

documentos de economía "la Caixa"

N.º 12 FEBRERO 2009

Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda

Oriol Aspachs-Bracons

"la Caixa"

Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.laCaixa.es/estudios

Correo-e: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - "la Caixa", 2009

© Oriol Aspachs-Bracons

Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda

Oriol Aspachs-Bracons*

Agradezco los comentarios y sugerencias de Enric Fernández, Sandra Jódar, Jordi Gual y Claudia Canals. También quiero agradecer a Jordi de la Torre su inestimable colaboración y a I. Love el haberme facilitado el programa para la estimación del VAR con datos de panel.

* Servicio de Estudios de "la Caixa"

Resumen:

El sector inmobiliario de varios países desarrollados se encuentra en recesión y el efecto que ello tendrá sobre la economía en general es aún desconocido. Para responder a esta pregunta se utilizan datos de 18 países desde 1970 y se estudia la respuesta de tres variables macroeconómicas clave –el PIB, el crédito y la tasa de paro– a una caída del precio de la vivienda. En promedio, encontramos que los países han sufrido más de dos episodios de deflación en el sector inmobiliario. Además, durante estos episodios, el precio real de la vivienda cae un 23% en 5 años, el PIB registra una tasa de crecimiento negativa del 1,5% durante un año, el crédito se contrae un 3% anual cerca de 2 años y la tasa de paro casi se dobla en 3 años. Finalmente, observamos que existe una asociación positiva entre el tamaño y la profundidad de un *boom* del precio de la vivienda y el colapso posterior.

Códigos JEL: E32, E44, E51

Palabras clave: Precio de la vivienda, colateral, ciclos económicos

Abstract:

The housing sector of many developed countries is in recession and its total impact on the overall economy is still an enigma. To shed some light on this subject we exploit a data set covering 18 developed countries since 1970 and study the response of three key macroeconomic variables –GDP, credit and unemployment– to a housing price collapse. We find that, on average, each country has experienced more than two episodes of deflation in the housing sector. Moreover, during these episodes, housing prices fall 23% in 5 years, GDP reaches a negative growth rate of 1,5% during one year, credit falls to a negative 3% rate during 2 years and the unemployment rate doubles in 3 years. Last but not least, we observe a positive link between the size and depth of a housing price boom and its posterior collapse.

JEL Codes: E32, E44, E51

Keywords: House prices, collateral, business cycles

ÍNDICE

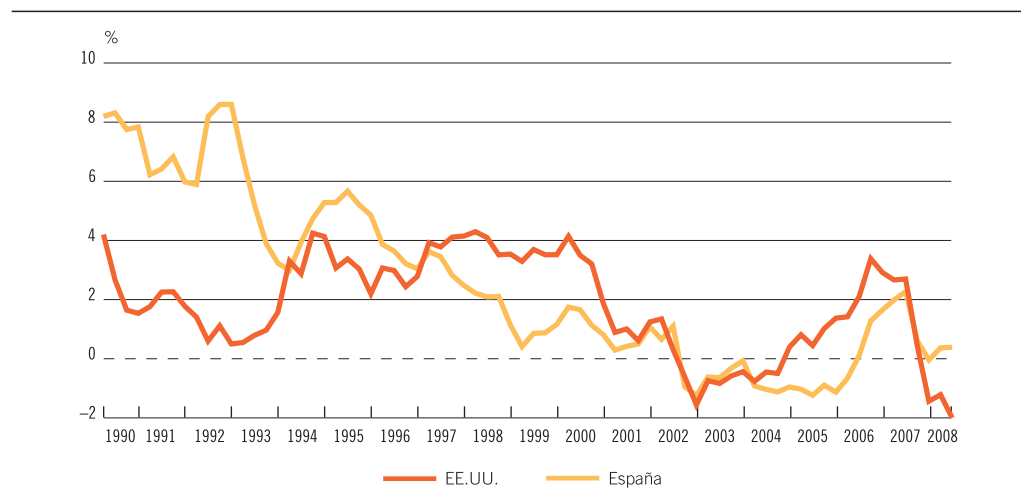
1. Introducción	5
2. La relación entre el sector inmobiliario y la actividad económica	7
3. Características de los ciclos del precio de la vivienda	9
4. Caídas del precio de la vivienda y evolución de la economía	11
4.1. Relación histórica	11
4.2. Estimación del efecto de una caída del precio de la vivienda	15
5. Conclusiones	17
Anexo	19
Referencias	21

1. Introducción

Varios países desarrollados vieron cómo durante el último decenio el sector inmobiliario se convertía en uno de los motores de su economía, anotando tasas de crecimiento récord año tras año e impulsando el crecimiento de la economía en general. En España, EE.UU. y el Reino Unido, por ejemplo, los puestos de trabajo generados en el sector de la construcción entre 2000 y 2007 representaron, respectivamente, el 20%, el 14% y el 17% del total de puestos de trabajo generados.

Uno de los factores principales que impulsó el crecimiento del sector inmobiliario en la mayoría de países fue el bajo nivel de los tipos de interés reales. Ello redujo considerablemente el coste de financiación y, por consiguiente, impulsó tanto la oferta como la demanda. En España, por ejemplo, los tipos de interés reales fueron negativos la mayor parte del tiempo entre 2002 y 2006. El aumento de la población y el efecto de la generación del *baby boom* constituyeron dos factores adicionales que impulsaron la demanda en España¹.

GRÁFICO 1.1 Tipos de interés interbancarios a un año reales (*)



NOTA: (*) Los tipos de interés reales se estiman como los nominales menos la inflación.

FUENTES: Thomson Datastream y elaboración propia.

A día de hoy, la desaceleración del sector es evidente a todas luces. En EE.UU., el precio de la vivienda hasta septiembre de 2008 ha caído un 26% en términos nominales desde los niveles máximos en 2006, y la inversión residencial un 40%. En España la desaceleración ha empezado un poco más tarde. El precio de la vivienda ha caído un 1,5%, y la inversión residencial un 13%. Lo que ahora está por ver son las implicaciones que ello puede tener sobre el resto de la economía.

1. Véase O. Aspachs y P. Rabanal (2008) para un estudio detallado de cómo los factores enumerados han contribuido al *boom* del sector inmobiliario en el caso español.

Para responder a esta pregunta, el documento empieza analizando los mecanismos a través de los cuales una recesión inmobiliaria se transmite al resto de la economía. El mecanismo fundamental es la caída del precio de la vivienda, que reduce la riqueza y la capacidad de financiación de los distintos agentes. En la siguiente sección se utilizan datos del precio de la vivienda de 18 países desde 1970 y se estudian las características principales de los ciclos del precio de la vivienda, la frecuencia con la que se han dado episodios de deflación en el sector inmobiliario y su magnitud. Este ejercicio también ayuda a poner en contexto el último período de expansión del precio de la vivienda.

