

UNIVERSIDAD CATÓLICA SEDES SAPIENTIAE
Facultad de Ciencias Económicas y Comerciales
Carrera Profesional de Economía

**EL ORIGEN Y CONSECUENCIAS DE LA
BURBUJA INMOBILIARIA EN EL PERÚ-
2015**

FERNANDO PEDRO MILLA CARRASCO

JUNIO 2016

El presente trabajo de investigación se lo dedico a mi maestra quien, con su esfuerzo y paciencia, me enseñó el camino del profesional, y a madurar como ser humano.

Tabla de contenido

INTRODUCCIÓN	8
CAPITULO 1: MARCO GENERAL	11
1.1 El Problema.....	11
1.2 Planteamiento del Problema.....	13
1.2.1 Preguntas.....	13
1.2.2 Objetivos	14
1.2.3 Justificación.....	14
1.3 Alcances y Delimitación	14
1.4 Marco Teórico.....	15
1.4.1 Antecedentes bibliográficos.....	15
1.4.2 Teorías relacionadas con el tema	19
1.4.3 Sistema de Hipótesis	21
1.4.4 Sistema de Variables.....	21
1.4.5 Base Legal	22
1.4.6 Definición de términos básicos	22
1.5 Marco Metodológico	23
1.5.1 Tipo de Investigación.....	23
1.5.2 Diseño de la investigación.....	23
1.5.3 Población y Muestra	23
1.5.4 Técnica e instrumentos de recolección de datos.....	23
CAPÍTULO 2: LA ESPECULACIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO	24
2.1. La Especulación	24
2.2. Mercado Inmobiliario	27
2.3. Crisis en el Mercado Inmobiliario	28
Crisis Inmobiliaria de Japón.....	28
Crisis Inmobiliaria de España	30
Crisis Inmobiliaria de Estados Unidos.....	34
2.4. Situación del Mercado Inmobiliario en el Perú.....	43
CAPÍTULO 3:.....	73
EL SOBREENDEUDAMIENTO.....	73
CAPÍTULO 4: EL MERCADO INMOBILIARIO CASO LIMA METROPOLITANA METODOLOGÍA Y DATOS	82
CAPÍTULO 5: ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO EN LIMA METROPOLITANA	86
CONCLUSIONES.....	102
RECOMENDACIONES.....	105

BIBLIOGRAFÍA.....	106
Anexos.....	116

Índice de tablas

Tabla 1. Japón: Índice de Producción y tasa de crecimiento, 1953-1971.....	29
Tabla 2. PARQUE INMOBILIARIO DE ESPAÑA, 1950-2009.....	33
Tabla 3. INSTRUMENTOS DE DERIVADOS.....	37
TABLA 4. TIPOS DE DERIVADOS.....	38
Tabla 5. LAS VARIABLES Y SU GRADO DE IMPORTANCIA SEGÚN AGENTES.....	44
Tabla 6. VARIABLES QUE AFECTAN A LOS AGENTES.....	46
Tabla 7. PERÚ: DEMANDA INSATISFECHA, 2015.....	51
Tabla 8. EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EDIFICADORA, 2001 – 2007.....	57
Tabla 9. LIMA METROPOLITANA Y EL CALLAO: ACTIVIDAD EDIFICADORA, 2011 – 2013.....	58
Tabla 10. DISTRIBUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EDIFICADORA SEGÚN DESTINOS, 2011 – 2013.....	58
Tabla 11. OFERTA DE VIVIENDA, 2013.....	59
Tabla 12. CARACTERÍSTICAS DE PRODUCTOS FINANCIEROS PARA VIVIENDA.....	64
Tabla 13. DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO, 1993 - 2003 (porcentajes).....	65
TABLA 14. COLOCACIONES Brutas del Sistema Financiero, 1993 - 2003 (porcentajes).....	65
Tabla 15. CRÉDITO MIVIVIENDA: NÚMERO DE CRÉDITOS E INVERSIÓN EN NUEVOS SOLES, 2008 - 2014.....	71
Tabla 16. PRODUCTOS DE MIVIVIENDA.....	71
Tabla 17. TASA DE INTERÉS PROMEDIO ACTIVAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS POR LOS PERIODOS MENSUALES, 2014 – 2015.....	76
Tabla 18: PROMEDIOS TOTALES DEL PRECIO PARA VENTA Y ALQUILER DE DEPARTAMENTOS EN MIRAFLORES Y LOS OLIVOS.....	86
Tabla 19: PROMEDIOS DE PRECIO POR METRO CUADRADO DE DEPARTAMENTOS EN MIRAFLORES Y LOS OLIVOS, Y SUS RATIOS PRECIO SOBRE ALQUILER.....	87
Tabla 20: PROMEDIOS TOTALES DE CARACTERÍSTICAS Y DEL PRECIO PARA VENTA Y ALQUILER DE DEPARTAMENTOS EN MIRAFLORES Y LOS OLIVOS USANDO VARIABLES DE SEGMENTACIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO.....	88

Índice de gráficos

Gráfico 1. EL ÍNDICE NIKKEY, 1986 - 2000.....	30
Gráfico 2. NÚMERO DE CONTRATOS INDEFINIDOS Y TEMPORALES, 1991 – 2003.....	31
Gráfico 3. INTERÉS HIPOTECARIO DE ESPAÑA Y LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA, 1997 - 2003. 31	
Gráfico 4. NÚMERO DE VIVIENDAS INICIADAS Y TERMINADAS, 1991 – 2008.....	32
Gráfico 5. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE VIVIENDA EN TÉRMINOS REALES, 2001 - 2013.	33
Gráfico 6. VARIACIÓN DEL LAS TASAS DE PIB Y PARO EN ESPAÑA, 2001 – 2008.	34
Gráfico 7. RENTA NACIONAL Y TASA DE DESEMPLEO EN ESPAÑA, 1997 - 2012.....	34
Gráfico 8. ÍNDICE NASDAQ, 1994 – 2004.....	37
Gráfico 9. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS, 2006 – 2010.	39
Gráfico 10. COMPORTAMIENTO DEL INDICADOR DE INVERSIÓN Y VALORIZACIÓN DE VIVIENDAS, 2003 – 2007.....	40
Gráfico 11. DEUDA DOMÉSTICA HIPOTECARIA, 2000 - 2010 (en miles de millones de USD\$).	40
Gráfico 12. COMPORTAMIENTO DEL PBI REAL, 2006 – 2010.	41
Gráfico 13. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y GANANCIAS DE LAS COORPORACIONES DESPUÉS DE IMPUESTOS EN ESTADOS UNIDOS, 2006 – 2013.	42
Gráfico 14. AHORRO PRIVADO EN ESTADOS UNIDOS (EN MILLONES DE USD \$), 2006 – 2010.	42
Gráfico 15. PERÚ: EVOLUCIÓN DEL PRECIO EN NUEVOS SOLES POR M2, 2007 – 2014.....	48
Gráfico 16. PERÚ: EVOLUCIÓN DEL PRECIO EN DÓLARES US\$ POR M2, 2007 – 2014.	48
Gráfico 17. PERÚ: RATIO PER: PRECIO DE VENTA/ALQUILER ANUAL, 2011 – 2014.....	49
Gráfico 18. COMPORTAMIENTO DE LA BURBUJA CON LAS VARIALES PRECIO Y TIEMPO.....	50
Gráfico 19. PRECIOS DE VIVIENDA EN PERÚ, ESPAÑA Y ESTADOS UNIDOS, 1995 – 2013.....	50
Gráfico 20. DISTRIBUCIÓN DE LA OFERTA INMOBILIARIA SEGÚN NSE, 2012.....	52
Gráfico 21. PERÚ: ACTIVIDAD EDIFICADORA NUEVA (M2), 1997 – 2014.....	53
Gráfico 22. PERÚ: UNIDADES DE VIVIENDA EN OFERTA, 1996 – 2014.....	53
Gráfico 23. PERÚ: PBI CONSTRUCCIÓN Y CONSUMO INTERNO DE CEMENTO, 2013 – 2014.....	55
Gráfico 24. EVOLUCIÓN DE LOS DESPACHOS Y VENTAS TOTALES, 2000 – 2004.	55
Gráfico 25. TASA DE INTERÉS PARA CRÉDITOS HIPOTECARIOS, 2003 - 2007 (promedio de las empresas bancarias).	65
Gráfico 26. NÚMERO DE ENTIDADES POR TIPO, 2006 – 2013.....	66
Gráfico 27. PARTICIPACIÓN SECTOR FINANCIERO, 2006 – 2013.....	67
Gráfico 28. LA EVOLUCIÓN DE LOS CRÉDITOS POR TIPO EN EL SISTEMA FINANCIERO, 2012 - 2014 (en millones de nuevos soles).	67
Gráfico 29. CRÉDITOS HIPOTECARIOS, 2008 - 2014 (en millones de nuevos soles).	68
Gráfico 30. MOROSIDAD DE CRÉDITOS DE CONSUMO E HIPOTECARIOS, 2008 – 2014.	68
Gráfico 31:.....	69
Gráfico 32:.....	70
Gráfico 33. Participación del Fondo Mi Vivienda en el mercado hipotecario para vivienda, 2012 - 2013 (en números).	70
Gráfico 34. MOROSIDAD POR ENTIDAD FINANCIERA, 2011 – 2014 (COMO % TOTAL DE CRÉDITOS)	77
Gráfico 35. RENTABILIDAD VS. MOROSIDAD, MARZO DE 2014.....	77
Gráfico 36. RATIO DE MOROSIDAD EN LOS CRÉDITOS MYPE, 2010 – 2013.....	78
Gráfico 37. PARTICIPACIÓN DE LOS CRÉDITOS MYPE POR TIPO DE ENTIDAD FINANCIERA, 2013.	78
Gráfico 38. SALDOS ADEUDADOS SEGÚN TIPO DE CRÉDITO PARTICIPACIÓN %, 2008 y 2013.	79
Gráfico 39. CRÉDITO HIPOTECARIO PARA VIVIENDA % DEL PBI SEGÚN PAÍS (2013).....	79

Gráfico 40. MOROSIDAD HIPOTECARIA EN LATINO AMÉRICA (2014)	80
Gráfico 41. MOROSIDAD EN EL SISTEMA FINANCIERO VS HIPOTECARIO (2008 – 2013)	80
Gráfico 42. NÚMERO DE COLOCACIONES HIPOTECARIAS (2009 – 2013)	81
Gráfico 43. CARTERA HIPOTECARIA DE BALANZA (MILLONES DE S/.), 2001 – 2015.	91
Gráfico 44. NÚMERO DE DEUDORES HIPOTECARIOS, 2001 – 2015.	92
Gráfico 45. MOROSIDAD CON CIFRAS DE BALANCE, 2001 – 2015.	93
GRÁFICO 46: REPRESENTACIÓN DEL VALOR DE PRECIO DADO POR LOS FACTORES CUANTITATIVO Y CUALITATIVO EN EL TIEMPO.....	94

INTRODUCCIÓN

En la presente tesis titulada « **EL ORIGEN Y CONSECUENCIAS DE LA BURBUJA INMOBILIARIA EN EL PERÚ 2015**», busca estudiar y analizar la evolución del sector inmobiliario en el país, a fin de determinar si hay evidencia del desarrollo de una burbuja especulativa inmobiliaria, y determinar su grado de peligro por medio de la irracionalidad que genera al mercado.

Para el presente estudio, se ha conceptualizado a la burbuja especulativa en base al dado por el nobel en economía Shiller. Por lo que la burbuja contempla a todo el valor del precio de vivienda producto de la especulación, así esta sea mínima. Otros conceptos, también presentes en la tesis, hacen entender a la burbuja especulativa, en general, como el inicio de un comportamiento alejado de los fundamentos de su mercado; lo que quiere decir que una burbuja, por más grande que esté, mientras no rompa al precio con sus fundamentos entonces aún no es burbuja. Para el trabajo de investigación desarrollado, el peligro de burbuja está en cualquier valor comercial, y el riesgo está definido por la irracionalidad que infla al precio alejándolo de fundamentos medibles o cuantitativos.

La irracionalidad, también conceptualizada por Shiller, significa un comportamiento alejado de la lógica y la razón en valores medibles. De esta forma, un bien con un valor “n” puede valer “n+x” siendo “x” el valor dado por factores psicológicos. ¿Es la irracionalidad lo mismo que la especulación? El concepto no es el mismo, pero los resultados lo serán en este estudio. Por ejemplo, un producto que se pone a la moda por su diferente color a otro producto con las mismas características y costo; la moda produce especulación, mientras que la irracionalidad produce el valor “x”. Una moda puede especular que algo subirá de precio, mientras que dicho excedente es la irracionalidad del mercado. Y si sube un 50% más por sólo el capricho de los clientes, se puede tener un claro ejemplo de irracionalidad.

Según el Banco Central de Reserva del Perú (2014), el mercado inmobiliario en el Perú ha mostrado cifras de constante crecimiento económico en los últimos 14 años, siendo las más importantes: el precio de vivienda mensual¹, precio de materiales de construcción² (INEI, 2014), y el aumento de créditos hipotecarios³ (FONDO MIVIVIENDA, 2014). Sin embargo, dicho crecimiento va en paralelo con el riesgo de una burbuja inmobiliaria. Tras una revisión de los últimos cinco años del sector, el incremento del precio de vivienda ha crecido por sobre cualquier otra variable macroeconómica, además de ser un crecimiento posiblemente irracional. Se escogió este tema porque en la revisión bibliográfica se ha encontrado poca motivación y estudio del sector inmobiliario en el país, siendo este de vital importancia ante el crecimiento del sector inmobiliario, no solo en Lima Metropolitana, sino también en las ciudades más importantes del Perú. Y el temor recogido en la revisión es que ocurra lo mismo que hace algunos años atrás en Estados Unidos (2008) y España (2008), países que, hasta el año 2015, no se recuperan por completo producto de la especulación de dicho mercado. En el caso de la presente tesis, se estudiará dos variables importantes del sector: precios y endeudamiento; puesto que ambas ayudarán a entender si hay una correlación entre estas variables en el tiempo, permitiendo dar señales en diseños de política para prevenir una burbuja inmobiliaria.

Para el presente trabajo, existen documentos de investigación y teorías importantes relacionados el tema. El Banco Central de Reserva del Perú realizó estudios donde se afirma la preocupación del incremento de los precios de vivienda, y aunque se concluye que no hay una formación de burbuja, recomiendan mayores estudios y más información del mercado. Profesionales y especialistas en el tema, como Parodi, entre el 2012 y 2014, determinaron la existencia de burbuja inmobiliaria naciente. En el Perú, el Estado

¹ De S/.1 957, en diciembre del año 2007, a S/. 4 312 en Junio del 2014, por metro cuadrado de departamento en nuevos soles.

² De 138% en enero del año 1999 al 226% en diciembre del año 2013, con base 1994.

³ Crédito Mi Vivienda, de S/.3 123 nuevos soles el 2007 a S/. 12 064 nuevos soles del 2013.

apoya el sector con programas y ayuda económica⁴. Cabe resaltar que el presidente Humala anunció beneficios tributarios para fomentar construcción de viviendas (Orrego, 2014) .

Un punto importante, ya estudiado, que se tratará en la tesis será la forma de detectar burbuja inmobiliaria a través del ratio *price/earnings*, el cual indica el número de años que tendría que alquilarse un inmueble para recuperar su valor de compra. Cuando hay burbuja, el valor del ratio es generalmente superior a 25, y en el Perú la cifra llega a 16 (2014), por lo que no hay indicios de burbuja en la actualidad. Y otra forma de detectarla es a través de un aumento significativo de los créditos hipotecarios, caso contrario en el Perú que se están desacelerando⁵. Sin embargo, esto no significa que el sector tienda a perder crecimiento; la clase media sigue impulsando la demanda por buscar un mejor lugar para vivir, así como la existencia de demanda insatisfecha, y el precio de los materiales sigue aumentando⁶. (HURTADO, 2014) Estos son algunos de los temas a profundizar para el estudio de la situación actual sector inmobiliario.

Por el lado internacional, la crisis económica en Estados Unidos del año 2008 tuvo como gran protagonista al mercado inmobiliario. Tras la crisis, llevaron a dicho presente advertencias⁷ que incluyeron al nobel de economía Stiglitz (2001), a quien se le conoce como el que predijo la crisis *subprime* con su libro «*La Exuberancia Irracional*». Para el estudio del mercado inmobiliario, se tomará en cuenta el presente libro.

Adicionando al tema, la falta de control y planeamiento al sector han generado problemas externos al mercado inmobiliario. Los más conocidos son la falta de conexiones hidráulicas para inmuebles donde residen muchas familias donde antes estaba un inmueble unifamiliar; otro problema es la falta de planificación por parte del sector público para los inmuebles ya construidos y proyectados a construirse. Un problema que encontró solución recién este año fue el de los inquilinos morosos, como ejemplo de la falta de planificación, en este caso, por parte del área judicial. Espero despertar el interés en investigar el sector con esta tesis.

Para el desarrollo de la tesis, se usarán modelos de estimación de mínimos cuadrados ponderados (MCP) entre una variable dependiente y otras cuatro independientes, con el fin de cubrir la oferta y demanda del mercado inmobiliario; se realizará un análisis estadístico del sector inmobiliario en los distritos de Lima de Los Olivos y Miraflores para determinar variables del mercado que determinen valores de la vivienda; y se observará el comportamiento de la morosidad crediticia del sector. Los datos para los modelos MCP se obtendrán de fuentes institucionales; se realizará un estudio de campo para la obtención de información para el trabajo estadístico; se recogerán datos de morosidad para el estudio del sobreendeudamiento por parte de los créditos hipotecarios.

El desarrollo de tesis se divide en 5 capítulos, los mismos que ayudarán a estudiar y analizar el comportamiento de las variables más importantes del mercado inmobiliario

En el capítulo 1, el problema plantea una visión general del sector inmobiliario por parte de profesionales peruanos para determinar qué estudiar. La elección de las variables de especulación y sobreendeudamiento nacen del planteamiento de Parodi, los cuales se refuerzan con las declaraciones de otros profesionales del sector así como teorías y trabajos de investigación planteados en el capítulo. Se estudiarán trabajos de investigación, tesis similares y teorías realizadas por economistas ganadores del premio Nobel. Se determina cómo en Estados Unidos y España se formó y estalló la burbuja inmobiliaria, la preocupación de una similar

⁴ Programa techo Propio, de Fondo Mi Vivienda (<http://www.mivivienda.com.pe/PortalWEB/usuario-busca-viviendas/pagina.aspx?idpage=30>). Mi Terreno, de Fondo Mi Vivienda. (<http://www.mivivienda.com.pe/PortalWEB/usuario-busca-viviendas/miterreno.aspx>).

⁵ Un crecimiento del 13% entre los años 2013 a 2014, frente al crecimiento de 24% entre los años 2012 y 2013.

⁶ Según Scotiabank, recogido por la revista Semana Económica.

⁷ Stiglitz ganó el nobel en Economía en el año 2001 por su teoría de La Asimetría de la Información, donde advierte que la información manejada por los mercados no concordaban en expectativa y realidad.

situación en Ecuador debido a su creciente sector inmobiliario, y los estudios realizados en Perú para determinar si se está formando una burbuja. Debido a la escasez de estudios del sector inmobiliario del Perú, para la presente tesis se ha estudiado trabajos extranjeros y se ha planteado un análisis macro y microeconómico del sector.

En el capítulo 2, se divide el tema sobre la especulación en tres: conceptos de especulación, las tres crisis internacionales más famosas y de mayor impacto económico tanto en su país como en el mundo, y por el lado nacional la situación pasada o presente mercado inmobiliario, de construcción y financiero. Por el lado de los conceptos, se explican los factores económicos y psicológicos que generan una burbuja. Las crisis internacionales son protagonizadas por Japón, España y Estados Unidos; solo en la crisis japonesa, el sector inmobiliario no tuvo el principal papel del estallido de su burbuja, en los otros dos sí. En la situación del sector inmobiliario peruano, se tomaron también al sector construcción y al financiero porque compartieron y comparten la oferta y demanda.

El capítulo 3 se divide en tres partes: el sobreendeudamiento y sus definiciones, donde se inicia el tema para entender y abarcar los dos siguientes, así como entender la estrecha vinculación entre el sobreendeudamiento y la morosidad. La segunda parte tiene como objetivo entender el comportamiento de la morosidad en el Perú, por lo que no se dirige al tema de créditos hipotecarios en sí, sino en forma general al sector financiero, en especial al de créditos de las microempresas. Y la tercera parte explica la situación de los créditos hipotecarios en el Perú, tanto internacional como nacionalmente.

El capítulo 4 comprende la metodología del trabajo aplicativo, la información recogida y las técnicas y herramientas a usar. El trabajo aplicativo se divide en tres partes: "Análisis de los precios de departamentos en los distritos de Los Olivos y Miraflores", "Estudio de la evolución de la morosidad hipotecaria", y "El precio por metro cuadrado de departamentos fundamentado en variables macro y microeconómicas".

El capítulo 5 es del desarrollo del trabajo aplicativo. Se usarán principalmente recursos gráficos para un mejor desarrollo del análisis. De las tres partes del trabajo aplicativo, las dos primeras no trabajarán con un modelo específico, solamente con herramientas estadísticas; mientras que la tercera, se ejecutará un modelo econométrico basado en el planteado por Abraham-Herndershott, y se determinará la irracionalidad, base de toda especulación o burbuja especulativa.

Se han diseñado una serie de conclusiones las mismas que estarán en orden de los capítulos del trabajo. Se han desarrollado también recomendaciones que podrían ser útiles para el desarrollo de próximos estudios.

CAPITULO 1: MARCO GENERAL

1.1 El Problema

La presente tesis tiene por finalidad explicar el comportamiento de un fenómeno que se viene suscitando en diversas partes del mundo: «la burbuja inmobiliaria», de la cual hay indicios de su presencia en el Perú. Para que el problema a plantear quede entendido en el por qué una burbuja inmobiliaria se puede dar en el país, primero se debe aclarar lo que es la especulación, alimento de toda burbuja (y razón por la que también se le llama burbuja especulativa. Se recogió el siguiente concepto dado por el Nobel economista del 2013 Shiller⁸, el que manifiesta:

«...Una situación en que las noticias de los aumentos de precios alimentan el entusiasmo de los inversores, que se difunde por contagio psicológico de una persona a otra y en el proceso amplifica historias que pueden justificar esos aumentos». «[Esto atrae] a una clase de inversores cada vez mayor, que a pesar de las dudas sobre el valor real de la inversión se ve atraída hacia ella en parte por envidia del éxito de otros y en parte por el entusiasmo de la apuesta⁹». En cuanto a América Latina, en su visita a Colombia, Shiller se interesó en la evolución de los precios de las viviendas, y llegó a la conclusión que en dicho país se está formando una burbuja inmobiliaria. Pues resulta que el Perú, comparándolo con Colombia, está en un camino similar con mayores tasas¹⁰. (Lago, 2013)

El texto citado tiene como fuente al país de Colombia, donde el Shiller encontró una evolución de precios de vivienda irregular. La fuente no explica los fundamentos por las que concluyó una formación de burbuja inmobiliaria, pero deja entender uno de los puntos más importantes en toda investigación sobre burbujas especulativas: el contagio psicológico. Esto quiere decir que un contagio sobre el crecimiento del precio (de un producto, servicio, inmueble, etc.) tiene a expandirse, como un virus, y atrae a los inversionistas quienes buscan la oportunidad de aumentar su capital.

Se debe tomar en cuenta que la especulación es un comportamiento psicológico no medible. Por eso se deben estudiar y analizar variables cuantitativas que expliquen una posible especulación. En el caso del trabajo de investigación presente, la variable escogida para este propósito es el precio de vivienda, puesto que el precio es el reflejo del comportamiento de los actores del mercado inmobiliario peruano, influenciados por una especulación reflejada en el comportamiento del precio de viviendas de los últimos 5 años.

A partir de las lecturas realizadas, el concepto a usar en la tesis es que la **burbuja inmobiliaria** es aquella que almacena el descontrol de la oferta y demanda de vivienda (solo se considerará la vivienda y no otro tipo de inmueble), y no deja de almacenarla hasta estallar, y es cuando una crisis se inicia. La burbuja inmobiliaria es una consecuencia, la razón de una política que no se controla o fiscaliza debido a factores como los lobbies¹¹, o la falta de experiencia¹². En el segundo capítulo se estudiarán casos reales que fundamentarán el concepto explicado.

⁸ Gurú indiscutible en la detección de burbujas. Nobel 2013 conjuntamente con Fama y Hansen, por sus análisis empíricos de los precios de los activos como acciones, bonos soberanos y bienes inmobiliarios (http://www.eumed.net/coursecon/economistas/premios_nobel.htm visto en mayo de 2014).

⁹ Extracto de la cita de la revista Semana Económica, EL NUEVO SOL, por Ricardo V. Lago, <http://semanaeconomica.com/el-nuevo-sol/2013/08/09/burbuja-inmobiliaria-colombia-y-peru-como-dos-gotas-de-agua/> revisado el 01 de Septiembre de 2014.

¹⁰ Crecimiento del precio de departamentos de Colombia con 69% y Perú con 101%, de 1998 al 2012 (base 2004).

¹¹ El lobby financiero en EUA, la cual tuvo participación en la crisis financiera de ese país.

¹² La crisis inmobiliaria en España del año 2008.

En Perú, la inflación se ha mantenido estable gracias a sus sólidos fundamentos (FMI, 2013). El PBI ha mantenido un ritmo creciente pero con desaceleración durante los últimos cinco años (El Comercio, 2015). La población económicamente activa (PEA) ha crecido 8,3% entre los años 2008 al 2013 (SEMANA ECONÓMICA, 2015). Pese a estos valores, los precios de viviendas casi se han duplicado en 3 años, generando un irracional crecimiento frente a dichos fundamentos macroeconómicos.

En esta tesis, se especificarán las causas económicas y no de ningún otro factor causal (*ceteris paribus*) de los factores que influyen en el comportamiento de la burbuja inmobiliaria, siendo principalmente dos causas: la especulación y el sobreendeudamiento. La primera sobre las causas y consecuencias de proyectar una inversión sin planificación, y la segunda de generarse deuda sin control tanto del deudor como el ente emisor del préstamo.

Para el caso peruano, razón de estudio de la presente tesis, hay muchos economistas que han estudiado la problemática, consecuencias y futuro del sector inmobiliario en el país, entre ellos destaca Parodi, quien señaló que la burbuja inmobiliaria ocurre principalmente a causa del auge crediticio, los cuales ocurren en mayoría en los sectores A y B. Opinó que el gobierno debe actuar para desinflar la burbuja. Explicó que la burbuja inmobiliaria tiene dos orígenes principales, los cuales son la especulación y el sobreendeudamiento, los mismos que serán estudiados y analizados en los capítulos de la tesis (Parodi, 2013).

Lo que Parodi explica es el comportamiento del precio de inmuebles en base a la expectativa del inversionista. Se espera un precio mayor en un tiempo determinado sin fundamentos sólidos que la sostengan, tan solo con el comportamiento observado del precio. Mientras que en sobreendeudamiento, explica que es un caso de apalancamiento financiero personal que aumenta el riesgo de generar morosidad, lo que afectaría tanto al deudor como al acreedor de la deuda, y que se da cuando el banco, acreedor, no estudia las finanzas del cliente potencial (deudor) antes de darle un crédito.

El resultado esperado ante una burbuja inmobiliaria: la especulación alimenta la burbuja hasta que estalle, y el sobreendeudamiento la hace más fuerte al depender de ella hasta el estallido. La dependencia ocurre porque la razón de la deuda es el valor estimado del inmueble, por lo que la unión de los dos factores se podría resumir en generar deuda debido a una expectativa positiva de inversión.

Zubiate pone al debate información que argumenta el distanciamiento del mercado inmobiliario con la burbuja especulativa. Primero, informa que el comportamiento de los precios de vivienda en el Perú no son los de una burbuja, y que su tendencia a aumentar se ha detenido. Los precios no son iguales en el caso de Lima, por lo que los segmenta en cuatro (A, AB, B, C) para diferenciar sus precios (por ejemplo, encontrando en A precios de un millón de dólares, y en C precios de 70 mil soles), siendo los de los sectores A y AB los más caros y lo que han mantenido precios estables en el último año. Lo segundo es la evolución del stock disponible, en la cual se aprecia un gran distanciamiento de las variables: unidades disponibles y las unidades vendidas. Para el primer trimestre del año 2015, la oferta era de 8 000 viviendas de las cuales 1 700 son unidades terminadas listas para ser entregadas, y 3 900 se vendieron, siendo el trimestre en el que más se acercan las dos variables. Y tercero, el stock de entrega inmediata se venderá en menos de 60 días, plazo al que el mercado no estaba acostumbrado, aunque el autor dice que es bueno. (Zubiate, 2015)

Otra importante razón que niega la burbuja inmobiliaria en el Perú es el conjunto de índices básicos que muestra lo lejos que el país está de una burbuja, aunque no niega que esta se podría originar. Por ejemplo, los 1.8 millones de viviendas deficitarias registradas en el año 2012 indican la posible demanda insatisfecha que aún tiene dicho mercado, que en los sectores C y D ya se han registrado. Una comparación con la banca española indica que a octubre del año 2012 la banca peruana tuvo una colocación del 20%, mientras que la de dicho país tuvo del 60% cuando estalló su crisis inmobiliaria. (Salazar, 2012).

El crecimiento del sector inmobiliario en el Perú también ha experimentado problemas externos pero relacionados con su sector, en el caso de Lima, como la distribución del agua, problemas de provisión de servicios públicos y vacíos en infraestructura por parte del Estado a todo el país (Vanini, 2014), falta de terrenos en distritos de Lima¹³ (Valdivia, 2013), falta de reglamentos de parámetros urbanos y de alturas en diversas zonas, y la falta de un Plan Maestro¹⁴ (Prado, 2013).

