

El mercat immobiliari català i espanyol: globalització i final del cicle alcista?

Joaquím Clusa, Rafael Moneo Abreu i Sara Mur Estada¹

Novembre 2004

ABSTRACT

L'evolució del cicles immobiliaris a Espanya entre el 1987 i el 2004 posaria de relleu que, desde una perspectiva històrica, s'hauria d'acabar l'actual al 2004 el creixement explosiu de producció i de preus que presenta el mercat immobiliari en els últims 7 anys. El record del canvi del cicle expansiu del 1992 hi és present perquè els lloguers de les oficines van baixar gairebé a la meitat i els preus dels habitatges van caure prop d'un 20% en termes reals fins el 1996. Per argumentar aquesta tesi es posa de relleu que el mercat de les oficines ja presenta baixades de lloguers i de rendibilitats des del 2002. Si bé el mercat de l'habitatge presenta característiques diferents, tant el FMI com la revista The Economist han insistit que la sobrevaloració dels preus està per sobre del 25%. El present article analitza els factors de caràcter endògen i exògen que condicionen els cicles immobiliaris, en primer lloc, les fases que els componen, en segon lloc, les evolucions per països que presenten cicles semblants, però amb desfasament temporals, en tercer lloc, per acabar amb la referència als cicles immobiliaris a Catalunya i Espanya des de 1986.

¹ Rafael Moneo és enginyer de Camins i MBA de Germaconsulting S.L.. Sara Mur i Joaquim Clusa són economistes de Mur&Clusa Associats S.L.

Una part important d'aquest treball va ser presentat per Rafael Moneo com informe central del **Foro inmobiliario 2004 del Instituto de Empresa (Mayo 2004)** amb el títol "**Gestión inmobiliaria en épocas de incertidumbre**".

Un altre part de les elaboracions i conclusions del present article han estat presentades per Roca, J., Clusa, J. i Mur, S. (2004), "El mercat immobiliari de la Regió metropolitana de Barcelona i les comarques centrals", a Parellada, M. (director), "Informe Territorial de la Provincia de Barcelona 2004", Cambra de Comerç de Barcelona i Diputació de Barcelona, págs. 223- 294.

El mercat immobiliari català i espanyol: globalització i final del cicle alcista?

Joaquím Clusa, Rafael Moneo Abreu i Sara Mur Estada²
Novembre 2004

- **Introducció: més del mateix?**
- **Factors endògens i exògens causants dels cicles immobiliaris**
- **Un model de fases per a la definició de cicles immobiliaris**
- **El mercat internacional: situacions semblants amb desfasament temporals**
- **El cicles immobiliaris a Espanya i Catalunya 1986-2004: síntesi de característiques i les senyals actuals d'alerta**

“Después de la liquidación del 15 de diciembre, los cambios subieron a dos mil ochocientos, dos mil novecientos. Y fue el 21 cuando el cambio de tres mil veinte francos fue proclamado en la Bolsa, en medio de una agitación propia de multitudes enloquecidas. Ya no era dable apreciar allí nada que se relacionase con la verdad ni con la lógica; la idea del valor había sido tergiversada hasta el extremo de perder todo sentido real.” (pág. 309)

”... después de tantos meses, y con motivo de cada nueva liquidación, venían pagando diferencias cada vez más fuertes... sobrepasando todo límite razonable. Ciertamente, muchos de ellos jugaban en descubierto y se hacían apázar la operación, al no poder librar los títulos...” (pág.330)

Émile Zola (1840-1902)

“El dinero”

Reeditada por Editorial Debate (2001)

INTRODUCCIÓ: més del mateix?

Al mercat de l'habitatge sembla aplicable la dita del “Nothing succeeds like success”. Al nostre país tenim, però, la dita inversa per quan canvia el cicle i s'està “de pega”. Malgrat les previsions sobre un final proper del cicle immobiliari alcista, també qualificat de “bombolla” (Roca, Clusa i Mur 2004), les estimacions posteriors del Col·legi d'Arquitectes d'Espanya apunten a un nou augment a l'últim any dels visats presentats als Ajuntaments per construcció de nous habitatges.

Per a la primera previsió es feien servir tres arguments bàsics referits als informes internacionals, a la caiguda dels lloguers de les oficines des del 2001 com a producte més sensible al cicle i a la desproporció que representava el valor actual del ratio “preus de l'habitatge/renda familiar mitjana” (més de 7) en relació a anys enrera.

² Rafael Moneo és enginyer de Camins i MBA de Germaconsulting S.L.. Sara Mur i Joaquim Clusa són economistes de Mur&Clusa Associats S.L.

Una part important d'aquest treball va ser presentat per Rafael Moneo com informe central del **Foro inmobiliario 2004 del Instituto de Empresa (Mayo 2004)** amb el títol “**Gestión inmobiliaria en épocas de incertidumbre**”.

Un altre part de les elaboracions i conclusions del present article han estat presentades per Roca, J., Clusa, J. i Mur, S. (2004), “El mercat immobiliari de la Regió metropolitana de Barcelona i les comarques centrals”, a Parellada, M. (director), “Informe Territorial de la Provincia de Barcelona 2004”, Cambra de Comerç de Barcelona i Diputació de Barcelona, pàgs. 223- 294.

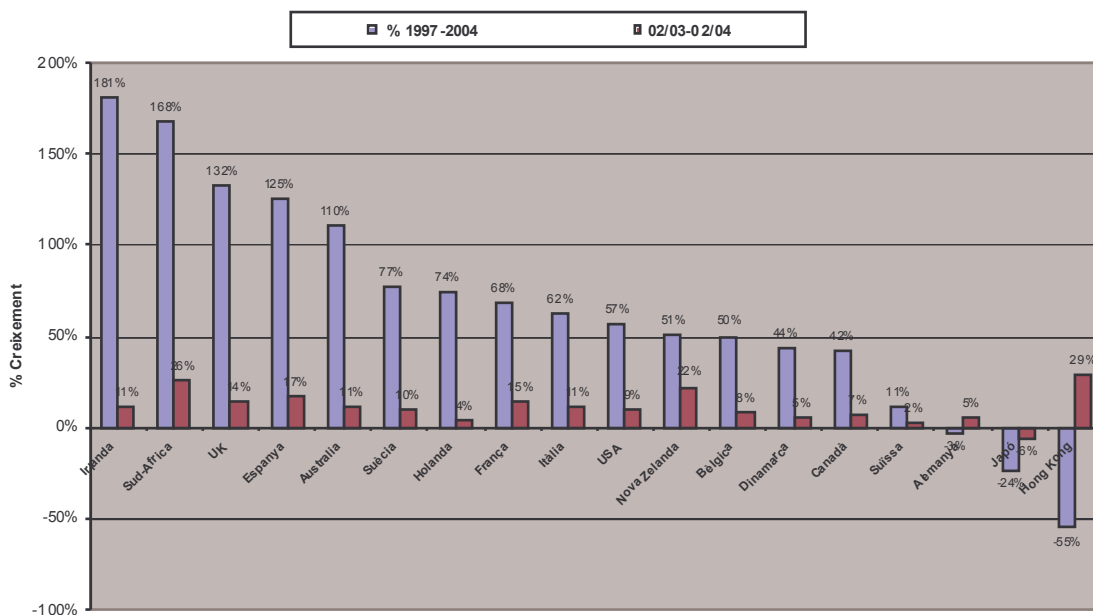
En el present article es reafirma la tesi sobre el final del cicle alcista repetint arguments ja presentats, però afegint-hi informació sobre la conjuntura internacional i afinant sobre les causes que incideixen en els cicles immobiliaris en la perspectiva del cicles alternatius del 1986-1991, 1992- 1996 i 1997 fins avui, perquè al costat dels informes de preus i producció (de fet, cal dir de “preus demanats” i de “permisos administratius de construcció”) hi ha veus baixes en el sector que indiquen que els ritmes de vendes s’han reduït substancialment.

Una notícia de premsa molt recent posava de relleu que “El FMI augura una imminent caiguda en el preu de l’habitatge a Espanya i UK. L’organisme afirma que hi podria haver una correcció brusca a mesura que augmenten els tipus d’interès. L’encariment del preu de l’habitatge és un fenomen global....a Espanya, UK, Irlanda i Austràlia...les condicions econòmiques no expliquen l’extraordinària pujada del mercat immobiliari des de 1997. Si l’ajust és abrupte, les conseqüències per l’economia seran severes” (EL PAÍS, 23 Setembre 2004).