Una vez identificados los períodos de deflación en el sector inmobiliario podemos estudiar cómo se comporta la economía durante estas fases. Para ello, analizamos la evolución de tres variables clave: el crecimiento del PIB, el crecimiento del crédito y el crecimiento del paro. La estrecha relación que se observa entre las caídas del precio de la vivienda y la evolución de las tres variables de referencia y el hecho de que, en general, las caídas del precio de la vivienda anticipan las desaceleraciones de la actividad económica sugiere que como mínimo una parte de estas desaceleraciones son debidas a la caída del precio de la vivienda. Para confirmar la existencia de una relación causal y cuantificar los efectos, se utiliza un modelo estadístico que permite estudiar la reacción de las tres variables de referencia a una caída del precio real de la vivienda del 10%.

El documento se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se describen los distintos mecanismos a través de los cuales las recesiones inmobiliarias se pueden extender al resto de la economía. En la sección 3 se estudian las características de los ciclos del precio de la vivienda y, en la siguiente sección, se presenta la relación de los episodios de deflación inmobiliaria con la evolución de la economía. La última sección presenta las conclusiones.

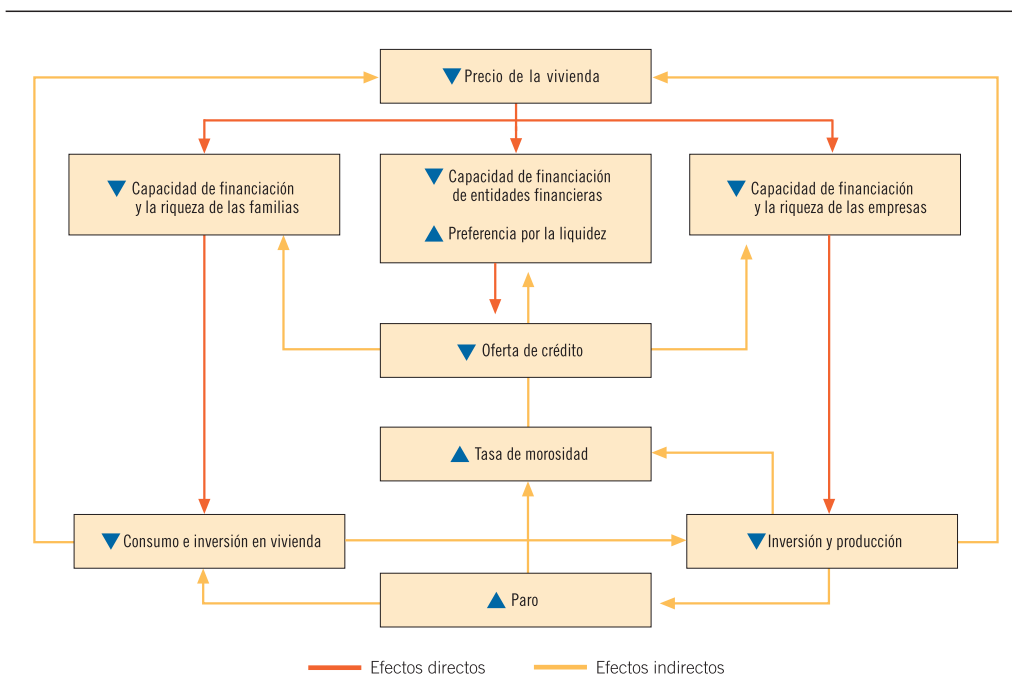
2. La relación entre el sector inmobiliario y la actividad económica

De las 10 recesiones que ha sufrido EE.UU. después de la Segunda Guerra Mundial, 8 han ido precedidas de una desaceleración en el sector inmobiliario (Leamer (2007)). Un hecho que también caracteriza la situación actual de éste y otros países desarrollados. Las recesiones del sector inmobiliario parece que tienen un efecto desproporcionado sobre la dinámica del resto de la economía, ¿qué hace que este sector sea tan especial para la marcha de la economía?

En primer lugar, debemos constatar que el sector inmobiliario es uno de los más cíclicos: durante los períodos expansivos tiende a crecer por encima de la media, y lo contrario ocurre durante los períodos recesivos. Ello es consecuencia, en gran medida, del largo horizonte temporal de las inversiones. Por el lado de la oferta, el período de construcción de una vivienda en España se prolonga durante aproximadamente 2 años, mientras que, por el lado de la demanda, el plazo medio de amortización de una hipoteca está alrededor de los 10 años. Ello hace que las inversiones sean muy sensibles a los cambios del tipo de interés e impide que la oferta del sector se ajuste de forma rápida a las condiciones económicas de cada momento, lo que puede llevar a situaciones de sobreoferta cuando se entra en un período recesivo y exceso de demanda en otros momentos.

Los ciclos del sector inmobiliario se transmiten al resto de la economía, principalmente, debido a las fluctuaciones del precio de la vivienda, ya que éstas afectan a la riqueza y la capacidad de endeudamiento de los distintos agentes económicos, un factor crucial para la marcha de una economía avanzada.

GRÁFICO 2.1 Efectos de una caída del precio de la vivienda



FUENTE: Elaboración propia.

Vayamos por partes. Para las familias, la caída del precio de la vivienda tiene un efecto directo sobre su riqueza, pues la mayor parte de ella se encuentra invertida en su propia vivienda. En España, por ejemplo, en 2007 la riqueza inmobiliaria representaba más del 80% de la riqueza bruta de los hogares. Para compensar el efecto negativo de la caída del precio de la vivienda, los hogares tienden a reducir el consumo y aumentar el ahorro. La caída del consumo es especialmente pronunciada cuando parte de éste se financia a crédito utilizando la vivienda como garantía. Esta práctica está particularmente extendida en EE.UU. Por ejemplo, Carroll, Otsuka y Slacalek (2006) estiman que una disminución del precio de la vivienda del 10% en EE.UU. reduce el consumo un 0,9%. En España, dado que esta práctica no está tan extendida, la sensibilidad del consumo al precio de la vivienda es mucho menor: Olimpia Bover (2005) estima que una caída del precio de la vivienda del 10% conllevaría una caída del consumo del 0,3%.

La riqueza inmobiliaria de las empresas también acostumbra a reducirse cuando cae el precio de la vivienda. Ello es así porque la disminución del precio de la vivienda refleja principalmente una caída del precio del suelo y, por lo tanto, los activos inmobiliarios de las empresas también se deprecian. Como sucedía con las familias, ello lleva a las empresas a reducir la producción y la inversión, pues el deterioro de su balance dificulta y encarece su acceso al crédito. El efecto es especialmente importante para las empresas pequeñas y medianas, ya que son las que utilizan más sus activos inmobiliarios como garantía de crédito.