Las proyecciones macroeconómicas del Perú no son alentadoras: por el lado internacional, con proyección al 2019, disminuye el peso de los países emergentes en el crecimiento global (-1,4%), las economías avanzadas tendrán un crecimiento muy ligero (0,7%), el fin del boom de los *commodities* afectará a América Latina, siendo los menos afectados los países con mejores índices de competitividad; en el Perú, se prevé un entorno de bajo crecimiento y alto déficit en cuentas corrientes, la informalidad está disminuyendo pero falta prever el desarrollo de estas empresas, y las reformas y estabilidad política aún están pendientes en el país. (Cooper, 2014)

El presidente del Perú, Ollanta Humala, promulgó la «ley de Leasing Inmobiliario» con el fin de extender el acceso a la vivienda a la clase media y a los niveles socio-económicos más bajos (Coloma, 2015). El leasing inmobiliario consiste en la firma de un contrato en el que el usuario disfruta de un bien dando cuotas al dueño del inmueble, similar a un préstamo pero con la diferencia que al finalizar el plazo de las cuotas el usuario tiene el derecho de comprar dicho inmueble. Puesto que a inicios de octubre (del mismo año) se esperan tener listos los reglamentos para la ley, el presente estudio de investigación no lo considerará.

El Perú está presentando indicadores que han despertado el temor de expertos en el tema; sin embargo, no ha despertado el interés por investigar más sobre este. No es el hecho de aprender de una lección, sino de investigar con diferentes fuentes que permitan tener respuestas de todos los participantes de una burbuja inmobiliaria. El Perú es una realidad distinta a la de, por ejemplo, España (crisis del año 2008), así como diferencias en el sistema financiero, políticas financieras, monetarias y económicas, y se puede aprender a prevenir crisis similares realizando trabajos de investigación basados en lo que ocurrió en ese país.

1.2 Planteamiento del Problema

El análisis de la problemática ha permitido señalar las «preguntas líneas», problemas que ayudarán al desarrollo de la presente tesis. En planteamiento de problema recoge las preguntas, objetivos, y justificación de la importancia del trabajo realizado.

1.2.1 Preguntas

Pregunta General

- ¿Se ha formado una burbuja inmobiliaria en el Perú que ha provocado irracionalidad en el mercado a partir del año 2001 hasta el segundo trimestre del año 2015?

Preguntas Específicas

- ¿La especulación medida en términos de rentabilidad, inversión y precios inmobiliarios ha generado índices que afirmen la existencia de una burbuja inmobiliaria en el Perú?

¹³ Por ejemplo, Jesús María, que escasea de terrenos para más construcciones, lo que dificulta la oferta en ese distrito y encarece el precio.

¹⁴ La falta de un Plan Maestro hace que cada distrito tenga su propia normatividad de acuerdo a su mejor parecer, generando excesivas barreras burocráticas, que hacen que aumenten los plazos de expedición de licencias de construcción de los proyectos.

- ¿El sobreendeudamiento medido en términos de los índices de morosidad hipotecaria ha generado un escenario riesgoso o poco saludable para el mercado inmobiliario en el Perú?

1.2.2 Objetivos

Objetivo General

- Determinar la existencia de burbuja inmobiliaria en el Perú, y el grado de irracionalidad que represente en el mercado inmobiliario.

Objetivos Específicos

- Determinar el grado de irracionalidad o participación de valores cualitativos en el mercado inmobiliario, por medio de un modelo econométrico a nivel macroeconómico entre el año 2001 al segundo trimestre del año 2015, y un estudio estadístico microeconómico que abarca el mes de mayo del año 2015.
- Determinar el estado actual del sobreendeudamiento por medio de la morosidad, con un estudio estadístico de la morosidad hipotecaria entre el año 2001 al segundo trimestre del año 2015.

1.2.3 Justificación

Puesto que se han realizado pocos estudios sobre los precios de vivienda y el mercado inmobiliario, este trabajo tiene como fin alimentar el conocimiento de dicho sector, analizando y trabajando su comportamiento, y estimando su situación futura para que sean tomadas en cuenta por los participantes del mercado inmobiliario y en las decisiones financieras.

El desarrollo de esta tesis permitirá tener información para futuros trabajos sobre el sector inmobiliario, y me dará una fuerte base para futuros estudios de mismo sector o de otros sectores de la economía.

La Universidad es un centro académico que debe realizar investigaciones con el fin de buscar su desarrollo y contribuir con el país, identificando los problemas del Perú y proponiendo soluciones en beneficio de todos los peruanos.

1.3 Alcances y Delimitación

- Alcance de análisis macroeconómico y microeconómico.
- Se observarán variables de manera directa a las empresas inmobiliarias.
- Se observará la morosidad de créditos hipotecarios en el Perú por dos fuentes: la ya estudiada en otro trabajo de investigación, y de datos recogidos para estudiarlos compararlos con la primera fuente.
- Se tomará información secundaria.
- La población para el estudio son los departamentos de la ciudad de Lima. En el caso del estudio estadístico, serán solo los distritos de Miraflores y Los Olivos.
- Para el tema de morosidad de créditos hipotecarios, se tuvo que conseguir información de una sola institución por ser la única que la brindaba información actualizada. Por lo que los créditos son sólo de la banca múltiple, y abarcan desde el año 2001 a julio de 2015. La información de las demás instituciones financieras no están actualizadas.
- Para el análisis macroeconómico, se analizará el precio por metro cuadrado constante de departamentos en línea de tiempo. Para el microeconómico, se hará un estudio estadístico con muestra de Miraflores y Los Olivos.

- El análisis con línea de tiempo será del año 2001-1 al 2015-2 trimestralmente. Se hizo una excepción para dos modelos por ser anuales, siendo uno del año 2001 al año 2014, y el otro del año 1998 al año 2014.

1.4 Marco Teórico

El marco resume el proceso de análisis académico de los principales antecedentes bibliográficos, marco teórico, marco contextual, legal.

1.4.1 Antecedentes bibliográficos

Tesis

- **Burbuja Inmobiliaria en el Perú, periodo 2000 – 2013** (Yasmin Solansh Guerrero Lindao, 2013)

En la tesis de Yasmin Guerrero Lindao y Danalis Juárez Trelles, para sustentación de título en la Universidad Privada Antenor Orrego, Trujillo, con fecha noviembre de 2013, plantean en la formulación del problema, que el incremento de los precios de vivienda posiblemente esté generando una burbuja inmobiliaria. También hace referencia al subsidio estatal que genera un crecimiento artificial de la demanda, contribuyendo al crecimiento de la burbuja. Por lo que la Superintendencia de Banca y Seguros empezó a tomar medidas para prevenir una posible burbuja inmobiliaria, así como la banca la cual, por ejemplo, incrementó la cuota inicial para créditos inmobiliarios.

El objetivo general es identificar la existencia de burbuja inmobiliaria en el Perú, en el periodo 2000 – 2013. Los objetivos específicos se resumen en identificar presencia de burbuja, que factores la alimentan, y las consecuencias de esta. Para el desarrollo aplicativo de la tesis, se planteó que la muestra sean los distritos de Miraflores, San Isidro, La Molina, Santiago de Surco y San Borja. Los datos son del periodo 2000 al 2013. Las variables independientes son macroeconómicas que fundamentan el comportamiento del mercado inmobiliario, mientras que la variable dependiente son los precios observados.

El modelo se divide en dos partes. La primera, hace un estudio de variables macroeconómicas y del sector inmobiliario, así como una comparación entre la evolución del precio por metro cuadrado de vivienda y las variables vinculadas con el sector, así como macroeconómicas. La segunda parte es la aplicación empírica, donde se busca determinar si la variable precio es aleatoria, y si el precio está asociado al ingreso familiar o PBI per cápita.

La conclusión del estudio es que la evolución del precio de vivienda fue diferente a las variables del sector construcción, así como las variables macroeconómicas, creciendo más que estas al punto de no encontrar fundamentos. Este es el primer indicio de burbuja inmobiliaria. En las pruebas empíricas, en la primera se encontró un comportamiento atípico del precio, lo que da otro indicio de burbuja; en la segunda, se encontró que el impacto del rezago de precio es mayor que el parámetro del PBI per cápita, lo que da un nuevo indicio de burbuja. Por lo que se concluye que existe burbuja inmobiliaria en fase inicial.

- **Estudio para determinar la presencia de una burbuja en el mercado inmobiliario de Ecuador**¹⁵ (Guerra Burgos & Romero, 2013)

En la tesis de Diego Fernando Guerra Burgos y Pedro Romero, para sustentación de título en la Universidad San Francisco de Quito, con fecha diciembre de 2013, denominada “Estudio para determinar la presencia de una burbuja en el mercado inmobiliario de Ecuador”, Periodo 2002 – 2013, se plantea que Ecuador se ha generado un comportamiento de precios de vivienda que va en alza, por lo que esta tesis busca determinar la posible formación de una burbuja inmobiliaria. La preocupación se basa en dos argumentos: que la economía de Ecuador está creciendo, por lo que el sector inmobiliario es afectado; y la creación de un banco estatal que apoye la construcción de viviendas por medio del crédito.

El estudio busca determinar la presencia de burbuja en el mercado inmobiliario ecuatoriano, buscando un posible crecimiento de precios de vivienda sin sustentación de los fundamentos, lo que llevaría a concluir que es la especulación la que los hace crecer.

El modelo usado es el de Abraham y Hendershott (1996), adecuado a los datos de Ecuador, donde se plantean las variables de crecimiento de empleo (empleo), costos de construcciones (IPCO), ingreso poblacional (IDEAC), y la tasa de interés activa (tasa). Dicho modelo es lineal. Luego los autores adicionan un valor de error, una ecuación, el cual es agregado a la función del modelo. El objetivo es determinar, a través del resultado del error, si el sector inmobiliario tiene un comportamiento de precios a la alza, y si se está generando una burbuja. El modelo final resulta el siguiente:

$$\Delta \ln(p^*_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln(tasa_{t-3}) + \alpha_2 \Delta \ln(IPCO_{t-3}) + \alpha_3 \Delta \ln(empleo_{t-3}) + \alpha_4 \Delta \ln(IDEAC_{t-3}) + \lambda_1 \Delta \ln(p_{t-1}) + \lambda_2 (\ln P^*_{t-1} - \ln P_{t-1}) + \mu_t$$

Los resultados muestran que los resultados analizados son los esperados, y las variables son significativas estadísticamente. El signo del coeficiente de precio rezagado es negativo, primer indicio de burbuja, lo que indica que no existe un crecimiento perpetuo de los precios. El signo del coeficiente de la diferencia de logaritmo entre precios en equilibrio y precios actuales es positivo, pero no es significativo estadísticamente. Lo que significa que el mercado inmobiliario se encuentra en equilibrio, y si existe un aumento de precio al siguiente periodo este disminuirá.

- **“EL DESEMPEÑO DE LA ECONOMÍA EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, EN EL PERIODO 2006 – 2010 Y SU CRISIS A PARTIR DEL 2008”** (Coronel & Echeverría, 2012)

En la tesis de Coronel Fonseca, Sonia Carolina y Echevarría Villafuerte, David Hernán, para sustentación de título en la Universidad Central de Ecuador, Quito, con fecha Septiembre de 2012, denominada “El desempeño de la economía en los estados unidos de américa, en el periodo 2006 – 2010 y su crisis a partir del 2008”, se plantea que la tesis hace un estudio descriptivo del desarrollo económico de Estados Unidos durante el periodo 2006 al 2010, siendo el 2008 el año central del análisis al comenzar la crisis *sub-prime* en dicho país. El desarrollo del trabajo consiste en analizar el comportamiento de los datos recogidos del periodo, y analizarlos para determinar causas y consecuencias del comportamiento de las variables macroeconómicas, financieras y sociales trabajadas.

El objetivo central es describir el desempeño de la economía de Estados Unidos de América, durante los años 2006 y 2010, y el comportamiento financiero y económico del año 2008. Los objetivos específicos, siguiendo el fin descriptivo, son el estudio y descripción del comportamiento económico del periodo mencionado, describir las consecuencias de la crisis del año 2008, y describir los probables escenarios que podrían generar crisis dentro de la economía de Estados Unidos.

¹⁵ Tesis de grado para la obtención del título de Economista. Se estudió toda la tesis.

El modelo trabajado consiste en el estudio y análisis de tres sectores como variables independientes: Sistema Financiero, Economía Real y Sistema Político-Legal. Las variables independientes son agrupadas a cada sector, y son planteadas por indicadores. Por ejemplo, para la variable independiente Mercado Inmobiliario, el indicador es Variación del precio de vivienda propuesto de la siguiente forma: $(P_{vivienda} - P_{vivienda-1} / P_{vivienda}) \times 100$; se realiza la descripción del comportamiento de las variables independientes para concluir con el resultado final que es la descripción de la variable dependiente o sector. Cabe decir que, para el presente resumen, no se ha considerado estudiar el sistema político-legal.

Las conclusiones determinan que la crisis del estallido de la burbuja inmobiliaria marcó el inicio de incertidumbre y colapso económico y financiero de Estados Unidos, descubriendo que los sectores económicos más dinámicos (hasta antes de estallar la burbuja) tenían cimientos insostenibles. Estos sectores son el inmobiliario y el financiero, quienes basaron su crecimiento en base a la especulación y en productos derivados, ayudados por la facilidad de obtener liquidez, y la infravaloración del riesgo por parte de las instituciones financieras. Finalmente, la crisis se expandió, alcanzando a la inversión y el empleo.

Documentos de trabajo

- **“Análisis de los estilos de fondo de inversión inmobiliarios en España”** (Ferruz Agudo, Coca Villalba, & Marco Sanjuán, 2010)

En la investigación de Luis Ferruz Agudo, Fernando Coca Villalba e Isabel Marco Sanjuán, ubicada en la revista Análisis Financiero editada por el Instituto Español de Analistas Financieros¹⁶, los autores crean dos índices de estilo basados en los factores de riesgo de crecimiento y valor de las viviendas residenciales. El objetivo es estudiar cómo estos factores han influenciado en las rentabilidades obtenidas del sector inmobiliario español durante la última década para estudiar la causa de la generación del rendimiento de los activos, así como los factores de riesgo.

El modelo consiste en explicar las volatilidades de los rendimientos de los fondos en función del estilo de la cartera y del riesgo sistemático, y servir de herramienta para crear carteras de referencia. Para ello, se subdivide la población de activos inmobiliarios en dos submuestras: *Small* y *Big* (Pequeño y Grande), de forma que se identifique la valoración de mercado del activo inmobiliario; pequeño o grande. Se contrastarán los índices con pruebas de normalidad, se evidenciará la independencia de las series, y se analizará la igualdad de media, mediana o varianza de las series. La comparación de series servirá para determinar si hubo un sesgo inversor basado en el “valor” o en el “crecimiento” de los activos inmobiliarios.

El resultado concluye en que se ha comprobado el predominio de la variable “crecimiento” sobre el valor, lo que significa que el sesgo especulativo tuvo más importancia que el sesgo conservador. Además, la subcartera *Small* tenía mayor rentabilidad que la subcartera *Big* hasta el primer trimestre del año 2006, y es a partir del 2007 cuando esto se invierte, año donde empieza la crisis inmobiliaria española. Como recomendación por parte de los autores, piden aumentar el conocimiento de la exposición de cada inmueble a diversos factores de riesgo.

- **Consideraciones para calcular el ratio precio-utilidad de la bolsa de valores de Lima: metodología y aplicaciones.** (Pereda, 2012)

Se elabora una metodología para hallar el ratio precio – utilidad (PER) del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) del periodo 2005 – 2011 con el objetivo de analizar el desempeño del mercado

¹⁶ Página web del IEAF: <http://ieaf.es/new/que-es-ieaf/el-instituto.html> Visto el 25 de septiembre de 2014.

de acciones del Perú. El autor expone los hechos de la crisis internacional del 2008 para hacer una comparativa entre los resultados de su trabajo con la "Exuberancia Irracional", propuesta por Shiller, la cual predijo la crisis económica en Estados Unidos. Un punto importante a aclarar es la razón por la que se tomó este documento de trabajo para la tesis: como un punto importante de partida es la crisis inmobiliaria de Estados Unidos del año 2008, esta alimentó la burbuja principalmente en el mercado accionario, lo que da fuerza a este estudio que trabaja el PER de la BVL.

El modelo del estudio se basa en el ratio **PER** del IGBVL, que consiste en la capitalización bursátil sobre las utilidades totales. Se obtiene una nueva variable **PER5**, la cual es el PER real para las utilidades de los últimos 5 años, y se calcula la confianza de los datos para saber si existe sub o sobre valoración. Así mismo, se usa una ecuación para determinar la prima por riesgo de acción usando el modelo de Gordon¹⁷ para estudiar el comportamiento de la prima esperada y la histórica, y determinar cuánto se ha basado en sus fundamentos.

La conclusión indica que la estimación PER y la prima implícita no muestran indicios de una burbuja en el mercado de acciones; el PER5 se comportó a la evolución esperada de la prima implícita (utilidades de las empresas), sin encontrar elementos de sobrevaluación. Lo que también concluye que una prima implícita positiva, tal como ha evolucionado por dos años después del 2009, de los rendimientos del mercado accionario peruano, es un atractivo para inversionistas no residentes que tendrán presente un mercado saludable.

- **Medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú¹⁸ (Chang, 2014)**

El presente estudio tiene como objetivo hacer una síntesis y análisis de las medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú que se enfocaron en evitar un excesivo crecimiento del crédito del sistema financiero. No se considerará al impacto desestabilizador de los grandes flujos de capitales ni el riesgo cambiario (que serían el segundo y tercer tema estudiado) para ser más específica a la tesis. Se usaron cuadros estadísticos dentro de tres temas para observar el comportamiento del crédito en el Perú. Con el fin de moderar el crecimiento del crédito, se usaron provisiones procíclicas, elevación de los requerimientos de encajes, y mayores requerimientos de patrimonio efectivo por créditos de consumo e hipotecario.

Las provisiones procíclicas¹⁹ sirven para reducir la positiva y significativa relación entre el crecimiento del crédito y el ciclo económico. En el año 2009, se desactivo cuando el PBI registró una diferencia del promedio de la variación porcentual anual al pasar el umbral del -4%, y volvió a activarse en el año 2010 al alcanzar el umbral de 2%, y a partir de ese año se mantuvo estabilidad de la variable con la regla activa hasta el año 2013.

El encaje promedio de depósitos fue comparado con el crecimiento de los créditos en un cuadro estadístico para su observación y análisis. Hasta antes de septiembre de 2009, se elevaron los requerimientos de encaje debido al aumento de créditos. Sin embargo, posteriormente estos disminuyeron y se formó un escenario de incertidumbre, lo que hizo disminuir los requerimientos. Los créditos volvieron a incrementarse a partir del año 2010, lo que hizo que los requerimientos también aumenten.

Para volver más estrictos los créditos a los hogares, en el año 2012 se exigió un mayor requerimiento de Patrimonio Efectivo por riesgo de crédito. Se creó un cuadro estadístico comparando el crédito hipotecario con el de consumo a partir enero del año 2012 a septiembre del 2013. El de crédito

¹⁷ Escribió "Dividends, Earnings and Stock Prices" en el año 1959, fuente usada para el documento de trabajo de Pereda.

¹⁸ Documento de trabajo del Banco Central de Reserva del Perú. Páginas 6-28.

¹⁹ Las provisiones procíclicas sirven como un 'ahorro de recursos' en épocas de abundancia, que pueden necesitarse posteriormente en épocas de recesión. (ASBANC, 2012)

hipotecario se mantuvo relativamente estable, mientras que el de consumo se redujo, un hecho importante aunque el aumento de la morosidad de este tipo de créditos. En conclusión, el crédito viene creciendo a tasas más estables y sostenibles, por lo que se espera estabilidad en el mercado gracias a las tres medidas tomadas.

- **Precios de Viviendas**²⁰ (Orrego, 2014)

En este documento de trabajo, se hace un análisis de los precios de viviendas entre los años 1998 y 2013. El objetivo es determinar si los precios están desalineados a sus fundamentos, y para ello se usa una muestra de diez mil secuencias de precios. Cabe resaltar que para el análisis se usa el precio por cuadrado promedio desestacionalizado²¹.

La principal variable encontrada es el Precio por metro cuadrado de vivienda desestacionalizado. Esta variable se compara con otras variables que representan el fundamento económico que explique el comportamiento del precio. Por ejemplo, la variable Índices de empleo, con la cual se busca justificar la razón del aumento del precio de vivienda.

El modelo se describe así: “Básicamente, el ejercicio consiste en hallar un vector de cointegración $(1; -\beta)'$ que relaciona el logaritmo del precio por m² de las viviendas p_t y el vector de determinantes x_t de

acuerdo con la siguiente relación: $p_t = x_t' \beta + u_t$ Donde u_t es un ruido blanco. Luego, el precio de

equilibrio está definido como: $\bar{p}_t = x_t' \hat{\beta}$

El resultado obtenido fue que el comportamiento del precio, pese a que este por metro cuadrado promedio desestacionalizado en Lima subió de US\$ 521 dólares a fines de 2006 a US\$ 1 838 dólares a fines de 2013, no existe evidencia que el precio se encuentre desalineado con respecto a sus fundamentos. Por lo que el autor descarta el comportamiento en el sector que de origen a una burbuja inmobiliaria.

1.4.2 Teorías relacionadas con el tema

- Stiglitz²² (Destinobles A., 2002), en su teoría de “Los Mercados con información Asimétrica”, dice que la liberalización y desregulación de los mercados financieros contribuyeron al elevado nivel de desigualdad e inestabilidad de la siguiente forma: la información asimétrica propicia que el principal genere un préstamo al agente esperando un rendimiento bruto, pero desconociendo el riesgo que implica. Dicho riesgo no puede ser medido por falta de información, por lo que no se le puede categorizar en los proyectos financiados. El modelo explica dos situaciones: el “daño moral”, que es un problema ex-post a la firma del contrato; y la “selección adversa”, que es una problemática ex-ante a la firma del contrato.

La selección adversa es un problema de asimetría de información cuando el agente conoce su situación financiera y el principal no, lo que genera una necesidad de estudiar la situación del mercado de los agentes así como sus situaciones financieras, y generar estimaciones y tasas de interés con respecto al riesgo. La misma tasa de interés pueda estar sujeta a la situación financiera del agente, lo que permitiría obtener al principal mayor información a cambio de un ahorro para el agente.

²⁰ Documento de trabajo del Banco Central de Reserva del Perú y Universidad de Piura. Páginas 4-13.

²¹ Para evitar las variaciones del comportamiento del precio por estaciones.

²² En el año 2001 gana el Nobel en economía por su teoría de “Los Mercados con Información Asimétrica”, advirtiendo sobre el peligro de la desregularización financiera y la importancia de controlar la inflación

El daño o riesgo moral consiste en un problema de información asimétrica donde una persona dentro de un grupo conoce acerca de sus acciones y los demás no, por lo que si el grupo asume un esfuerzo o responsabilidad entonces esta persona podría distorsionar su papel en el grupo, disminuyendo su esfuerzo o responsabilidad. Por lo que este daño moral disminuye la capacidad del mercado para que asigne el riesgo de forma eficiente. Entonces, el principal no podrá determinar las condiciones de un contrato con el agente mientras no conozca sus acciones.

- Krugman²³, en su libro de “El regreso de la Economía de la depresión y la crisis de 2008”, una versión actualizada de *The Return of Depression Economics* del año 1999, explica las razones de las principales crisis económicas que el mundo vivió desde la burbuja inmobiliaria de Japón hasta la crisis financiera de Estados Unidos en el año 2008. (Guzmán, 2009). Reafirma que las recesiones son:

“El resultado de una tendencia a retener liquidez por parte de los agentes económicos, fenómeno que se traduce como un exceso de ahorro respecto a las necesidades de inversión.”

Por lo que la solución sería manejar una política expansiva por parte del Banco Central, así como la emisión de más cupones. El marco conceptual en la que se apoya son las crisis económicas de México, Argentina y Japón: los dos primeros países tuvieron una fuerte crisis de balanza de pagos, sobrevaluación de su moneda y endeudamiento público; en el caso japonés, se originó una explosión de burbuja especulativa ayudada por la banca nipona debido a los créditos sin control de calidad, y más adelante generó una *trampa de liquidez*²⁴.

En Asia, Tailandia, Indonesia y Corea del Sur, tuvieron una liberalización financiera que desembocó en la generación de una burbuja especulativa, y todo esto pese a tener equilibrios macroeconómicos más fuertes que Latinoamérica. Para entender cómo funciona el círculo vicioso iniciado por dicha burbuja, se cita:

“(la burbuja especulativa) impide a los agentes económicos responder a sus obligaciones, lo cual provoca una pérdida de la confianza, que contrae el crédito; un menor crédito dispara las tasas de interés, propicia un ataque especulativo en contra de la moneda nacional, lo que desemboca en una depreciación y finalmente en un colapso de la economía real, lo que refuerza a su vez el proceso de quiebras.”

Para el caso de Estados Unidos, se critica fuertemente a Allan Greenspan²⁵, a quién Krugman responsabiliza de la crisis americana del año 2007. Para el estudio de la presente tesis, solo se tomará en cuenta las razones de la crítica a Greenspan debido a que se formulan 2 burbujas especulativas: la *dotcom* y la hipotecaria.

- Robert J. Shiller²⁶ publicó en el año 2000 su libro “Exuberancia Irracional” (Shiller, 2000), conocido en la actualidad por predecir la burbuja inmobiliaria del año 2008 en Estados Unidos. (CNNEXPANSIÓN, 2009) Shiller explica que el mercado actúa de forma irracional, y por lo tanto se aleja de su objetividad. El nobel define a la exuberancia irracional como un pensamiento

²³ Ganador del premio Nobel en economía por su trabajo de “Análisis de los Patrones Comerciales y Localización de la Actividad Económica”. (RTVE.es/AGENCIAS, 2008)

²⁴ “La trampa de liquidez es una situación que se describe en la economía keynesiana según la cual, las inyecciones de liquidez en el sistema bancario privado por parte del banco central no bajas las tasas de interés ni inyectan dinero en la economía y por lo tanto no estimulan el crecimiento económico como afirma el monetarismo.” (ENCICLOPEDIA FINANCIERA, s.f.)

²⁵ Ex gobernador del Federal Reserve System, Banco Central de Estados Unidos, considerado el hombre más poderoso del mundo que no ha sido elegido democráticamente. (eumed.net Enciclopedia Virtual, s.f.)

²⁶ Ganador del premio Nobel de economía por su análisis en “Análisis Empírico del Valor de los Activos” en el año 2013 (junto a Eugene F. Fama y Lars Peter Hansen). (INFOBAE, 2013)

positivo que, debido a sus características, impide ver la realidad. Esto quiere decir que, en el caso de los inversionistas, pronostican buenos escenarios para sus inversiones basados en el positivismo del escenario del mercado al que invierten; intervienen los factores tecnológicos y demográficos, los factores culturales y psicológicos. Cabe resaltar que el libro fue publicado poco antes de estallar la crisis *Dot Com*, siendo esta un ejemplo real de hacia dónde conduce el comportamiento irracional; a medida que suben las cotizaciones, el nivel de exuberancia aumenta. Shiller explica:

“Estamos convencidos de que los riesgos a largo plazo serán bajos. Y esperamos rendimientos elevados a pesar de los altos niveles del mercado. Las emociones y la creciente atención pública hacia el mercado nos generan un fuerte deseo de participar en el juego. Así se manifiesta hoy la exuberancia irracional en los Estados Unidos.”

La fama del libro tuvo que ver con la crisis *Subprime* en Estados Unidos, al considerar que predijo el estallido de la burbuja inmobiliaria. A diferencia de la burbuja *Dot Com*, la burbuja hipotecaria tuvo mejores fundamentos para invertir, como el caso del CDO y la calificación más alta de las empresas calificadoras. La exuberancia irracional se interpreta, en este caso, en la participación del Estado en conformidad con dicha exuberancia, las entidades que crearon los mecanismos para hacer crecer la burbuja, y, principalmente, los inversionistas que priorizaron el positivismo a lo racional (Machinea, 2009). Entonces, son los inversionistas lo que “infla” la burbuja especulativa; se puede justificar por el posible engaño del Estado o de las entidades financieras o calificadoras, pero, además que las crisis especulativas vienen de muchos años atrás, es el factor psicológico de los inversionistas el que lo impulsa a invertir pese a las lecciones pasadas.

1.4.3 Sistema de Hipótesis

Hipótesis General

Los fundamentos macro y microeconómicos del mercado inmobiliario no lo fundamentan, y el crédito hipotecario alimenta la burbuja inmobiliaria, en el periodo del año 2001 hasta el año 2015 segundo trimestre.

Hipótesis Específicas

El mercado inmobiliario ya no se fundamenta de factores macro y microeconómicos en el periodo del año 2001 al año 2015 segundo semestre.

El mercado crediticio hipotecario en el Perú es riesgoso y no es saludable, lo que alimenta a la burbuja inmobiliaria, en el periodo del año 2001 al año 2015 segundo trimestre.

1.4.4 Sistema de Variables

Variable Dependiente	Variable Independiente
----------------------	------------------------

Hipótesis General	Burbuja Inmobiliaria	Especulación; Sobreendeudamiento
Hipótesis Específica 1	Especulación	Precio de vivienda Índice de precios de materiales PBI PBI per cápita Créditos hipotecarios Rentabilidad del sector
Hipótesis Específica 2	Sobreendeudamiento	Monto de créditos hipotecarios Deudores créditos hipotecarios Tasa de morosidad hipotecaria

1.4.5 Base Legal

Instrumento	Supervisado por:	Año de entrada en vigor	Posee Reglamento
FONDO MI VIVIENDA S.A. - Ley N° 28579, con la cual el Fondo MIVIVIENDA S.A. se convierte en una empresa estatal de derecho privado, comprendido bajo el ámbito del Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado - FONAFE y adscrito al Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento.	SBS y CONASEV	2006	Sí
BONO DEL BUEN PAGADOR - Ley N° 29033, con la que se creó el Bono del Buen Pagador como una de las acciones de política de acceso de la población a la vivienda, cuyo Reglamento fuera aprobado por el Decreto Supremo N° 003-2008-VIVIENDA.		2007	Sí
BONO FAMILIAR HABITACIONAL Ley N° 27829, con la que se creó el Bono Familiar Habitacional Superintendencia de Banca y Seguros - Ley 26702		2008	Sí
Reglamento Nacional de Edificaciones - NORMA TH.010		2008	No
		2006	Sí

Elaboración: Propia.