The Economist deia a la seva edició de l’11 de Setembre passat: “Les elaboracions del The Economist mostren que els preus dels habitatges estan a nivells record e relació als “ingressos mitjans” a Amèrica, Austràlia, UK, França, Irlanda, Holanda, New Zealand i Espanya; en valors corrents, Itàlia s’ajuntarà a aquest grup al final de l’any. En d’altres paraules, els habitatges estan més sobrevalorats avui que en “punts” anteriors, des de les quals els preus van caure de forma accentuada en termes reals. Afegiu que a Xina i Sud-Africa i dos tercers parts (per pes econòmic) del món que nosaltres conduïm té uns bombolla potencial d’habitatge. Fa un any la majoria del analistes econòmics a UK i Austràlia van negar que els habitatges estiguessin seriosament sobrevalorats. Avui molts més admeten que el mercat sí sembla “espumós””.

Al donar la informació del gràfic adjunt, The Economist posava de relleu diferents fenòmens, que han estat objecte de debat a Espanya. En primer lloc, que la pujada recent de preus és gairebé generalitzada (global, podria dir-se també), essent interpretables les excepcions. En segon lloc, que els augment a Espanya en els últims set anys es situen darrera dels que s’han produït a Irlanda i UK, d’entre els països europeus. I almenys en tercer lloc, que els cicles poden ser diferents per països perquè la correlació entre els creixements dels darrers set anys i els d’un any enrera (de Febrer de 2004 a Febrer de 2003) no arriba al 0,3.

Els indexos de preus de l’habitatge del The Economist (Sept.11, 2004)



També cal dir que el mateix The Economist fa més de dos anys que anuncia que els preus de l'habitatge estan sobrevalorats a molts països, entre ells Espanya, com ho va posar de relleu el survey d'Abril de 2002 "The houses that saved the world".

Malgrat la creença popular sobre la pujada permanent del valor dels actius immobiliaris a l'Espanya del "boom" de preus immobiliaris dels darrers anys, aquest sector no és aliè a l'existència dels anomenats "cicles", o períodes que, amb freqüències de 5 a 7 anys, presenten característiques i evolucions similars en la demanda i formació dels preus. Fortes oscil·lacions en el mercat immobiliari es produeixen en països que a priori ofereixen plenes garanties de seriositat i continuïtat en els seus models econòmics, com pot ser el Japó on les transaccions actuals es tanquen a preus que són aproximadament la meitat o el 60% del nivell que van assolir el 1991, després d'un creixement molt fort des del 1986.

Cada fase a l'alça o a la baixa en el mercat immobiliari pot tenir un recorregut desigual degut a les característiques de mercat local i regional i també als diferents usos o "submercats" (habitatge, oficina, espais comercials, artefactes industrials o aparcaments). Al mateix temps es pot descomposar cada mercat de ús immobiliari en els quatre submercats següents:

- el mercat de lloguer
- el mercat de la inversió immobiliària
- el mercat de la compra-venda
- i com a factor més extern, la influència del mercat de capitals, de caràcter general

És important estudiar les evidents interrelacions existents entre els quatre components. En el mercat de lloguer es reflecteix l'aplicació dels recursos en una economia, que a la vegada té conseqüències en el mercat d'inversió i en l'activitat de construcció nova, sense oblidar el binomi "rendibilitat-risc" i els costos d'oportunitat que cada alternativa pot oferir.

A la realitat es produeixen a més a més considerables retards entre el moment que apareixen els factors de canvis en el mercat i la seva conversió en comportaments normalitzats. Si no fos així es produirien augments de preus al augmentar l'activitat econòmica, per exemple. A la pràctica no es produeix aquesta celeritat.

El present article analitzarà els factors de caràcter endògen i exògen que condicionen els cicles immobiliaris, en primer lloc, les fases que els componen, en segon lloc, les evolucions per països que presenten cicles semblants, però amb desfasament temporals, en tercer lloc, per acabar amb la referència als cicles immobiliaris a Catalunya i Espanya des de 1986.

FACTORS ENDÒGENS I EXÒGENS CAUSANTS DELS CICLES IMMOBILIARIS: LA FORMACIÓ DE BOMBOLLES

Els ***factors de caràcter intern*** que produeixen els cicles immobiliaris són bàsicament la manca de transparència del mercat, els retards temporals entre les reaccions dels lloguers, la inversió i la producció immobiliària i la influència de factors psicològics que ajuden a potenciar les anomenades "bombolles".

- **La intransparencia general del mercado.**

Les estadístiques de preus fan referència als preus de les ofertes immobiliàries més que els preus reals de les transaccions realitzades. Encara que els mercats més madurs tendeixen a presentar bases de dades cada vegada més transparents (cas de les oficines o dels mercats anglosaxons, per exemple) és força evident la manca d'informació dels diferents mercats a l'escala local o regional en que es formen els preus. L'opacitat explicaria en part que una baixada de la demanda no es tradueix en una reducció ràpida dels lloguers. alcanzables, alarguen el proceso de auge del submercado de la inversión, con el consiguiente riesgo que tal desconocimiento conlleva.

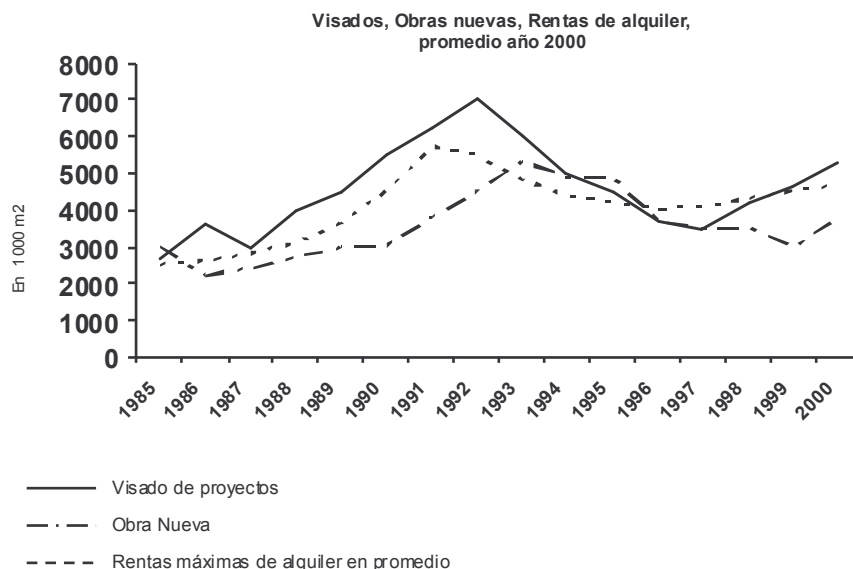
- **Existencia e influencia de los retardos temporales**

Una de les característiques importants en els mercats immobiliaris és l'aparició de retards sistemàtics, pels quals els nivells triguen un cert temps a reflectir els canvis en la demanda. Es poden diferenciar retards en el mecanisme de fixació dels preus, en la presa de decisions i en la nova construcció

En el primer cas, el retard es pot originar pel fet que front a un increment de la demanda el mercat comença absorbint l'oferta buida existent i es triga un cert temps fins a una nova fixació de nous preus. El retard en la presa de decisions, en general, i en la decisió d'iniciar noves construccions explicaria que es produeixin escalfaments de preus quan es produeix un increment de la demanda. El gràfic adjunt sobre el mercat immobiliari alemany en el període 1985- 2000 palesa com continua creixent la nova construcció una vegada assolit el nivell màxim de lloguers en el canvi de signe de 1991.

Font: Immobilien Zeitung, promedio de cinco ciudades principales en Alemania. Septiembre / Octubre 2002

Timelags en los ciclos inmobiliarios



- **La influencia de factor psicológicos i la formació de “bombolles”**

Les expectatives estan en la base dels processos de presa de decisions sobre la valoració dels actius i la seva evolució futura. En períodes immobiliaris expansius es tendeix a minusvalorar els riscos d'un mercat que es bàsicament de caràcter cíclic.

La qualificació de “bombolla” s'atribueix quan el mercat presenta creixements important i continuats molt per sobre del creixement del PIB o de la capacitat de compra. Les condicions bàsiques que explicarien la seva formació són especialment els següents:

- Es sobreestima el potencial de revalorització desproporcionat, perquè els inversors creuen que els preus continuaran pujant. Es pot produir simultàniament un allunyament entre els preus de les transaccions i els que resultarien de capitalitzar les rendes o els lloguers.
- Aquestes compres van acompanyades d'un fort nivell d'endeutament. Els canvis macroeconòmics lligats a una baixada de la demanda o a variacions de la política monetària pot produir dificultats en el retorn dels crèdits.
- En una fase avançada, el mercat comença a incorporar informacions que contradiuen les expectatives en curs.

Cal posar de relleu la dificultat de detectar la formació de “bombolles”. De fet, pocs mesos abans que es produís a Barcelona i Madrid la caiguda dels lloguers de les oficines el 1991-92, la majoria d'informes immobiliaris continuaven indicant pujades de preus, àdhuc després de la fallida de l'empresa del Canary Wharf londinenc.

Un indicador bàsic i prematur d'acabament de bombolles immobiliàries és la reducció de la rendibilitat (lloguers en relació als preus de compra), que és un indicador de desviacions respecte a nivells més estabilitzats³ com es posarà de relleu més endavant.