Finalmente, para las entidades financieras existe el riesgo de que la caída del precio de la vivienda reduzca el valor de las garantías hipotecarias de los créditos en mora por debajo del valor del crédito concedido, lo que afecta a su rentabilidad. Todo ello puede dificultar su capacidad de financiación y, por lo tanto, algunas entidades pueden verse obligadas a reducir la oferta de crédito. En este contexto, las entidades prefieren aumentar la liquidez de su activo de forma preventiva para cubrir potenciales eventualidades, lo que también les lleva a reducir la oferta de crédito.

Los efectos indirectos de las decisiones individuales de familias, empresas y entidades financieras pueden generar una espiral contractiva de la economía de severas consecuencias. La caída del consumo de los hogares intensifica la caída de la producción y la inversión empresarial. Y, al mismo tiempo, la reducción de la actividad empresarial tiene sus repercusiones directas tanto en el mercado laboral como en el sector financiero. La subida de la tasa de paro impulsa la caída del consumo, y el aumento de la morosidad de las familias y las empresas aumenta la presión sobre el sector financiero, que puede verse obligado a reducir la oferta de crédito aún más. Además, la menor demanda de los hogares y las empresas hace que los precios inmobiliarios sigan cayendo, amplificando así su efecto inicial.

Este esquema ejemplifica las principales dinámicas que pueden llegar a convertir la recesión del sector inmobiliario en una recesión económica y, sobre todo, por qué los períodos recesivos acompañados de una deflación en el sector inmobiliario acostumbran a ser más profundos, un hecho que constataremos y cuantificaremos en las siguientes secciones.

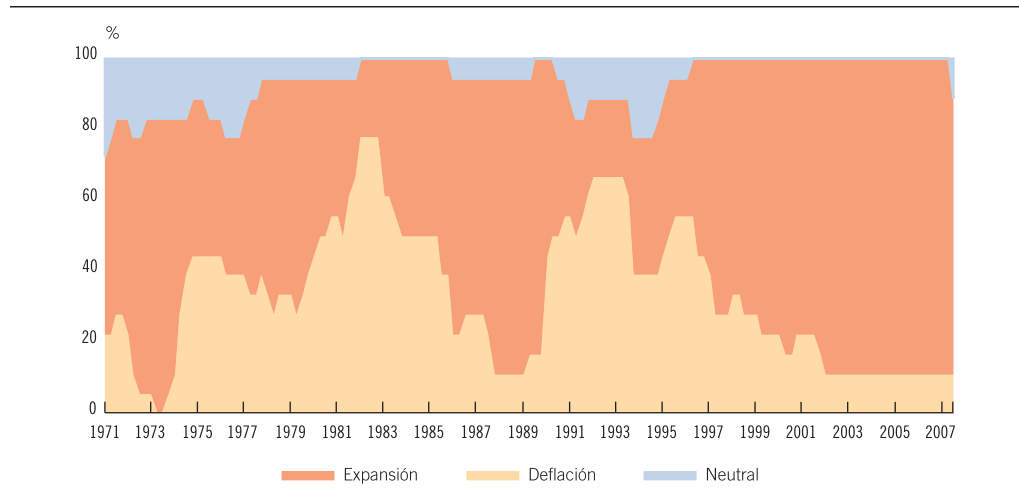
3. Características de los ciclos del precio de la vivienda

Como se ha detallado en la sección anterior, la transmisión de las recesiones del sector inmobiliario al resto de la economía se produce, principalmente, por la caída del precio de los inmuebles. Por ello, para analizar los efectos económicos de estos episodios centramos nuestra atención en la evolución del precio de la vivienda. Para empezar, en esta sección estudiamos las principales características de sus ciclos utilizando datos trimestrales del precio de la vivienda para 18 países desde 1970 (listados en el Anexo).

Para caracterizar los ciclos del precio de la vivienda definimos las fases expansivas como los períodos en los que los precios reales aumentan durante un año de forma ininterrumpida. Los episodios de deflación son definidos de forma análoga. En el conjunto de países analizados, durante los últimos 40 años el precio de la vivienda ha crecido a una tasa interanual media del 2,6%, y la mayor parte del tiempo ha estado en una fase expansiva. Durante las fases expansivas, que duran un promedio de unos 6 años, el aumento medio del precio real de la vivienda ha sido del 62% para el conjunto del período. Los episodios de deflación, sin embargo, han sido frecuentes. En promedio, cada país ha sufrido más de dos episodios de deflación de unos 5 años cada uno y, durante estas fases, el precio real de la vivienda ha caído un 23%. Los datos sobre la duración y la intensidad de los episodios de expansión y deflación del precio de la vivienda se presentan en el Anexo de forma detallada.

Un aspecto que merece la pena destacar es la elevada sincronización a nivel internacional del último ciclo expansivo. Como se puede apreciar en el gráfico 3.1, durante los últimos 10 años el porcentaje de países que se encontraba en una fase expansiva ha sido mucho más alto de lo que era habitual. Desde los años setenta hasta mediados de los años noventa el porcentaje de países en expansión o deflación ha sido bastante estable, con breves excepciones a mediados de los años setenta y a finales de los años ochenta. Como se ha apuntado en la sección anterior, una de las razones por las que prácticamente todos los países han experimentado una expansión del sector inmobiliario es que los tipos de interés reales se han mantenido muy bajos durante mucho tiempo en muchos países.

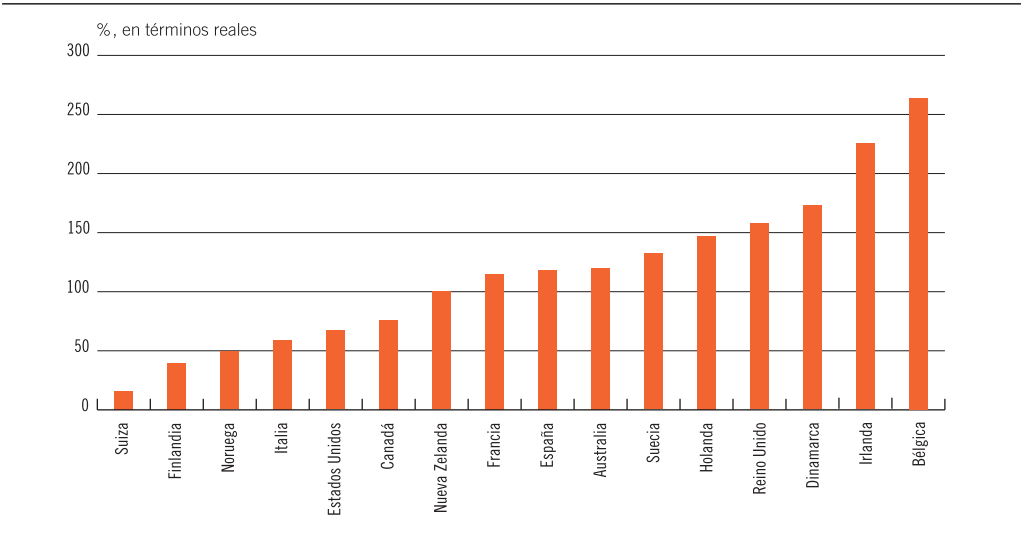
GRÁFICO 3.1 Porcentaje de los países con expansión o deflación del sector inmobiliario