1.4.6 Definición de términos básicos

Crédito: “En el ámbito bancario, el contrato de crédito es aquel a través del cual la entidad financiera se obliga a poner a disposición del cliente una cantidad de dinero pactada en unas determinadas condiciones y en un cierto plazo. El cliente o acreditado podrá disponer o no de la cantidad estipulada en contrato según sus necesidades financieras. En todo caso, sólo tendrá que pagar intereses por el crédito dispuesto y no por el total disponible.” (López Domínguez I. , s.f.)

Hipoteca: “La hipoteca es un derecho real por el cual un bien, normalmente inmueble, se afecta en garantía del cumplimiento de una determinada obligación, de modo que si ésta resulta impagada, el acreedor puede vender el bien y cobrar su deuda con el producto de dicha venta.” (Barral Varela, s.f.)

Morosidad: “En términos generales, la morosidad es la cualidad de moroso, la situación jurídica en la que un obligado se encuentra en mora, siendo ésta el retraso en el cumplimiento de una obligación, de

cualquier clase que ésta sea, aunque suele identificarse principalmente con la demora en el pago de una deuda exigible.” (López Domínguez, s.f.)

Sector Inmobiliario: “Conjunto de compradores potenciales con necesidad de satisfacer la adquisición, venta, o disfrute de un Inmueble, mediante una transacción o acuerdo de negocio con el vendedor.” (HEBRUN, s.f.)

Sobreendeudamiento: “En relación a los consumidores, situación en la que el consumidor tiene exceso de deudas, aunque todavía está cumpliendo con normalidad, o sin tener deudas tiene sus ingresos casi totalmente comprometidos por los gastos, o bienes encuentra en una situación en la que se mezclan los dos supuestos anteriores.” (Colino Mediavilla, s.f.)

1.5 Marco Metodológico

1.5.1 Tipo de Investigación

El tipo de investigación a usar es una investigación correlacionar, puesto que se usará una variable dependiente y otras independientes para el caso de Especulación, mientras que Sobreendeudamiento solo se analizará la variable morosidad, para responder al objetivo general así como su hipótesis planteada.

1.5.2 Diseño de la investigación

El diseño de investigación que corresponde es Correlacionar - explicativo, puesto que explicará la relación de las variables analizadas, y determinará el comportamiento del mercado o sector analizado.

1.5.3 Población y Muestra

No se usarán datos de población y muestra. Se obtendrá la información de la base de datos del Banco Central de Reserva del Perú, de la base de datos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, y la información brindada por empresas inmobiliarias.

1.5.4 Técnica e instrumentos de recolección de datos

Para el recojo de datos e información, se obtendrán de 3 fuentes:

- Base de datos del BCRP, SBS, e información pública de empresas privadas.
- Información periodística que incluye el análisis de expertos en el tema de la burbuja inmobiliaria, así como información de otros países que tuvieron burbuja inmobiliaria para realizar las comparaciones.
- Información obtenida de trabajo de campo por contacto directo.

CAPÍTULO 2: LA ESPECULACIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO

La especulación es el motor de la burbuja, y consiste en generar una idea sobre un valor, y esta se propaga entre las personas de un mismo territorio. La especulación puede crecer, pero llega un momento en que esta se derrumba y puede afectar a todas las personas que la siguieron. Como en el caso del sector inmobiliario, la idea pasa a ser el precio de las viviendas, la cual aumenta con el tiempo, el ritmo de crecimiento se acelera pero sin bases fundamentales y sin regulación ni control de las finanzas, y llega un momento en que la idea pierde su valor al descubrirse el precio real de las viviendas, donde intervienen otros valores que descubren la realidad como la morosidad y la falta de liquidez bancaria, y estalla la burbuja.

Los autores que han profundizado el tema de la especulación son: Shiller (2013), Alvarado (2010), Gutiérrez, Hernán (2012), Orrego (2014), Ferguson (2010), Guevara y Parra (2013), entre otros. A continuación se profundizará sobre la Especulación en el Mercado Inmobiliario, utilizando casos donde hubo estallido de burbuja inmobiliaria, y cómo está la situación del sector en el Perú.

2.1. La Especulación

La burbuja y la especulación tiene una fuerte relación; la burbuja se alimenta de esta. Para el sector financiero, la especulación es el aumento del precio de un bien, y se convierte en burbuja cuando dicho precio aumenta de forma desproporcionada. También es un caso social debido a que son las personas, participantes del mercado, las que inflan la burbuja, eufóricos por los precios en subida y con expectativas de seguir creciendo, y finalmente generan la explosión al perder la confianza en el mercado (Gutiérrez Fernández, s.f.).

Para el caso social, Shiller lo explica como una epidemia social, la cual lo define así:

“Es el contagio de un paradigma o idea que tiende a generalizarse en la población en un momento y lugar determinado. En el caso de las burbujas la idea sería el optimismo, beneficios y expectativas positivas que puede traer un producto o sector de la economía en los mercados.”
(Coronel & Echeverría, 2012, pág. 88)

Lo que significa que, en el caso de la especulación, es el optimismo de los inversionistas que se contagia en una población. Por lo que el alimento de una burbuja especulativa es la idea de mayores beneficios antes expectativas positivas. Antes de pasar a los factores que retiran inversionistas de un mercado y generan que la burbuja estalle, se hará una explicación de los factores que llevaron al mercado inmobiliario a una crisis económica. Entre los factores más importantes podemos distinguir:

- a) Factores Económicos del estallido de la burbuja inmobiliaria:

Crecimiento del precio: Es el factor principal de toda burbuja, puesto que depende del comportamiento del precio el que los inversionistas se animen a invertir en el activo inmobiliario por dicho factor; la expectativa de un precio mayor despertará el interés a invertir. El comportamiento del precio puede variar positiva o negativamente, puede convertirse en un mercado riesgoso dependiendo de la volatilidad de estas, y ello será usado en el criterio de los inversionistas.

Según Orrego, los precios del metro cuadrado de viviendas de las áreas urbanas de Lima, Perú, entre los años 1998 y 2013, no se encontró evidencia que el precio esté desalineado con sus

fundamentos pese al crecimiento de esta; lo que quiere decir que variables como crédito hipotecario, ingresos reales e índices de costos de construcción, no están desalineados con el comportamiento del precio de viviendas. O en otras palabras, se justifica el incremento de precios por el comportamiento de las otras variables (fundamentales). El autor concluye que ante esta evidencia no hay burbuja inmobiliaria. (Orrego, Precios de viviendas en Lima, 2014). En este punto, aún no se puede afirmar la ausencia de burbuja puesto que no hay seguridad que los fundamentos estén cointegrados al precio de viviendas.

Shiller, por un medio de prensa, en el año 2013, señaló que se puede estar provocando una burbuja financiera que puede causar problemas económicos a nivel global, debido a que en varios países la bolsa de valores esté demasiado alta, así como la fuerte subida del precio de los inmuebles. Estados Unidos está en un auge del mercado accionario a pesar de la débil y vulnerable economía de ese país. En el párrafo anterior, el precio de viviendas estaba alineado con sus fundamentos. Sin embargo, Shiller señala que la economía de Estados Unidos está débil y vulnerable, por lo que se entiende que los fundamentos son débiles si en un mercado se están aumentando los precios como es el caso del mercado accionario, según señaló. (Robert Shiller, 2013) .Entonces, se entiende que el precio de un activo, al alejarse de sus fundamentos, es cuando empieza a formar una burbuja.

Créditos hipotecarios: Los cuales tienen intereses activos como todo crédito, con la diferencia que la garantía del deudor es su vivienda. Pero para originar una burbuja, la situación tiene que ser más compleja, por lo que se comenzará a explicar la primera condición para que la banca pueda actuar al punto de que la hipoteca genere burbuja especulativa hasta que esta reviente: la liberalización financiera. Gracias a dicha liberalización, los bancos de Estados Unidos, sin regulación, generaron créditos hipotecarios que llegaron a clientes que no podían pagarlos. Es a partir de aquí que nacen las “hipotecas subprime”, conocidos como activos tóxicos por su alta probabilidad de no ser pagadas, puesto que los clientes eran personas sin trabajo o sin ingresos. La razón era la facilidad para obtener un crédito hipotecario. (Ferguson, 2010)

Esta facilidad se originó cuando la Reserva Federal, redujo rápidamente las tasas de interés, de 6% a 1% en pocos meses, lo que produjo un abaratamiento del dinero, y fue aprovechado por los 8 000 bancos y agentes hipotecarios de Estados Unidos. (Alegria, 2013) sin regulación que les impida dar créditos altamente riesgosos de impago, la cantidad de estos fue en gran aumento, lo que generó después una deuda doméstica hipotecaria insostenible.

Bolsa de Valores: Para este tema, todo comienza con la titulación, la cual convertía un crédito hipotecario en un título financiero negociable. Por lo que los bancos podían, y lo hicieron, vender los créditos y deshacerse de los riesgos que implicaban. Los créditos *subprime* eran vendidos por los brókeres²⁷ a través de títulos llamados *Collateralized Debt Obligation* (CDO)²⁸. Las calificadoras de riesgo²⁹ se encargaban de brindar a los CDO calificaciones AAA, la más alta, por lo que los inversionistas podían confiar en el riesgo de la inversión la cual era elevada. Cabe recordar que a mayor riesgo, mayor rentabilidad o interés a favor de quien invierta en el activo. ¿Qué decisión tomaría un inversionista si se le presenta un portafolio con altos riesgos pero con calificación AAA?

²⁷ Agentes de bolsa, intermediarios en operaciones financieras o comerciales, que perciben una comisión por su intervención. (REAL ACADEMIA ESPAÑOLA, s.f.)

²⁸ Para los años 90', en Wall Street se ideó un nuevo tipo de títulos donde se reunían miles de títulos hipotecarios, créditos de tarjetas, deudas estudiantiles, préstamos para automóviles, entre otros. Habían distintos tipos de riesgo, por lo que se creó el CDO (*Collateralized Debt Obligation*) para ajustar el nivel de riesgo de cada cartera, y ofrecer seguridad a los inversionistas con la ayuda de las calificadoras de riesgo. (CÁNCER CAPITALISTA, 2008)

²⁹ “Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas constituidas con el objetivo exclusivo de calificar valores mobiliarios y otros riesgos (bonos soberanos, empresas, etc.) Esta figura se introdujo en el mercado de capitales con el objetivo de facilitar la toma de decisiones por parte de los inversores.” (En Que Invertir, s.f.)

Derivados financieros: Son un instrumento financiero que sirvieron a los inversionistas para protegerse de los riesgos. Pero terminaron siendo los detonantes de la crisis del 2008. Las compañías usaban el derivado financiero para gestionar el riesgo de los créditos. Este se categoriza en dos ramas: “*Single Name*” y “*Multi Name*”. Para el presente estudio solo se tomará en cuenta los *Multi Name*, más conocidos como CDO, debido a que este es el que toma popularidad en su mercado hasta estallar la burbuja, de 20% a finales del año 2004, hasta alcanzar el 43% en el año 2007. (GUEVARA TÉLLEZ y PARRA ABISAMBRA, 2013)

Los CDO (*Collateralized Debt Obligation*), son intereses por parte de activos que se titularizan bonos o papeles comerciales emitidos por corporaciones o países. Los gestores de los CDO adquieren un portafolio o cartera con cierta cantidad de activos que pasan por un vehículo especial³⁰ que titulariza cada bono y los segmenta. Por lo que los inversionistas, al diversificar su inversión, esperarán los rendimientos de cada activo y beneficios adicionales. A mayor sea el riesgo, mayor es el interés a favor del inversionista. Según los estudios de burbujas inmobiliarias que estallaron en la historia mundial, los factores que generan la pérdida de la confianza en el mercado son:

Deuda hipotecaria: La deuda doméstica hipotecaria de Estados Unidos tuvo un fuerte aumento al punto de ser insostenible. En el año 2001, la deuda alcanzó los \$4 651.78 miles de millones de dólares, y para el año 2008 alcanzó los \$10 561.62 miles de millones de dólares. Recordando sobre las hipotecas *subprime*, estas originaron que la deuda creciera y el mercado crediticio hipotecario se vuelva insostenible y altamente riesgoso. Para sustentar el aumento de la morosidad, cabe resaltar cómo funcionaron las tasas de intereses de los créditos hipotecarios.

Los créditos son de tres tipos: los de interés fijo, interés variable o ajustable (ARM), e interés híbrido. Los de interés fijo no tendrán variaciones en las cuotas por parte del banco; los de interés variable, por el contrario, sí tendrán variaciones en las cuotas, por lo que este tipo de préstamo era más barato que el fijo, pero podría llegar a ser más caro en el futuro por las variaciones que determine el banco (no se tomará en cuenta el híbrido para este trabajo) (Bank of America, s.f.). Por ejemplo, si una familia pagaba \$1 700 dólares como cuota, esta crecía \$2 000, \$2 300, \$2 700, y hacía más difícil de pagar a esa familia, por lo que pasaban a ser morosos hasta que el banco les quitase su casa. (Moore, 2009). Volviendo al asunto de la desregularización, a los bancos se les permitió generar estos créditos pese al peligro de que estos iban a aumentar la morosidad, así como se les permitió determinar las tasas de interés que hicieron.

Este es una cita de la página web de *Bank of America*, sobre el pago mensual ajustable:

Un ARM 5/1 podría proporcionarle pagos fijos bajos durante los primeros cinco años, pero deberá prepararse para la posibilidad de fluctuaciones de pago en cada año posterior. (Bank of America, s.f.)

Política monetaria:

En Japón, la política monetaria fue el detonante de la burbuja especulativa de su mercado inmobiliario en el año 1989. La creación de dicha burbuja fue similar a la de Estados Unidos: abaratando el crédito. Por lo que el gobierno japonés intentó desinflarla cambiando las tasas de interés de un promedio de 2.5% hasta en 6%, de manera abrupta, y haciendo más caro el crédito. El vez de desinflar la burbuja, esta estalló. (Castaño Bejarano & Vento Betancourt, 2008)

³⁰ SPV (Special Purpose Vehicle): Consiste en crear varias hipotecas y crear una compañía que se la propietaria de estos créditos, la cual cumplirá un propósito específico. (Diez Torca, 2010) “Compra las agrupaciones de préstamos a la entidad originadora (banco) y emite títulos negociables respaldados por los activos inmobiliarios que son posteriormente adquiridos por los inversores.” (Hernandez, 2012)

b) Factores psicológicos en el desarrollo de una burbuja:

Existen cuatro factores básicos psicológicos que influyen en los inversionistas ante una burbuja especulativa: (Doncel Pedrera & Sainz González, 2004)

- Exceso de confianza en la evolución del mercado: cuando los inversionistas esperan que sus expectativas sobre el mercado sean como estiman, por lo que pueden llegar a invertir más de sus capacidades.
- Optimismo: los inversionistas comúnmente no cuentan con los sofisticados modelos utilizados por economistas y analistas, por lo que les queda creer en el futuro de sus inversiones de manera positiva.
- Representatividad del pensamiento: debido a que los inversionistas no poseen los conocimientos o experiencias necesarias, basan sus decisiones en una inferencia obtenida con pocos datos y en base a un proceso de ensayo-error.
- Duración de las creencias: las personas tienden a desconfiar de la nueva información, con lo que le dan una menor importancia en comparación con la información inicial con la que tomaron su decisión de inversión. Es por esto que una inversión puede perdurar pese a las advertencias sobre el mercado.

2.2. Mercado Inmobiliario

El mercado inmobiliario es básicamente la oferta y demanda de inmuebles o activos inmobiliarios. Los inmuebles son aquellos objetos que no puede ser movidos o trasladados de su ubicación, puesto que son parte de ese territorio o están adheridos a este. Son de diferentes tipos: Residencial, Oficina, Hotel, Comercial y Suelo. Y son activos considerados bien raíz porque están unidos al suelo, y no pueden separarse, física o jurídicamente, de terreno donde se ubica., por lo que no pueden ser movidos o trasladados. (Definición, s.f.) En la presente tesis, solo se tomará en cuenta el tipo Residencial.

Los que componen el mercado inmobiliario son: lo compradores o demandantes de inmuebles, los vendedores u ofertantes de inmuebles, y el inmueble a comerciar. Por el lado de los compradores, pueden ser familias en búsqueda de una vivienda, empresarios que necesiten oficinas o almacenes, inversionistas que quieran vender su compra a un precio mayor o compren activos que le genere rentabilidad como acciones hipotecarias. Por el lado de los vendedores están los dueños de los inmuebles que desean vender o alquilar su bien, y los bancos que ofrecen las hipotecas como activos accionarios para los inversionistas.

La clasificación de los tipos de inmuebles son los siguientes:

- “Inmuebles por naturaleza: los inherentes al suelo (terreno, solar, etc).
- Inmuebles por incorporación: edificaciones en construcción.
- Inmuebles por destino: bienes muebles que vienen junto a un inmueble y que favorecen a este (utensilios de labranza o minería).
- Inmuebles por analogía: se llaman así las concesiones hipotecarias.
- Inmuebles por accesión: elementos que forman parte del inmueble pero que en sí mismos son muebles. Por ejemplo puertas y ventanas (en la fábrica son muebles pero instaladas en una casa se convierten en inmuebles).
- Inmuebles por representación: documentos que otorgan titularidad; por ejemplo la escritura de una casa a su propietario.”(Definición, s.f.)

La oferta del inmueble puede variar dependiendo de diversos factores. Para determinar el valor comercial del activo fijo se toman en cuenta:

- La oferta frente a la demanda. Si la demanda es mayor a la oferta, se genera un déficit habitacional y el precio del inmueble se incrementa. Y viceversa si la oferta es mayor a la demanda.
- Escasez de terrenos. Cuando en un territorio específico no cuenta con los suficientes terrenos para la demanda empresarial de inmobiliarios. Por lo que los terrenos suben sus precios, o se tiene que comprar viviendas construidas lo que aumenta el costo de terreno. Esta situación afecta al precio del inmueble. (RAMÍREZ, 2014)
- Impuestos sobre el activo inmobiliario que se da al comercializarlo. En el Perú se tiene la Alcabala, el cual se agrava a las transferencias de propiedad de bienes inmuebles. (Servicio de Administración Tributaria de Lima, s.f.)
- Expectativas a los precios futuros, o especulación de precios. Cuando se espera que los precios del bien se incrementen en el futuro, sosteniéndose de información del mercado o de especuladores.

La demanda del inmueble puede verse influenciado por los siguientes factores:

- Facilidad al crédito. Si el crédito hipotecario es fácilmente accesible, habrá mayor interés en acceder a dicho servicio para construir o adquirir una o más viviendas. A esto se puede sumar un reducido costo del crédito o la tasa de interés activa, pero este factor puede ser secundario o hasta ignorado según la experiencia de la crisis financiera de Estados Unidos del 2008.
- Política habitacional. Cuando el Estado, para impulsar al sector inmobiliario y construcción a favor de una población, difunde leyes que facilitan el acceso al crédito, reducen interés activo, o dan incentivos a los bancos para dar créditos.
- Crecimiento económico del país o región. Como variable macroeconómica, responde al crecimiento del sector inmobiliario de manera directa a través de la población; si hay crecimiento económico, la población tiene más posibilidades de adquirir una vivienda.
- Acciones de activos hipotecarios. Si las acciones de estos activos aumentan su valor, los inversionistas buscarán comprarlos, lo que impulsaría la facilidad para obtener crédito con el fin de aumentar de la cantidad de acciones de activos hipotecarios

2.3. Crisis en el Mercado Inmobiliario

Cuando se genera una crisis inmobiliaria, se debe retroceder a sus consecuencias para entenderla. Básicamente, y esto aplicó en todas las crisis de este sector en el mundo, todo empieza con la especulación de precios que es facilitado e impulsado tanto por el Estado como por el sector privado, y a continuación se infla la burbuja especulativa en el mercado inmobiliario hasta que esta estalle. Los temas a continuación son las tres crisis inmobiliarias más importantes que ocurrieron en el mundo en el siguiente orden: en Japón, España y Estados Unidos. No es cronológico, puesto que la crisis española comenzó después de la americana, porque se tratará desde la crisis más simple hasta la más compleja.

Crisis Inmobiliaria de Japón

Japón, después de la segunda guerra mundial, tuvo un auge económico debido a la industrialización de su economía. Es a partir de los años 80' en que son obligados a tener una mejor apertura comercial, y en el año 1987 empiezan a crear la burbuja inmobiliaria que los llevaría a su peor crisis económica desde el año 1945.

Antecedentes:

Después del año 1945, y el fin de la segunda guerra mundial, la economía de Japón estuvo gravemente dañada. En dicho año, la producción industrial no alcanzaba el 30% de la media del año 1935, y la producción agraria había descendido en un 60%. La falta de recursos energéticos ocasionó que, pese a que dos tercios del stock de maquinarias sobrevivieron a la guerra, estos recursos no funcionen adecuadamente. (DIPOSIT DIGITAL DE LA UB, pág. 15)

Japón industrializó su economía para salir adelante. La inversión en planta y equipo creció en un ritmo del 22% desde 1951 hasta 1973. Debido a la mano de obra barata en aquel entonces, ayudó a la productividad y competitividad del mercado, y a las exportaciones las cuales se convirtieron en el principal motor de la economía japonesa. (DIPOSIT DIGITAL DE LA UB, pág. 17)

El siguiente cuadro, a continuación, muestra el crecimiento de diversos sectores de la industria japonesa, teniendo como base el año 1953, hasta el año 1971:

Tabla 1. Japón: Índice de Producción y tasa de crecimiento, 1953-1971
(Índice de Año Base 1953=100)

Industria	1953	1961	1966	1971	Tasa de crecimiento (%) 1953-1971
Hierro y Acero	100	337	549	1 061	14
Maquinaria	100	516	923	2 490	20
Química	100	203	625	1 201	15
Petróleo y Carbón	100	404	841	1 927	18
Caucho	100	316	425	743	12
Papel y Pulpa	100	277	413	665	11
Textiles	100	211	316	464	9
Total Manufactura	100	311	522	1 057	14

Fuente: Elaboración propia.

Obtenido del informe de la Universidad de Barcelona (DIPOSIT DIGITAL DE LA UB, pág. 19).

Consultado el 03 de agosto de 2015.

En Octubre de 1973, aparece la primera gran crisis petrolera, acompañada de altos niveles de inflación en Japón, lo que obligó al país a estrechar la cooperación con las empresas privadas, y cambiar su política económica a más restrictiva. En 1975 y 1976, las exportaciones se convirtieron en el principal motor del crecimiento de Japón, representando el 74% del aumento del PBI entre los años 1973 y 1976. (Álvarez Falcón, 2011).

Es a partir de 1987 que la burbuja inmobiliaria empieza a crecer. Hubo muchos factores que determinaron el inicio de esta etapa de especulación:

- El valor de los terrenos y activos inmobiliarios empezó a crecer.
- Las acciones tuvieron aumento rápido de sus precios.
- La situación económica era estable y prometedora, lo que generó una fuerte expansión de su actividad.
- La política monetaria se mantuvo baja y flexible, lo que ayudó a la expansión del crédito.

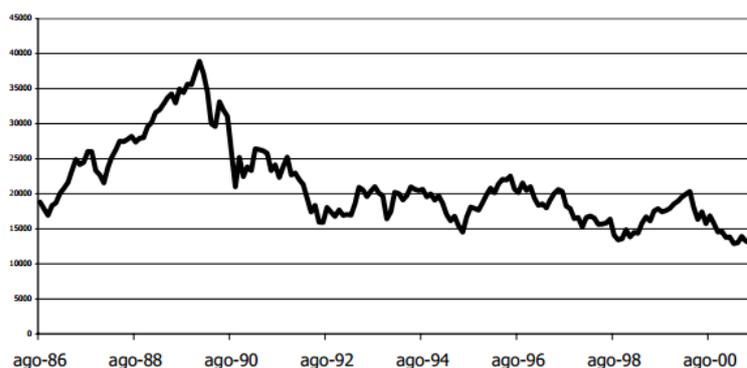
Estallido de la burbuja:

El índice Nikkei³¹ 225 de la bolsa de Tokyo tuvo un crecimiento de 13000 puntos en el año 1985, a 39000 puntos en el año 1989. Para este último año, la capitalización de acciones de Tokyo representó el 40% del total mundial. Tras el estallido de la burbuja, en el año 1990 se registró casi la mitad de puntos del año anterior. (Vilariño, págs. 2,3)

³¹ "El Nikkei-225 es el indicador bursátil japonés de referencia para los inversores de todo el mundo. El Nikkei se compone de 225 valores que cotizan en la Bolsa de Tokio. Se trata de un índice bursátil ponderado por precios, y no por capitalización." (INVERSIÓN Y FINANZAS, 2013)

Pero el estallido tuvo un culpable principal: el cambio en la política monetaria por parte del gobierno japonés. Este se dio cuenta que la situación dejó de ser manejable, y tomó una acción rápida y desesperada con la intención de calmar el mercado inmobiliario. Al subir el interés de manera abrupta, de un promedio de 2.5% a 6% entre los años 1988 y 1990, provocó el estallido de la burbuja inmobiliaria tras el desánimo de los inversionistas. (BOGAERT, 2010)

Gráfico 1. EL ÍNDICE NIKKEY, 1986 - 2000.



Fuente: Obtenido de "La larga crisis económica japonesa" de Vilariño. (Vilariño, pág. 3). Consultado el 03 de junio de 2015.

Un resumen de lo que significó esta crisis en el crecimiento económico de Japón: "Entre los años 1955-1972 con un crecimiento económico promedio anual del 10%. De 1975 hasta antes de la depresión (1990s) el crecimiento fue más moderado pero significativo con un 4%; finalmente a partir de 1990, el crecimiento se estancó a 1% de crecimiento." (Álvarez Falcón, 2011, pág. 9)

Crisis Inmobiliaria de España

Si bien la burbuja inmobiliaria española estalló en el año 2008, esta se desarrolló entre los años 1999 y 2005 al registrar un incremento del 117% del precio del metro cuadrado de las viviendas libres³². Entre los años 2006 y 2008 hubo una transición de precios debido al stock de viviendas sin vender, lo que originó que el precio se desacelere. Tras la crisis de Estados Unidos en el 2008, se restringieron los créditos de las entidades financieras, lo que originó el estallido de la burbuja. Los factores que originaron la burbuja inmobiliaria en España, a continuación, fueron conseguidos del artículo de la revista Análisis Financiero "La Burbuja Inmobiliaria de España: Una Comparación con el Mercado Inmobiliario de China", siendo los autores Ruiz y Zhang. (Ruiz Campo & Zhang, 2013)

- La elevada demanda:

Este factor tiene como base el crecimiento poblacional de España: del año 2001 al 2011, el aumento fue de 14%, que significa un total de 5'968,545 habitantes. Otro factor del crecimiento es la población extranjera residente en el país, quienes sumaron más de tres millones entre los años 2001 y 2011. Para tener una vista más detallada, se tomarán en cuenta dos rangos de edad: los que más requerimientos tuvieron por primera vivienda son de 20 a 35 años; los que tuvieron por vivienda de reposición³³ y segunda residencia son de 35 a 50 años. A esto, se suma

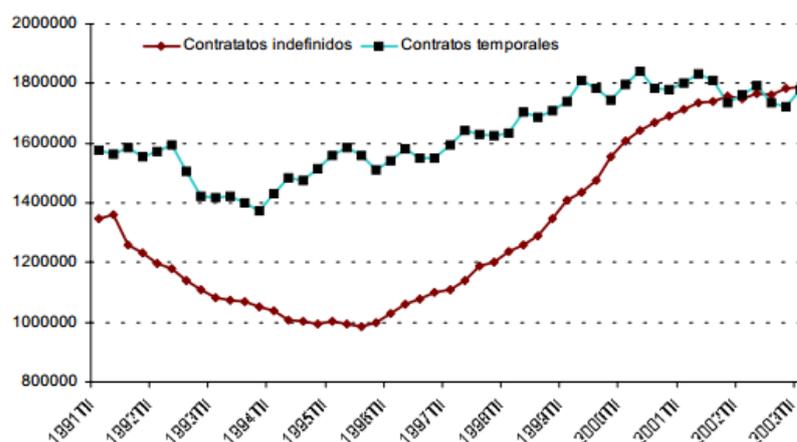
³² En España existen dos tipologías de vivienda: la VPO y la vivienda libre. Una VPO (Vivienda de Protección Oficial) tiene como característica principal que su precio es determinado por el Estado y las Comunidades Autónomas, y varía por la subida anual del Índice de Precios al Consumidor. Una vivienda libre es aquella que es promovida por la empresa privada y cuyo precio dependerá de las fluctuaciones del mercado. (VIVIR EN TOTANA, 2011)

³³ Es la vivienda que se adquiere tras la venta de una vivienda inicial. Por ejemplo, una familia se hace más grande o numerosa y necesita de una vivienda más grande, por lo que venden su actual propiedad y compran una más grande. Por lo que la vivienda antigua financia parte de la nueva. (Foro Consultores Inmobiliarios, 2015)

la renta disponible³⁴ que tuvo un gran crecimiento, siendo de 31,1% en precios constantes desde 1995 hasta 2002, con una media anual de crecimiento superior al 3,5%

La situación económica impulsó la demanda de vivienda. La generación de puestos de trabajo y estabilidad laboral hicieron que mejore la seguridad de los consumidores. Entre 1991 y 2003, el número de jóvenes entre 20 a 30 años de edad con contrato de trabajo indefinido aumentó en 433 000; mientras que los contratos temporales, 239 000. (ASOCIACIÓN DE PROMOTORES CONSTRUCTORES DE ESPAÑA, 2013, págs. 13,14)

Gráfico 2. NÚMERO DE CONTRATOS INDEFINIDOS Y TEMPORALES, 1991 – 2003.