El cicle immobiliar està fortament vinculat a les oscil·lacions conjunturals i en general tenen una durada de cinc a set anys de cinc a set de moviments en un sol sentit. L'experiència recent espanyola és de 4- 10 anys per les tendències a la baixa (1975-1985 i 1992-1996, aproximadament) i de 5-8 anys per les tendències a l'alça (1986-1991 i 1997-2004) si s'acompleixen les previsions de final de cicle que es fan en el present article.

Els **factores de caràcter extern** són els derivats de les diferents opcions de política econòmica i que són susceptibles de variació en períodes curts de temps, mentre que els canvis estructurals marcaran tendències més a llarg termini.

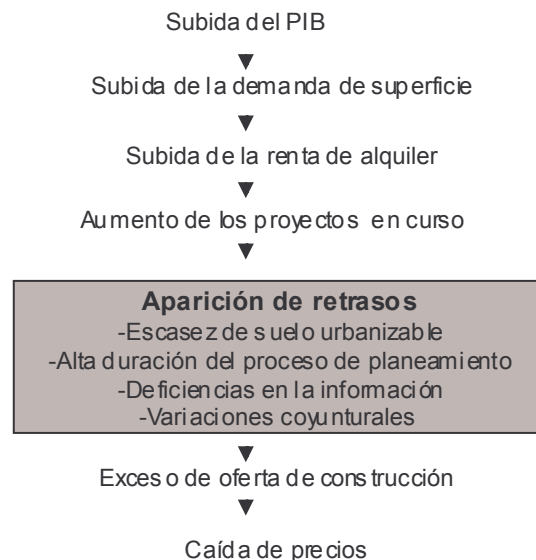
- **Variables macroeconòmiques**

Són les variables com les variacions del PIB, les taxes de desocupació o la inflació i que condicionen la diferent evolució dels mercats de l'habitatge, les oficines o les superfícies comercials. Els usos terciaris són els més sensibles als cicles i els condicionen fortament perquè anuncien anticipadament els canvis en el mercat de l'habitatge. També per aquesta raó

³ L'evolució de la rendibilitat de les oficines a Barcelona en podria ser un exemple. Segons els estudi de mercat trimestral de l'empresa Aguirre Newman (www.aguirrenewman.com) de Desembre del 2000 i de Setembre del 2004, les rendibilitats a les zones “prime” han baixat del 6% al 5,25%, i les del nivell següent (A1) del 7,25% al 6,25%, havent-se també produït una reducció del plloguer del -8 i -16%, respectivament en menys de dos anys.

tenen rendibilitats més altes pel component de la taxa de risc. L'esquema següent visualitza la transmissió directa de l'efecte PIB al sector terciari.

Efecto PIB en la formación de precios Submercado terciario



Font: Moneo, R. (2004), op. cit., en versió original

El mercat residencial pot tenir una dinàmica de variació més moderada o més estabilitzada i més lligada a factors objectius. La rigidesa de l'oferta condiona en part les variacions de la demanda. Un estudi de l'OECD de l'any 2000, indicava els determinants bàsics de l'increment del preu de l'habitatge següents:

- Aument dels salaris reals, encara que en una primera fase els consumidors manifesten certes resistències a l'augment de la despesa. És precisament quan la tendència s'estabilitza quan es tradueix en una augment de la demanda de bens d'inversió que van acompanyats generalment d'endeutament a llarg termini.
- Augments de població, especialment quan no s'ha previst amb antel·lació, degut a la millora en el mercat laboral com a resultat de millores en la demanda laboral en una regió. La recent immigració extra-comunitària a les principals ciutats espanyoles ha tingut segurament un important efecte per l'efecte conegut com el "filtering up", a partir d'una demanda d'habitatge de preu baix.
- Tipus d'interès a llarg termini ja que són els fons hipotecaris els principals finançadors de l'habitatge en propietat. Una baixada de tipus pot també desencadenar efectes de pujada en el preu del producte final, equilibrant l'efecte de la baixada del cost financer.
- Evolució d'altres alternatives d'inversió. Les caigudes o inseguretats bursàtils produeixen que la inversió es desvia cap al sector immobiliari, augmentant els preus. En general l'índex bursàtil té una correlació negativa amb els preus immobiliaris.
- Canvis en la normativa d'arrendaments que condiona futures decisions de compra.

- **Variables generals de política monetària**

Els tipus d'interès i la política creditícia del sistema bancari influeix directament la demanda i els preus immobiliaris. L'exemple més clar de la incidència dels tipus d'interès és en l'evolució recent del mercat immobiliari espanyol des de 1996, quan els tipus d'interès van baixar dels dígit a un dígit, situant-se a l'entorn del 5%. Un augment dels tipus d'interès provocaria una baixada de la demanda i de l'endeutament. La influència de la crisi bancària del Japó, la d'Anglaterra des del 1991 i en menor escala la d'Alemanya, després de la reunificació, reflecteixen l'efecte del sistema bancari.

- **Existència de canvis estructurals**

Els canvis en la piràmide d'edats condicionen la demanda d'habitatge i en general tots els canvis en les condicions socioeconòmiques d'una regió. La revolució de l'Internet, que es tradueix en increments de productivitat i el treball a doimicili són també incògnites de futur pel mercat immobiliari. Podria, per exemple, fomentar més demanda de lloguer amb contractes de menor duració i més flexibles.

Monés i Carreras (2003) han posat de relleu que la demanda futura d'ocupació haurà de ser pels futurs immigrants perquè la piràmide d'edats de Catalunya està esgotada després de l'acabament dels efectius de l'anomenat "boom" de natalitat dels anys 70. Aquesta característica modifica les condicions de demanda: no les disminueix substancialment però els nous demandants seran d'un nivell econòmic més baix que el dels actuals.

- **Política econòmica y de gestió associada al sector immobiliari**

Exemple principal són les polítiques relatives a l'habitatge, ja sigui en la modalitat d'habitatge protegit de preu més assequible o les exempcions fiscals al lloguer a la compra del primer habitatge. En el 1982-83 els decrets "Boyer" van aconseguir incentivar la demanda tant de primer residència com de segona. Una part dels canvis d'empadronament actual s'expliquen per transformar la segona residència en primera per tal de beneficiar-se de les deduccions en l'Impost de la renda de les Persones Físiques. Tampoc cal oblidar el "boom" produït a Alemanya després de la reunificació quan les amortitzacions anuals per les inversions realitzades van arribar fins als dos dígitos.

- **La globalització**

La globalització també facilitada per la reducció en els preus del transport aeri ajuda a explicar, per exemple, la demanda de segon habitatge a les costes valenciana i andalusa per part de britànics, alemanys i nòrdics, començant a introduir el mes laboral partit en llocs diferents de residència.

La facilitat de comprar accions en empreses i fons mobiliaris front a l'adquisició directa d'edificis. Per això hi ha hagut el desenvolupament i diversificació d'instruments financers associats al mercat de capitals amb la internalització de portfolios, intentant aprofitar els cicles dels diferents mercats immobiliaris regionals.

La globalització pot tenir efectes de signe contrari per dos efectes probables:

- Factor atenuant: la disminució de la influència de cada mercat concret sobre el conjunt.

- Factor agravant: quan determinats mercats canalitzen i concentren recursos d'inversió que originen "bombolles" de preus davant d'ofertes limitades i que no tenen una resposta retrassada en relació a la demanda.

UN MODEL DE FASES PER A LA DEFINICIÓ I IDENTIFICACIÓ DE CICLES INMOBILIARIS

Les fase cícliques en el mercat immobiliari justifiquen les màximes a la indústria de la promoció que estableix que "el millor negoci és comprar quan el cicle està baix i vendre quan el mercat està en el punt alt". Les compres a preus alts durant el període alcista genera el comentari informal que "algú es quedarà amb la patata calenta".

Els fenòmens de caràcter endògen dificulten l'equilibri del mercat i provoquen reaccions de sobreestimació de la seva evolució. Junt a aquest factors hi ha d'altres més endògens que influeixen les reaccions conjunturals i accentuen els cicles. La interacció del conjunt pot produir un **model de quatre fases**, de caràcter teòric però empíricament documentades.

Fase d'"expansió": desenvolupament de promocions i projectes

L'hipòtesis de partida es una situació de teòric equilibri en el qual hi ha una recuperació de l'activitat econòmica general. El principal efecte és un increment de demanda de superfícies pels diferents usos. L'evolució general presenta les característiques següents:

- Fort augment de les taxes d'absorció del mercat pel producte ja construït.
- Augment dels lloguers fins arribar a nivells rècords, influït per un mercat en expansió
- La demanda no pot satisfeta immediatament i s'estimula l'aparició de nova oferta.
- Els bancs faciliten l'expansió creditícia i les valoracions basades en criteris de rendibilitat són molt optimistes
- S'exten l'eufòria en el mercat amb la promoció de nous projectes
- "Una part important de les vendes es fan "sobre plànol", augmentant les taxes de rendibilitat i incentivant l'aparició de nous projectes

Fase de "contracció" per sobreoferta de projectes

Les noves promocions entren en el mercat i es produeixen els retards característics entre la demanda i la producció, que pot produir un desequilibri entre l'oferta i la demanda, i per tant amb refredament de la demanda, generant taxes de desocupació més altes.