FUENTES: Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

Además de exhibir una mayor sincronización a nivel internacional, el último ciclo expansivo ha sido significativamente más largo y más pronunciado que anteriores. En promedio, ha durado 10 años, muy por encima de los 6 años que dura una fase expansiva típica, y el precio de la vivienda ha subido más de un 100%, cerca del doble de la media histórica. La expansión ha sido especialmente pronunciada en Bélgica e Irlanda, donde el precio ha subido más de un 200%. España, con una subida del 118% en términos reales, se encuentra en un punto medio.

GRÁFICO 3.2 Aumento del precio de la vivienda durante el último ciclo



FUENTES: Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

¿Qué implicaciones pueden tener la intensidad y la duración de la última fase expansiva sobre la siguiente fase de deflación? Como ilustra la tabla 3.1, históricamente ha existido una estrecha relación entre las fases expansivas y las posteriores fases de deflación: cuanto más larga ha sido la fase expansiva, más tiempo ha durado el siguiente período de deflación, y cuanto más ha subido el precio durante la expansión, más ha caído en la posterior deflación. Sin embargo, un análisis más detallado revela que la relación no tiende a ser lineal: una mayor expansión se traduce en una mayor deflación, pero menos que proporcionalmente. Hay, además, algunos factores de la última fase expansiva que pueden matizar esta relación. Como se apuntó en la sección anterior, por ejemplo, parte del crecimiento del sector inmobiliario en algunos países se ha debido al fuerte aumento de la población. Estos factores, especialmente importantes en España, podrían limitar el descenso del precio de la vivienda.

TABLA 3.1 Relación entre las fases expansivas del precio de la vivienda y las deflaciones posteriores

	DURACIÓN DE LA DEFLACIÓN	INTENSIDAD DE LA DEFLACIÓN
Duración de la expansión	0,64 (***)	
Intensidad de la expansión		0,57 (***)

NOTA: (***) indica que la correlación es significativa al 1%, (**) al 5% y (*) al 10%.

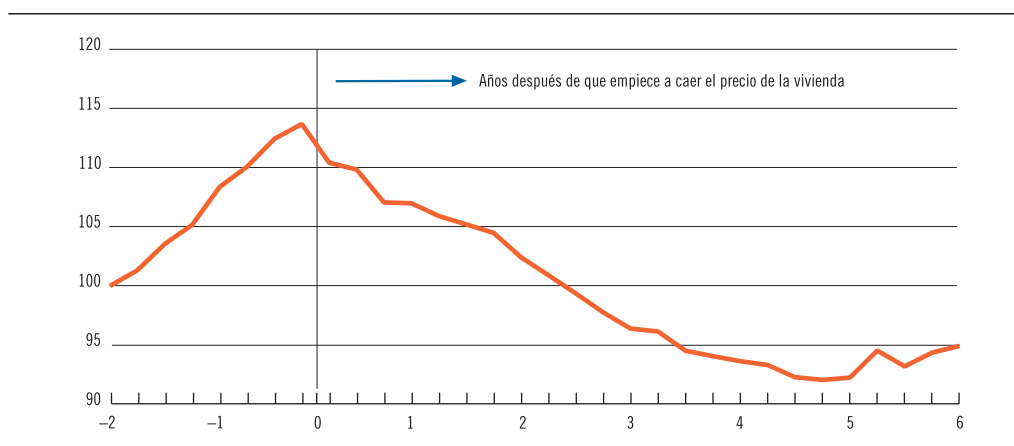
4. Caídas del precio de la vivienda y evolución de la economía

Una vez identificados y caracterizados los episodios históricos de deflación en el sector inmobiliario, en esta sección analizamos su relación con la actividad económica, el paro y el crédito. En primer lugar, describimos la evolución de la economía durante los episodios de deflación en el sector inmobiliario. Seguidamente, utilizamos técnicas estadísticas más sofisticadas para cuantificar el efecto de una caída del precio de la vivienda sobre las tres variables de interés.

4.1. Relación histórica

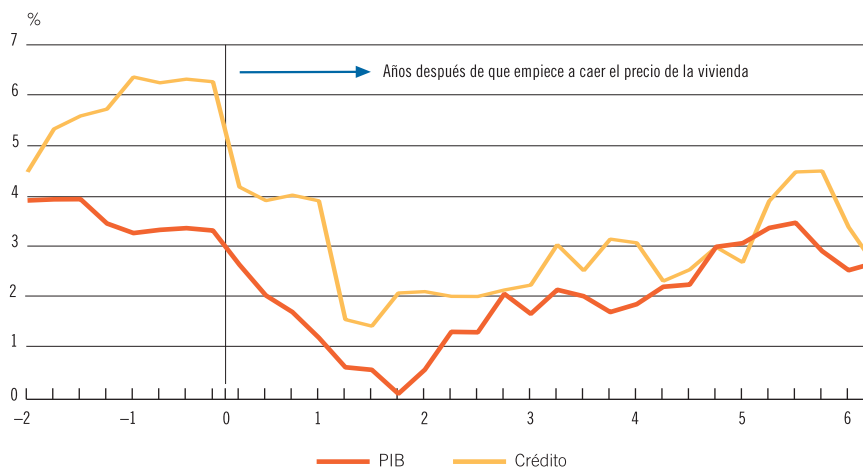
El primer hecho que constatamos cuando analizamos la relación entre los episodios de deflación en el sector inmobiliario y la evolución de la economía es la alta sincronía entre ambos: prácticamente todos los casos de deflación están asociados a un período de crecimiento negativo del PIB, una contracción del crédito y una expansión de la tasa de paro. Una forma sencilla de resumir el comportamiento de la economía durante los 44 episodios de deflación documentados en la muestra es analizando el crecimiento mediano de cada variable a partir del momento en el que el precio de la vivienda empieza a caer². Esto es lo que muestran los gráficos 4.1, 4.2 y 4.3. Como se puede observar, tanto el crecimiento interanual del PIB como el del crédito se desaceleran en los trimestres posteriores al inicio de la deflación en el sector inmobiliario. La desaceleración del PIB es suficientemente importante como para que se observen tasas de crecimiento cercanas a cero. La caída del PIB y del crédito tocan fondo un año y medio después de que el precio de la vivienda empiece a caer. A partir de este momento, ambas variables se recuperan lentamente. La tasa de paro tiende a crecer tras la caída de precios en el sector inmobiliario, y no vuelve a caer hasta al cabo de 4 años.