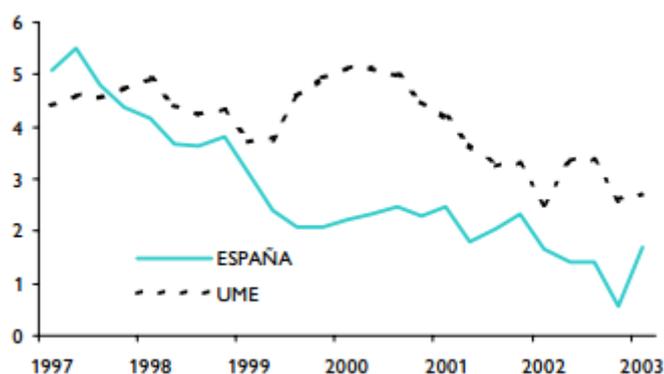


Fuente: Obtenido del informe "Estimación de la demanda de vivienda en España (2003-2008)". (ASOCIACIÓN DE PROMOTORES CONSTRUCTORES DE ESPAÑA, 2013, pág. 14). Consultado el 09 de junio de 2015.

- **La elevada accesibilidad al mercado inmobiliario:**

Cuando España accede a la unión monetaria europea, pierde la independencia para manejar su propia política monetaria. Y es que esta nueva política mantuvo por mucho tiempo el tipo de interés bajo, lo que alimentó el auge de crédito. Esto volvió a las financieras más líquidas y generosas al ofrecer créditos a las familias y promotores inmobiliarios. A finales del año 2002, los tipos de interés hipotecarios registraban mínimos históricos en términos reales situándose por debajo del 1%.

Gráfico 3. INTERÉS HIPOTECARIO DE ESPAÑA Y LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA, 1997 - 2003.



Fuente: Obtenido del informe "Estimación de la demanda de vivienda en España (2003-2008)". (ASOCIACIÓN DE PROMOTORES CONSTRUCTORES DE ESPAÑA, 2013, pág. 17). Revisado el 09 de junio de 2015.

La competencia entre los bancos generó estrategias de expansión territorial. Debido a la dificultad que encontraron para aumentar, e incluso para mantener, el volumen de negocio y beneficios, hicieron planes de expansión territorial agresivos, diversificando geográficamente el negocio bancario, y aumentando el mercado potencial.

³⁴ Es la parte de la renta nacional que queda disponible para las economías domésticas, para su consumo y ahorro. (Economía48, s.f.)

- **El entorno jurídico:**

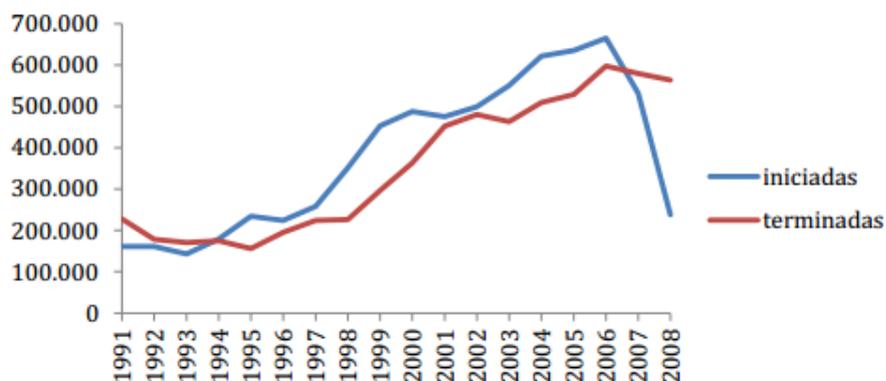
La Ley del Suelo del año 1998 se aprobó con el fin de liberaliza el suelo: a más suelo, más viviendas, y supuestamente bajarían los precios. “Se construían viviendas no porque fueran baratas sino porque eran caras y se tenían expectativas de que lo fueran aún más en el futuro.” Para aquel entonces, dicha afirmación tenía sentido puesto que el incremento de la oferta frente a una demanda todavía leve haría que el precio de vivienda baje. No se estimó que la mejora de la economía y la oportunidad para invertir en el sector inmobiliario incrementasen el valor de las casas. Por lo que se puede concluir que el mismo Estado propició la crisis del año 2008.

Para el año 2006, se intentó controlar la crisis aumentando el tipo de interés, lo que originó un suave aterrizaje. Sin embargo, la crisis de Estados Unidos del año 2008 terminó por contagiar la situación en España y provocó un aterrizaje duro. Los factores que determinaron la situación de crisis fueron tomados del documento de investigación de Montero Soler y Quaresima “Impacto socioeconómico de la burbuja inmobiliaria en Andalucía”. (Montero Soler & Quaresima, 2014)

- **La oferta de viviendas:**

La dinámica de la burbuja inmobiliaria española, con precios con tendencia al alza, provocó el incremento significativo del valor de la construcción y la edificación. Para el año 2008, la cantidad de viviendas por cada 100 habitantes fue de 53,85. (Serrano Martínez, 2011) Por lo que se deduce el incremento injustificado del número de viviendas. El cuadro a continuación muestra la caída del número de viviendas iniciadas de forma abrupta.

Gráfico 4. NÚMERO DE VIVIENDAS INICIADAS Y TERMINADAS, 1991 – 2008.



Fuente: Elaboración de Montero y Quaresima (Montero Soler & Quaresima, 2014, pág. 160), siendo la fuente original del Ministerio de Fomento. Consultado el 10 de junio de 2015.

“Las viviendas iniciadas cayeron un 20% interanual en 2007, un 52% adicional en 2008, y un 68% en 2009. El total de viviendas iniciadas el 2012, el peor año desde el colapso del sector de la construcción, fue apenas 50000, un 90% menos que en 2006.” (Abad Sánchez, 2013, pág. 10)

El siguiente cuadro muestra la evolución del parque inmobiliario, siendo la variable más resaltante “Viviendas por 100 h.”. Se puede concluir la injustificada oferta inmobiliaria impulsada por la especulación del precio.

Tabla 2. PARQUE INMOBILIARIO DE ESPAÑA, 1950-2009

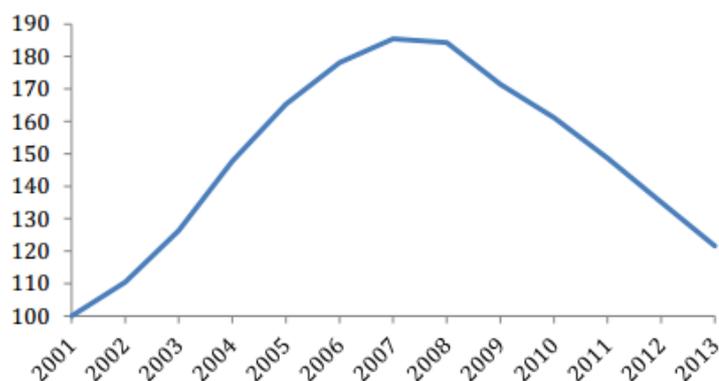
	TIPOS DE VIVIENDA						Total parque inmobiliario	Viviendas por 100 h.
	Principales		Secundarias		Vacías y otras			
1950	94,72	6 034 304	2,85	182 040	2,41	154 010	6 370 354	22,61
1960	88,24	6 935 785	3,29	259 355	8,45	664 118	7 859 258	22,53
1970	81,14	8 719 777	7,50	804 292	11,06	1 185 555	10 709 624	31,46
1981	72,53	8 944 159	15,32	1 890 288	12,13	1 496 205	12 330 652	32,72
1991	71,49	12 223 988	15,42	2 637 712	13,08	2 236 750	17 098 450	43,98
2001	70,10	14 583 377	15,97	3 323 127	13,91	2 894 986	20 801 490	50,92
2008	66,64	16 747 294	17,86	4 490 261	15,48	3 891 652	25 129 207	53,75
2009	67,65	17 000 000	17,39	4 400 000	14,96	3 900 000	25 300 000	54,32

Fuente: Elaborado por Serrano Martínez (Serrano Martínez, 2011, pág. 861), siendo la fuente original del Instituto Nacional de Estadística (de España). Consultado el 15 de junio de 2015.

- El precio de viviendas

La caída de la demanda influyó en la caída del precio de vivienda, generándose el ajuste de precios que diferencia el precio “inflado” al precio sin especulación o burbuja. “Entre 1997 y 2007, el precio medio de vivienda en España, en términos reales, creció a una tasa media anual acumulativa superior a 7%. En términos acumulados, el precio llegó a crecer casi un 120%, llegando a alcanzarse tasas de variación interanuales superiores a 17% en los momentos de mayor auge” (Abad Sánchez, 2013, pág. 9)

Gráfico 5. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE VIVIENDA EN TÉRMINOS REALES, 2001 - 2013.

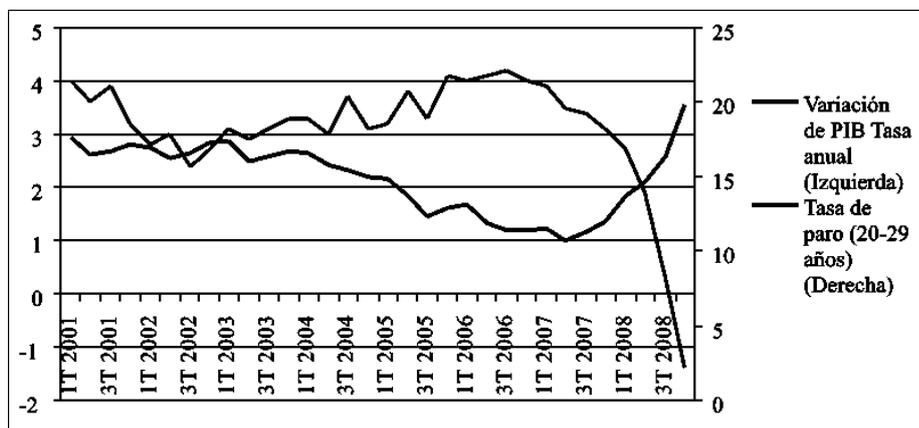


Fuente: Elaboración de Montero y Quaresima. (Montero Soler & Quaresima, 2014, pág. 163), siendo la fuente original de *The Economist*; OCED. Consultado el 15 de junio de 2015.

- Factores macroeconómicos:

La respuesta económica no se hizo esperar. Tras el estallido de la burbuja, y la crisis financiera, se involucró la situación económica dando como resultado una crisis más general. El factor más afectado fue el empleo (que será visto en los cuadros a continuación como variable de desempleo). Los jóvenes, quienes tuvieron un auge laboral, perdieron dicha situación tras la crisis:

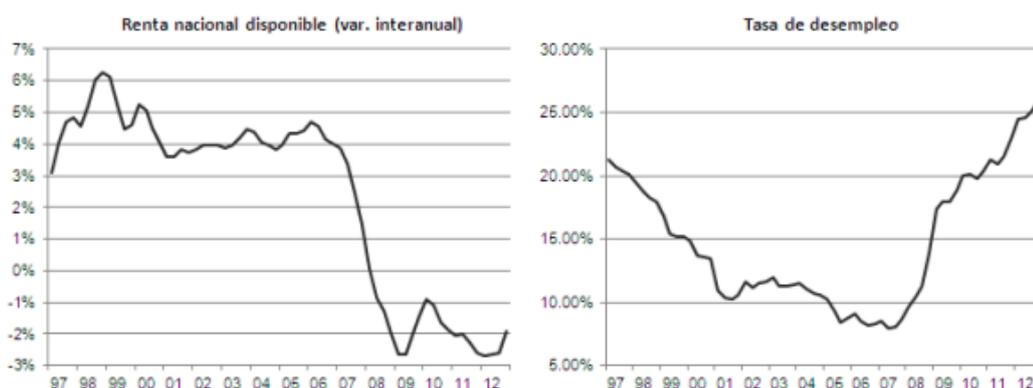
Gráfico 6. VARIACIÓN DEL LAS TASAS DE PIB Y PARO EN ESPAÑA, 2001 – 2008.



Fuente: Creación de Ruiz y Zhang (Ruiz Campo & Zhang, 2013, pág. 42). Consultado el 18 de junio de 2015.
Nota: "paro" es el desempleo.

Y el PIB fue la mejor prueba de la crisis económica producto de la burbuja inmobiliaria. Durante los años 1997 y 2007, el PIB de España creció en ritmo medio anual de 3,8%. Para el año 2008, el PIB alcanzó la cifra de 1.635 billones de dólares (USD); en el año 2009, 1499 billones de dólares; para el año 2010, 1.4316 billones de dólares. (Google Public Data, 2015)

Gráfico 7. RENTA NACIONAL Y TASA DE DESEMPLEO EN ESPAÑA, 1997 - 2012.



Fuente: Elaboración de Abad Sánchez (Abad Sánchez, 2013, pág. 11), siendo la fuente original del Instituto Nacional de Estadística (España). Consultado el 22 de junio de 2015.

Para el año 2007, el desempleo en España alcanzó la cifra de 1.76 millones; en junio del año 2008, 2.3815 millones; en junio de 2009, 4.1375 millones; y en junio de 2010, 4.6455 millones. (Google Public Data, 2013).

Crisis Inmobiliaria de Estados Unidos

Este es el caso más complejo y completo entre los tres países, porque empieza muchos años atrás, sigue un proceso con la ayuda del Estado y el impulso del sector financiero y privado, y aplica

teorías así como compromete más participantes en la creación de la burbuja y su estallido en el año 2008.

Con el fin de entender la crisis financiera e inmobiliaria de Estados Unidos, se comenzará explicando el motivo por el que se facilitó el crédito y se dio libertad a los bancos hasta que perdieron el control. La liberalización financiera tuvo como fin el dinamizar la economía con la ayuda del sector financiero, pero se convirtió en la razón de que los bancos impulsaran la burbuja por sobre los inversionistas y hasta la economía del país.

Liberalización Financiera:

Para que se dé una liberalización financiera, el Estado debe de desregularizar las finanzas. Y es aquí donde los bancos empiezan a tener mayor importancia al expandir sus funciones, y volverse en los incentivadores de la burbuja inmobiliaria del año 2008. En 1982, Reagan³⁵ promueve la desregularización que permite a los bancos a hacer inversiones riesgosas, e iniciando un proceso de desregularización de 30 años. Para finales de los años 90, se permitió a los bancos dejar de especializarse como comerciales, de inversión, o de depósitos, lo que les permitió hacer todo tipo de operaciones. En el año 1999, el congreso de Estados Unidos aprueba la Ley *Financial Services Modernization* ³⁶ que permitía a los bancos a fusionarse así sean bancos comerciales, de inversión y aseguradores, por lo tanto volverse en bancos más grandes. (Ferguson, 2010) Esto también permitió a los bancos de inversión prestar dinero a empresas cuyas acciones emitían, lo que generaba un conflicto de intereses. (Coronel & Echeverría, 2012) Para el año 2000, se aprobó la "Ley de Modernización de Futuros", la cual prohibía la regulación de derivados financieros.

Para definir los tipos de bancos, se citarán a continuación:

- Banco Comercial:

Históricamente se ha empleado el término comercial para diferenciar a un tipo de banca dedicada a financiar a particulares y empresas, sin participar en el capital de estas últimas. Con esta denominación se la distingue principalmente de la conocida como banca industrial, que además de financiar a las empresas, se caracteriza por participar en su accionariado. La banca comercial también suele realizar otros tipos de operaciones como las relacionadas con las tarjetas de crédito y débito, las transferencias, los avales o la intermediación bursátil. (Cantalapiedra Arenas, s.f.)

Los bancos comerciales más importantes de Estados Unidos: Bank of America, Citigroup, bank of the West, The Bank of New York Mellon, East West Bank, PNC Financial Services, U.S. bank, Wells Fargo.

- Banco de Inversión:

La banca de negocios o inversiones hace referencia al segmento dentro de la banca especializado en obtener fondos para proyectos concretos de inversión o de financiación global de sus clientes, mediante la emisión y venta de valores de renta fija y variable en los mercados de capitales.. (Cantalapiedra Arenas, Expansión, s.f.)

Los bancos de inversión más famosos de Estados Unidos son: Bank of America, Barclays, Citigroup, Credit Suisse, Cathedral Group, Deutsche Bank, Goldman Sach, HSBC, JPMorgan Chase, Morgan Stanley.

- Banco de depósitos: Son aquellos bancos que brindan servicios de seguros contra problemas que afecten la salud del cliente y su propiedad, de forma involuntaria como es el caso de un

³⁵ Presidente de Estados Unidos en el periodo del año 1981 al año 1989.

³⁶ También conocida como la ley "Gramm-Leach-Bliley Act, que reemplazó el 12 de noviembre de 1999 a la ley "Glass-Steagall", y permitió la creación de Citigroup y la integración financiera. (Perossa, Díaz Uberman, & Waldman)

accidente. El cliente, o asegurado, paga por el servicio, generalmente por medio de mensualidades, y recibe el servicio una vez tenga el problema que cubra el seguro. (Banco de Seguros del Estado, s.f.). Los bancos de depósitos o seguros más famosos en Estados Unidos son: HSBC, U.S. Bank, Associated Bank, M&T Bank, Standard Bank, Capital One.

Antes de la liberalización financiera, el banco podía ser solo de un tipo. Cuando esta se da, empezaron a volverse en dos tipos, a acceder a más funciones, y a crecer. Esto no sería malo si no fuera porque ahora un banco, que puede prestar e invertir el préstamo en una cartera, está sin control o desregularizado.

La crisis anterior a la crisis inmobiliaria: la burbuja DotCom.

Burbuja *Dot Com*, es la crisis financiera originada por empresas vinculadas a Internet. Su valor en la bolsa tuvo un auge entre los años 1997 y 2001, hasta que la burbuja estalló debido a la baja sostenibilidad de estas empresas. Fue la confianza de los inversionistas a este nuevo rubro lo que infló su burbuja especulativa, por expresar innovación y valerse del Internet para que sean vistos como las empresas del futuro.

La Nueva Economía, llamada así al sector vinculado al Internet, consistía en brindar una nueva opción más rápida y fácil para hacer negocios y satisfacer al usuario con algunos servicios comunes. Por ejemplo, el servicio de búsqueda de *Yahoo* permitía al usuario poder buscar información por internet con la ayuda de su página web; esta página contenía publicidad que pagaban las empresas a *Yahoo*, y esta ofrecía diversos servicios gratuitos como el de búsqueda y el de correo electrónico. Para el año 2001, el ingreso por publicidad de las empresas *Dot Com* disminuyó, mostrando lo inestables que eran. (G. Keat & Y. Young, 2004)

La inestabilidad de estas empresas tenían las siguientes razones:

- Empresas con el mismo plan de negocios, como *Google* y *Yahoo* como páginas web de búsqueda. Esto provocó que muchos servicios cerrasen o fusionasen.
- Su estrategia riesgosa era el de obtener una gran masa de clientes, gastando en publicidad y sin tener ingresos, para crear una marca fuerte y luego cobrar tasas por sus servicios. Era un crecimiento por sobre las utilidades.
- Se pensó que el cambio cultural al uso de internet iba a favorecer a estas empresas. (Doncel Pedrera & Sainz González, 2004, pág. 132)

Sin embargo, los inversionistas vieron el auge de las empresas **Dot Com** como una oportunidad, generándose una especulación del valor de estas en el mercado accionario. En un ambiente de entusiasmo, la burbuja *Dot Com* hasta llevar a *Nasdaq* a los 5132 puntos en marzo del año 2000. El ingreso por acciones hizo que estas empresas tuvieran recursos para continuar con su estrategia. (Sevilla, 2013). Los inversionistas, al darse cuenta que la Nueva Economía no obtenía la rentabilidad adecuada a su valor en bolsa, y el riesgo que implicaban, vendieron sus acciones de forma masiva, generando un pánico entre los inversionistas y provocando el estallido de la burbuja. Fue para el año 2001 que la burbuja se desinfló rápidamente, y muchas empresas *Dot Com* cerraron debido a que ya no contaban con financiamiento.

Gráfico 8. ÍNDICE NASDAQ, 1994 – 2004.



Fuente: Obtenido de Economipedia. (Sevilla, 2013). Consultado el 04 de julio de 2015.

El escenario previo a la crisis financiera del año 2008

En el sistema antiguo, cuando el deudor pagaba la hipoteca, dicho dinero iba su prestamista local; el riesgo por morosidad era asumido por el prestamista o banco. En el nuevo sistema, el prestamista vendía las hipotecas a bancos de inversión, quienes creaban carteras, algunas de ellas llamadas CDO (Collateralized Debt Obligation), para venderlas a los inversionistas. Entonces, cuando el deudor pagaba la hipoteca, el dinero iba a inversionistas en todo el mundo. (Ferguson, 2010)

Los derivados financieros son productos cuyo valor depende de otro valor de un bien denominado subyacente. Este producto subyacente puede ser otro producto financiero como acciones o instrumentos de deuda, así como bienes como productos agrícolas o petróleo. Es por esto que se les llama derivados, puesto que el valor de estos productos derivan del valor del activo subyacente al que representan. (SUPERINTENDENCIA DE BANCA. SEGUROS Y AFP, s.f.)

A continuación, los tipos de instrumentos de derivados:

Tabla 3. INSTRUMENTOS DE DERIVADOS.

Forwards	Son contratos privados pactados directamente por las partes, donde se establece la obligación de comprar/vender un bien o activo en una fecha futura, fijando hoy el precio y otras condiciones. En este sentido, las partes están expuestas a un riesgo de contraparte respecto a la ejecución del contrato
Futuros	Son contratos derivados, en los que existe la obligación de comprar/vender un bien en una fecha futura (en este sentido se parecen a los forwards), sin embargo, aquí la transacción no se hace directamente entre los agentes sino que los futuros se negocian a través de un mecanismo centralizado de negociación quien actúa como contraparte en todas las operaciones
Opciones	Son contratos en el que se establece el "derecho" mas no la obligación de comprar/vender un activo "subyacente" en una fecha futura, en este sentido proporciona la "opción" a quien la adquiere (quién vende la opción, por ende, si está obligado a cumplir el contrato una vez que se solicita su ejecución por el contratante).
Swaps	Al igual que los forwards, son instrumentos personalizados en el cual se establece

	el intercambio periódico de flujos o activos. Es realizado principalmente por inversionistas institucionales y es posible encontrar bancos y firmas de corretaje que actúan activamente como contrapartes en este mercado. Los tipos de swap más utilizados se constituyen sobre tasas de interés y sobre monedas.
--	--

Fuente: elaboración propia.

Por el tipo de valor subyacente (ActiBva, s.f.), los derivados son de los siguientes tipos:

TABLA 4. TIPOS DE DERIVADOS.

Derivados de tipo de interés	son aquellos derivados en los que su valor depende de tipos de interés. Un ejemplo es in interest rate swap o un basis swap. Estos derivados se suelen utilizar para protegerse de variaciones o exceso de exposición a un tipo de interés. También se aceptan para aprovechar las variaciones del mismo, especialmente si creemos que los tipos van a subir y tenemos nuestras inversiones a tipo fijo
Derivados forex	son aquellos que intervienen el tipo de cambio de moneda. En este tipo de derivados, se suelen hacer opciones o futuros sobre una moneda distinta a la propia o incluso con dos monedas ajenas, por ejemplo una opción de compra de reales brasileños con libras esterlinas ejecutada por un banco en Tokio
Derivados sobre "equities y commodities",	son derivados cuyo valor depende de un activo intercambiado en los mercados de valores, por ejemplo acciones o bonos. No obstante también se suelen ver opciones sobre materias primas, como por ejemplo petróleo u oro. Tenemos opciones, futuros o warrants como los más comunes
Derivados de crédito	son derivados que se refieren al riesgo de un crédito o un bono. Últimamente, se habla mucho de ellos con la crisis de la deuda soberana y el valor de los Credit Default Swap apareciendo en las noticias. También son conocidos los CDOs que se utilizan para garantizar créditos

Fuente: Elaboración propia.

El trabajo actual se centrará en los derivados de créditos, puesto que las hipotecas *subprime* son créditos hipotecarios con los que se trabajaron este tipo de derivados, creándose las CDO que generaron carteras de muy altos riesgos, que fueron vendidas a inversionistas. Las CDO son un tipo de *Asset-Backed Security*³⁷, activos donde se titularizan papeles comerciales o bonos emitidos por corporaciones o países. En el siguiente gráfico, se resume la forma en que se crea una CDO a partir de activos financieros:

Los bancos de inversión pagaban a las calificadoras de riesgo para que calificaran a las CDO. La mayoría de estas resultaban con la calificación más alta AAA. Un activo altamente riesgoso, pero con tan alta calificación, tenía todas las características para tener una alta demanda por parte de los inversionistas, y lo tuvo. Pero el problema, bajo este sistema, comienza cuando a los prestamistas ya no les importaba si el deudor pagaba su deuda, por lo que empezaron a correr más riesgos. Es cuando la calidad de la hipoteca ya no tenía importancia, y dio origen a las "hipotecas *suprime*". Estas se combinaban en las carteras CDO, recibiendo la más alta calificación de las calificadoras de riesgo. (Ferguson, 2010)

Las calificadoras de riesgo:

³⁷O ABS, en español Bonos de Titularización. Es un título valor que es respaldado por una determinada cartera de activos: bonos, hipotecas, tarjetas de crédito, préstamos de automóviles y de otro tipo de instrumentos financieros. (Gómez Martín-Aragón, s.f.)

Las calificadoras son empresas privadas que califican tanto activos como organizaciones, dando una calificación según su evaluación. La importancia de una calificación radica en la confianza que da al mercado. Si dos empresas de un mismo mercado, por lo tanto competidoras, reciben dos calificaciones distintas, la mayor significará más confianza en sus productos o servicios, y dicha empresa puede usar su calificación como publicidad para buscar la confianza de los consumidores. De la misma forma ocurre con las carteras financieras, las cuales son calificadas y ofrecidas a los inversionistas. Las calificadoras más importantes en la época de la crisis del 2008 fueron: *STANDARD & POOR'S*, *Fitch Ratings* y *Moody's*.

Sin embargo, estas calificaciones no son sobre los méritos de las inversiones; lo que quiere decir, que las calificadoras no recomiendan ni buscan la conveniencia del inversionista por medio de sus calificaciones, sino se refieren a un aspecto de decisión de inversión³⁸, así como la opinión de esta. Por lo que los inversionistas deben de tomar toda la responsabilidad de sus inversiones, teniendo la reputación de la inversión como referente. (STANDARD & POOR'S, s.f.)

La política monetaria:

Otra causa que atribuye a la crisis financiera del 2008 fue el relajamiento de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos. La FED³⁹ disminuyó su índice referencial hasta el 1% a mediados del año 2003, y mantuvo estabilidad hasta mediados del 2004. Esto abarató el dinero y provocó que los bancos aumenten el número de créditos.

El estallido de la burbuja inmobiliaria

Según Soros, el estallido de la crisis económica de 2008 comenzó en agosto de 2007, cuando los Bancos centrales tuvieron que intervenir para proporcionar liquidez al sistema bancario. (Soros, 2008) Este rescate no impidió que el problema se extendiera, y para el 15 de septiembre de 2008 el banco de inversión *Lehman Brothers* se declaró en banca rota, iniciando el estallido de la burbuja financiera. Los precios de los activos se desplomaron, lo que influenciaba en el precio de las viviendas. Si una familia estaba endeudada con un crédito hipotecario, prefería dar la casa al banco a pagar la deuda, puesto que el valor de esta era menor que el crédito. A esto, se originó el *default*

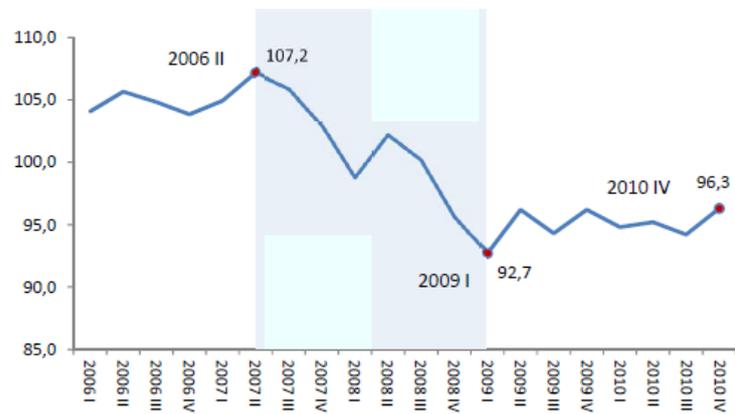
, lo que ocasionó grandes pérdidas a los bancos. Lo que continuó fue el colapso de las carteras de los bancos de inversión a nivel mundial, por lo que la crisis de Estados Unidos alcanzó a muchos países desarrollados, especialmente en Europa y Japón. (Alegría, 2013)

La evolución del precio de las casas en Estados Unidos tuvo el siguiente comportamiento que demuestra el auge y la caída del valor de estas entre los años 2007 y 2009.

Gráfico 9. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS, 2006 – 2010.

³⁸ La calidad crediticia.

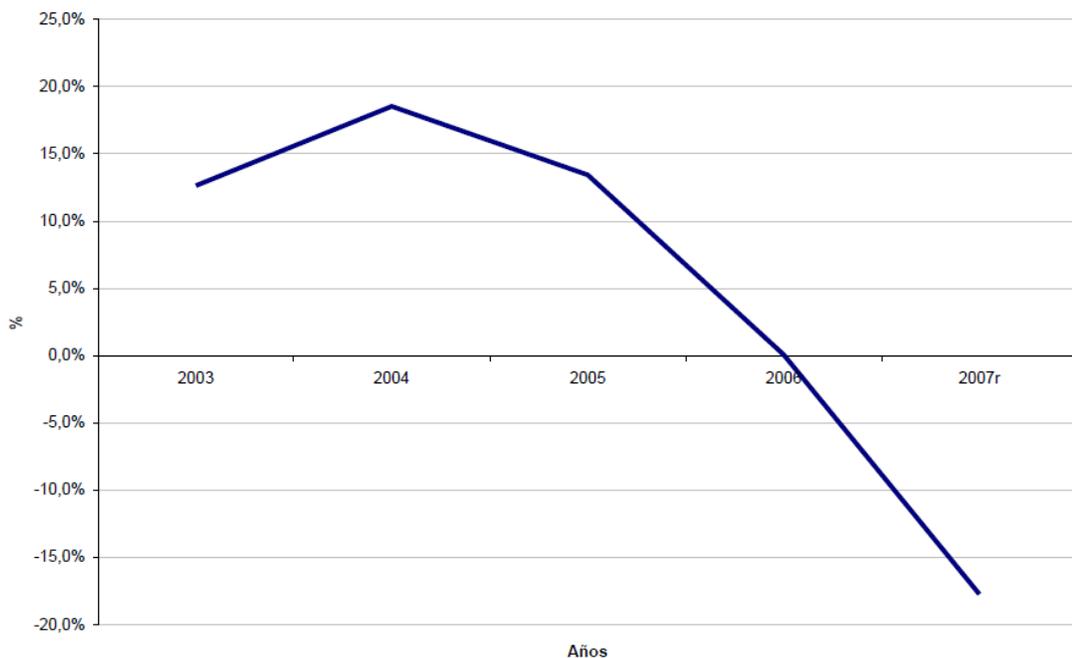
³⁹ Federal Reserve System.