- Els nous projectes no troben compradors immediats i s'allarga el termini de venda.
- Es produeix una primera baixada de lloguers i de les taxes de desocupació.
- L'activitat constructiva segueix molt activa com a conseqüència del retard entre planejament i producció dels projectes iniciats a la fase anterior.
- La necessitat de liquiditat actua de catalitzadora del procés, perquè el sector immobiliari ha sigut receptor de fons nets d'inversió de tota l'economia.
- El cicle torna al nivell equivalent a l'inicial per afrontar el període recessiu.
-

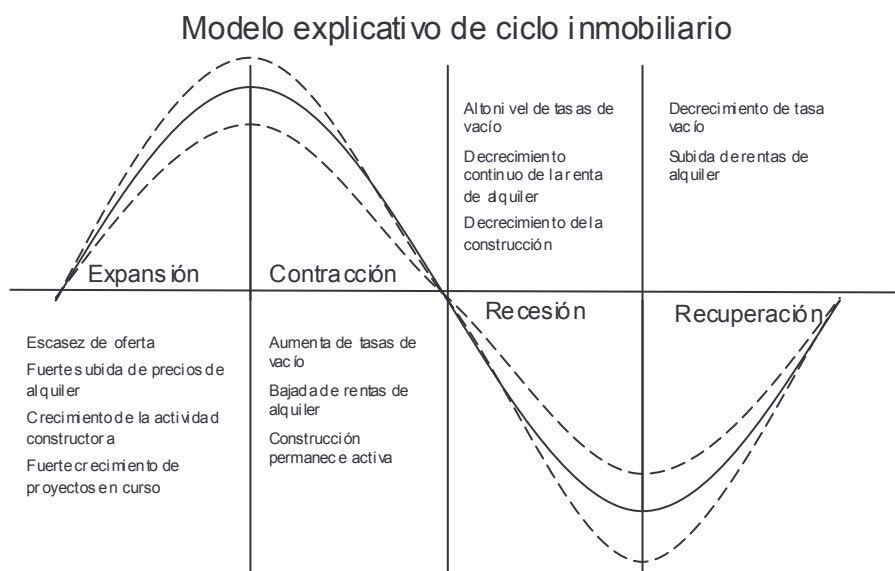
Fase de "recessió" per correcció i ajust del mercat

- El cicle econòmic segueix en fase clara de refredament i entra en la part més recessiva. El mercat de lloguer, especialment ade les oficines presenta sobreoferta i la construcció disminueix més.
- Es detecta, però, un mercat més favorable als llogueters, però els productes de més risc tenen moltes dificultats per trobar comprador..
- Les empreses promotores aplacen els projectes en cartera.
- Apareixen en el mercat nous productes a preus més atractiu
- Les insolvències fan reduir els crèdits bancaris
- En aquesta fase es poden trobar les millors ofertes de loguer i compra, perquè els preus estan en el nivell més baix

Fase de “recuperació” per estabilizació del mercat

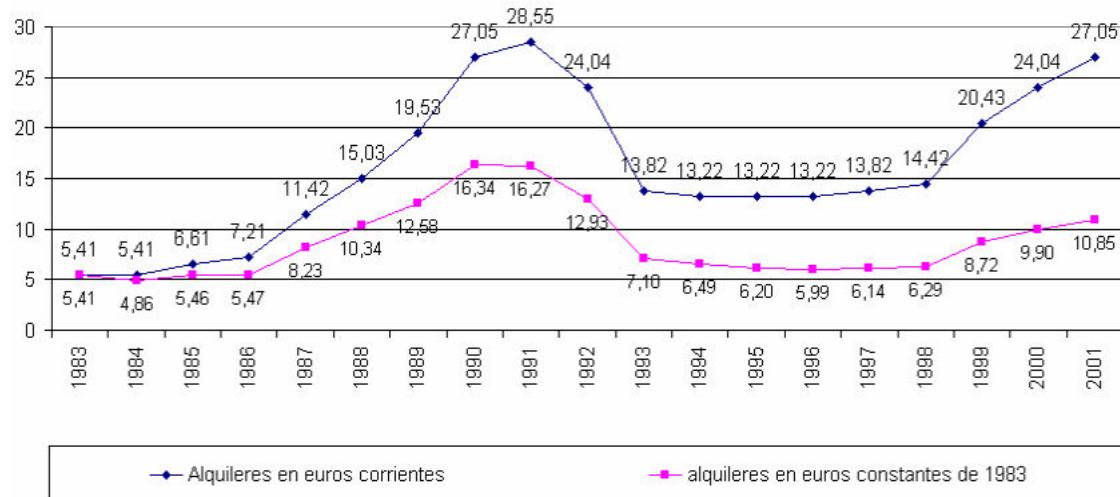
Aquest període comença a partir del punt més baix del nivell de lloguers, com a catalitzador del canvi imminent que succeirà en el mercat en una situació conjuntural s'enten que ha “tocat fons”, però que encara es produeixen algunes insolvències. Els fenòmens més característics d'aquesta fase són els següents:

- La situació conjuntural tendeix a millorar i es detecten símptomes estabilitzadors.
- Augmenta la demanda de superfície de lloguer.
- El mercat comença a absorbir els excessos d'oferta existents, encara que amb retard, i augmenten les taxes d'ocupació.
- Malgrat el canvi conjuntural es comencen a notar limitacions en l'oferta.
- Hi ha però dificultats per atreure fons aliens per les restriccions creditícies del sistema bancari de la fase anterior.



Font: Moneo, R. (2004) en versió original

El gràfic que il·lustra el model teòric presentat situa els preus del començament de l'expansió al mateix nivell de que al final de la recuperació. Aquest no ha sigut el cas a Espanya en el submercat de l'habitatge, però en canvi ho il·lustra gairebé fil per randa l'evolució dels preus de les oficines a Madrid i a Barcelona. El gràfic següent, referit a les oficines com a producte més sensible al cicle palesa la conclusió que els lloguers màxims de 1991 no es van recuperar fins el 2001. Des del 2002 hi ha baixada del preu de tots els productes d'oficines mab l'excepció dels localitzats a les anomenades “zones descentralitzades”, atès que partien també de preus molt baixos.



Lloguer d'Oficines en zones “prime”. 1983- 2001 (versió original)

Font: Richard Ellis

L'evolució real s'aparta del model teòric perquè els períodes de pujada i baixada poden no ser de la mateixa durada. Els cicles no tenen perquè repetir-se històricament. Els escenaris possibles dependrà en gran mesura de les condicions conjunturals i de les actuacions públiques anticíclics. Uns estat d'equilibri es podrien imaginar en aquell punt quan els nivells dels lloguers no indueixen a una sobreproducció, i en el mercat d'inversió quan s'estabilitzen les condicions del binomi rendabilitat-risc.

EL MERCAT INTERNACIONAL: SITUACIONS SEMBLANTS AMB DESFASAMENTS TEMPORALS

Al marge del cicle immobiliari de caràcter general existeixen una multitud de subcicles i submercats que es diferencien per l'ús i la localització. Una caiguda forta dels lloguers de les oficines, influït per una disminució del ritme de creixement del PIB, per exemple, no arrossega necessàriament al mercat de l'habitatge, més condicionants per la demanda estable de residència i per una política monetària i fiscal menys conjuntural.

- **Oscil·lacions del mercat: precisió de conceptes**

Com a corol·lari final d'aquest enfocament generalitzador cal no confondre una entrada en la fase baixa del cicle amb caigudes dràtiques del preu dels actius. Sempre és difícil predir adequadament els conceptes de expansió, fase elevada del cicle o “bombolla”. La inversió en immobles a nivell mundial representa una proporció altíssima en comparació amb la inversió en valors de renda fixa o variable. A Alemanya, per exemple, on les quocies de propietat són força

baixes, la inversió en actius immobiliaris s'estima en 8 bilions d'€ front a una xifra notablement inferior, 525 Miliards d'€, en renda variable. En d'altres països d'Europa la inversió en immobles s'estima en torn al 40% del total. Àdhuc a USA, on la cultura de la renda variable és la més alta del món, la relació en estimada de l'actiu immobiliari front al bursàtil és de 4 a 1.