GRÁFICO 4.1 Evolución mediana del índice de precios reales de la vivienda durante los episodios de deflación en el sector inmobiliario

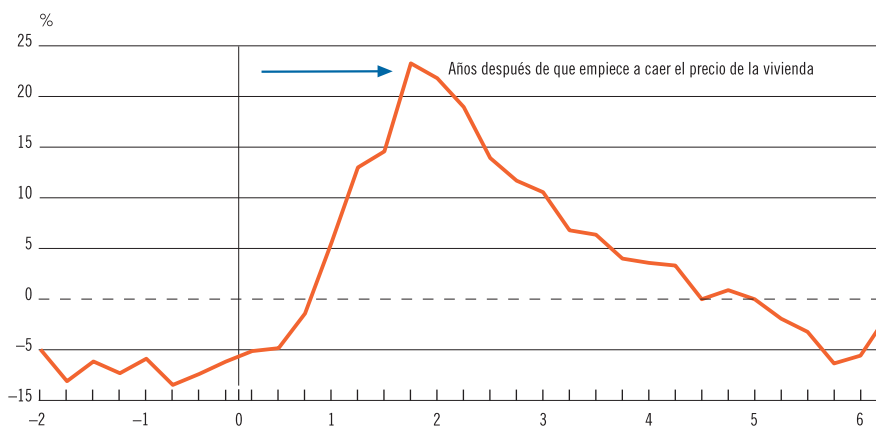


FUENTES: Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

2. El crecimiento mediano es el valor que deja el mismo número de datos antes y después que él, una vez ordenados. Éste se utiliza porque es menos sensible a los valores extremos. Sin embargo, con el crecimiento promedio, los resultados son similares.

GRÁFICO 4.2 Crecimiento interanual mediano del PIB y el crédito durante los episodios de deflación en el sector inmobiliario

FUENTES: IMF, Thomson Datastream y elaboración propia.

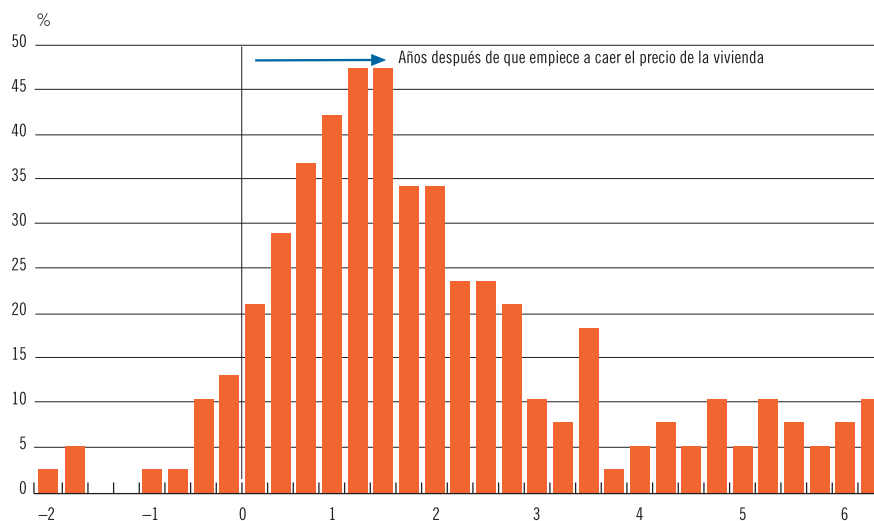
GRÁFICO 4.3 Crecimiento interanual mediano del paro durante los episodios de deflación en el sector inmobiliario

FUENTES: Thomson Datastream y elaboración propia.

Los gráficos 4.1, 4.2, y 4.3 ilustran la tendencia de distintas variables económicas en tiempos de deflación inmobiliaria, pero tras este comportamiento típico existe una variedad de situaciones. Concretamente, un año y medio después de que los precios de la vivienda comiencen a caer, cerca del 50% de los episodios estudiados presentan una tasa de crecimiento de la economía negativa y una contracción del crédito. La evolución de la tasa de paro también parece estrechamente ligada a los episodios de deflación en el sector inmobiliario. El porcentaje de episodios que registran un aumento de la tasa de paro aumenta considerablemente a partir de que el precio de la vivienda empieza a caer. Al cabo de 2

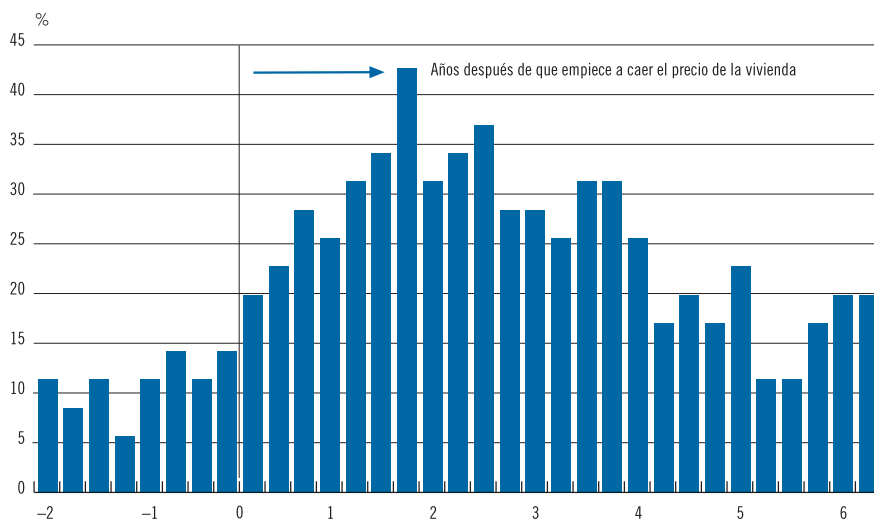
años, más del 80% de los episodios registran un aumento de la tasa de paro. Es interesante notar que mientras el porcentaje de episodios con una contracción de la economía se reduce rápidamente al cabo de un año y medio, la frecuencia de episodios en los que el crédito cae y el paro aumenta se reduce de forma más gradual.