Fuente: Elaborado por Coronel y Echeverría (Coronel & Echeverría, 2012). Consultado el 16 de julio de 2015.

El siguiente grafico muestra la Inversión y Valorización de las viviendas entre los años 2003 y 2007:

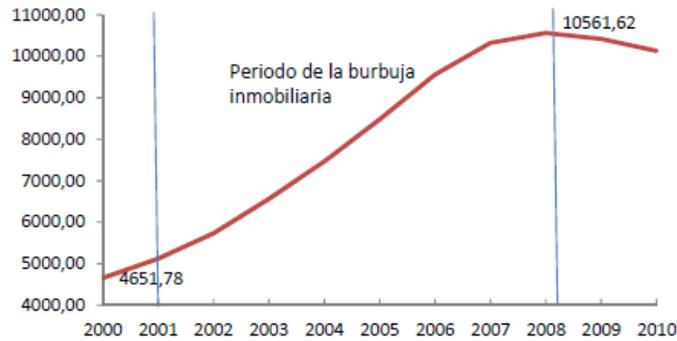
Gráfico 10. COMPORTAMIENTO DEL INDICADOR DE INVERSIÓN Y VALORIZACIÓN DE VIVIENDAS, 2003 – 2007.



Fuente: Elaborado por Castaño y Vento (Castaño Bejarano & Vento Betancourt, 2008), siendo el original de U.S. Census Bureau. Consultado el 16 de julio de 2015.

La deuda doméstica hipotecaria tuvo un crecimiento acelerado hasta llegada la crisis. La facilidad de crédito y el aprovechamiento de la burbuja por parte de los bancos provocaron este crecimiento insostenible. El siguiente cuadro muestra el comportamiento de la deuda doméstica hipotecaria entre los años 2001 y 2008.

Gráfico 11. DEUDA DOMÉSTICA HIPOTECARIA, 2000 - 2010 (en miles de millones de USD\$).



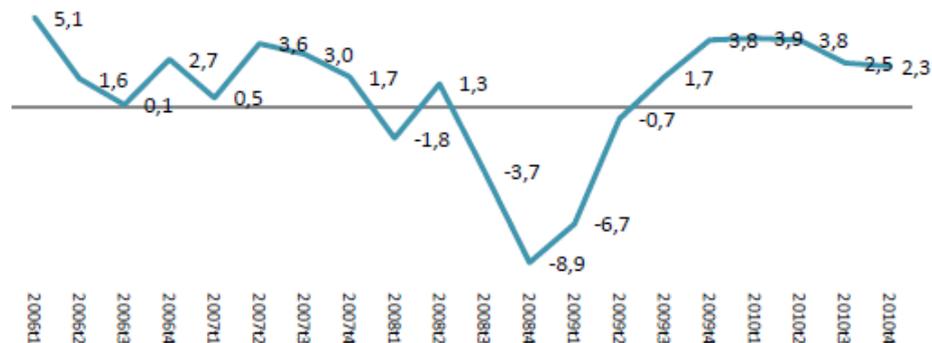
Fuente: Elaborado por Coronel y Echevarría (Coronel & Echeverría, 2012, pág. 73), fuente original de Board of Governors of the Federal Reserve System. Consultado el 16 de junio de 2015.

Consecuencias de la crisis financiera⁴⁰

Después del estallido de la burbuja, la crisis afectó a Estados Unidos más allá del sector financiero, convirtiéndose en una crisis económica. Esto quiere decir que la crisis alcanzó un área mayor, siendo el económico donde están las variables macroeconómicas y factores de crecimiento más importantes. Los factores a revisar serán el PBI Real, la Inversión, Índice de Producción, Ahorro Privado, y Desempleo..

El PBI Real: Se obtiene deflactando al PBI nominal para no contar con las distorsiones causadas por la inflación. A partir del año 2006, la economía de Estados Unidos presentó un paulatino decrecimiento. Pero es a partir del año 2007, en el cuarto trimestre, que se transmite la crisis financiera a la economía real. Para el año 2008, cuarto trimestre, se puede ver el año más agudo de la crisis.

Gráfico 12. COMPORTAMIENTO DEL PBI REAL, 2006 – 2010.



Fuente: Elaborado por Coronel y Echevarría (Coronel & Echeverría, 2012, pág. 84), siendo la fuente original de U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis. Consultado el 17 de junio de 2015.

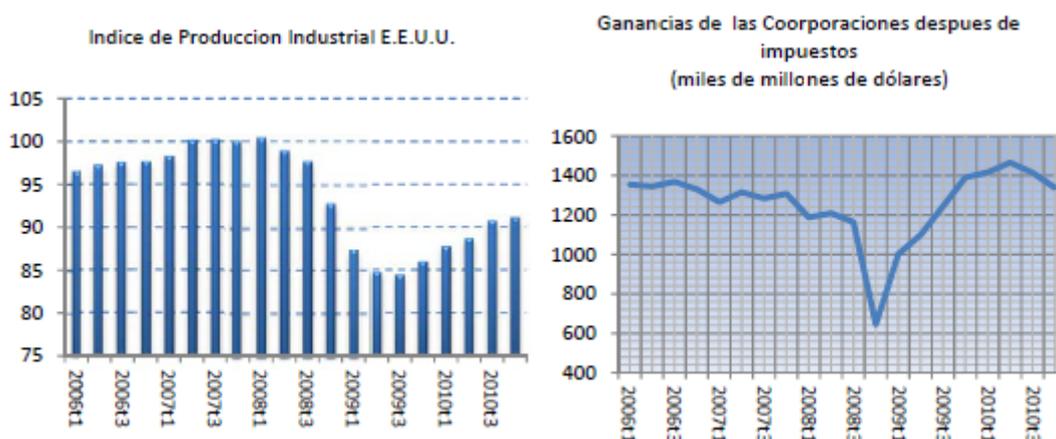
La Inversión: El periodo de crisis significó un decrecimiento en la inversión de Estados Unidos, tanto por parte de las empresas nacionales como por los hogares e instituciones. Hasta el segundo trimestre del año 2007, el crecimiento de la inversión fue del 5%, y continuó decreciendo hasta el -18% en el primer trimestre del año 2009.

⁴⁰ La información es tomada de la tesis "EL DESEMPEÑO DE LA ECONOMÍA EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, EN EL PERIODO 2006 – 2010 Y SU CRISIS A PARTIR DEL 2008", de Coronel y Echevarría

Índice de Producción

Durante los años 2003 al 2006, los beneficios de las corporaciones crecieron 10% en promedio anualmente. Sin embargo, a partir del año 2007 se empieza a evidenciar los síntomas de la crisis económica de Estados Unidos: las 30 empresas que conforman el Dow Jones bajaron sus beneficios un -19% en el año 2007 con relación al 2006. Para el año 2009, en el primer trimestre, la caída alcanzó el -51% de crecimiento.

Gráfico 13. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y GANANCIAS DE LAS COORPORACIONES DESPUÉS DE IMPUESTOS EN ESTADOS UNIDOS, 2006 – 2013.



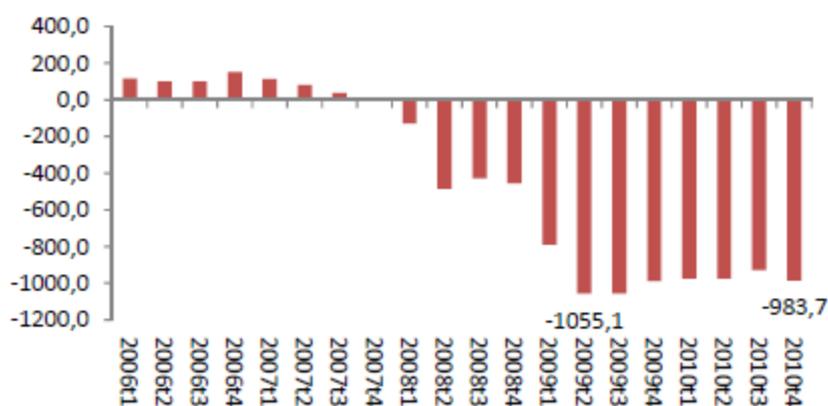
Fuente: Elaborado por Coronel y Echevarría (Coronel & Echeverría, 2012, pág. 87), siendo la fuente principal de U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis. Consultado el 17 de julio de 2015.

Las pérdidas de la producción industrial y de las corporaciones se vieron reflejadas en el ingreso anual de los Estados Unidos, el cual pasó de 12724.9 millones de dólares (USD) en el segundo trimestre del 2008, a 12035.7 millones de dólares (USD), que significa una reducción del 5%.

Ahorro Privado

La economía de Estados Unidos pasó por un proceso de desahorro que comenzó en el primer trimestre del año 2008, siendo la cifra más baja alcanzada en el segundo trimestre del año 2009 con una cifra de -1 055.1 millones de dólares (USD). Esto se interpreta como un comportamiento de gastar más de lo que ingresa por parte de los ciudadanos americanos, siendo su financiamiento el endeudamiento.

Gráfico 14. AHORRO PRIVADO EN ESTADOS UNIDOS (EN MILLONES DE USD \$), 2006 – 2010.



Fuente: Elaborado por Coronel y Echevarría (Coronel & Echeverría, 2012, pág. 88), siendo la fuente principal de U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis. Consultado el 18 de julio de 2015.

2.4. Situación del Mercado Inmobiliario en el Perú

El mercado Inmobiliario en el Perú tuvo un importante crecimiento en los últimos 10 años. La construcción creció debido a la demanda de inmuebles actual. Sin embargo, en el año 2013 se registró una caída en las ventas de inmuebles debido a las nuevas políticas para frenar una posible burbuja. Esto no ha retirado la posibilidad de que se esté formando una burbuja inmobiliaria en el Perú, puesto que el sector sigue creciendo y los valores siguen aumentando. Para este tema se estudiarán los 3 sectores vinculados al mercado inmobiliario y la actual situación de cada una. Cabe señalar que el sector tomado en cuenta en este tema es el de las clases socioeconómicas C, D y E, de ingresos bajos y altamente riesgosos para los bancos.

2.4.1 SECTOR INMOBILIARIO⁴¹

SITUACIÓN PREVIA:

La presente tesis tomará la información a partir del año 2001. Para ese entonces, se tenía un escenario muy diferente al actual debido a las dificultades sobre el mercado inmobiliario, así como el dinamizarlo. Los factores que dificultaron al sector inmobiliario poder crecer.

- La falta de títulos de propiedad: Situación que limita la oferta de predios, en especial si se trata de AA.HH. donde los reglamentos limitan la oferta restringiendo el traspaso de la propiedad solo a familiares, así como la prohibición de su venta para evitar tráfico de terrenos.
- Ingresos de supervivencia: Debido a la situación económica de muchas familias, las cuales representaron una población adversa al riesgo. Si ellos vendían sus predios para iniciar algún negocio u otras actividades, había el temor de no poder volver a comprar su vivienda por lo que retrocedían en dicha decisión. Caso contrario ocurría con las familias con excedentes de ingreso.
- Baja capacidad de ahorro: Ligada a las familias de bajos ingresos económicos, los cuales también tienen cargas familiares fuertes para su capacidad. Por lo que la posibilidad de reunir la cuota inicial para adquirir un crédito de vivienda, o la compra de un terreno para construir la vivienda, son a largo plazo. Para las entidades financieras, esto significa baja capacidad de pago, por lo tanto una dificultad para darles crédito.
- Costumbres y tradiciones de la población: Las cuales provienen de sectores urbano-marginales donde hay predisposición a vivir cerca de familiares y amistades. Por ejemplo, donde toda la

⁴¹ "Estudio Cualitativo del Mercado Inmobiliario Urbano Marginal" del Instituto Cuanto. (Instituto CUANTO, 2001)

- vecindad se conoce, y por ello participan en diversas actividades sociales y deportivas. Este arraigo familiar en sus barrios dificulta la disponibilidad para vender sus propiedades.
- Dificultad para acceder a financiamiento: debido al factor riesgo que representaba la población debido a la inestabilidad de sus ingresos, por ejemplo la informalidad, así como las empresas en las que laboraban que podían tener problemas financieros. Por el lado del cliente, este no podía acceder al crédito debido a las altas tasas activas.
 - Informalidad: viene de la actividad económica informal, como una MYPE o un negocio personal, por ejemplo un negocio ambulatorio. Los bancos solicitan información de los ingresos del cliente para que acceda a algún crédito, pero las empresas informales no acostumbran dar documentos que prueben los pagos a su empleado.
 - Heterogeneidad: observada en las viviendas puestas en venta en los mercados urbanos marginales, es un limitante para un aumento en las transacciones en este. Se manifiesta en la falta de estandarización de los predios construidos, y esta falta de estándares responde a la combinación de bajos ingresos, costumbres, informalidad y ausencia de programas del Gobierno.” Se entiende entonces que la ausencia de información y estandarización genera heterogeneidad.

Características de la demanda

Las características de la demanda serán tomadas del “**Estudio Cualitativo del Mercado Inmobiliario Urbano Marginal**” del Instituto Cuanto (Instituto CUANTO, 2001, págs. 8-14) las cuales están debidamente planteadas.

- Variables y agentes:
Existen dos tipos de demandas: demanda de vivienda, expresada a través de personas naturales; y, demanda de locales comerciales. Un aspecto importante que se debe tomar en cuenta son los muchos casos donde la demanda de vivienda puede ser también para el local comercial, y viceversa. Estas características están tomadas en cuenta en el siguiente cuadro del Instituto Cuanto:

Tabla 5. LAS VARIABLES Y SU GRADO DE IMPORTANCIA SEGÚN AGENTES

Variables \ Agentes	Personas naturales	Comerciantes
600<Ingreso<=1,100 soles	En promedio	Ligeramente superior
Seguridad	Importante	Importante
Estatus	Relativamente importante	Poco importante
Factores ambientales asociados a salud	Relativamente importante	Poco importante
Acceso a Financiamiento	Limitado	Sí
Zona consolidada	Relativamente importante	Muy importante
Título de Propiedad	Importante	Indiferente
Factores culturales (familia, amigos, etc)	Importante	Indiferente
Intermediarios	Rol Limitado	Rol Limitado

Elaboración propia.

Fuente: Obtenido de “**Estudio Cualitativo del Mercado Inmobiliario Urbano Marginal**” del Instituto Cuanto (Instituto CUANTO, 2001, pág. 9). Consultado el 27 de julio de 2015.

Instituto Cuanto explica que la demanda de vivienda tiene como principal característica que los principales agentes son familias de los NSE4 bajo y muy bajo pobre, que desean el predio para vivienda en la forma de lotes de terreno. Estas familias en su mayoría de procedencia provinciana, se caracterizan

por un nivel sociocultural bajo y de escasos ingresos económicos cuyo rango fluctúa entre S/ 600 a 1,100 y por tanto, con capacidad de ahorro casi nula.”

Por lo que la demanda está principalmente en el sector de bajos recursos, pero esta es poco atractiva para los créditos y por lo tanto se convierte en una demanda insatisfecha. En capítulos posteriores se explicará la solución a este sector socioeconómico, la cual continúa hasta la fecha con un ligero cambios de características.

- Títulos de propiedad: El precio de un predio para vivienda está determinado principalmente por la ubicación, extensión y tenencia de los servicios públicos básicos. El título de propiedad se valora desde un contexto de seguridad más que un como un factor aumente el valor de esta. “De tal manera que solo algunos reconocen que se puede pagar entre un 20% a 30% más por un predio que cuente con título de propiedad respecto aquel que no lo posea”. También está el caso del costo por tramitar dicho título. Y como nivel de garantía, “el título de propiedad es exigido por ser el único documento que acredita y legítima la propiedad”.
- Acceso a los créditos y fuentes de financiamiento la demanda de predios mayormente es una demanda derivada, requiere que los agentes económicos tengan acceso al crédito formal e informal. “Esto se justifica en el hecho que el nivel de ahorro de la población es muy bajo y la solución de compra pasa por acceder a dichas fuentes, más aún si se quiere mercados dinámicos, en donde los créditos hipotecarios y las letras hipotecarias juegan un rol muy importante”. Pero la situación real no funciona de esa manera. Y es porque el acceso al crédito requiere de criterios de calificación que establecen las financieras, así como las condiciones que reúnen los agentes de la demanda. Por lo que el título de propiedad permite acceder, de forma básica, a los créditos hipotecarios y en otro tipo de créditos como el personal, para comerciantes y pymes, que permite aumentar los montos del préstamo. “Sin embargo, el criterio principal de calificación en las financieras para la aprobación de créditos es la capacidad de pago demostrada que unida al Título de Propiedad permiten el acceso al financiamiento.” Es por ello que el Estado, en el periodo del gobierno del ex presidente Toledo, planteó dar solución a estos dos factores a favor de los sectores socioeconómicos bajos (C, D y E) que se verán en capítulos posteriores.
- Precios de los predios: el precio es importante para la compra de un predio, el mismo que varía en los Conos de Lima. El Instituto Cuanto explica que “en el Cono Norte y en El Agustino (Cono Centro), según reportan los entrevistados que habitan en estas zonas, el precio de los terrenos sobrepasa el valor de los otros Conos investigados, de tal manera que por un lote de aproximadamente 120 m² en el Cono Norte se solicita entre US\$ 7 000 a 8 000, en El Agustino donde la existencia de este tipo de predios es mínima la ubicación exige alrededor de US\$ 10,000. En San Juan de Lurigancho (Cono Este), el precio de los lotes ostenta un valor aproximado de US\$ 3 000 a 5 000 y en el Cono Sur son considerablemente mucho más económicos, en Villa María del Triunfo cuestan alrededor de los US\$ 3 000 y en Villa El Salvador un promedio de US\$ 2 000 a 2,500 y en zonas más alejadas de este distrito hasta US\$ 1 000 suelo “arenal”, en este caso disminuye notablemente el valor de los terrenos. Aun cuando los precios difieren de acuerdo a su ubicación, ninguno de los entrevistados a la fecha cuenta con el dinero para adquirirlo al contado, tal como así lo exige la mayoría de propietarios que ofertan predios, la opción real para este segmento del mercado es la compra al crédito, con una cuota inicial de US\$ 500 a 700 como máximo para lotes de US\$ 2,000 a 3,000 y cuota inicial de US\$ 1,000 a 1,500 para terrenos de US\$ 7,000 a 8,000.” Y la razón es porque las cuotas mensuales que según coincide la mayoría podrían pagar está entre los US\$ 100 a 120, y máximo unos US\$ 150, valor de menos aceptación en el segmento investigado por el instituto.

- Nivel de ingreso: los bajos ingresos económicos que percibe el sector socioeconómico de la población bajo y muy bajo (pobre) son consecuencia del escaso nivel educativo y poca oportunidad de trabajo estable. El bajo nivel de ingresos limita a la población a realizar el sueño de la casa propia, o al menos poder comprar un terreno. El Instituto Cuanto hizo un estudio donde determino que “casi la totalidad de los entrevistados (Focus Group) de estos sectores se dedican a realizar oficios no calificados como construcción civil, transporte público, gasfitería, carpintería entre otros, actividades que les reporta ingresos económicos en un rango de S/. 600 a S/. 1 100 en promedio. Por lo general, las actividades de los agentes de la demanda por vivienda están en el sector informal, donde están ubicados en áreas de bajo nivel de productividad, no hay estabilidad en los ingresos y el nivel de cargas familiares es alto.

Características de la oferta

Las características de la oferta serán tomadas del “**Estudio Cualitativo del Mercado Inmobiliario Urbano Marginal**” del Instituto Cuanto. (Instituto CUANTO, 2001, págs. 5-8)

- Variables y Agentes
En el mercado inmobiliario participan básicamente las personas naturales, los pequeños inversionistas, y los parceleros e inmobiliarias, de forma que los intermediarios, las entidades financieras y las Asociaciones de Vivienda participan como mecanismos facilitadores de las transacciones que se dan en el mercado. Las variables afectan a los agentes, en el tema de oferta, son las que aparecen en el siguiente cuadro:

Tabla 6. VARIABLES QUE AFECTAN A LOS AGENTES

VARIABLES/Agentes	Personas naturales	Pequeños inversionistas	Inmobiliarias/p arceleros
Nivel de Ingreso	X		
Estatus	X		
Factores ambientales asociados a salud	X		
Expectativas		X	X
Tamaño de capital			X
Rol de título de Propiedad	Casi nulo	Casi nulo	Casi nulo

Elaboración Propia.

Fuente: Obtenido de “**Estudio Cualitativo del Mercado Inmobiliario Urbano Marginal**” del Instituto Cuanto (Instituto CUANTO, 2001, pág. 5). Consultado el 27 de julio de 2015.

El resultado que se infiere es que en la función de oferta de viviendas en el mercado inmobiliario, los factores no afectan por igual a los diferentes agentes. Por lo que, en el caso de personas naturales las cuales están en los sectores C, D y E, el nivel de ingreso es una variable importante. Por tanto, la variable de nivel de ingreso afecta a estas personas naturales.

Mientras que “los Pequeños inversionistas compran mayormente terrenos sea para viviendas o comercio y representan una proporción muy pequeña de oferta. El capital que manejan no excede los US\$. 20 000.” Y las inmobiliarias formales e informales (parceleros) que ofrecen,

principalmente, terrenos en las zonas de expansión de la ciudad como son en los Conos Norte y Este. “A diferencia de los pequeños inversionistas que están en el mercado por fines puramente especulativos, este sector se encuentra establecido, y las variaciones en las condiciones de mercado que conduzcan a una mayor certidumbre no afectaría su posición en el mismo, es por esto que la diferencia es por tamaño de capital.”

- Rol de los Intermediarios
 - Agencias de corretaje

“Los agentes intermediarios son poco conocidos en el MIUM⁴², no tienen mayor presencia y sólo en pocos casos se reportan más ligados a la actividad de las inmobiliarias y casetas de ventas que también se encargan de la venta de predios de terceros. La razón es que el valor de los predios que se transan es bajo y existe desconfianza en los intermediarios por el temor a estafas, sobre todo si el predio no tiene Título de Propiedad, limitándose así el dinamismo del mercado.” (Instituto CUANTO, 2001, pág. 7)
 - Asociaciones de vivienda

“Las asociaciones juegan un rol importante en el desarrollo del mercado inmobiliario. En primer lugar se constituyen para gestionar servicios básicos y promover la consolidación de su zona, por lo que los predios adquieren mayor valor de reventa. En segundo lugar, y sobre todo cuando se trata de predios sin Título de Propiedad, actúan como fuente fidedigna de información para el agente de demanda, despejándose dudas sobre la propiedad y para ser admitido como nuevo asociado. En algunos casos, las Asociaciones juegan un rol negativo en el desarrollo del MIUM, sobre todo en aquellas que provienen de invasiones, los reglamentos restringen la venta, limitando los trasposos solamente a familiares y algunas incluso prohíben la venta de los predios a fin de evitar el tráfico de terrenos. Mientras que los predios con Títulos de Propiedad se venden con mayor libertad y generalmente se realizan de comprador a vendedor. Aun así, sigue siendo importante la Asociación como institución y fuente de información para los agentes de demanda.” (Instituto CUANTO, 2001, pág. 7)
- Concentración de la oferta y sus factores determinantes

“Si bien la oferta actual de predios en venta del ámbito COFOPRI fluctúa, según se estima, entre 1% y 2%, no variando mucho entre los Conos de Lima. Sin embargo, considerando la oferta nueva de predios y zonas de expansión urbana se observa que los conos Centro y Sur, tienen la menor oferta actual y potencial debido a que sus áreas ya han sido ocupadas, y sus propietarios titulados (básicamente en San Juan de Lurigancho y El Agustino donde ya no hay zonas libres, como ocurre también en Villa María del Triunfo y Villa El Salvador).

En cambio, en el cono Este y Norte hay oferta nueva de terrenos (zonas de San Martín de Porres, Carabayllo, Puente Piedra, Ancón Ate-Vitarte y cercanías de la Carretera Central) promovida por parceleros e inmobiliarias formales (HV Contratistas S.A. Corredores Asociados S.A., entre otras medianas y pequeñas) e informales. Sin embargo, el hecho que no encuentre oferta nueva en algunos Conos no significa que no haya oferta de predios, la oferta existe por las variables de oferta ya mencionadas. Los factores que determinan la concentración de la oferta en estas zonas son la disponibilidad de áreas libres (privadas o del Estado), la cercanía a vías de acceso y servicios públicos como transporte, entre otros.” (Instituto CUANTO, 2001, pág. 8)

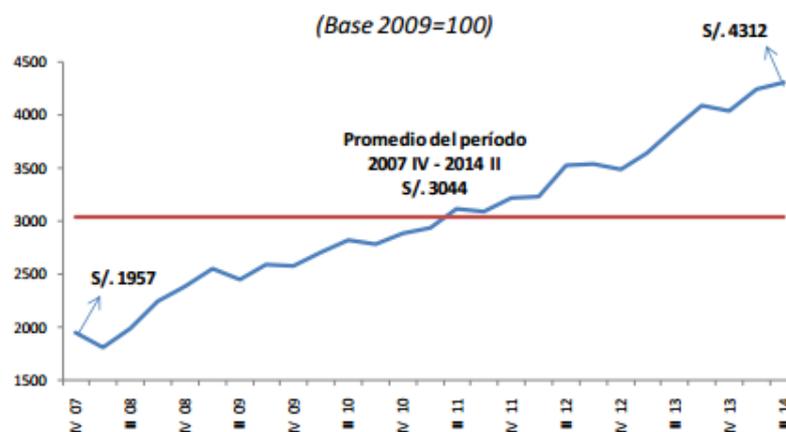
⁴² Mercado Inmobiliario Urbano Marginal

SITUACIÓN ACTUAL

En la actualidad, existe una fuerte demanda y déficit inmobiliario. Debido al incremento de las cuotas de préstamos hipotecarios, la demanda por alquiler ha aumentado al punto de triplicar los predios a rentar en el año 2014 frente al año 2013. Esto no viene solo de los demandantes, también es una opción rentable para los dueños de los inmuebles quienes miden el tiempo en que recuperarán su inversión. (Laurencio M., 2014)

Según el Banco Central de Reserva del Perú, el comportamiento de las medias trimestrales de los precios de departamentos en Lima, la cual se midió en 10 distritos, durante el periodo de los años 2007 IV a 2014 II, tuvo un comportamiento al alza significativa tanto en moneda nacional como en dólares americanos. Los distritos medidos son: La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro, Santiago de Surco, Jesús María, Lince, Magdalena, Pueblo Libre y San Miguel.

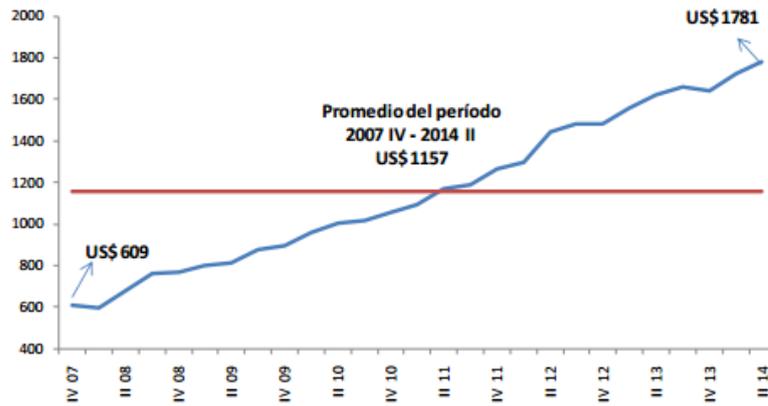
Gráfico 15. PERÚ: EVOLUCIÓN DEL PRECIO EN NUEVOS SOLES POR M2, 2007 – 2014.



Fuente: Elaborado por el BCRP, en el informe "Notas de Estudio del BCRP" (Banco Central de Reserva del Perú, 2014, pág. 1). Consultado el 29 de julio de 2015.

Para el caso de los precios en dólares, el comportamiento también estuvo en alza, siendo similar al del comportamiento en nuevos soles, pero con un mayor aumento: en nuevos soles, por el mismo periodo, el incremento fue de 220.34%; mientras que en dólares, 292,45%.

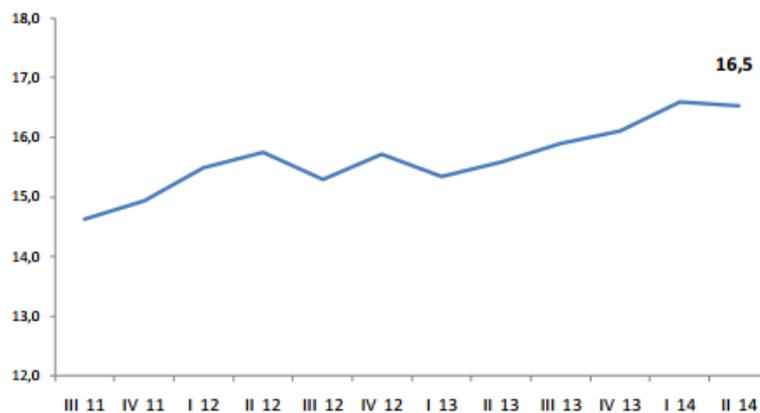
Gráfico 16. PERÚ: EVOLUCIÓN DEL PRECIO EN DÓLARES US\$ POR M2, 2007 – 2014.



Fuente: Elaborado por el BCRP, en el informe "Notas de Estudio del BCRP" (Banco Central de Reserva del Perú, 2014, pág. 2). Consultado el 29 de julio de 2015.