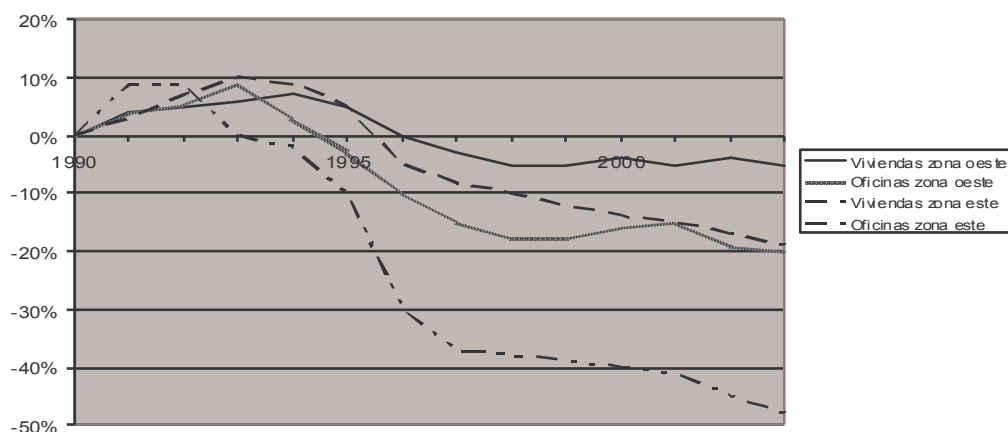
Un hipotètic desinflatament de la “bombolla immobiliària” afectaria no sols a la propietat dels immobles sino també al conjunt del sistema financer. The Economist ha insitit ja fa més d'un any en la sobrevaloració en més d'un 25% dels preus de l'habitatge a Espanya. En funció dels arguments anterior, les variacions en el consum estan més influïdes pels canvis en els preus immobiliaris que en els valors bursàtils.

L'efecte “pujada de preus dels immobles” ha tingut paradoxalment un efecte molt beneficiós en l'economia americana contrapesant l'accelerat refredament del PIB a finals del 2001. Per aquesta raó “The Economist” va publicar la portada en el número de 30 de Març de 2002 “The houses that saved the world”. Les baixades de la Borsa han sigut en part compensades pels augmentos dels valors immobiliaris.

Segurament a Espanya l'augment de preus ha limitat la compra de segones residències que el decenni passat han crescut més que la producció d'habitatges permanents.

En moments d'incertesa econòmica, quan la demanda s'estabilitza o es redueix, és normal que els preus tinguin alguna correcció a la baixa. Des d'una perspectiva històrica la caiguda de preus ha tingut un fort component local. Bombolles amb forta caiguda de preus fins el 50% s'han produït a Alemanya de l'est després de la reunificació, per exemple. La gràfica següent palesa la importància quantitativa d'aquella caiguda.

Incremento de la valoración del precio de los inmuebles Alemania: Este/ Oeste



Fuente: Der Spiegel, JLL

Font: Moneo, R., op.cit. amb referències de Der Spiegel i Jones Lang Lasalle, Febrero 2004

- **La inversió futura: adivinar el cicle a escala internacional**

Un dels objectius bàsics de la inversió internacional es la capacitat per detectar nous mercats, per tal d'optimitzar les carteres dels inversors institucionals i privats. Els mercats occidentals són cada vegada més madurs i amb menors possibilitats de revalorització. Els guanyadors del procés són aquells que arriben abans a un mercat canviant, i la situació d'Espanya amb les ofidines el 1986-1991 en van ser un bon exemple, perquè les rendibilitats eren molt superiors que en el mercat internacional. Amb recursos disponibles per inversió i amb expectatives de rendibilitat per sota de les del mercat espanyol es podien pagar preus més alts que els de cada moment. El límit en aquest cas va ser el canvi de conjuntura econòmica del 1991-92.

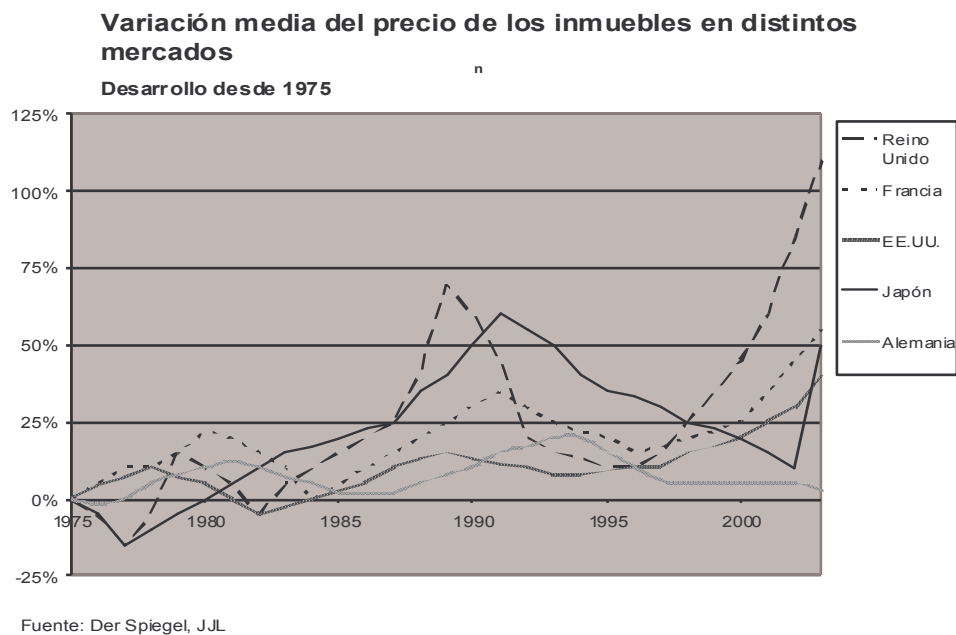
En aquest sentit la consultora Jones Lang Lasalle elabora un ranking de ciutats (E-REGI) europees per tal d'identificar les més atractives per a la inversió i que presenten un nivell de creixement més alt. Els paràmetres de l'avaluació són les variables de creixement (60%), variables de benestar (20%), i finalment un indicador compost d'entorn econòmic de cadascuna (20%), que condicionen la demanda futura.

Les carteres dels grans inversors internacionals es faran cada vegada més internacionals perquè les possibilitats d'invertir a mercats als emergents de l'Europa de l'Est, països asiàtics i àdhuc Amèrica Llatina (els hotels de Cuba en podrien ser també un exemple) s'incrementaran significativament, i contribuiran a compensar les condicions progressivament més convergents dels mercats occidentals.

A nivell global, però, és difícil que la caiguda de preus es produeixi en si no hi ha una caiguda important en el nivell d'activitat econòmica, i aquesta situació, avui no es previsible a l'economia mundial

- **Mercats més internacionalitzats**

Mentre que una caiguda generalitzada a la Borsa arrossega totes les subordinades, en el sector immobiliari s'observa una diferent temporalitat del cicle per la influència dels factors locals. Per una part l'efecte global tendeix que les economies dels diferents països funcionin d'una manera més armonitzada. Però per l'altre, hi ha condicionants locals i regionals de demanda o d'inversió. És molt difícil preveure l'evolució generalitzada del cicle i extrapolar d'unes situacions a d'altres, i de fet cal preveure evolucions diferents per països. El desenvolupament del Japó i Alemanya és diferent del de USA, Espanya, UK o Holanda on es troben creixements anuals que van del 8 al 15%.



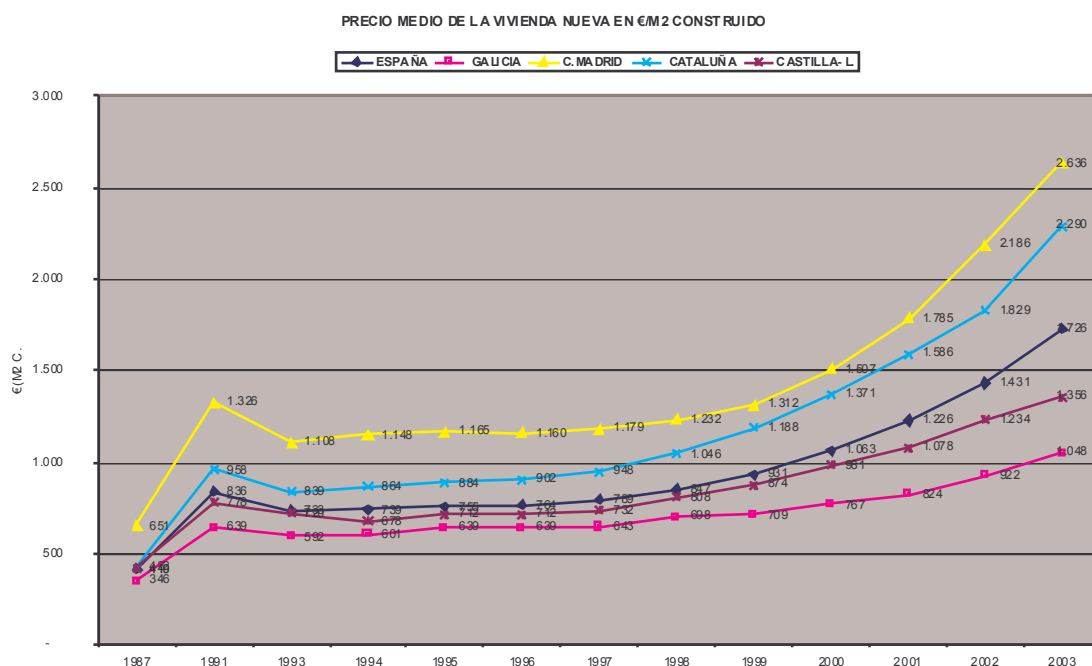
Fuente: Der Spiegel, Jones Lang Lasalle, Febrero 2004