GRÁFICO 4.4 Porcentaje de los episodios de deflación en el sector inmobiliario con contracción económica

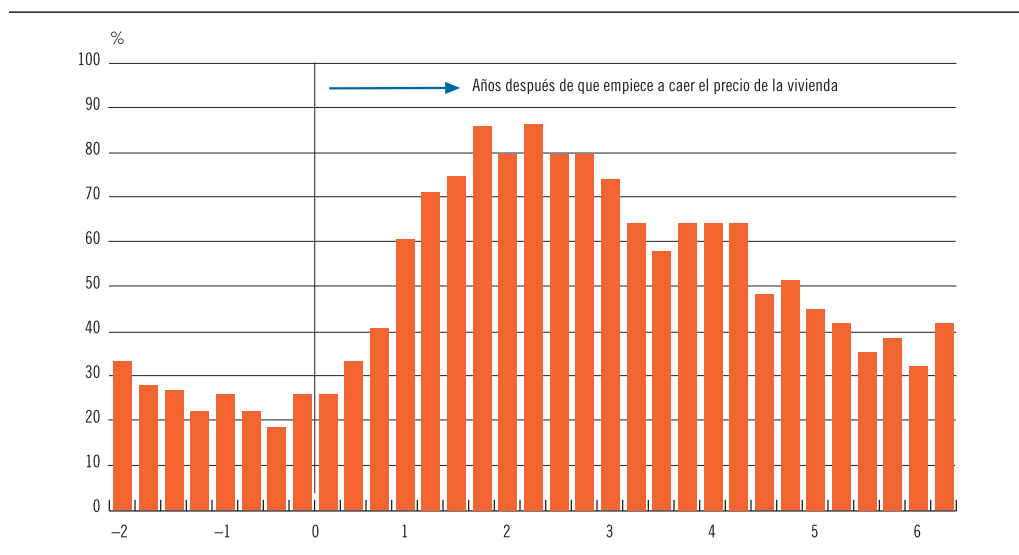


FUENTES: Thomson Datastream, FMI y elaboración propia.

GRÁFICO 4.5 Porcentaje de los episodios de deflación en el sector inmobiliario con contracción del crédito



FUENTES: Thomson Datastream, FMI y elaboración propia.

GRÁFICO 4.6 Porcentaje de los episodios de deflación en el sector inmobiliario con un aumento de la tasa de paro

FUENTES: Thomson Datastream y elaboración propia.

La identificación de los episodios de deflación en el sector inmobiliario también nos permite obtener una medida de la duración y la intensidad de la contracción de la actividad económica. En promedio, el PIB registra tasas de crecimiento reales de $-1,5\%$ en términos interanuales durante un año. La caída del crecimiento del crédito tiende a ser más pronunciada: un ciclo típico de contracción dura casi 2 años, y registra una tasa media de crecimiento del -3% en términos reales. La tasa de paro, por su parte, aumenta durante más de 3 años y casi se dobla en este intervalo de tiempo.

Como se ha comentado en la sección 2, uno de los sectores que sufre de forma especial durante los episodios en los que cae el precio de la vivienda es el sector financiero, ya que por un lado se limita su capacidad de financiación y, al mismo tiempo, aumenta la tasa de morosidad y se reduce el valor de las garantías de crédito. Además, en estos periodos, el sistema financiero adquiere especial relevancia para la marcha de la economía, pues una reducción de la oferta de crédito amplifica el impacto inicial de la caída de precios de la vivienda. La importante caída del crecimiento del crédito que hemos comentado en los párrafos anteriores es indicativa de las dificultades por las que puede pasar el sector, aunque también es una consecuencia de la debilidad de la demanda de crédito.

Utilizando los periodos de crisis bancarias definidos por el Banco Mundial para cada país podemos obtener más información acerca de la relación entre el sector financiero y los periodos de caída del precio de la vivienda. El hecho de que todas las crisis bancarias de los países de la muestra ocurren durante periodos de caída del precio de la vivienda es evidencia adicional de las dificultades que las fases de ajuste inmobiliario suponen para el sector financiero. Además, en los episodios en los que ha habido una crisis bancaria, la caída del precio de la vivienda ha durado cerca de un año más y ha caído un 10% más que en un episodio típico. Aunque no podemos decir en qué medida la mayor duración e intensidad

son debidas a la caída de la oferta de crédito, estas cifras ponen de relieve la importancia que tiene la buena marcha del sector financiero para minimizar los efectos de la caída del precio de la vivienda sobre la actividad económica.

4.2. Estimación del efecto de una caída del precio de la vivienda

Hasta este punto, el documento ha ilustrado la relación histórica entre los episodios de caída del precio de la vivienda y la evolución de la actividad económica, el crédito y el paro. Lo que no ha hecho, sin embargo, es identificar el efecto directo de la caída del precio de la vivienda sobre cada una de estas variables, pues la relación observada puede haber sido el resultado de otros factores que no hemos tenido en cuenta y que podrían afectar la economía al mismo tiempo que cae el precio de la vivienda. En principio, no se puede descartar que la caída del precio de la vivienda sea principalmente el resultado de una menor actividad económica, pero no la fuente principal de las recesiones documentadas, aunque esta hipótesis no parece muy razonable dado que, en general, las caídas del precio de la vivienda preceden a la caída de la actividad económica.

Para poder determinar si la caída del precio de la vivienda tiene un efecto significativo sobre la economía y, en ese caso, cuantificarlo es necesario utilizar técnicas estadísticas más sofisticadas capaces de estimar el efecto que cada variable tiene sobre las demás. Una forma de efectuar este análisis es estimar un vector auto-regresivo (VAR). Éste es quizás el método estadístico más utilizado para estudiar la relación dinámica entre variables macroeconómicas, pues tiene en cuenta la interrelación entre todas las variables a lo largo del tiempo. Como se ha explicado en la sección 2, ello es especialmente importante cuando analizamos los efectos de una caída del precio de la vivienda, ya que la caída de la actividad económica amplifica la caída inicial del precio de la vivienda, lo que acaba reduciendo más la actividad económica, etc.³.