Es importante determinar el periodo en que se recupera el valor de un inmueble por medio de su alquiler, puesto que los departamentos como activos son también considerados inversiones las cuales rendirán utilidades a los inversionistas. Para ello, el BCRP usó un ratio PER: Precio de Venta / Alquiler Anual.

Gráfico 17. PERÚ: RATIO PER: PRECIO DE VENTA/ALQUILER ANUAL, 2011 – 2014.

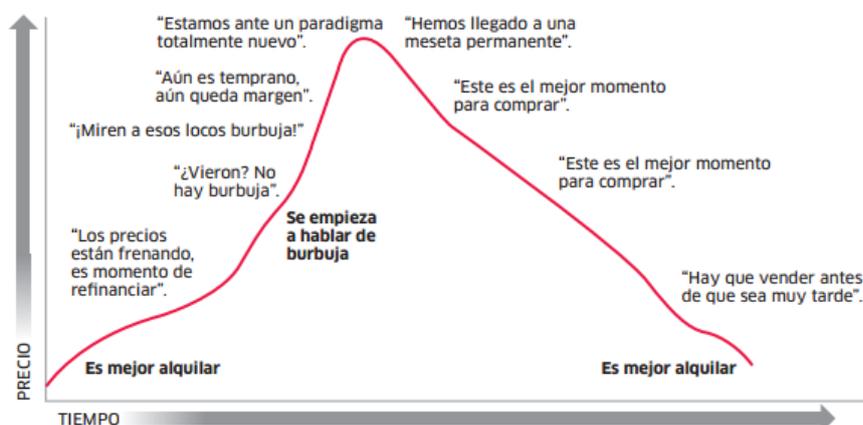


Fuente: Elaborado por el BCRP, en el informe "Notas de Estudio del BCRP" (Banco Central de Reserva del Perú, 2014, pág. 4). Consultado el 29 de julio de 2015.

Siendo para el periodo 2014 III de 16.5 años, tiempo que se necesitaría para recuperar el valor invertido en el departamento por medio del alquiler. En el año 2010, este valor era de 13.4 años, por lo que se considera un comportamiento de aumento del ratio. (Departamento de Estadísticas de Precios, 2010) Para alcanzar el nivel de burbuja, el ratio debe de llegar a 25.

Debido al incremento del precio, el cual es muy considerable, se han planteado la posibilidad de una burbuja tal como este trabajo ha demostrado en el capítulo uno. ¿Cómo la burbuja aparece en el mercado inmobiliario?

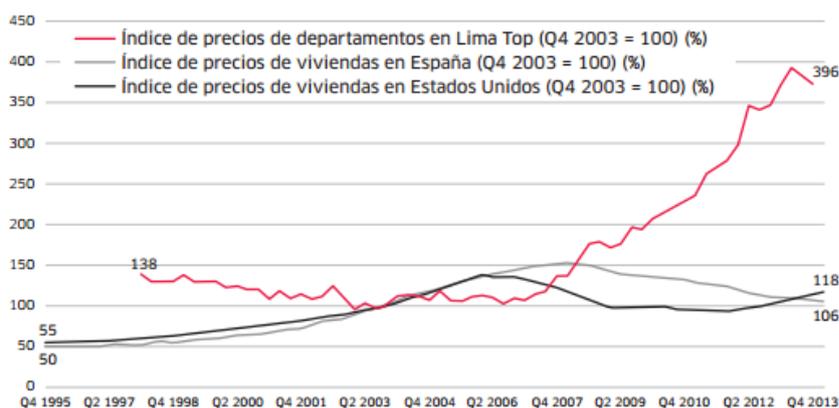
Gráfico 18. COMPORTAMIENTO DE LA BURBUJA CON LAS VARIABLES PRECIO Y TIEMPO.



Fuente: Elaboración de PROEXPANSIÓN (PROEXPANSIÓN, 2014, pág. 4). Consultado el 30 de julio de 2015.

Lo que PROEXPANSIÓN busca es dar a conocer que el escenario del mercado inmobiliario actual se puede estar generando una burbuja, y lo sustenta con los precios de departamentos en Lima Top⁴³. Si bien hace una comparativa con los precios de España y Estados Unidos, países que sufriendo la explosión de la burbuja inmobiliaria, estos son los generales o totales, mientras que la variable peruana es la de Lima Top, la cual registra los precios más altos en departamentos en todo el país. Se puede concluir que en estos distritos el precio creció enormemente, posiblemente desproporcionalmente.

Gráfico 19. PRECIOS DE VIVIENDA EN PERÚ, ESPAÑA Y ESTADOS UNIDOS, 1995 – 2013.



Fuente: Elaboración de PROEXPANSIÓN (PROEXPANSIÓN, 2014, pág. 7) Consultado el 30 de julio de 2015.

En la situación previa del sector financiero se detectó que los programas estatales estaban siendo aprovechados por las familias con mejores capacidades económicas que las urbano-marginales, y el resultado del gráfico puede demostrarlo. Pero también existe el factor territorial, el cual diferencia el precio de un distrito al de otros. Este punto se verá a continuación. La situación actual ha variado mucho a la situación anterior. Por ello se repetirán los dos factores, pero en la situación actual.

⁴³ Son los distritos: La Molina, Miraflores, San Isidro, San Borja y Surco.

Demanda:

- La gran demanda potencial de vivienda tiene una gran evidencia en el gran déficit de vivienda en el país, en Lima y provincias. Ello representa un alentador escenario para el crecimiento del sector, pero se necesita conocer primero el comportamiento de otras variables como el crecimiento del país el cual se está desacelerando.
- El poder adquisitivo de las familias, el cual se sustenta de las remuneraciones, sueldos y salarios, que han crecido de manera sostenida en la última década. Sin embargo, no al mismo ritmo del precio por metro cuadrado en la mayoría de regiones del Perú. “Según cifras recopiladas en un trabajo publicado por el Banco Internacional de Pagos (BIS), Perú registra el mayor crecimiento de precios inmuebles entre el 2008 y 2012, con 121%; el cual comparado con el aumento de precios de las viviendas en Londres es casi cuatro veces superior, pues en esta ciudad el valor de los inmuebles se incrementó, entre 2008 y 2012, en 35%.” (CAMARA DE COMERCIO E INDUSTRIA DE AREQUIPA, 2014, pág. 9)
- El entorno macroeconómico es estable, y ha permitido la captación de recursos a tasas de intereses menores, lo cual pasó a ser para el crédito menor costo. La situación actual se caracteriza por una mayor incertidumbre en comparación de años pasados debido a la desaceleración económica que presenta el país, y la posible subida de tasas de interés en Estados Unidos, lo cual elevaría el costo de financiamiento para los próximos años.
- La demanda insatisfecha, la cual tiene la siguiente distribución:

Tabla 7. PERÚ: DEMANDA INSATISFECHA, 2015

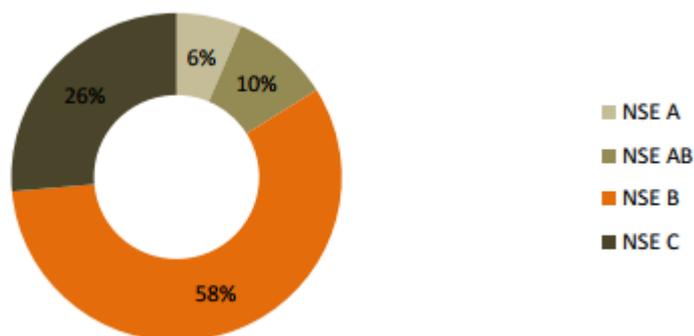
PRECIO DE LA VIVIENDA EN US\$	DEMANDA EFECTIVA	OFERTA INMEDIATA	DEMANDA INSTATISFECHA	PARTICIP. POR RANGO
	HOGARES	VIVIENDAS	HOGARES	%
HASTA 4 000	1 549	0	1 549	0,37
4 001 - 8 000	5 904	0	5 904	1,42
8 001 - 10 000	6 506	0	6 506	1,57
10 001 - 15 000	20 448	0	20 448	4,92
15 001 - 20 000	38 124	4	38 120	9,17
20 001 - 25 000	35 591	20	35 571	8,56
25 001 - 30 000	42 264	60	42 204	10,16
30 001 - 40 000	58 948	480	58 468	14,07
40 001 - 50 000	36 703	815	35 888	8,64
50 001 - 60 000	35 591	3 482	32 109	7,73
60 001 - 70 000	18 908	2 748	16 160	3,89
70 001 - 80 000	45 174	2 634	42 540	10,24
80 001 - 100 000	40 424	4 188	36 236	8,72
100 001 - 120 000	15 159	2 944	12 215	2,94
120 001 - 150 000	20 212	3 153	17 059	4,10
MÁS DE 150 000	22 039	7 424	14 615	3,52
TOTAL	443 544	27 952	415 592	100,00

Fuente: Gestión (Gestión, 2015), <http://gestion.pe/economia/mercado-edificaciones-urbanas-lima-metropolitana-y-callao-2121215/1>. Consultado el 30 de julio de 2015.

Oferta

- La distribución de la oferta inmobiliaria, la cual refleja el interés del mercado hacia el NSE B, seguido del NSE C.

Gráfico 20. DISTRIBUCIÓN DE LA OFERTA INMOBILIARIA SEGÚN NSE, 2012.

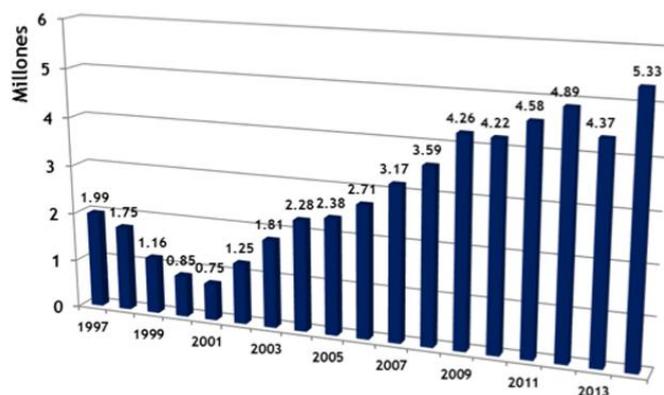


Fuente: Elaboración de Alfaro Muñoz (ALFARO MUÑOZ, 2013), siendo la fuente original de TINSA, 2012. Consultado el 02 de agosto de 2015.

- La rentabilidad que ofrece la inversión en el sector inmobiliario era alta y tentadora para los inversionistas. Sin embargo, esta disminuirá debido a que el Perú está en un proceso de desaceleración económica, y el sector inmobiliario fue también afectado además de las medidas tomadas por sectores estatales para controlar el precio.

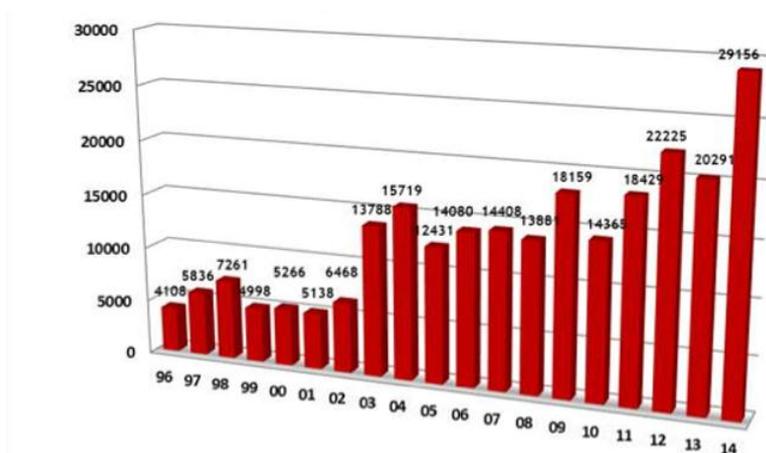
- El bajo nivel de morosidad de la cartera hipotecaria es un índice alentador para el sector financiero, el cual da capital para el sector inmobiliario. “Este es inferior a la de otros tipos de crédito y menor al promedio de los países de la región (Colombia, Brasil, Chile y México); sin embargo el crecimiento del mismo en los últimos dos años ha sido superior a su incremento entre 2008 y 2012, lo cual refleja que algo estaría sucediendo en el mercado inmobiliario, lo cual va de la mano con la desaceleración de la economía peruana.” (CAMARA DE COMERCIO E INDUSTRIA DE AREQUIPA, 2014, pág. 9)
- La actividad edificadora, en la cual la inmobiliaria tiene la mayor participación, presenta un comportamiento a seguir creciendo en Lima Metropolitana y Callao:

Gráfico 21. PERÚ: ACTIVIDAD EDIFICADORA NUEVA (M2), 1997 – 2014.



Fuente: Elaborado por Gestión (Gestión, 2015), <http://gestion.pe/economia/mercado-edificaciones-urbanas-lima-metropolitana-y-callao-2121215/1>. Consultado el 02 de agosto de 2015.

Gráfico 22. PERÚ: UNIDADES DE VIVIENDA EN OFERTA, 1996 – 2014.



Fuente: Elaborado por Gestión (Gestión, 2015), <http://gestion.pe/economia/mercado-edificaciones-urbanas-lima-metropolitana-y-callao-2121215/1>. Consultado el 03 de agosto de 2015.

Siendo la vivienda el destino principal de la actividad edificadora, con un 74,41% de participación de la distribución de la actividad edificadora al año 2013. (CAPECO, 2014)

Expansión del mercado inmobiliario

La expansión del mercado no es necesariamente que ha estado ausente en provincias, pero sí ha mantenido tanto oferta como demanda concentrada en la capital del Perú. Esta situación está cambiando

Más del 50% de la oferta inmobiliaria en Lima se centra en los distritos top, que incluyen a Miraflores (GESTIÓN, 2013). Esta cifra solo responde a la demanda existente a vivienda en dicho distrito. Esto lo confirma Hernán de Ponti en una entrevista al diario la República:

“¿Qué distritos son los más requeridos por los compradores en Lima?

Hasta el año pasado eran Miraflores y San Isidro. Este año ha crecido mucho (la demanda) en La Molina, Surco, Jesús María, San Miguel y San Borja, que en el 2013 no eran el foco del negocio. Esto se entiende por el tema de precios, pues se ofrecen precios más bajos por metro cuadrado.” (Calderón, 2014)

En el año 2014, la demanda de inmuebles empezó a crecer en fuera de la ciudad de Lima a un ritmo considerable: del 5% al 20%; mientras que en la capital, disminuyó de 95% al 80%. Esta situación sustenta la idea que el crecimiento del precio de la vivienda ya no se podrá centrar en el top cinco distritos de Lima, y la oferta buscará nuevas opciones debido a que la demanda del sector A y B ya está alcanzando su límite. Obligará al sector a dinamizar más el mercado inmobiliario para los sectores más bajos. (ADONDEVIVIR, 2014)

2.4.2 SECTOR CONSTRUCCIÓN

Este sector es el principal beneficiado del crecimiento del sector inmobiliario. La demanda por materiales de construcción ha generado un aumento en los precios de estos, volviéndose una causa más para el incremento de precios de viviendas. Para este trabajo de investigación solo se tomará en cuenta la participación del sector construcción con el sector inmobiliario.

SITUACIÓN PREVIA

El sector construcción fue un segmento de la economía poco favorecido por los factores económicos y políticos que le afectan directamente, tales como el financiero y el crecimiento económico, así como el escaso interés del Estado en impulsar dicho sector. Es a partir del gobierno del ex presidente Alejandro Toledo (2001-2006) que el sector se impulsa con programas estatales que flexibilizaron el crédito a favor de las familias con menores recursos para que construyan viviendas, y esta situación impulsó al sector de la construcción vinculado directamente con el sector inmobiliario.

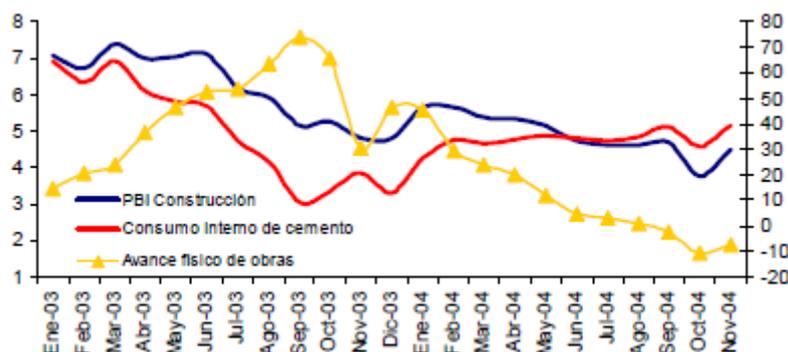
La información recogida para la situación previa del sector construcción fue tomada por el informe “La industria de cemento en el Perú: Favorables perspectivas de crecimiento en el largo plazo” de Daniel Córdova. (Córdova, 2005)

Córdova argumenta la evolución del consumo y de la producción de la industria cementera del Perú de la siguiente forma:

“El crecimiento de la demanda interna (2002-2004) fue fundamental para incentivar la edificación de infraestructura comercial y de oficinas, la importante participación de inversionistas privados en los proyectos habitacionales del Estado (Mivivienda y Techo Propio) y la reactivación del mercado inmobiliario tradicional (viviendas no económicas). Por su parte, el gasto público en infraestructura no mostró un crecimiento significativo el 2004, dada la necesidad de continuar reduciendo el déficit fiscal, y se espera que este comportamiento se repita en el 2005, de modo que el sector privado seguirá siendo el motor de la actividad constructora. De esta forma, el sector construcción creció 4,7% en el 2004 y, dado que los fundamentos del mismo se mantendrían en el presente año, en el 2005 crecería alrededor de 5,1%.”

Este cuadro muestra los indicadores del sector construcción, que indica un pobre avance en el sector durante el periodo años 2003 al 2004:

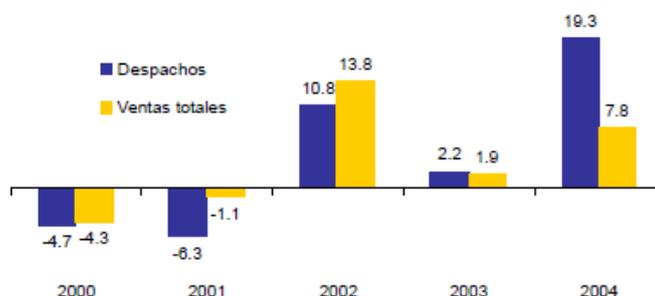
Gráfico 23. PERÚ: PBI CONSTRUCCIÓN Y CONSUMO INTERNO DE CEMENTO, 2003 – 2004.



Fuente: Obtenido de “La industria de cemento en el Perú: Favorables perspectivas de crecimiento en el largo plazo”, de Córdova. (Córdova, 2005, pág. 3), siendo la fuente original de INEI, elaboración: Estudios Económicos - BWS. Consultado el 05 de agosto de 2015.

Las ventas totales de las cementeras, tanto en el mercado local y externo, crecieron 7.8% en el año 2004, tras aumentar 1.9% el año 2003. Mientras que los despachos, se incrementaron 19.3% y 2.2%. A nivel empresarial, solamente las empresas del sur, las cuales son Cemento Sur y Cementos Yura, experimentaron una contracción en sus ventas y despachos. Pero, a nivel nacional, el crecimiento del año 2004 responde a la consolidación del programa estatal “MiVivienda” y al mayor poder adquisitivo de la población, que ha impulsado al mercado inmobiliario (y al crédito hipotecario) tradicional y las ventas de cemento destinado a la autoconstrucción

Gráfico 24. EVOLUCIÓN DE LOS DESPACHOS Y VENTAS TOTALES, 2000 – 2004.



Fuente: Fuente: Obtenido de “La industria de cemento en el Perú: Favorables perspectivas de crecimiento en el largo plazo”, de Córdova. (Córdova, 2005, pág. 4), siendo la fuente original ASOCEM, elaboración: Estudios Económicos – BWS. Consultado el 05 de agosto de 2015.

La demanda y oferta del cemento

Córdova hace un resumen preciso sobre la demanda del cemento en el año 2005. Con respecto a este material, su uso básico es para edificaciones. El consumo de cemento está vinculado al ciclo económico del país, lo que significa que crecerá en periodos de expansión, y caerá en periodos de recesión o contracción. En cuando a la variedad de los tipos de cemento, las empresas cementeras, en su búsqueda de satisfacer los requerimientos específicos de los clientes regionales, han incorporado la tecnología necesaria para elaborar dichas variedades, reduciendo el riesgo de

ingreso de un competidor; barrera de entrada. Ello ha tenido por consecuencia que todas las cementeras produzcan la mayoría de variedades de cemento Portland⁴⁴, por ejemplo.

Con respecto a los clientes, se tiene que un alto porcentaje del consumo de cemento viene de los clientes pequeños para la autoconstrucción de viviendas, con el 60% a 70% de las ventas totales. El siguiente demandante importante es el Estado, con 30% de la participación, a través de programas de edificación de infraestructura básica como puentes, colegios, etc., y las empresas y contratistas privados. Para el caso de los sectores comercial e industrial, también participan en la demanda del cemento para la construcción de departamentos, oficinas, locales comerciales, etc.

Los principales determinantes de la demanda y la oferta se ha obtenido del informe de Córdova “La industria de cemento en el Perú: Favorables perspectivas de crecimiento en el largo plazo”, los cuales están resumidos y bien argumentados. (Córdova, 2005, págs. 6,7)

Demanda:

- Ingresos y nivel de ahorro empresarial y familiar. Dado que la edificación de inmuebles constituye una inversión de capital, para empresas y familias, a mayores ingresos de estos agentes económicos, mayor será la demanda por materiales de construcción, entre ellos el cemento.
- Oportunidades de negocio. En tanto la actividad constructora y el mercado inmobiliario presenten atractivos retornos a la inversión, se incentivará el ingreso de inversionistas y empresas constructoras (por ejemplo, proyectos Mivivienda).
- Acceso al financiamiento. La expansión del crédito hipotecario y de construcción refleja una mayor demanda por edificación de infraestructura, siendo beneficiada la industria cementera.
- Nivel de precios. El modelo de competencia en la industria se ha traducido en una notable estabilidad en los precios del cemento en los últimos años, incentivando una mayor demanda.
- Gustos y preferencias de empresas y familias. Aunque el uso de otros materiales de construcción se hace paulatinamente extensivo en el mercado peruano, el cemento aún predomina en la mayoría de proyectos de infraestructura.

Oferta:

- Regulaciones del Estado. La complejidad de las regulaciones del sector público desincentivan la actividad constructora. Los relativamente elevados costos de la formalización de las empresas del sector (dada la legislación laboral, sus efectos en los costos por planillas, y los trámites de edificación, entre otros) incentivan la actividad informal, generando perjuicios al sector formal.
- Costo de factores de producción. La reducción en los aranceles para bienes de capital ha redundado en una mayor eficiencia de las cementeras, así como sus márgenes en el mediano plazo. A esto último también han contribuido las bajas tasas de interés, aunque actualmente las cementeras muestran niveles de liquidez relativamente altos y adecuados ratios de solvencia.
- Costos de materias primas e insumos. La industria cementera goza de ventajas comparativas en costos: i) relativamente bajo costo de la extracción, procesamiento y transporte de caliza y arcilla (por su abundancia y proximidad a las plantas), ii) el acceso a energía eléctrica vía el Sistema Interconectado Nacional y iii) el uso que se haría del gas de Camisea (alternativa al petróleo).

⁴⁴ El cemento Pórtland es un alúmino silicato de calcio, patentado por J. Aspdin en 1824, y denominado Pórtland por su semejanza a una piedra que abunda en esa localidad de Inglaterra. Sirve de ingrediente para hacer el hormigón de cemento Pórtland, el material más usado en el mundo para la construcción. (Universidad Nacional del Nordeste, s.f.)

- Competencia informal y contrabando. Pese a las ventajas comparativas de las cementeras en sus mercados geográficos (magnitud de la inversión requerida para la producción de cemento, costo de una red de distribución propia, del aprovisionamiento de las materias primas y del transporte del cemento de una zona a otra), éstas enfrentan la competencia informal, y algunas empresas enfrentan problemas de contrabando, como Cemento Selva (proveniente de Colombia).

La evolución de la actividad edificadora

El sector construcción empezó a dirigirse más al sector inmobiliario para la construcción de viviendas tal como lo muestra el cuadro a continuación. El déficit habitacional y la facilidad de crédito así como los programas estatales le dieron al sector construcción la oportunidad de crecer junto con el sector inmobiliario.

Tabla 8. EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EDIFICADORA, 2001 – 2007.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Edificación Viviendas:							
Lima Metropolitana (miles de m ²)	1 431	1 326	1 892	2 490	2 740	2 805	3 160
Var. (%)	1,1	-7,3	-42,7	31,6	10,0	2,4	12,7
Créditos Hipotecarios para vivienda (US\$ millones)	1 050	1 174	1 360	1 621	1 960	2 309	2 857
Var. (%)	7,4	11,9	15,8	19,2	20,9	17,8	23,7
% del total de créditos	9,2	10,0	11,9	13,0	13,4	12,7	11,8
% cartera deficiente y dudosa	4,8	3,7	2,4	2,4	2,1	1,9	1,8

Elaboración propia.

Fuente: Obtenido de la tesis de Hoyos "ESTUDIO DE VIABILIDAD DE UN PROYECTO DE VIVIENDA SOCIAL UNIFAMILIAR EN UN TERRENO DE PROPIEDAD PRIVADA" (Hoyos Vértiz, 2008, pág. 41) Siendo la fuente original de CAPECO – SBS. Consultado el 05 de agosto de 2015.

Pero, pese a que los programas del Estado buscaban satisfacer la demanda de vivienda en los sectores más pobre, la oferta inmobiliaria se dirigió principalmente a la construcción de viviendas para familias de ingresos medios y altos. Por lo que el Estado, para promover que esta situación pase a favor de la construcción de viviendas para las familias de menores recursos, inició un proceso de subasta de terrenos de su propiedad, impulsando de esta manera la construcción de megaproyectos habitacionales⁴⁵, entre los cuales se pueden mencionar el Proyecto La Pólvara, Proyecto en Aeródromo de Collique, Proyecto Piedras Gordas, Reciclaje de Lima Industrial, etc. En estas subastas, el Estado busca seleccionar a las empresas desarrolladoras inmobiliarias que ofrezcan productos inmobiliarios a los menores precios posibles, por ejemplo los megaproyectos con departamentos de bajo costo, para lo cual incluso pone a disposición de los compradores, 29 créditos subvencionados con productos financieros como los denominados Crédito Techo Propio o Crédito Mi Hogar a través del Fondo Mi Vivienda. (Hoyos Vértiz, 2008, pág. 41)

⁴⁵ Un megaproyecto habitacional es un territorio donde se construirán varios edificios departamentales. Por ejemplo, la "Ciudad Alameda de Ancón", proyecto adjudicado a Viva GYM S.A. (Graña y Montero) en el año 2014, donde se destina la construcción de 11100 viviendas. (RPP Noticias, 2014)

SITUACIÓN ACTUAL

En la actualidad, el sector construcción no influye en gran medida al inmobiliario en evolución propia. En el año 2013, el índice de precios de materiales de construcción tuvo una tendencia decreciente durante todo el año. Sin embargo, la Cámara Peruana de Construcción (CAPECO) descartó que esta variación afecte al precio de vivienda debido a que en el año 2014 los precios se mantendrán estables. (Barja Marquina, 2014)

En la actualidad, las empresas de construcción más importantes del Perú son: Viva GYM S.A. (Graña y Montero), Odebrecht Perú, Cosapi S.A., e Ing. Civiles & Cont. Contratistas Generales. Para el caso de la empresa Tradi S.A., se dedica a la venta de materiales de construcción, y estuvo en el ranking de ventas de empresas peruanas en el año 2012. (Catalán, 2014). Comenzando por el comportamiento dentro del sector construcción, para la siguiente tesis solo se tomará en cuenta la actividad edificadora, la cual tratará el caso de Lima Metropolitana y Callao, y la distribución edificadora según destinos.

Tabla 9. LIMA METROPOLITANA Y EL CALLAO: ACTIVIDAD EDIFICADORA, 2011 – 2013.

Concepto	Año 2011 (m ²)	Año 2012 (m ²)	Año 2013 (m ²)	Variación % 2012 - 2013
Oferta de Edificaciones	1 884 560	2 244 299	2 404 668	7,15
Oferta Inmediata	1 708 756	2 192 044	2 360 836	7,70
Oferta Futura	175 804	52 255	43 832	-16,12
Edificaciones Vendidas	2 440 259	2 386 170	2 395 493	0,39
Edificaciones no Comercializables	1 818 393	1 330 763	1 307 154	-1,77
Total Actividad Edificadora	6 143 212	5 961 232	6 107 315	2,45

Elaboración propia. Fuente Capeco. (CAPECO, 2014). Consultado el 06 de agosto de 2015.

Donde se puede observar el crecimiento de la oferta de edificaciones y oferta inmediata. Hay que recordar que las edificaciones pueden tener diferentes usos, por ejemplo el de vivienda o el comercial, por lo que el siguiente cuadro es necesario para entender el destino del sector construcción.

Tabla 10. DISTRIBUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EDIFICADORA SEGÚN DESTINOS, 2011 – 2013.

Destino	Año 2011		Año 2012		Año 2013	
	m ²	%	m ²	%	m ²	%
Vivienda	4 756 472	77,43	4 800 957	80,54	4 544 407	74,41
Locales Comerciales	166 015	2,70	147 347	2,74	127 219	2,08
Oficinas	255 752	4,16	298 299	5,00	630 997	10,33
Otros destinos	964 973	15,71	714 699	11,99	804 692	13,18
Total	6 143 212	100,00	5 961 232	100,00	6 107 315	100,00

Fuente: Elaboración de Capeco, "EL MERCADO DE EDIFICACIONES URBANAS EN LIMA METROPOLITANA Y EL CALLAO", página 3. Consultado el 06 de agosto de 2015.

Por lo que se observa la prioridad a la vivienda. Aunque con una ligera disminución en el año 2013, mantiene su importante participación en la actividad edificadora. Y a ello, la vivienda ha sido fuertemente impulsada por la construcción de departamentos, muy por sobre la construcción de casas.

Tabla 11. OFERTA DE VIVIENDA, 2013.