ELS CICLES IMMOBILIARIS A ESPANYA I CATALUNYA 1986-2004: SÍNTESI DE CARACTERÍSTIQUES I LES SENYALS ACTUALS D'ALERTA⁴

Per il·lustrar els cicles immobiliaris a Espanya i Catalunya des de 1986 es presenten les conclusions d'un estudi recent referit a l'àmbit de la província de Barcelona. Té l'avantatge de localitzar prop del 75% de la població resident i dels llocs de treball de Catalunya però té l'inconvenient que no exdoui una part important del mercat de segona residència a la costa a o la muntanya.

L'evolució dels preus reals a Espanya que il·lustra el gràfic adjunt referit a quatre Comunitats Autònomes i al conjunt estatal posa de relleu el cides de 1986-1991, a alça, el de 1992-1996, a la baixa, amb una caiguda total de propo del 20% en termes reals, la del 1997-2004 de creixement espectacular, acompanyat per una producció també espectacular de nous habitatges. Els components locals i regionals queden també reflectits per la diferència entre Madrid i Galicia de 1 1 2,6 que s'amplifica en moments d'expansió.

⁴ Seguéis bàsicament la síntesi i conclusions del treball recent de Roca, Clusa i Mur (2004)



Font: ministeri de Foment i elaboració pròpia

I. La importància econòmica del mercat immobiliari supera amb escreix a la indústria de la construcció i les transaccions anuals són equivalents al 6% del parc

El mercat immobiliari mou unes 176.000 transaccions anuals d'habitatge a tot Catalunya, segons les estadístiques de taxacions immobiliàries del Ministeri de Foment, que podrien representar 14,1 milions de m2 construïts a l'any amb un valor aproximat de 23.124 M€ (3,9 BPTA) al preu mitjà del mercat de 1640 € per m2 construït i amb només un 31% d'habitatge nou. El sector de serveis immobiliaris i altres serveis empresarials representaria l'equivalent al 15% del VAB de Catalunya, molt per sobre del 7,5 % de la indústria de la construcció.

A la Regió Metropolitana de Barcelona, les transaccions immobiliàries poden representar un moviment anual del 6% de tot el parc immobiliari, amb diferències importants segons es tracti del municipi de Barcelona, amb possibilitats físiques limitades per a la nova construcció o en els límits metropolitans que ha concentrat una proporció alta dels nous projectes, en un dels anys de màxima activitat immobiliària recent

Nº DECOMPRA - VENDES 2003 /1 r. Trimestre					Nº DECOMPRA - VENDES 2003 /ANY 2003 (estimació)				
	NOUS	2º MA	TOTAL	%	NOUS	2º MA	TOTAL	Habitatges 2001	%Trans. Any/Parc
Barcelona	848	5.514	6.362	24%	3.392	22.056	25.448	751.398	3%
Resta Continú	729	3.448	4.177	15%	2.916	13.792	16.708	471.665	4%
1ª Corona	1.245	3.092	4.337	16%	4.980	12.368	17.348	403.641	4%
2ª Corona	2.880	5.895	8.775	33%	11.520	23.580	35.100	170.561	21%
3ª Corona	1.290	2.052	3.342	12%	5.160	8.208	13.368		
Regió Metropolitana	6.992	20.001	26.993	100%	27.968	80.004	107.972	1.904.792	6%

Font: Ministeri de Foment, Cens d'Habitatges del 2001 i elaboració pròpia

II. El mercat immobiliari ha superat l'escala municipal i ha tingut "canvis d'escala" tant en la dimensió metropolitana, que tendeix a la demarcació de Barcelona, com en la dels 40 sistemes urbans que l'estructuren territorialment.

L'àmbit de la demarcació de Barcelona és l'àrea metropolitana a la qual tendeix la dinàmica de l'actual regió metropolitana o "ciutat real" de Barcelona i per tant és l'àmbit rellevant per l'estudi del mercat immobiliari.

"Ciutat real" vol dir un únic mercat de treball i d'habitatge, i per tant un únic mercat immobiliari. En aquest mercat de treball i d'habitatge, les empreses prenen les decisions de localització en relació al mercat de treball de tota la província, i que les famílies canvien de lloc de treball sense canviar de residència, i de residència sense canviar de lloc de treball, necessàriament.

Dins d'aquest àmbit metropolità, els **"Sistemes Urbans"** (uns 40 a la demarcació de Barcelona) són els vertaders "sub-mercats" de l'habitatge, no els municipis, al qual s'hi haurien de referir les estadístiques de preus mitjans, perquè reflecteixen tant els preus dels "centres" com els de les "ofertes suburbanes". La distància mitjana entre la residència i el treball es situa prop dels 6 Km (5 el 1996 i 4 Km, el 1991).

La mobilitat residència- treball és el principal indicador del **canvi d'escala de la ciutat (ja no és "municipal sinó "metropolitana")**: el 40%, aproximadament, de les persones treballen en un municipi diferent del de residència (mobilitat inter-municipal). Tot i que aquest indicador creix 1 punt percentual per any, el 60% de les persones treballen en el propi municipi (puja a més del 50% fins a uns 20 Km de Barcelona i als municipis petits)

La ciutat i els viatges al treball presenten, dos nivells que reparteixen el 40-50% de la mobilitat: el "sistema urbà" (conjunt de municipis pròxims) i el "sistema metropolità" (amb distàncies mitjanes que poden superar els 10 Km). Aquest repartiment es produeix també al conjunt de **Catalunya, que s'estructura bàsicament en 6 sistemes metropolitans** de més de 100.000 residents: Barcelona, Tarragona-Reus (l'entorn dels 400.000 habitants), Girona, Lleida, Manresa i Vic, que acullen el 91% de la població total. Tot i així la mobilitat a nivell municipal continua situant-se a l'entorn del 50% del total (Clusa i Roca 2002)

La clau per a que **no s'hagin produït greus desajustos en un context de creixement de la demanda** com l'experimentat en el darrer decenni ha estat, sense cap mena de dubte, **el canvi d'escala dels mercats residencial i de treball**: la varietat de preus dins de la demarcació de Barcelona és l'efecte dels processos de descentalització de l'habitatge i de les empreses.

L'estructura territorial bàsica en els anys seixanta, setanta i ben entrats en els vuitanta eren els sistemes locals o comarcals, perquè la mobilitat per treball o per residència era d'abast més limitat.

- L'increment de la renda,
- l'augment de la motorització privada,
- les noves infraestructures,
- la reestructuració i terciarització de l'activitat econòmica,
- la internalització i globalització econòmica,
- la reducció de dimensió familiar,
- la incorporació massiva de la dona al treball,

- la demanda d'habitatge suburbà i
- el creixement de l'ocupació,

estan produint una **ciutat més extensa** (Mur y Clusa, 2004, Clusa i Roca, 2002, op.cit. i CPSV 2004) i amb mobilitats de més abast, i han fet canviar l'escala de la ciutat, entesa com el territori on es produeixen la major part de les *relacions socials i econòmiques de "base diària"*, associades al fet de residir, treballar, comprar, estudiar, lleure o contactes personals.

III. L'oferta ha satisfet la demanda creixent de millora- inversió i de primer accés en el decenni passat, en el marc del sistema metropolità i dels sistemes urbans, amb produccions record des de 1997

El parc d'habitatges s'ha incrementat en un 20% a la demarcació de Barcelona (377.000 habitatges) en 10 anys i la producció decennal ha assolit els 7,6 habitatges per 1000 habitants i any a la demarcació de Barcelona i els 9 habitatges per 1000 habitants i any al conjunt de Catalunya. Les corones metropolitanes han localitzat gran part de la nova construcció amb creixements del 31 al 34% del parc d'habitatges de 1991, amb extensió territorial de les ciutats més grans. Les xifres de producció del decenni anterior 1981-1991 s'han vist multiplicades per 2,5 a 2,8 vegades segons les localitzacions.

La demanda s'explica per l'augment de llars i no per l'augment de població. A Catalunya, entre 1981 i 2001, les llars augmentaren un 32,83% mentre que la població ho va fer en només un 6,80%.

