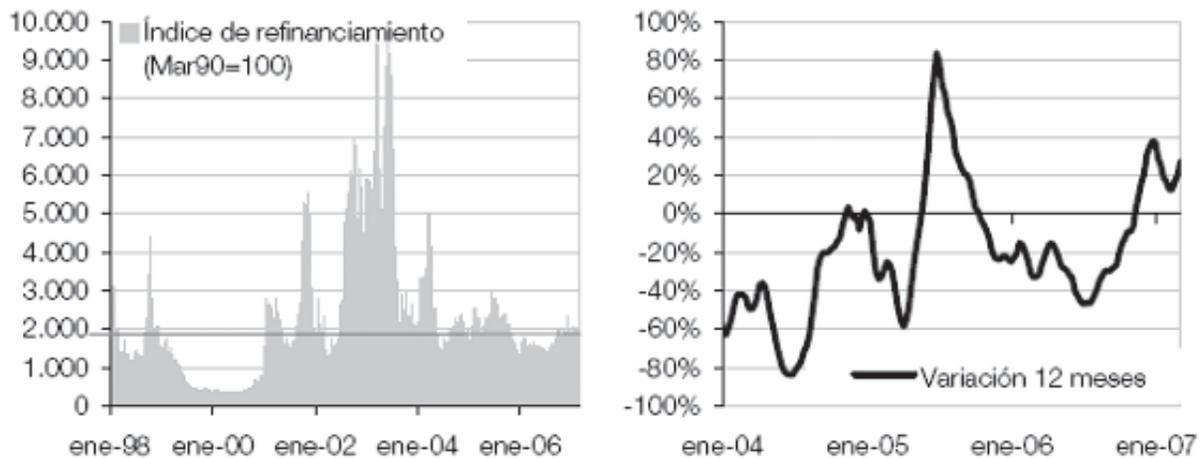
El impacto en el consumo privado del sector inmobiliario es difícil de cuantificar pero se percibe importante, ya que finalmente la casa es el principal activo de muchas familias y por tanto su valor comercial influye en sus decisiones de consumo tanto por el efecto riqueza que genera como por la posibilidad de que un refinanciamiento aumente el ingreso disponible de la familia. Se debe considerar que el efecto en Estados Unidos es particularmente relevante ya que se estima que el 68,9% de las viviendas ocupadas son habitadas por sus dueños¹, cifra que se compara con el 67,8% registrado a inicios del 2002. Las tendencias de los precios de las viviendas y de las tasas hipotecarias son las

relevantes para seguir las actividades de refinanciamiento.

Como se aprecia en el Gráfico 7 derecha, éstas tuvieron un crecimiento exponencial a partir del 2001, en línea con las caídas de las tasas de interés de largo plazo (Gráfico 7 izquierda) llegando a crecer sobre el 500%. A partir de finales del 2005 hubo una caída de las actividades de refinanciación, mientras que en los últimos meses (a partir de noviembre 2006) éstas volvieron a mostrar importantes tasas de crecimiento (27% en marzo 2007).

Se destaca que durante el año pasado, a pesar de las caídas de más de 20% de las actividades de refinanciamiento, el consumo privado mostró un sólido crecimiento (3,2%), sólo levemente inferior al registrado en el 2005 (3,5%).

Gráfico 7.
Refinanciamiento de hipotecas



Fuente: Mortgage Bankers.

¹ Cifras del US Census Bureau para el cuarto trimestre de 2006.

2.3. Sector financiero.

El reciente aumento de las ejecuciones de hipotecas en los segmentos más riesgosos de la población, ha creado inquietud en los mercados financieros por la posibilidad de que sea el preludio de un movimiento más generalizado. Mientras las tasas de interés de largo plazo y el crecimiento del empleo se mantengan en línea con los niveles recientes (como se espera) no debiera haber mayores aumentos en los índices de riesgo. Sin embargo, el mercado estará muy atento y sensible a cualquier indicio de deterioro de estas variables.