TIPO DE VIVIENDA	OFERTA INMEDIATA		OFERTA FUTURA		OFERTA TOTAL	
	UNIDADES	%	UNIDADES	%	UNIDADES	%
CASAS	364	1,8	13	4,7	377	1,9
DEPARTAMENTOS	19 648	98,2	266	95,3	19 914	98,1
TOTAL	20 012	100,0	279	100,0	20 291	100,0

Fuente: Elaboración de Capeco. "EL MERCADO DE EDIFICACIONES URBANAS EN LIMA METROPOLITANA Y EL CALLAO", página 5. Consultada el 06 de agosto de 2015.

Mientras que por el lado de la demanda, el problema persiste en los sectores socioeconómicos C y D. Según Ramos, el déficit habitacional en Lima corresponde a dichos sectores casi en su totalidad, pero la mayoría de proyectos se dirigen a sectores con mayor poder adquisitivo. El experto dice:

“Se construyen principalmente proyectos para los estratos de alto poder adquisitivo, pero el 95% de la demanda (entre 400 mil y 385 mil hogares) no pueden pagar viviendas de más de US\$ 65 mil, y el 90% no dispone de más de US\$ 30 mil.” (Westreicher H., 2013)

Ramos explica que el incremento de precios lo impulsa el 5% de la demanda, los sectores A y B, aquellos que pueden pagar más de \$100 000 dólares. Considerando los distritos top de Lima, si la oferta está dirigida en mayoría a solo este 5%, y los precios siguen subiendo partiendo de dicha oferta, ¿podría generar problemas futuros que la variable precio haya crecido tanto y de manera muy desproporcional en solo en cinco distritos?

Según Capeco, el sector construcción habría crecido 2% en el año 2014, mostrando un resultado inferior al de años anteriores debido al retraso de la ejecución de proyectos de infraestructura pública en las regiones por el proceso de elecciones de autoridades regionales y locales. Estiman que para el año 2015, el sector tendrá un mayor crecimiento. (Gestión, 2015)

Se concluye que la oferta se dirige al sector A y B a pesar de ser solo el 5% de la demanda por tener mayor capacidad de pagar más por una vivienda. Respondiendo a la pregunta, los precios de vivienda de los distritos top se están desacelerando, y la oferta ya se está trasladando con mayor fuerza a otros distritos: Magdalena del Mar, Pueblo Libre, Jesús maría y Surquillo (PERÚ.COM, 2015). Se espera que el precio de vivienda en estos distritos crezca, nivelándose al de los distritos top. Sin embargo, esto también quiere decir que la oferta aún no quiere alcanzar con fuerza los sectores más bajos, por lo que se espera más incentivos por parte del Estado.

2.4.3 SECTOR FINANCIERO

Este es el sector que proporciona la financiación necesaria tanto en construcción como en compra de viviendas al mercado inmobiliario. En el Perú, el financiamiento para vivienda era poco accesible, además de la baja confianza al cliente debido a la inestabilidad del país en aquel entonces que afectaba directamente a sus clientes. El programa Mi Vivienda durante el gobierno de Toledo hizo posible que muchas familias accedieran a créditos con tasas que podían sustentar, y logrando aumentar la cantidad de viviendas. Se puede llamar a dicha etapa el inicio del boom inmobiliario en el Perú.

SITUACIÓN PREVIA:

Para el año 2001, se establecieron 2 conceptos aplicados al sector financiero que ayudaron a la banca a alcanzar los sectores de poblaciones de bajos ingresos, o que no contaban con la capacidad para asumir un crédito. Estos son: *downscaling* y *upgrading*. El Instituto Peruano de Economía los aplicó en sus propuestas de mecanismos e instrumentos para dar créditos a dichos sectores, los cuales ya aplicaban programas dirigidos a estos sectores pero de con baja magnitud.

- Downscaling⁴⁶:

“Está concebido como una estrategia para la banca comercial tradicional y consiste en el incremento de la profundización financiera, de manera que el crédito formal pueda extenderse hacia las familias de escasos recursos, las cuales conforman el grueso de la población económicamente activa (PEA). Con esta estrategia se propone reducir los costos de transacción y mejorar la tecnología crediticia para atender la demanda de crédito de los sectores de menores recursos.

Parte de la banca múltiple⁴⁷ aplica el concepto del *downscaling* para profundizar en el nicho de mercado emergente que representan las pymes. Tal es el caso del Banco de Crédito del Perú, que creó Solución Financiera de Crédito en el año 1996, institución dedicada en primera instancia a la banca de consumo⁴⁸, pero que con el transcurso del tiempo fue dirigiendo sus operaciones al sector de las pymes, con resultados satisfactorios. En este nicho del mercado se encuentra parcialmente el Banco del Trabajo⁴⁹.” (Velasco Vásquez , 2003, pág. 11)

- Upgrading⁵⁰:

“El *upgrading* se refiere a la estrategia diseñada para instituciones microfinancieras (IMF), que operan básicamente con los estratos socioeconómicos más deprimidos. Permite aprovechar la *expertise*⁵¹ que estas instituciones han obtenido durante años de trabajo con este segmento de la población y busca superar las limitaciones para la expansión de sus operaciones. Se trata de lograr una mayor profundización financiera a través del fortalecimiento de estas instituciones, sobre todo de aquellas denominadas no bancarias, para que se conviertan en instituciones financieras sólidas, saludables y adecuadamente reguladas.

En este grupo están las instituciones financieras especializadas en el sector, tales como las edpymes⁵², las CMAC⁵³, las CRAC⁵⁴ y las organizaciones no gubernamentales (ONG), que cuentan con programas de microcréditos y aplican el *upgrading* para consolidar su posición y su participación creciente en el mercado de las pymes.(Velasco Vásquez , 2003, pág. 12)

La oferta y la demanda estuvieron principalmente dirigidos a los mercados emergentes, caracterizados por tener a los niveles socioeconómicos C, D y E. La información de estos dos factores se tomarán del informe “ESTUDIO PARA EL ANÁLISIS DE CARTERAS DE CRÉDITO DIRIGIDO AL SEGMENTO DE LA POBLACIÓN DE MENORES INGRESOS EN LAS ZONAS URBANO MARGINALES”, de Velasco Vásquez. (Velasco Vásquez , 2003, págs. 12-32)

⁴⁶ Reducción de escala.

⁴⁷ “Son todos los bancos comerciales que llevan a cabo las siguientes operaciones: Operaciones pasivas, constituidas por los depósitos que reciben. Operaciones activas, que comprenden los préstamos que otorgan.” (Santillán, 2007)

⁴⁸ Que brinda créditos para usarlo en consumo.

⁴⁹ “En 1997 el Banco extendió su misión y amplió sus servicios financieros a la micro empresa. Para este segmento desarrolló modelos de evaluación propios y únicos y brindó servicios financieros adecuados a sus necesidades de desarrollo.” En 2008, fue comprado por Scotiabank Perú. (Financiera CrediScotia, s.f.)

⁵⁰ Actualización.

⁵¹ Experiencia o conocimiento especial.

⁵² Empresas de Desarrollo de Pequeña y Microempresa.

⁵³ Caja Municipal de Ahorro y Crédito.

⁵⁴ Caja Rural de Ahorro y Crédito.

Demanda:

La demanda potencial de los créditos proviene de los mercados emergentes, las cuales son el resultado de la migración hacia Lima y otras pocas ciudades importantes, y se ubican las Pymes⁵⁵ que constituyen el 98% de las empresas del país y dan empleo al 78% de la PEA.

La demanda de créditos tuvo un uso mayoritario en capital de trabajo con un 79% del total, seguido de modificación de vivienda con un 9% y gastos de la casa con 7%. Se detectó que esta población emergente tiene en un alto porcentaje un negocio propio el cual requiere productos para su negocio y productos para el hogar.

El promedio de ingresos familiares mensuales de los pobladores de las zonas urbano-marginales es de 982 nuevos soles. Las familias de los mercados emergentes se caracterizan por estar dentro de los niveles socioeconómicos C, D y E, cuya principal restricción son los bajos niveles de ingresos, siendo el rango comprendido entre S/.525 soles y S/. 1400 soles. Según el estudio realizado por Velasco Vásquez, para concertar un crédito hipotecario el ingreso mínimo familiar requerido es de S/.1 575 soles, con lo que dejaría excluidos a la población de los NSE⁵⁶ C, D y E.

“El título de propiedad, además de otorgar seguridad jurídica, posibilita que los propietarios puedan acceder a créditos para vivienda. En tal sentido, entre 1997 y 1999 el 42% de los hogares solicitó crédito alguna vez, y de éstos, el 51% correspondió a los titulados por Cofopri (51%). La tasa de aceptación de estos créditos fue alta, pues llegó a 94%.”

La disposición del poblador por entregar su inmueble como garantía fue adversa, puesto que no querían poner en riesgo su propiedad ante una institución financiera. También, estos pobladores saben que no cuentan con los recursos para sostener dicho crédito. Caso contrario fueron los clientes, de las zonas urbano marginales, del Banco de Materiales quienes manifestaron que hipotecaron sus inmuebles por las facilidades crediticias, los bajos intereses y ante la confianza que por problemas de pago la vivienda será difícilmente rematada.

Oferta:

La oferta está conformada por los agentes económicos formales e informales que atienden las necesidades financieras de la población, para este informe, de las zonas urbano marginales. Y dentro de los formales están quienes son supervisados por la SBS y quienes no. Los intermediarios formales supervisados por la SBS son:

- Los bancos: La banca múltiple está dirigida a satisfacer las necesidades de financiamiento de las empresas y las personas. Los bancos se centran en los segmentos corporativos, empresariales e institucionales debido al bajo riesgo que representan, por lo que las pymes, microempresas y los sectores marginales no son su mercado objetivo. Por lo que el informe tomó en cuenta solo dos bancos: “Mibanco”, que representó una experiencia bancaria exitosa en cuando a créditos dirigidos a microempresas; Banco del Trabajo, que brindó productos financieros a personas naturales de bajos recursos con el fin de optimizar su rentabilidad y eficiencia.
- Las financieras: Las cuales se diferencian de los bancos por tener menos diversidad de ofertas financieras y operaciones. El informe solo tomó en cuenta a la financiera Solución Financiera de Crédito, puesto que es una empresa dedicada a la colocación de créditos destinados a los clientes de menores ingresos en el Perú, atendiendo a personas dependientes e independientes, en su mayoría microempresarios. Esta financiera constituye la experiencia más exitosa de *downscaling* en el Perú.

⁵⁵ Pequeña y Mediana Empresa (en plural).

⁵⁶ Nivel Socio-Económico.

- Las cajas municipales de ahorro y crédito (CMAC): “Definidas como instituciones microfinancieras no bancarias o no tradicionales, su principal finalidad es brindar apoyo financiero a la pequeña y microempresa. Además, han podido incorporar algunos aspectos de la oferta del crédito informal, de modo que sus plataformas de crédito son más flexibles frente a la informalidad y a la falta de información documentada de los pobladores de los niveles socioeconómicos de bajos ingresos.” (Velasco Vásquez , 2003, pág. 21)
- Las cajas rurales de ahorro y crédito (CRAC): “Son instituciones que conforman parte del sistema financiero del sector rural. Las CRAC nacieron de la iniciativa del Estado que buscaba cubrir la falta de financiamiento a la agricultura, sector donde no incursionan los bancos. La falta de experiencia impidió que estas instituciones obtuvieran resultados satisfactorios, lo que unido a los problemas políticos y económicos del sector terminaron limitando su crecimiento y expansión.” (Velasco Vásquez , 2003, pág. 21)
- Las empresas de desarrollo de la pequeña y microempresa (Edmype): “Son instituciones creadas con la finalidad de promover el desarrollo económico y social en los sectores que no tienen acceso al crédito formal y atienden en forma prioritaria al sector de pymes. Están, por lo tanto, más próximas a cubrir las necesidades financieras del *segmento objetivo*⁵⁷, sobre todo en las zonas urbano marginales de la ciudad de Lima. Muchas edpymes se han originado como proyección de los programas de microcrédito de las ONG que, ante la necesidad de concretar sus planes de expansión y crecimiento, han debido buscar recursos de entidades públicas y privadas y, por lo tanto, cumplir con el requisito de estar bajo la supervisión de la SBS.” (Velasco Vásquez , 2003, pág. 21)

Los intermediarios formales no supervisados por la SBS son:

- El Banco de Materiales (Banmat)
Empresa del Estado nacida en 1980. Fue creado con el propósito de financiar adquisición de materiales de construcción para la construcción de viviendas básicas. Más adelante, extendió sus propósitos a la promoción, ejecución y financiamiento de edificación y mejoramiento de la vivienda básica, y el equipamiento de la microempresa. El 04 de agosto de 2012, el MEF⁵⁸ autoriza la disolución y liquidación del Banco de Materiales por patrimonio negativo. (El Comercio, 2012)
- Los programas de microcréditos de las ONG
Son alternativas de crédito para microempresas. Se organizan a través de grupos solidarios y bancos comunales, cuyo trabajo se orienta a la atención de los sectores de menores recursos. “Esta experiencia ha dado como resultado una alta concentración de carteras en mercados, centros de abasto, ferias y paraditas⁵⁹. La tecnología empleada, a la vez que canalizar recursos del propio intermediario, busca la solidaridad entre sus miembros y la formación de una cultura de ahorro y cumplimiento en el crédito.” (Velasco Vásquez , 2003, pág. 22)

Los intermediarios no formales son:

- Las asociaciones de ahorro y crédito

⁵⁷ El autor del informe califica al segmento objetivo como el segmento de ingresos económicos bajos, parte del sector socioeconómico C, D y E.

⁵⁸ Ministerio de Economía y Finanzas.

⁵⁹ Son mercados diminutos los cuales se parecen a la feria, con la diferencia que estos son permanentes mientras las ferias son temporales.

“Funcionan a partir del compromiso de todos sus miembros de aportar una determinada cantidad de dinero cada cierto periodo, monto total que se otorga a un miembro seleccionado por sorteo, el cual queda excluido para la siguiente vez. Este procedimiento se repite hasta que todos los miembros hayan recibido el dinero. Luego los miembros pueden decidirse a reiniciar el mismo compromiso.” (Velasco Vásquez , 2003, pág. 22)

- Mercado de créditos comerciales
“Se denomina así al crédito dirigido a la adquisición de bienes de consumo y que es otorgado por un prestamista perteneciente al sector comercial Presenta dos modalidades: la venta a plazos y el crédito por un monto determinado que debe ser usado para adquirir los bienes que ofrece el prestamista.” (Velasco Vásquez , 2003, pág. 23)
- Créditos a proveedores
“Es utilizado en el ámbito de la producción y el comercio. En el caso de la producción, los plazos son indeterminados y se exige garantías prendarias y avales. En el caso del comercio, se crean cadenas entre grandes productores, almacenes y minoristas, de modo que el primer grupo otorga financiamiento al segundo y éste al tercero. Se exigen garantías comerciales de corto plazo (30 ó 60 días).” (Velasco Vásquez , 2003, pág. 23)
- Prestamistas
“Son personas que se dedican a prestar dinero a altas tasas de interés; han proliferado en los conos de la ciudad de Lima. Las condiciones de estas operaciones dependen del grado de amistad entre los contratantes y del monto prestado. Se exige la presentación de títulos de propiedad, la aceptación de letras en blanco, avales personales o facturas de artefactos eléctricos. La ventaja reside en la disponibilidad inmediata del dinero y en la flexibilidad de los pagos negociados, los mismos que pueden ser diarios.” (Velasco Vásquez , 2003, pág. 23)

El Fondo Mivivienda es un fondo creado por el gobierno peruano, en el año 1998, para financiar la adquisición y/o construcción de viviendas de interés social, así como el mejoramiento de estas⁶⁰ (valor no mayor de 35 UIT) mediante el sistema de préstamos hipotecarios para vivienda denominado Programa “Mivivienda”. Este fondo está supervisado por la SBS en la actualidad.

El uso del fondo consiste en que la banca múltiple ofrece créditos hipotecarios para vivienda con recursos propios y con recursos del Programa Mivivienda. Por su parte, Mibanco, Financiera Solución y la Edpyme Edyficar implementaron una estructura técnico-administrativa para otorgar créditos hipotecarios con el Programa Mivivienda. (Velasco Vásquez , 2003, pág. 26).

⁶⁰ Por ejemplo, la ampliación de un piso más, o el arreglo de algún lugar dañado de la vivienda.

Tabla 12. CARACTERÍSTICAS DE PRODUCTOS FINANCIEROS PARA VIVIENDA

Entidad	Tipo	Monto				Tasa de interés		Plazos
		Soles (S/.)		Dólares (\$)		TEAmn (S/.)	TEAme (US\$)	
		Min.	Máx.	Min.	Máx.			
Mibanco	Recursos propios	Variable	Variable	-	-	45%-70%	25%-45%	3 m.-10 años
	Mivivienda	Variable	35 UIT*	Var.	35 UIT	n.i.	12.5%-14.5%	3 m.-20 años
Banco del Trabajo	Mivivienda	Variable	35 UIT	Var.	35 UIT	11% VAC	12.5%-14.5%	Hasta 20 años
Financiera Solución	Mivivienda	-	-	3,000	35 UIT	-	12.5%-14.5%	Hasta 20 años
Edpyme Raiz	Recursos propios	-	-	3,000	Variable	-	15%	Hasta 20 años
	Mivivienda*	-	-	Var.	35 UIT.	11% VAC	12.5%-14.5%	Hasta 20 años
Edpyme Edyficar	Mivivienda	Variable	35 UIT	8,000	35 UIT	11% VAC	12%	Hasta 20 años

Fuente: Obtenido del informe de Velasco Vásquez. (Velasco Vásquez , 2003, pág. 27). Consultado el 07 de agosto de 2015.

*35 UIT = 108000 nuevos soles.

A pesar de los recursos financieros para colocar estos productos, el monto para la población urbano-marginal era insignificante. Velasco Vásquez concluye que “los recursos de Mivivienda no han favorecido a la población de menores ingresos, se han orientado, más bien, a los niveles socioeconómicos A2, B1 y B2, en los cuales el ingreso familiar mensual bruto está entre US\$ 1,000 y US\$ 2,800. Por el contrario, los pobladores de la población objetivo de Cofopri pertenecen a los niveles socioeconómicos C1, C2, D y E y obtienen un ingreso familiar mensual bruto entre US\$ 150 y US\$ 400. Por otro lado, si bien los bancos están utilizando recursos propios financiar la adquisición de viviendas de los niveles socioeconómicos más altos, está utilizando fondos de corto plazo para financiar colocaciones de largo plazo, incurriendo en descalce.

El Programa Techo Propio pretende llenar este vacío y apoyar a las familias de menores ingresos (niveles socioeconómicos C2, D y E), pero, a diferencia del esquema de Mivivienda, mediante el otorgamiento de subsidios directos. Para la adquisición de viviendas entre US\$ 8,000 y US\$ 12,000, el subsidio es de US\$ 1,800, mientras que para viviendas menores a US\$ 8,000 el subsidio es de US\$ 3,600 por familia.” (Velasco Vásquez , 2003, pág. 102)

Techo propio es un programa del Estado dirigido a las parejas jóvenes que deseen contar con una vivienda. Consiste en tener un ahorro del 10 por ciento, con el cual las familias jóvenes acceden a una subvención por parte del Estado.

Participación de las entidades bancarias entre los años 1993 a 2003

La banca comercial no ha dejado de participar en menos de un 95% en cuanto a depósitos del sistema financiero, y 90% en colocaciones brutas del sistema financiero. En el caso de las financieras, tuvieron

altos y bajos y con participación mínima entre todo el periodo. Las CMAC son las instituciones que incrementaron su participación tanto en depósitos como en colocaciones. Las CRAC también incrementaron su participación pero de forma leve. Y las Edpyme solo incrementaron en colocaciones, mas no en depósitos donde se mantuvieron en cero. (Aguilar, Camargo, & Morales Saravia, 2004)

Tabla 13. DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO, 1993 - 2003 (porcentajes).

Institución	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bancos	98,72	98,09	98,34	98,90	98,75	98,30	98,71	97,92	96,99	96,29	95,04
Financieras	1,35	1,27	1,15	0,60	0,62	0,99	0,28	0,53	0,97	1,01	1,13
CMAC	0,73	0,60	0,44	0,42	0,49	0,55	0,83	1,27	1,69	2,20	3,17
CRAC	0,00	0,03	0,08	0,08	0,14	0,15	0,18	0,28	0,34	0,50	0,65
EDPYME	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total (millones de US\$)	5 379	7 666	9 475	11 667	13 682	13 285	12 866	12 431	13 575	14 009	13 832

Fuente: Obtenido del informe "Análisis de la Morosidad en el Sistema Bancario Peruano Informe final de investigación" (Aguilar, Camargo, & Morales Saravia, 2004), elaborado por el Instituto de Estudios Peruanos, con fuente original de la SBS (Información Financiera Mensual 1993-2003). Consultado el 07 de agosto de 2015.

TABLA 14. COLOCACIONES Brutas del Sistema Financiero, 1993 - 2003 (porcentajes).

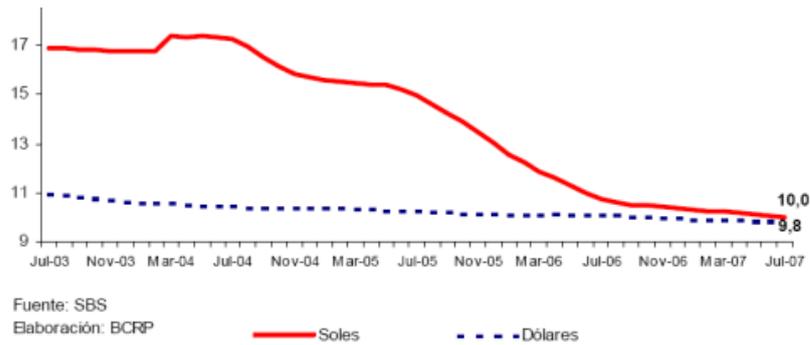
Institución	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bancos	98,72	95,37	95,76	97,76	97,31	96,57	96,95	96,12	94,52	93,08	90,90
Financieras	0,39	3,65	3,18	1,15	1,56	2,24	1,46	1,67	2,29	2,54	2,90
CMAC	0,90	0,85	0,73	0,71	0,70	0,70	1,02	1,43	2,13	3,07	4,48
CRAC	0,00	0,13	0,33	0,38	0,40	0,40	0,45	0,52	0,62	0,72	0,90
EDPYME	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,09	0,12	0,25	0,45	0,59	0,81
Total (millones de US\$)	3 326	5 848	8 171	10 764	13 695	14 737	12 379	12 215	11 222	11 398	11 006

Fuente: Obtenido del informe "Análisis de la Morosidad en el Sistema Bancario Peruano Informe final de investigación" (Aguilar, Camargo, & Morales Saravia, 2004), elaborado por el Instituto de Estudios Peruanos, con fuente original de la SBS (Información Financiera Mensual 1993-2003). Consultado el 07 de agosto de 2015.

Tasa de interés de los créditos hipotecarios

Según la tesis de Hoyos Vértiz "ESTUDIO DE VIABILIDAD DE UN PROYECTO DE VIVIENDA SOCIAL UNIFAMILIAR EN UN TERRENO DE PROPIEDAD PRIVADA", las tasas de interés para los créditos hipotecarios disminuyeron entre el año 2003 al 2007, ya sea en dólares americanos (USD) y en nuevos soles. Pero es la moneda nacional la que más disminuyó, siendo registrado en el siguiente gráfico:

Gráfico 25. TASA DE INTERÉS PARA CRÉDITOS HIPOTECARIOS, 2003 - 2007 (promedio de las empresas bancarias).



Fuente: SBS
 Elaboración: BCRP
 Fuente: Obtenido de "ESTUDIO DE VIABILIDAD DE UN PROYECTO DE VIVIENDA SOCIAL UNIFAMILIAR EN UN TERRENO DE PROPIEDAD PRIVADA" de Hoyos Vértiz. Consultado el 08 de agosto de 2015.

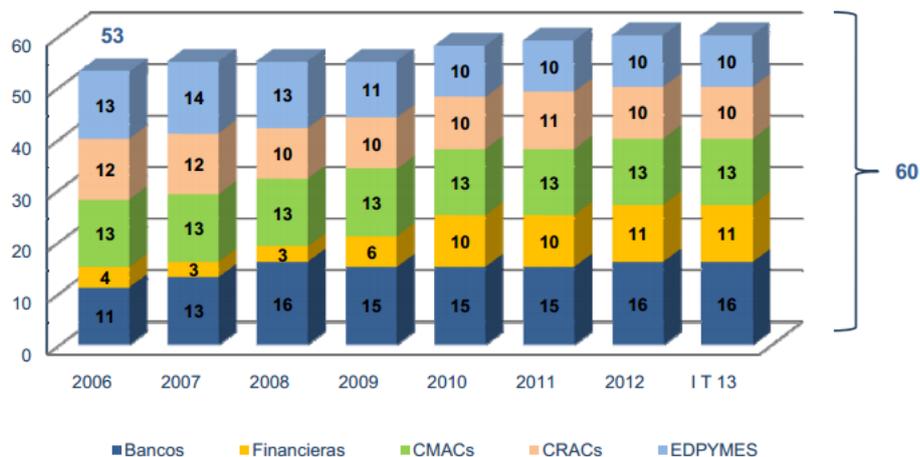
"Esta tendencia a la baja de las tasas de interés trajo como consecuencia el aumento de los crédito hipotecarios, factor que activa firmemente la demanda de viviendas propias en la población. Esto a su vez alentado por el aumento de la capacidad adquisitiva de la población y la reducción en los plazos de entrega de los créditos por parte de las entidades financieras."(Hoyos Vértiz, 2008)

Por lo que un impulso para el aumento de créditos hipotecarios es la facilidad de obtención de liquidez por medio de bajas tasas de interés.

SITUACIÓN ACTUAL

En los últimos años, el boom inmobiliario en el Perú fue fuertemente sostenido por el sistema financiero, el cual dio mayores facilidades en búsqueda de penetrar más en el sector inmobiliario y buscar beneficios en este. Y el Estado tuvo una gran participación con el programa "Mivivienda". Desde el año 2006 hasta el 2013 (primer trimestre), hubo un incremento del número de entidades financieras y bancos en el país, siendo las financieras las más importantes en este aspecto. La siguiente información es proporcionada por la clasificadora de riesgo "Equilibrium". (Equilibrium, 2013)

Gráfico 26. NÚMERO DE ENTIDADES POR TIPO, 2006 – 2013.

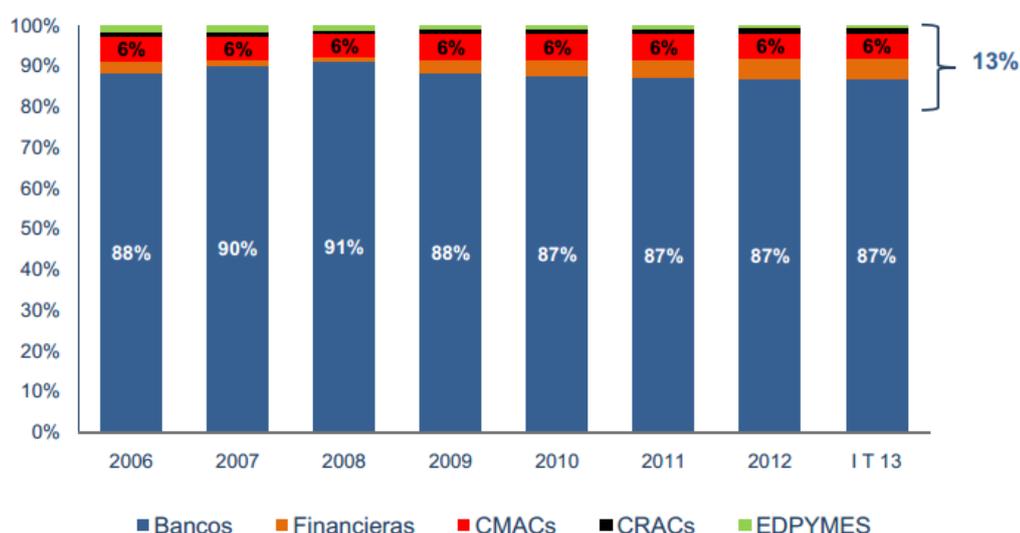


Fuente: Elaboración de Equilibrium.

Nota: Para el 31 de diciembre de 2013, el número aumento a 64 entidades financieras: 16 bancos, 12 empresas financieras, 13 CMAC, 9 CRAC, 9 EDPYMES, 2 empresas de arrendamiento financiera (compañías *leasing*), 1 empresa de *factoring*, y 2 empresas administradoras hipotecarias (EAH). (Class & Asociados S.A., 2013). Consultado el 10 de agosto de 2015.

Pero la participación en el sector financiero siempre tuvo como principal participante a los bancos, manteniendo su alto nivel de participación desde el año 2006 hasta el año 2013 (primer trimestre).

Gráfico 27. PARTICIPACIÓN SECTOR FINANCIERO, 2006 – 2013.



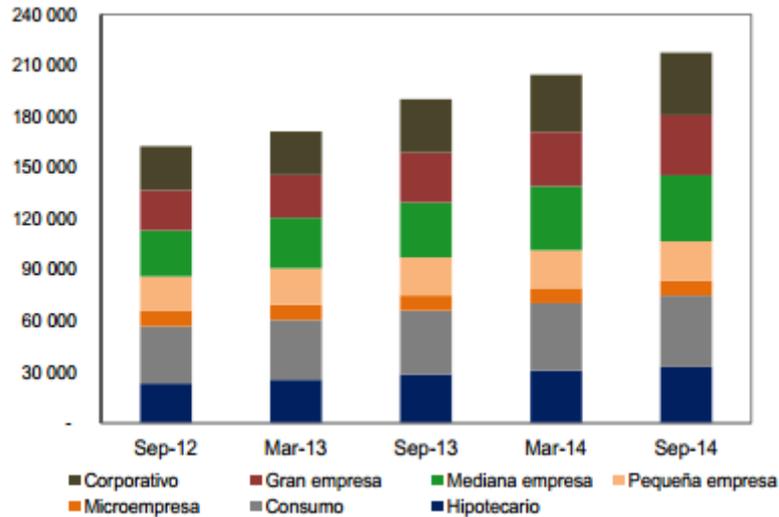
Fuente: Elaboración de Equilibrium, "El Sistema Financiero Peruano". Consultado el 11 de agosto de 2015.