L'arribada a l'edat de formació de nuclis familiars dels nascuts durant el "baby boom", juntament amb la proliferació de les llars unipersonals resultants de l'increment de l'esperança de vida i del nombre de divorcis, ha representat aquest espectacular increment de la demanda residencial malgrat el baix creixement de la població. Amb tot, i vist per a la totalitat del període, l'oferta residencial ha superat de forma significativa a la demanda d'habitatge principal.

El parc residencial s'incrementà en 836.207 nous habitatges, mentre que les llars augmentaren en 576.556 unitats, el que significa que es construïren "de més" 45,04 habitatges per a cada cent noves llars. Han "sobrat" 259.651 habitatges respecte a la demanda d'habitatge principal, stock que ha anat a parar a segona residència o al parc vacant.

El parc d'habitatges no principals (segona residència i inversió) ha crescut més que el parc d'habitatge principal (residència permanent): 24% front al 15% durant el decenni 1991- 2001, segons el Cens d'Habitatges.

No sembla haver-se produït, per tant, un significatiu desajust entre l'oferta i la demanda residencial al si de la Demarcació de Barcelona. Com a conseqüència s'ha produït un tipus de creixement que, a grans trets, pot considerar-se com "sostenible". Un creixement destinat, prioritàriament, al segment del consum de primera necessitat, malgrat que en algunes àrees s'hagi generat un stock d'habitatge d'inversió, potser excessiu.

IV. Els preus han assolit cotes qualificades d'insostenibles i de bombolla immobiliària, en un mercat metropolità que ofereix també preus i productes molt diferenciats que han facilitat l'ajust dels diferents segments de la demanda

En el sub-mercat de l'habitatge, la demarcació de Barcelona tenia, a mitjans de 2003, un preu mitjà de nova planta de 1.840 €/m² sostre (306.000 PTA/m² i molt semblant al mitjà de l'habitatge de segona mà), i que és un 35,6% més elevat que el conjunt de les altres demarcacions del Principat (1.357 €/m²).

Aquesta diferència de preus encara era més accentuada en el mercat de segona ocupació, ja que el preu mitjà de Barcelona, 1.827 €/m², es un 60,3% més elevat que la resta de Catalunya. Es tracta d'una oferta molt allunyada dels preus a Barcelona- municipi que han assolit els 3.125 €/m² (520.000 PTA/m²) de l'habitatge nou, i que dona alternatives de compra, condicionant la localització.

Els preus de l'habitatge a Catalunya van créixer un 126,4% en valors nominals, entre 1996 i 2003, per sobre del 107,8% a Espanya. Els preus de l'habitatge nou a Catalunya van créixer, en valors constants, un 68%, entre 1987 i 1991 i un 72% entre 1997 i finals del 2002, en les dues fases alcistes, i es van reduir un 14% entre 1992 i 1997, també descomptant la inflació. *L'habitatge ha crescut, doncs, en els últims 15 anys a un ritme mitjà del 6,4% anual, per sobre de la inflació, i 2,1 vegades per sobre del ritme de creixement del PIB espanyol, en termes reals.*

La *varietat dels preus de l'habitatge segons localitzacions* (un 59,9% els preus mitjans de Barcelona-municipi a més de 20 Km de distància i un 40% a la resta de Catalunya) i entre els nous i els de segona mà (diferències del 10-20%) dins del mercat metropolità, expliquen també els diferents esforços econòmics possibles dels compradors en relació a la renda. I aquestes diferències també es presenten entre àrees metropolitanes, essent els principal condicionants els nivell relatius de PIB i del seu ritme de creixement; així el preu mitjà Madrid es situaria, avui, un 28% per sobre del de Barcelona, en àmbits metropolitans comparables.

Pel conjunt de Catalunya, l'esforç mitjà va ser de 8 salaris a finals del 2003, front a 7 al conjunt de l'Estat. Amb un esforç mitjà del 60,2% del salari (49% a Espanya). Barcelona Economia presenta uns resultats lleugerament per sota, atès la superior renda mitjana de la ciutat.

Aquesta conclusió explicaria que **la demanda s'hagi mantingut fins avui**, pel fenomen del "filtering" pel qual els nous habitatges són adquirits principalment pels canvis de "millora", sempre que trobin demanda per l'habitatge que deixen lliure, i que està més a l'abast del segment de "primer accés". Però al mateix temps també posaria de relleu que es produeix una **exclusió creixent d'un segment important del mercat, que podria situar-se entre el 30 i el 40%**, perquè els demandants de primer accés estan per sota la renda mitjana, i que augmenta en la mesura que continua la inflació immobiliària.

La política d'habitatge del sector públic ha de poder fer solvent aquesta demanda exdosa, que socialment no és admissible, i millorar les infraestructures que demanda l'extensió territorial del mercat de l'habitatge. Dels plans d'urbanisme en desenvolupament a la Regió Metropolitana de Barcelona podria sortir una oferta d'habitatge protegit a l'entorn de les 15.000 unitats amb preus taxats inferiors als 108.000€ (18 MPTA)

Les principals causes que expliquen l'increment de preus són les següents:

- Creixement de la renda i de l'ocupació (prop de 400.000 llocs de treball en el decenni 1991-2001 a la demarcació de Barcelona segons la Seguretat Social- 345.000 en el règim general-, equivalent a un creixement del 24% respecte de 1991.

- Reducció dels tipus d'interès
- Augment de la demanda per creixement del nombre de llars
- Les preferències per la suburbanització i l'habitatge unifamiliar
- Nivell de preus assequibles de l'habitatge fins el 1997-98
- Baixada de la rendibilitat de la Borsa des de l'any 1999- 2000

S'ha elaborat un **model explicatiu** dels nivells de preus per municipis. L'accessibilitat (**distància al centre metropolità**), la **qualitat ambiental i urbana** i la **renda dels residents** (jeraquització social de l'espai) expliquen de forma molt completa la formació dels preus dins de l'àmbit de la demarcació de Barcelona. El grau d'explicació del model ajustat és del 82%.

Els resultats posen també de relleu que les polítiques públiques sobre l'accessibilitat i l'ús del sòl influencien els preus de l'habitatge i justificarien la *participació de la comunitat en les plusvàlues generades per les inversions del sector públic*.

V. El centre metropolità s'ha revaloritzat en preus immobiliaris, atractius d'inversió residencial i amb especialització creixent en activitats direccionals

Els preus immobiliaris reflecteixen l'atractiu de localització per part de la demanda. Barcelona s'ha revaloritzat més que la resta del territori en els preus immobiliaris que reflecteixen la seva importància econòmica creixent. El parc immobiliari de la capital va créixer un 13% en el decenni.

VI. Conclusió: Un mercat immobiliari d'oferta diversificada i de qualitat, amb cicles pronunciats des de 1975 i riscos de canvi