3. Estados Unidos y la Crisis Financiera

Los períodos de baja volatilidad tienden a animar a las personas a tomar más riesgos. Esta característica humana se observa claramente en los mercados financieros: si el contexto económico de pronto se vuelve más seguro, los inversionistas tenderán a aceptar por algún otro lado mayores riesgos, por supuesto, esperando la contraparte de una ganancia mayor. Esto es perfectamente lógico, ya que cada persona, en cada momento determinado de su vida, está dispuesta a aceptar un nivel determinado de riesgo. Sin embargo, esto puede generar un problema muy grave, si el inversionista se basa en una baja volatilidad actual para aceptar mayores riesgos a largo plazo, por la simple razón de que en ningún caso, mientras no estén perfectamente controlados cada movimiento de la Tierra y cada pensamiento de cada persona, la estabilidad económica actual implicará estabilidad económica futura.

En los Estados Unidos, los llamadas “prestamistas subprime” están diseñados

para compradores de propiedades inmobiliarias con una mala historia de crédito (una especie de campana de leproso dentro del sistema financiero estado-unidense) o para aquellos que no pueden pagar una cuota inicial o hacer algún tipo de depósito. Se dedican, pues, a financiar a los clientes más riesgosos y, por supuesto, las tasas que cobran son más altas. En lo que va del año, más de veinte de estas compañías han quebrado, dentro de las cuales se encuentra New Century, una de las más importantes en los Estados Unidos. Cabe señalar que, en el año 2006, el mercado subprime representaba un mercado de más de 600 mil millones de dólares: alrededor del 20% de todo el mercado hipotecario.

3.1. La última burbuja

Sin embargo, hace sólo algunos meses, no se esperaba este tipo de quiebras. El mercado inmobiliario en los Estados Unidos había pasado por varios años de un gran crecimiento. Los propietarios de casas veían su patrimonio inflarse, era una época de tasas de interés muy bajas, de una economía mundial pujante y de recuperación, luego de la explosión de la burbuja de las puntocom y del atentado del 11 de septiembre. Además, el mercado de préstamos cambiaba: surgían técnicas para diluir el riesgo de los préstamos por hipotecas y, así, poder prestar más y ganar más². Esto significaba más casas vendidas y se traducían en una alza de precios que, a su vez, permitían que préstamos hipotecarios encontrarán atrás un colateral mayor. Esta situación disparó el mercado de prestamistas subprime: en el año 2006, el 13,5% de las hipotecas en los Estados Unidos provenían de estos prestamistas; mientras que en el año 2000, dicho porcentaje era de sólo el 2,6%.

2 En el mercado secundario el riesgo de los préstamos por hipotecas se dispersa mediante la emisión de bonos, que luego entran en una gran cantidad de portafolios de inversiones, como la parte riesgosa, con su respectiva contraparte de mayores tasas. La gran ventaja de esto es que disminuye fuertemente el riesgo de los prestamistas originales, lo cual facilita el crédito.

Este alentador sistema estaba generando una burbuja en el mercado inmobiliario. La corrección de este desajuste, en un período en el que las tasas de interés subieron para hacer frente a las presiones inflacionarias, rompió de golpe con este círculo virtuoso: el valor de las casas cayó y, de pronto, muchas familias se dieron cuenta de que se habían endeudado demasiado. La cadena se rompió por el eslabón más débil, los clientes más riesgosos, y empezó la crisis en el mercado de los prestamistas subprime. El gran tema ahora es determinar si esta es una crisis focalizada o si tiene la capacidad de expandirse a todo el mercado financiero, hecho que sería un espaldarazo para aquellos que apuntan sus cartuchos académicos a la posibilidad de una recesión en los Estados Unidos.