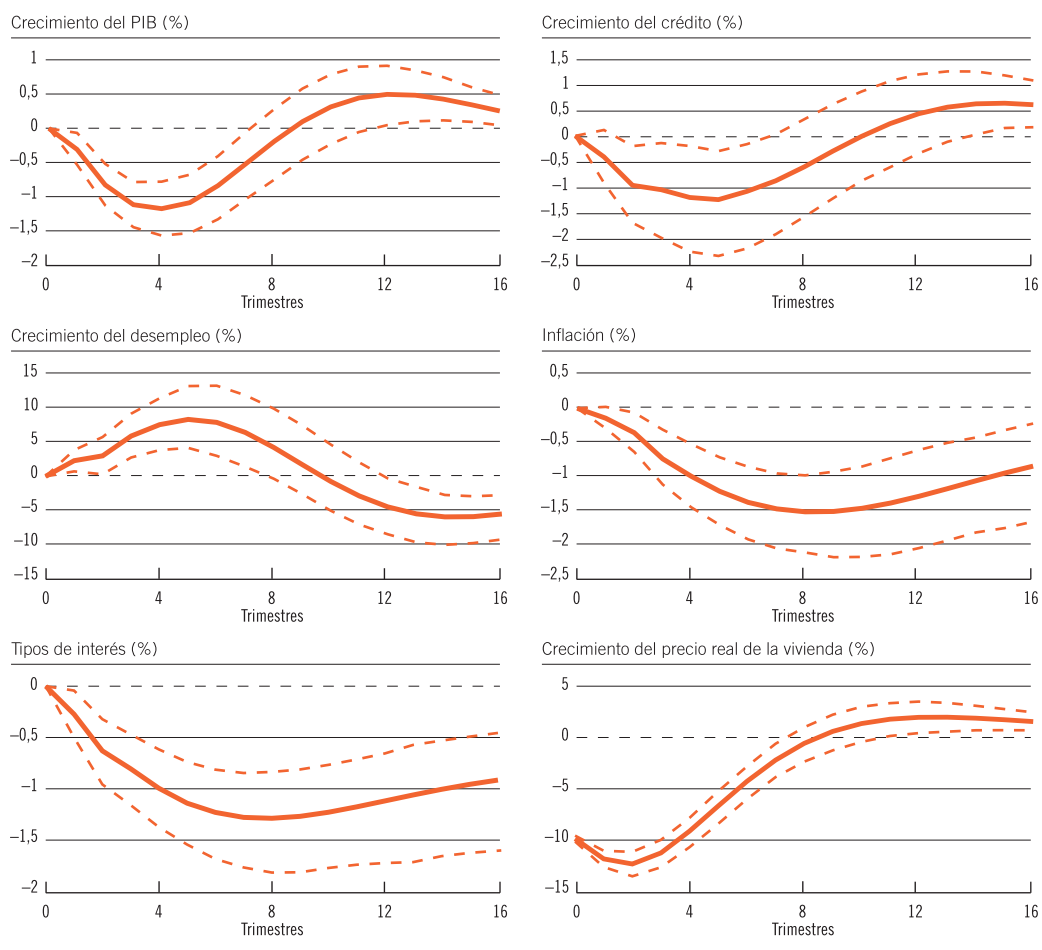
Para la estimación del modelo VAR con datos de panel (datos de distintos países para varios años), además de las variables utilizadas hasta el momento (PIB, crédito, desempleo y precio de la vivienda) se han utilizado la tasa de inflación y los tipos de interés de referencia de cada país desde 1970 hasta 2008. Como muestra el gráfico 4.7, la caída del precio de la vivienda tiene un efecto significativo sobre las tres variables de referencia⁴. Al cabo de un año, una caída del precio real de la vivienda del 10% resta 1,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB y del crédito, mientras que la tasa de paro crece cerca del 10%. Los efectos sobre el PIB desaparecen al cabo de dos años, mientras que el crédito y el desempleo se recuperan más lentamente. Merece la pena destacar que la duración estimada de los efectos es bastante similar a la obtenida en el estudio descriptivo en la sección anterior. Por lo que a la intensidad se refiere, los resultados obtenidos confirman que no toda la contracción de la economía documentada en la sección anterior era consecuencia de la caída del precio de la vivienda, pero sí una parte significativa.

3. O. Aspachs y P. Rabanal (2008) contiene una explicación más detallada de la estimación de un modelo VAR con el precio de la vivienda. I. Love y L. Zicchino (2006) explican cómo estimar un modelo VAR con datos de panel.

4. Para la identificación de las funciones Impulso Respuesta se asume que todas las variables reaccionan a los tipos de interés de referencia con un trimestre de retraso; se supone, en cambio, que el precio de la vivienda reacciona en el mismo trimestre a las variaciones del tipo de interés. Los resultados, sin embargo, son robustos si asumimos que todas las variables, incluido el precio de la vivienda, reaccionan con un retraso de un período a la política monetaria. Los resultados son similares si las estimaciones se realizan para distintos subperíodos.

GRÁFICO 4.7 Funciones Impulso Respuesta de una caída del precio de la vivienda del 10%

Intervalos de confianza del 95%



5. Conclusiones

Los ciclos del sector inmobiliario se transmiten al resto de la economía a través de las fluctuaciones del precio de la vivienda ya que afectan a la riqueza y la capacidad de endeudamiento de los distintos agentes.

Para las familias, la caída del precio de la vivienda supone una disminución de su riqueza ya que tienen la mayor parte de ella invertida en el sector inmobiliario. Ello les lleva a reducir su consumo y aumentar el ahorro. La riqueza de las empresas también disminuye, pues una caída del precio de la vivienda refleja, principalmente, una caída del precio del suelo y, por lo tanto, cae el valor de sus activos inmobiliarios. La caída de la producción es especialmente importante para las empresas pequeñas y medianas, ya que son las que utilizan más sus activos inmobiliarios como garantía de crédito y, al reducirse su valor, disminuye su capacidad de endeudamiento. Finalmente, la caída del precio de la vivienda también afecta la rentabilidad de las entidades financieras, pues aumenta el riesgo de que la garantía de los créditos en mora caiga por debajo del valor del crédito concedido. Ello, junto con un mayor deseo de liquidez para poder hacer frente a potenciales eventualidades, puede reducir la capacidad de las entidades financieras de otorgar crédito. La caída del consumo, la producción y la oferta de crédito pueden generar una espiral contractiva de la economía de severas consecuencias.

Durante los últimos 40 años, en promedio, los 18 países estudiados han sufrido más de dos episodios de deflación en el sector inmobiliario de unos cinco años cada uno y, durante estos, el precio real de la vivienda ha caído un 23%.

El estudio de los ciclos del precio de la vivienda también muestra que el precio real de la vivienda ha crecido a una tasa interanual media del 2,6%, y la mayor parte del tiempo ha estado en una fase expansiva. Durante las fases expansivas, que duran un promedio de unos 6 años, el aumento medio del precio real de la vivienda ha sido en conjunto del 62%.

La última fase expansiva del precio de la vivienda se ha caracterizado por su elevada sincronización a nivel internacional y por su duración e intensidad, cerca del doble de una fase expansiva típica.

El estudio de la relación entre las fases expansivas y los posteriores episodios de deflación en el sector inmobiliario nos indica que cuanto mayor ha sido la duración e intensidad de la fase expansiva, mayor ha sido la duración e intensidad de la posterior deflación. Sin embargo, es importante remarcar que la relación entre ellas ha sido menos que proporcional y que los factores particulares de cada episodio pueden matizar esta relación.