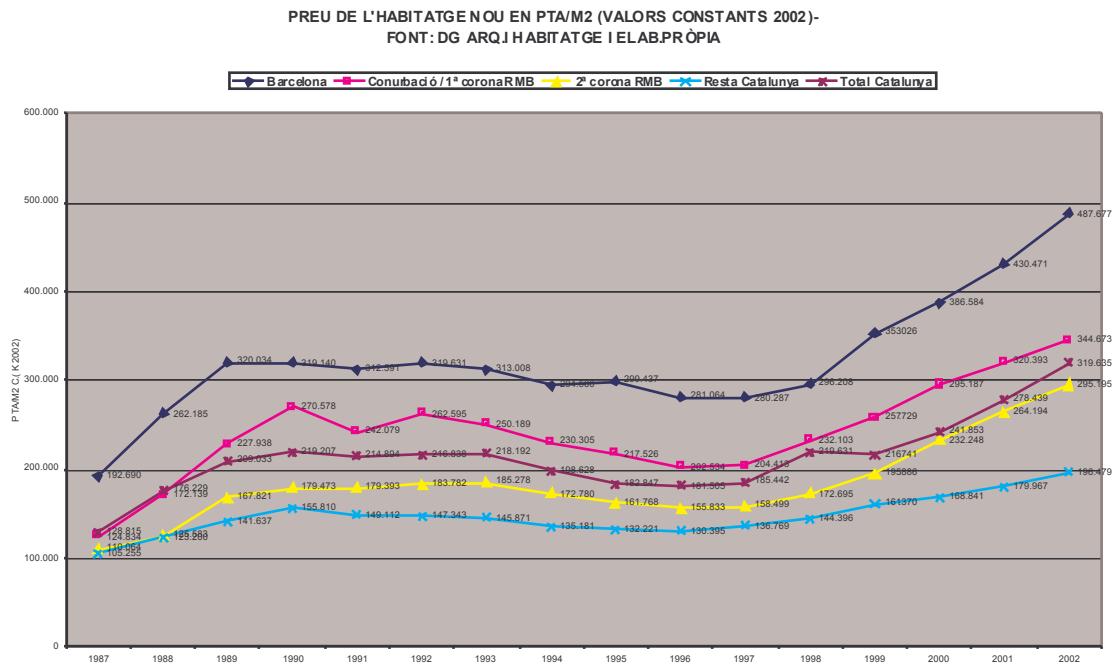
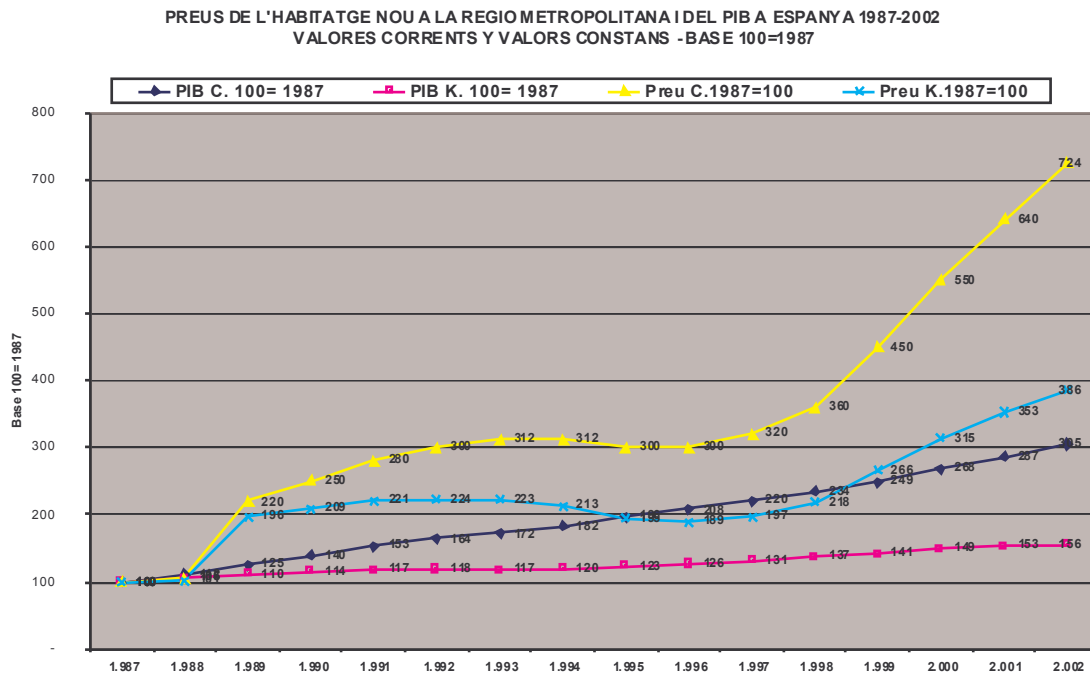
El mercat immobiliari de la demarcació de Barcelona presenta una **oferta diversificada, per a tots els usos** (residencials en bloc i en unifamiliars, industrials en polígon i parcs empresarials i logístics, oficines en edificis exclusius...), en **quantitat, qualitat i preus per competir** amb les regions europees més avançades.

Alguns polígons industrials tenen deficiències urbanístiques i dèficits d'accés amb transport públic i la mobilitat en transport públic és massa reduïda i no arriba al 20%. Els preus del sòl industrial són comparativament alts en relació a Europa i **els preus de les oficines són més baixos** que les regions centreuropees i Madrid.

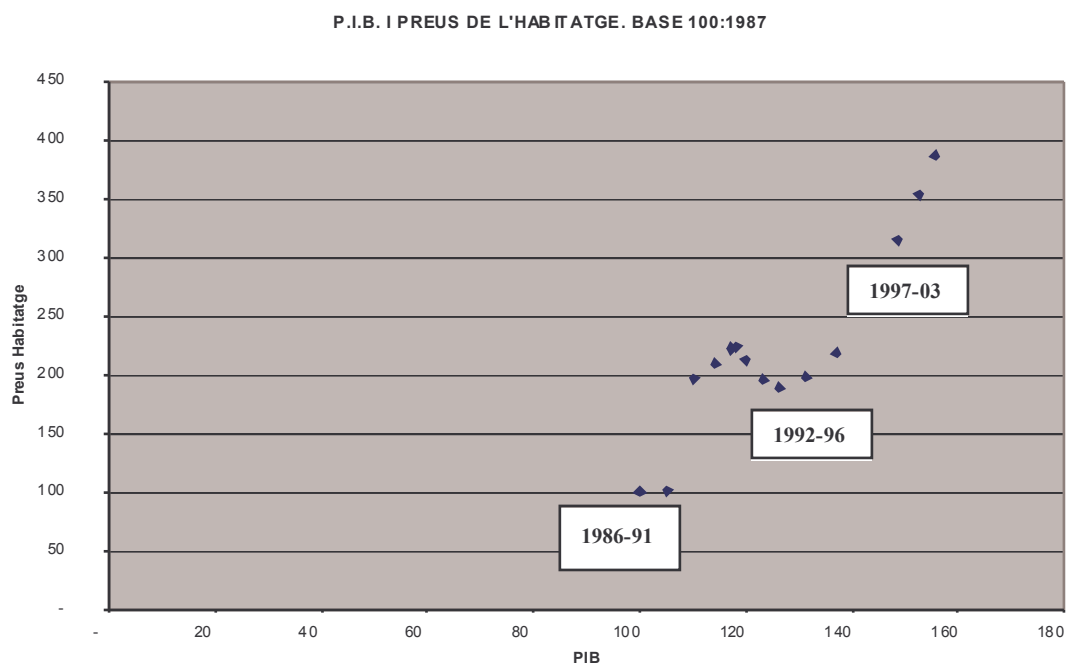
Els lloguers d'oficines són els únics indicadors que es disposa per preveure un canvi de cicle, en el sentit que la revista "The Economist" ho anunciava el passat mes d'Abril i que estimava una sobrevaloració del mercat espanyol per sobre del 25%.

La informació dels operadors immobiliaris indiquen reduccions superiors al 10% en els dels lloguers de les oficines en els tres trimestres de l'any en relació a finals del 2002. **Les oficines són el producte immobiliari més sensible al cicle econòmic**. Seguint l'experiència de 1990-92, el canvi de cicle podria significar un estancament dels preus nominals de l'habitatge i una reducció de la demanda a curt termini.

Figura n.: Preu de l'habitatge Nou en pta/m2 .



L'evolució del cicle del gràfic adjunt, en base als valors presentats en el gràfic anterior posa de relleu que els preus immobiliaris creixen més que el PIB en les fase expansives i que es situen per sota el creixment del PIB en les fases recessives. El recòrd del 1992 hi és present en qualsevol cas.



Bibliografia:

- STIGLITZ (2001), Symposium on Bubbles, *Journal of economics perspectives*,
Deep, D. (2002), *Immobilienmarkt und Wirtschaftswachstum. Berlín*.
SCHULTE, (2000), *Immobilienökonomie*, Band 1,
SCHULTE, (1998), "*Corporate Real Estate Management*", Handbuch,
"DER SPIEGEL", "*Party vor dem Ende*", 2002.
ATIS REAL INVESTMENT (2002), "*Market Report Germany*". Berlín,
WWW.UPC.ES/ CPSV (2004). Delimitacions d'àrees metropolitanes espanyoles i de Sistemes
urbans de Catalunya (2001)
CLUSA, J. I ROCA, J. (1999): "Evolució de l'estructura urbana de Catalunya 1991-1996.
Impacte dels canvis experimentats en la distribució de la població, l'ocupació i la mobilitat per
treball en el sistema català de ciutats", *Nota d'Economia*, n. 64, maig-agost 1999.
MUR, S. I CLUSA, J. (2004), "Previsiones de mercados de trabajo en el caso de Valencia:
javier de Burgos re-descubierto". *Ciudad y Territorio. Estudios Territoriales*, XXXVI (141-142),
páags. 383- 410.
DEUTSCHE IMMOBILIEN DATENBANK (2000) "*Modelo Bulwien AG del mercado de oficinas*"
(Pronóstico de cinco ciudades en Alemania).
JONES LANG LASALLE (2003), *World Winning Cities* (mimeo)
JONES LANG LASALLE (2004), *Informe de mercado REGI* (mimeo)
MONÉS, M.A. I CARRERA, J.M.(2003), "*La Regió metropolitana de Barcelona els propers
vint anys*". Publicacions del Gabinet Tècnic de Programació. Ajuntament de Barcelona.
O.E.C.D. (2000), "*World Economic Outlook, Asset prices and the business cycle*". OECD. Paris.
THE ECONOMIST (2003). "Property Prices. Shaky Foundations". November 29th, pàg. 83.
THE ECONOMIST (2002), "The houses that saved the world". March the 30th
THE ECONOMIST (2002), "Close to bursing", Maig.