3.2. El nuevo momento del ciclo

No hay consenso sobre el efecto contagio que tendrá la crisis del mercado de prestamistas de hipotecas subprime en el resto del sistema financiero. Los más pesimistas, como Nouriel Roubini, auguran un caos total. Los más optimistas, como el secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson, piensan o dicen pensar que la corrección está focalizada y que ya pasó. En verdad, puede que nos topemos a futuro con un escenario intermedio. El argumento de Paulson no convence pues, si el riesgo de los prestamistas subprime se ha diversificado, todos aquellos portafolios en donde se ubiquen sufrirán las consecuencias. Sin embargo, difícilmente este componente de los portafolios será suficiente como para traer todo el sistema financiero abajo. Este contagio podría entonces no estar tan focalizado, pero su efecto no sería devastador. Esto, por supuesto, no quiere decir que otros factores no puedan influir en el sistema financiero.

Puede esperarse una reacción de los inversionistas y que la cantidad de dinero disponible en manos de los prestamistas disminuya. Es decir, la cantidad de préstamos disminuirá, así como la cantidad de casas vendidas. El mercado inmobiliario estadounidense no habría entonces todavía tocado fondo. Si la corrección de los precios de las casas continúa, se suman presiones que traerían abajo el crecimiento económico en ese país. Ésta no es la única señal: la caída anualizada en ventas de casas existentes en marzo fue de 8,4%, la mayor caída desde enero de 1989; el crecimiento de la productividad estadounidense en el último cuatrimestre aumentó sólo en 1,6%, mientras las órdenes de compra de bienes de capital cayeron en 1,2%. Adicionalmente, el índice de optimismo de los inversores estadounidenses de UBS/Gallup disminuyó a 74 en abril, desde 78 en marzo.

El pobre crecimiento de la economía estadounidense en los últimos meses indicaría también que ese país ha superado el punto alto del ciclo y ha comenzado ya a bajar. Entonces, el círculo virtuoso puede convertirse fácilmente en un círculo vicioso, simplemente porque el sistema de préstamos excesivos a malos pagadores, sobre todo cuando su destino es el consumo y no la inversión, genera un pronunciamiento de los ciclos económicos. Un problema adicional es que la Reserva Federal no tiene campo libre para actuar, aunque seguramente a Bernanke le gustaría poder anunciar menores tasas de interés para hacer frente a la desaceleración económica. La actual debilidad de la moneda estadounidense no le deja a esa institución mucho campo para poder hacer esto. Si efectivamente sucede, sería una señal de que la Reserva Federal está dispuesta a asumir los costos que, por

ajuste de portafolio, implicaría una disminución de las tasas en el valor del dólar. Y esto, tal vez, sería una señal de cuán preocupada está esa institución por el futuro de la economía de su país.

Además de todo esto, es importante resaltar que el gran crecimiento de los prestamistas subprime no se ha limitado sólo al mercado inmobiliario, las ventas de automóviles y las tarjetas de crédito han tenido el mismo comportamiento. Aunque la burbuja inmobiliaria no traería consecuencias en estos mercados, la desaceleración económica sí podría ser, eventualmente, un factor que pondría al desnudo a los malos pagadores y, por lo tanto, generaría crisis.

El momento de prevenir ha pasado ya. Sin embargo, no sería mala idea solucionar los problemas del sistema de supervisión de préstamos, que no funcionó a tiempo, en parte porque no está adaptado a los recientes cambios en el mercado de préstamos en los Estados Unidos. En todo caso, de todo este episodio destaca una característica importante de los

estadounidenses: mientras los chinos o los japoneses, por ejemplo, son ahorradores por factores culturales, ellos son gastadores. Los movimientos internacionales del capital permiten canalizar el ahorro de los japoneses o de los chinos hacia los Estados Unidos. Curiosamente, en este movimiento muchos tildan de excesivo el ahorro chino o japonés. Dicen que el “exceso de ahorro” financia el gasto y la inversión estadounidenses, cuando un mejor uso de los términos describiría este proceso como un ahorro japonés o chino que financia el exceso de gasto en dicho país. Difícilmente se percibirá esto en un momento de pujanza económica; más bien tomará importancia en el momento de desaceleración del ciclo. Esto se tendrá que corregir tarde o temprano, por las buenas o por las malas. Y nada mejor que una crisis financiera para corregir malas costumbres. En todo caso, los días de baja volatilidad y préstamos baratos terminaron.

Prof. Eduardo González Tapia
Agosto, 2007.