En el 93% de los episodios de deflación inmobiliaria se observa una contracción económica, en el 80% una contracción del crédito y en el 100% un aumento de la tasa de paro.

Tanto el crecimiento del PIB como el del crédito se desaceleran en los trimestres posteriores al inicio de la deflación en el sector inmobiliario, tocan fondo, en media, un año y medio después y se recuperan lentamente. La tasa de paro tiende a crecer tras la caída de los precios de la vivienda, y no vuelve a caer hasta al cabo de 4 años.

Durante los episodios de deflación en el sector inmobiliario, las contracciones económicas duran alrededor de un año, en media, y se caracterizan por unas tasas de crecimiento del $-1,5\%$; los episodios de contracción del crédito duran unos 2 años y suponen una caída del 3% anual; y el aumento de la tasa de paro implica que ésta casi se doble en 3 años.

La estimación de un modelo estadístico muestra que una parte significativa de la contracción económica y del crédito, y el aumento de la tasa de paro son debidos a la caída del precio de la vivienda.

Anexo

A.1. Episodios históricos de caída del precio de la vivienda

	PERÍODO	CAÍDA DE LOS PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA		PERÍODO	CAÍDA DE LOS PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA
Alemania	1974-1976	-6%	Francia	1981-1985	-19%
	1981-1985	-13%		1991-1997	-17%
	1995-2007	-23%			
Australia	1974-1978	-17%	Holanda	1978-1985	-49%
	1981-1983	-12%	Irlanda	1980-1987	-30%
	1986-1987	-8%			
	1989-1991	-8%			
Bélgica	1971-1972	-8%	Italia	1981-1986	-36%
	1979-1985	-36%		1992-1997	-28%
Canadá	1977-1978	-9%			
	1981-1985	-21%	Japón	1973-1977	-29%
	1990-1991	-15%		1991-2007	-41%
	1995-1999	-11%			
Dinamarca	1974-1975	-14%	Noruega	1970-1973	-7%
	1979-1982	-36%		1977-1983	-14%
	1986-1993	-36%		1987-1993	-41%
EE.UU.	1974-1975	-5%	Nueva Zelanda	1975-1981	-38%
	1980-1983	-10%		1985-1987	-8%
	1990-1993	-5%		1989-1992	-8%
España	1979-1982	-35%		1998-2001	-7%
	1992-1997	-24%	Reino Unido	1974-1977	-34%
Finlandia				1980-1982	-12%
	1971-1972	-7%		1989-1996	-31%
	1974-1979	-26%	Suecia	1971-1972	-7%
	1989-1993	-50%		1979-1985	-40%
	2000-2001	-5%		1990-1996	-32%
			Suiza	1973-1976	-27%
				1990-1999	-37%
Duración promedio		5 años			
Caída promedio		23%			

A.2. Episodios históricos de subida del precio de la vivienda

	PERÍODO	SUBIDA DE LOS PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA		PERÍODO	SUBIDA DE LOS PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA
Alemania	1970-1971	11%	Francia	1972-1981	38%
	1976-1981	17%		1985-1991	32%
	1989-1994	12%		1997-2007	115%
Australia	1971-1974	36%	Holanda	1971-1978	102%
	1979-1981	17%		1986-1990	38%
	1983-1985	11%		1992-2007	148%
	1987-1989	35%	Irlanda	1977-1980	39%
	1993-1995	4%		1987-1990	26%
	1997-2007	120%		1994-2007	226%
Bélgica	1972-1979	66%	Italia	1987-1992	65%
	1986-2007	264%		1998-2007	59%
Canadá	1971-1976	44%	Japón	1970-1973	57%
	1979-1981	9%		1978-1991	77%
	1985-1989	70%	Noruega	1973-1975	13%
	1999-2007	77%		1984-1987	60%
Dinamarca	1971-1973	29%		1994-2008	186%
	1975-1979	25%	Nueva Zelanda	1971-1975	62%
	1983-1986	60%		1981-1984	33%
	1993-2007	174%		1987-1989	14%
EE.UU.	1970-1973	16%		1993-1997	39%
	1976-1979	18%	Reino Unido	2001-2007	101%
	1984-1989	15%		1971-1974	73%
	1995-2006	67%		1978-1980	30%
España	1972-1975	56%		1983-1989	95%
	1977-1978	26%		1996-2007	158%
	1983	9%	Suecia	1974-1979	31%
	1985-1991	138%		1986-1990	38%
	1997-2007	118%		1996-2007	133%
Finlandia	1972-1974	20%	Suiza	1971-1973	25%
	1980-1989	119%		1977-1989	68%
	1993-1994	8%		2000-2007	16%
	1996-2000	47%			
	2002-2007	40%			
Duración promedio		6 años			
Subida promedio		62%			

Referencias

- Aspachs, O. y P. Rabanal (2008). «The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union», "la Caixa" Working Paper Series, 02/2008.
- Bover, O. (2005). «Wealth Effects on Consumption: Microeconomic Estimates from a New Survey of Household Finances», *CEPR Discussion Paper* No. 5874, Banco de España Working Paper 0522.
- Carroll, C. D., M. Otsuka y J. Slacalek (2006). «How Large is the Housing Wealth Effect? A New Approach», NBER Working Paper 12746.
- Leamer, Edward E. (2007). «Housing is the business cycle», NBER Working Paper 13428.
- Love, I. y L. Zicchino (2006). «Financial development and dynamic investment behavior: Evidence from panel VAR», *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 46(2), págs. 190-210, Mayo.

Servicio de Estudios de "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

www.laCaixa.es/estudios

Correo electrónico:

publicacionesestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2008

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico

2. La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

1. El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación? Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell y Àlex Ruiz Posino

2. El empleo a partir de los 55 años Maria Gutiérrez-Domènech

3. *Offshoring* y deslocalización: nuevas tendencias de la economía internacional Claudia Canals

4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España? Marta Noguer

5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández

6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres Maria Gutiérrez-Domènech

7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Claudia Canals y Marta Noguer

8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell

9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer

10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández

11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero Maria Gutiérrez-Domènech

12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal

3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals, Marta Noguer

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

06/2006. Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective Pau Rabanal

01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain Maria Gutiérrez-Domènech

02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein

03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate Pau Rabanal and Vicente Tuesta

04/2007. European Telecoms Regulation: Past Performance and Prospects Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal

03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Servicio de Estudios en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Carles Boix
University of Princeton
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Juan José Dolado
Universidad Carlos III
- Jordi Galí
CREI y Universitat Pompeu Fabra
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Víctor Pérez Díaz
Universidad Complutense
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Xavier Vives
IESE Business School y UPF

Dirección

- Jordi Gual
Subdirector General de "la Caixa"