Dentro del sector bancario, los 4 bancos más grandes son: Banco de Crédito del Perú (BCP), Banco Continental, Scotiabank Perú, Interbank. En la banca media se tienen: Banco de Comercio, Banco Financiero, BanBif, Citibank, GNB Perú⁶¹, Banco Santander. De consumo son: Banco Falabella, Banco Ripley, Banco Azteca, Banco Cencosud y MiBanco. (Equilibrium, 2013)

De septiembre del año 2012 a septiembre del año 2014, se registró un aumento en los créditos hipotecarios.

Gráfico 28. LA EVOLUCIÓN DE LOS CRÉDITOS POR TIPO EN EL SISTEMA FINANCIERO, 2012 - 2014 (en millones de nuevos soles).

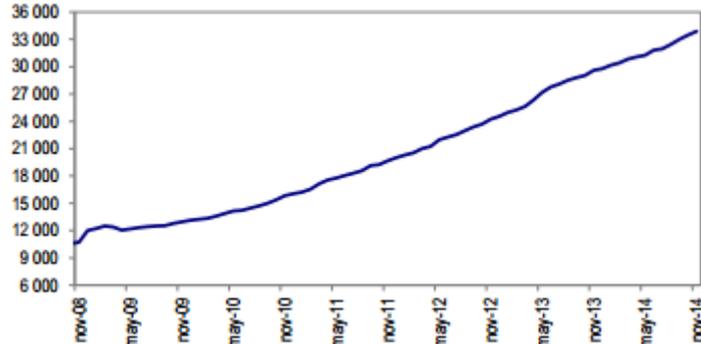
⁶¹ Antes HSBC (Hong Kong and Shanghai Banking Corporation.).



Fuente: Elaboración de la SBS, "EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO" (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2014). Consultado el 11 de agosto de 2015.

La facilidad al crédito, los programas estatales y el pensamiento de mayores precios futuros de los inmuebles impulsó al sector financiero en las hipotecas, aumentando de forma continua los créditos en el Perú. El siguiente gráfico muestra el aumento considerable que tuvo entre el año 2008 al año 2014.

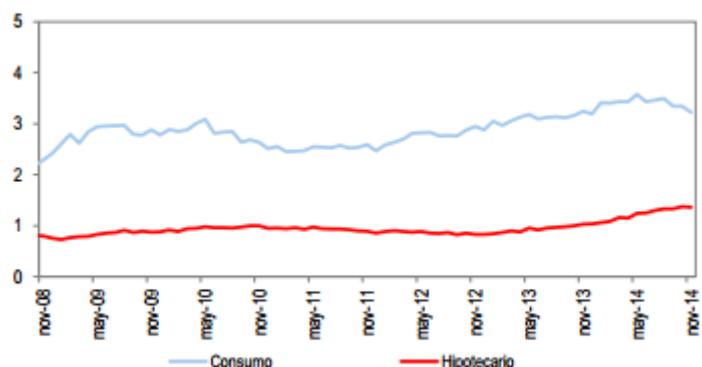
Gráfico 29. CRÉDITOS HIPOTECARIOS, 2008 - 2014 (en millones de nuevos soles).



Fuente: Elaboración de la SBS, "Carpeta de Información del Sistema Financiero" (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2014, pág. 6). Consultado el 13 de agosto de 2015.

Se puede pensar que el aumento de los créditos traería consigo el aumento del índice de morosidad de créditos hipotecarios. Pero ese no fue el caso, aunque la tasa ha tenido un comportamiento alcista entre el año 2012 al 2014, no tiene el comportamiento del crédito hipotecario en el mercado, alrededor del 1%, por lo que la proporcionalidad entre este y la morosidad fue cada vez aumentando más.

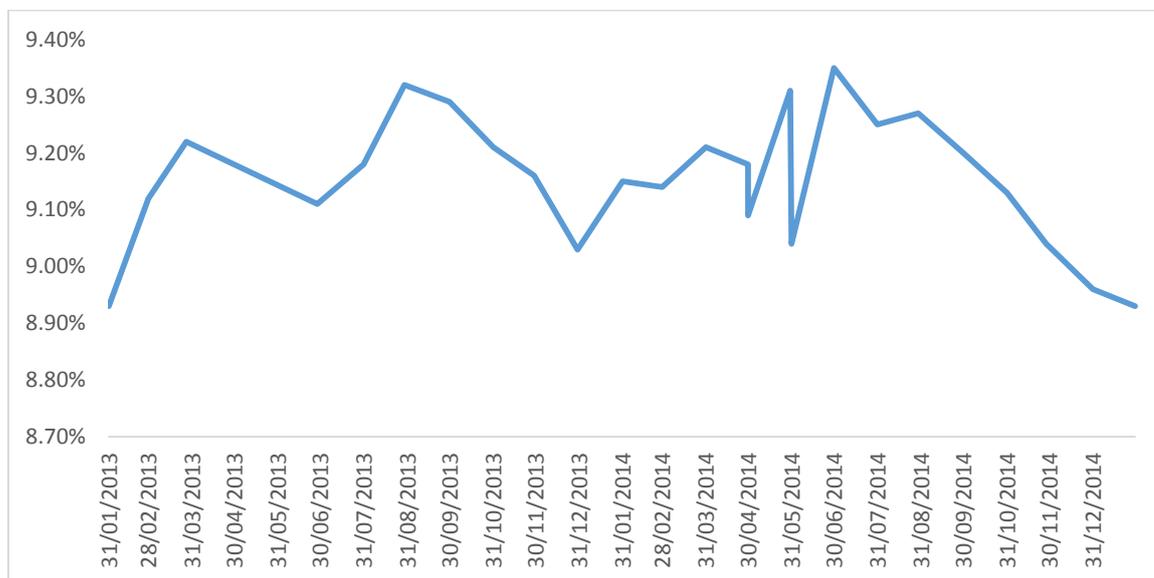
Gráfico 30. MOROSIDAD DE CRÉDITOS DE CONSUMO E HIPOTECARIOS, 2008 – 2014.



Fuente: Elaboración de la SBS, "Carpeta de Información del Sistema Financiero" (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2014, pág. 9). Consultado el 13 de agosto de 2015.

Durante los dos últimos años, la tasa de interés promedio del sistema bancario para hipotecas ha mantenido un ritmo en que se mantuvo en el rango de 8.90% a menos de 9.40%, por lo que se no se ha reportado un comportamiento de aumento o disminución de esta.

Gráfico 31: Perú: Tasas de interés promedio del sistema bancario para hipotecas mensual, 2013-2014

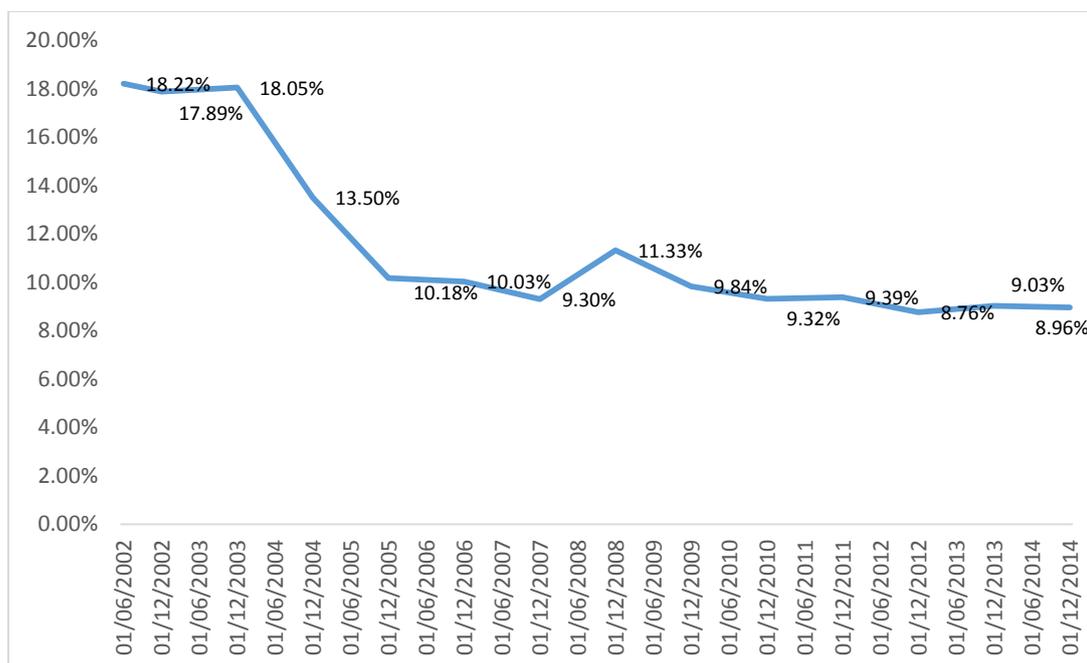


Elaboración propia.

Fuente: SBS, TASA DE INTERÉS PROMEDIO BANCARIO. <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/tasa-de-interes-promedio/154/c-154>. Consultado el 14 de agosto de 2015.

Si se amplía el periodo hasta el año 2002, se tiene un comportamiento más evidente sobre la situación anterior y la actual. Entre junio de 2002 hasta diciembre de 2014, la tasa de interés promedio bajó de alrededor de 18% a casi 9%. Este factor facilitó el crédito para hipotecas, hasta que en el año 2012 se ha mantenido sin disminuir o crecer.

Gráfico 32: Perú: Tasa de interés promedio del sistema bancario para hipotecas anual, 2002-2014



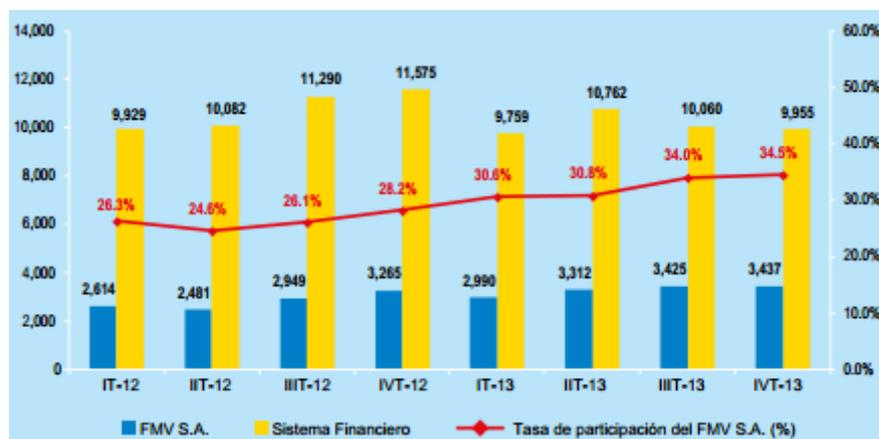
Elaboración propia.

Fuente: SBS, TASA DE INTERÉS PROMEDIO BANCARIO. <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/tasa-de-interes-promedio/154/c-154>. Consultado el 14 de agosto de 2015.

MIVIVIENDA

El Fondo MIVIVIENDA (FMV) tuvo una considerable participación en el mercado hipotecario durante el periodo años 2012 al 2013, siendo su crecimiento leve. Caso contrario al sistema financiero, el cual su participación ha disminuido en los últimos tres trimestres. Se puede observar que el FMV está cada vez tomando mayor participación en el mercado hipotecario.

Gráfico 33. Participación del Fondo Mi Vivienda en el mercado hipotecario para vivienda, 2012 - 2013 (en números).



Fuente: Elaboración de Revista "MIVIVIENDA" (MIVIVIENDA, 2014), página 6. Consultado el 15 de agosto de 2015.

Del año 2008 al 2013, el número de inversiones, así como el total invertido en nuevos soles, tuvo un comportamiento creciente. Pero, en el año 2014, este disminuyó por casi el 50% frente a su año pasado.

Tabla 15. CRÉDITO MIVIVIENDA: NÚMERO DE CRÉDITOS E INVERSIÓN EN NUEVOS SOLES, 2008 - 2014.

2008		2009		2010		2011	
Nro.	Inversión S/.	Nro.	Inversión S/.	Nro.	Inversión S/.	Nro.	Inversión S/.
2,994	188,821,800	3,527	251,204,198	6,436	588,735,194	8,888	904,889,714
2012		2013		2014			
Nro.	Inversión S/.	Nro.	Inversión S/.	Nro.	Inversión S/.		
10,133	981,821,642	12,064	1,382,178,310	6,981	798,202,064		

Elaboración propia. Fuente: Fondo MiVivienda, "PROGRAMAS: MIVIVIENDA, NUEVO CRÉDITO MIVIVIENDA" (FONDO MIVIVIENDA, 2014), consultado el 15 de agosto de 2015.

Actualmente, MIVIVIENDA cuenta con seis productos de su fondo: Nuevo Crédito MIVIVIENDA, MICONSTRUCCION, MISMATERIALES, Techo Propio, MiCasa Más, MiTerreno. La siguiente información es citada de la página web de "fondo MIVIVIENDA" (FONDO MIVIVIENDA, 2015)

Tabla 16. PRODUCTOS DE MIVIVIENDA.

Nuevo Crédito MIVIVIENDA	"Es un préstamo hipotecario que permite comprar cualquier vivienda NUEVA o USADA o CONSTRUIR en terreno propio cuyo valor esté entre S/. 53 900 hasta S/. 269 500 nuevos soles, con un plazo de pago de 10 a 20 años."
MICONSTRUCCION	Es un préstamo que permite al cliente construir, ampliar o mejorar su vivienda, con un límite de préstamo de S/. 100 000 nuevos soles, y un plazo máximo de 12 años.
MISMATERIALES	"El Crédito MISMATERIALES ayudará a comprar los materiales que necesitas para la construcción o mejoramiento de la vivienda. La compra se realizará con asesoría técnica a un proveedor autorizado por el Fondo MIVIVIENDA S.A. MISMATERIALES presta entre S/. 11 100 a S/. 37 000 nuevos soles, con un plazo de pago de 5 años."
Techo Propio	"Es un programa dirigido a las familias con ingresos familiares mensuales menores a S/. 1 860 para comprar, construir o mejorar su vivienda, la misma que contará con servicios básicos de luz, agua, desagüe."
MiCasa Más	"Es el crédito dirigido a aquellas familias que cuentan con una vivienda propia (incluyendo las que se encuentren bajo hipoteca), la cual pueden poner en venta con la finalidad de adquirir una vivienda nueva que se adecúe a su actual situación económica y familiar. Para ello, podrán solicitar un préstamo desde S/. 45 000 hasta S/. 185 000, con una cuota inicial mínima del 20% del valor de la vivienda."
MiTerenno	"Es un crédito hipotecario que tiene como objetivo facilitar a las familias de menores recursos la adquisición de un terreno urbano, privado o público con fines de vivienda o vivienda taller, a través de un adecuado financiamiento. El plazo máximo de financiamiento es de 8 años y el monto máximo a financiar es de S/. 50,000."

Fuente: Elaboración propia.

CAPÍTULO 3:

EL SOBREENDEUDAMIENTO

3. SOBREENDEUDAMIENTO EN EL PERÚ

El sobreendeudamiento consiste en apalancar la situación financiera hasta llevarlo a un punto en que la persona deudora se convierte en morosa al no poder cumplir con sus obligaciones en el tiempo pactado con el creedor. Las entidades financieras toman en cuenta el grado de apalancamiento y calificación de la persona para darle un crédito en caso lo solicite. Esto quiere decir que, visto desde el punto de riesgo para una entidad financiera, dicha persona se convierte en un potencial moroso si mantiene una a más deudas sostenidas por un alto porcentaje de su ingreso total. Por ejemplo, si un banco evalúa al cliente A para un préstamo y revisa que tiene una deuda que es pagada con el 10% de su ingreso, entonces el riesgo puede ser bajo. Caso contrario, si el cliente B está pagando una deuda con el 50% de su ingreso, es más riesgoso porque al presentarse algún problema le será más difícil cumplir con sus deudas que el cliente A.

El tema no contemplará el lado internacional, puesto que ya se revisó la morosidad del mercado hipotecario en el capítulo 2. Por lo que se revisarán los siguientes puntos: Sobreendeudamiento y definiciones, El sobreendeudamiento en el sector financiero del Perú, y La morosidad en el mercado hipotecario en el Perú.

Cabe señalar que el sobreendeudamiento no es sinónimo de morosidad, sino la causa que lleva a esta. Por lo que no necesariamente una persona sobreendeuda

3.1 Sobreendeudamiento y definiciones

Las definiciones son básicamente vinculadas al riesgo: calificaciones, causas, consecuencias, tipos de sobreendeudamiento, etc. Por lo que se deduce que el sobreendeudamiento está ligado al riesgo, y este a la morosidad. En el tema de Especulación, sobre la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, el riesgo a la morosidad se convirtió en justificación de esperar más rentabilidad, hasta que se llegó a un punto en que dicho riesgo era insostenible debido al crecimiento de la morosidad. Esto no significa que “a mayor riesgo, mayor morosidad”, así como “a mayor riesgo, mayor rentabilidad”. En realidad significan las dos cosas, juntas. Y tanto un banco como un inversionista buscarán la mejor opción para maximizar la rentabilidad de su capital, por lo que enfrentarán al riesgo con mediciones y expectativas que serán expuestas en este tema.

3.1.1 Las causas del sobreendeudamiento:

Las causas pueden ser múltiples. MONETOS⁶² realizó una lista de las causas más comunes: adquisición de dinero fácil; alza del coste de la vivienda; aumento de impuestos; carencia de información; consumo irreflexivo (compradores adictivos o compras compulsivas); consumo al contado (desequilibrio de la renta); despido laboral (aumento del desempleo); deudas bancarias y comerciales; disminución de ingresos; endeudamiento excesivo; enfermedad; exceso de operaciones de descubierto; encarecimiento de las hipotecas (vivienda); fallecimiento; inflación; mala planificación; pagos aplazados; reunificación de préstamos; separación, divorcio o algún otro tipo de crisis familiar; solicitud de varios créditos y/o

⁶² Independent Information and Research on the European Private Financial Sector.

préstamos a la vez; utilización del crédito para cubrir las necesidades de ocio (gastos innecesarios); utilización excesiva del crédito (mayor número de gastos corrientes).

Cualquiera de las causas expuestas genera apalancamiento en el cliente de la entidad financiera. Apalancar significa generar, por uno mismo o por factores externos, una obligación que se cumplirá con un porcentaje del ingreso. A mayor apalancamiento, mayor el porcentaje. No importan la cantidad de causas, pueden ser de una a varias, y se agruparán formando el porcentaje de apalancamiento de la persona.

¿El apalancamiento es, por lo tanto, negativo? No necesariamente. Esto dependerá de la solvencia de la persona (natural o jurídica). Parodi escribe lo siguiente: “El apalancamiento consiste en el uso de capital prestado (endeudamiento) para incrementar el retorno potencial de una inversión; dicho de otro modo una empresa está apalancada cuando utiliza deuda (aumento de pasivos) para comprar activos. No es negativo en sí mismo, pues permite la expansión de la empresa vía la compra de activos; pero, el exceso de deuda, puede presentar dificultades de repago. En términos simples, significa asumir deuda para invertir en activos que generen un rendimiento; con ello la empresa obtiene una ganancia con dinero de otros. La tasa que obtiene como ganancia debe ser mayor que la tasa de interés pagada por el préstamo, por lo que la calidad de la inversión es clave. Las entidades financieras funcionan con altos niveles de apalancamiento, pues operan con dinero aportado por otros, como los depósitos de los ahorristas” (Parodi, ¿Qué es el apalancamiento?, 2013). Por lo que se concluye que el apalancamiento, la cual es medible, es saludable pero puede alcanzar cifras que corran riesgo de no poder ser saldadas. Esto lleva al ya mencionado sobreendeudamiento.

Las expectativas son también causas de apalancamiento. Por ejemplo, si se desea comprar una vivienda con capital propio y financiado, se espera que en el futuro el precio del inmueble suba; si se financia con capital propio de 20 000 nuevos soles y 80 000 nuevos soles del banco una vivienda de 100 000 nuevos soles, y se espera que el precio suba un 10% en un determinado tiempo, el valor del inmueble crecerá a 110 000 nuevos soles, por lo que la rentabilidad crecerá un 50%, de 20 000 a 30 000 nuevos soles.

3.1.2 Consecuencias del sobreendeudamiento:

MONETOS explica las consecuencias del sobreendeudamiento:

“A nivel jurídico, el sobreendeudamiento puede llevar a que los acreedores de la deuda puedan intervenir en el patrimonio del deudor, embargando los bienes o la nómina. Para que esto sea posible, es necesario que la insolvencia económica sea declarada oficialmente, esto se hace ante el órgano oficial o juez competente. Para más información ver Solicitud de la declaración de quiebra. A nivel macroeconómico, el aumento considerable de los tipos de interés, que a su vez afecta el desarrollo económico del país. A nivel país, un sobreendeudamiento excesivo de sus habitantes junto con el alto índice crediticio sin pagar en la banca española, especialmente de las familias, trae consigo una crisis financiera. A nivel personal, el sobreendeudamiento ocasiona inestabilidad emocional, marcada por altos niveles de estrés. Pérdida del poder adquisitivo familiar (insolvencia económica). Un mal manejo de las finanzas personales, puede llegar a un estado de sobreendeudamiento, y en esa medida un estado de quiebra, que a su vez trae consigo múltiples consecuencias negativas. ” (Independent Information and Research on the European Private Financial Sector, s.f.)

Estas consecuencias se han reflejado en el capítulo anterior, sobre la crisis económica de Estados Unidos. Solo en los casos de niveles personales no figuran, pero estos se reflejan en cualquier situación de sobreendeudamiento.

3.1.3 Tipos de sobreendeudamiento

Hay dos clases de sobreendeudamiento: activo y pasivo. (Roa Ramírez, 2006): Activo es aquel en que la persona contrae obligaciones crediticias por motivos de consumo irreflexivo o malas inversiones que no podrá pagar en el calendario acordado con el acreedor mientras que el Pasivo es aquel en que la persona es afectada por hechos fortuitos distintos al crédito, por ejemplo un desastre natural, el despido laboral o enfermedad, que dificultan el cumplir con las obligaciones crediticias.

3.1.4 Calificaciones

Para este punto, se ha considerado la información del Banco de la Nación (BN) en la clasificación de las personas en las centrales de riesgo, con fuente a la SBS.

Se distribuyen las definiciones de la deuda según la categoría de riesgo donde corresponden, y los días necesarios para alcanzar cada definición. Cabe mencionar que es la SBS la que determina la posición de una deuda, pero es la central de riesgo la que mantiene esa información para uso privado. Las entidades financieras requieren la información para filtrar un préstamo, y determinar el riesgo que se reflejará en la tasa activa del crédito. Esto quiere decir que un cliente moroso difícilmente accederá a un crédito si el banco es precavido, y en caso acceda tendrá que asumir una tasa más elevada que el de un cliente no moroso. El mismo cliente moroso puede mejorar su situación si cumple a tiempo con sus obligaciones, puesto que sus movimientos crediticios quedan registrados en su historial.

3.2 La morosidad en el sector financiero del Perú

Este tema tendrá dos objetivos: conocer la situación morosa en el mercado financiero del Perú, y conocer cómo se comporta la morosidad así como los mecanismos para frenarla. En el país, el *boom* inmobiliario tuvo como factor importante de desaceleración el aumento de las dificultades para obtener crédito. Esto no ha disminuido la morosidad del mercado hipotecario, es más esta tuvo un comportamiento muy parejo y bajo en comparación con la morosidad por consumo (ver Gráfico 32), por lo que los estudios de morosidad se generalizarán al sector financiero para el estudio del tema dirigido al territorio peruano. Solo se estudiará la información obtenida por el sector formal, supervisado por la SBS. El tema iniciará con un resumen de la expansión financiera en el Perú, y cómo esta implicó en el desarrollo de la morosidad.

Según el Dr. Peñaranda⁶³, la expansión del sistema financiero consistió en una mayor profundización financiera; esto quiere decir, un mayor alcance financiero en el país. “Los créditos (intermediación) y los depósitos (bancarización) expresados como porcentaje del PBI entre 2008 y 2013 pasaron de 24% y 29% a 33,4% y 35,7% del PBI, respectivamente. En las ciudades donde existía menor acceso a los servicios financieros –Loreto, Amazonas, Huánuco, Puno y Ucayali–, el número de oficinas entre 2008 y 2013 se ha incrementado en alrededor de 75%. El número de cajeros corresponsales ha crecido en 682% y el número de puntos de atención por cada 100 000 habitantes adultos en 287%. Como consecuencia lógica de esta expansión, la cantidad de personas naturales adultas con créditos directos a nivel nacional pasó de 4,0 a 5,8 millones de personas, equivalente al 34,8% de la PEA. Así también están registradas 26,8 millones de cuentas de ahorro en el sistema financiero.” (Peñaranda Castañeda, 2014, págs. 6,7)

En el año 2009, el crédito tuvo un drástico freno a raíz de la crisis internacional (del año 2008), y es a partir del año 2011 que este empieza su recuperación según el IEDEP⁶⁴. El Banco Central de Reserva del Perú optó por reducir las tasas de encaje, siendo así: marginales y medios en nuevos soles a inicios del 2013, de 30% a 12% y de 20% a 12%; en moneda extranjera, marginales y medios a inicios del 2013, de 55% a 50% y el medio permaneció en 45%. Esta medida aumentó la disponibilidad de efectivo para dar créditos a empresas, para el consumo y para las hipotecas. La banca múltiple tuvo un crecimiento estable

⁶³ Director ejecutivo del Instituto de Economía y Desarrollo Empresarial, de la Cámara de Comercio de Lima.

⁶⁴ Instituto de Economía y Desarrollo Empresarial.

de 20,3%, mientras que las financieras y cajas municipales disminuyeron hasta en 20,2% y 9,8%. (Peñaranda Castañeda, 2014, pág. 7)

Se entiende morosidad como el crédito concedido por la entidad financiera que sufre un retraso de pago por encima de 3 meses. La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP proporcionó cifras que muestran, en marzo del año 2014, evidencias de una tasa de morosidad del 2,3%, ligeramente superior al 1,5% de marzo del año 2011. “Los créditos con mayor morosidad son los dirigidos a pequeñas empresas (8,3%), microempresas (3,9%) y consumo (3,6%). Esto se explica en parte por la desaceleración económica y por una incipiente cultura crediticia de segmentos de población que se van incorporando al sistema financiero. En el caso de las instituciones microfinancieras (IMF), la tasa de morosidad en las cajas rurales se elevó hasta 7,5%. En las cajas municipales alcanzó el 6,7% y en las edpymes se redujo ligeramente hasta 5,2%. Apparently el afán de no perder participación en el mercado está llevando a otorgar créditos bajo condiciones menos rigurosas y con un consecuente aumento de la cartera atrasada.” (Peñaranda Castañeda, 2014, págs. 7,8)

Se puede esperar que el aumento de la morosidad y la contracción de las financieras y cajas se debió a las altas tasas activas, mientras que el de la banca era la más baja y mostró un comportamiento de crecimiento. Como ejemplo de este comportamiento, se tomó la tasa de crédito promedio del mes de cada entidad financiera para créditos a microempresas, siendo dos fechas: la de marzo del año 2014 por ser la fecha tope del periodo analizado por el artículo “MAYOR INCLUSIÓN FINANCIERA DEBE IR APAREJADA CON MEJOR EDUCACIÓN FINANCIERA”, y la de febrero del año 2015 por ser el último mes que registra información a la fecha de realizada la consulta a la página web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, s.f.)

Tabla 17. TASA DE INTERÉS PROMEDIO ACTIVAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS POR LOS PERIODOS MENSUALES, 2014 – 2015.

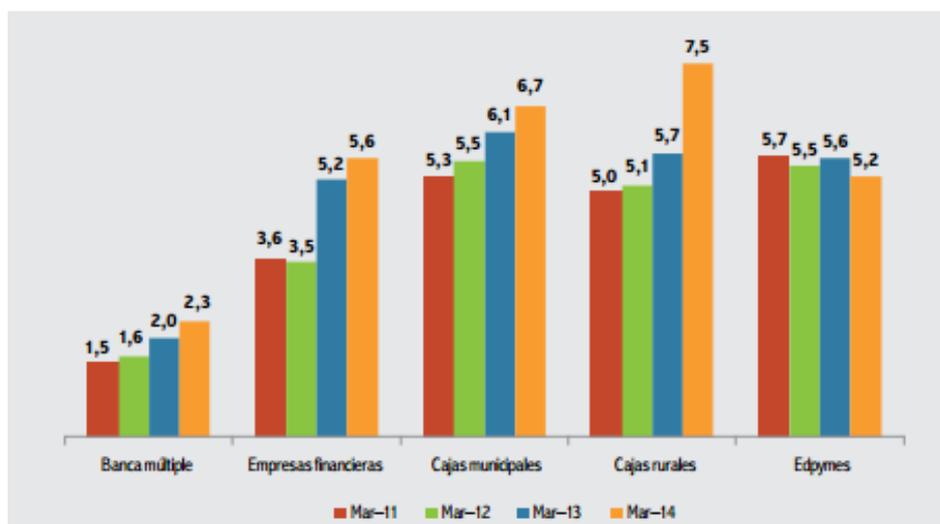
ENTIDAD FINANCIERA	mar-14	feb-15
BANCA MÚLTIPLE	32,72%	32,17%
FINANCIERAS	46,07%	45,62%
CAJAS MUNICIPALES	39,83%	(Enero) 38,99%
CAJAS RURALES	39,91%	(Enero) 40,37%
EDPYMES	45,04%	(Enero) 48,23%

Elaboración propia.

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/tasa-de-interes-promedio/154/c-154>. Consultado el 18 de agosto de 2015.

Como dicho antes, la morosidad fue creciente en el sistema bancario en general, pero solo en la banca múltiple tuvo un leve crecimiento. La situación de las demás entidades financieras fue la de una mayor tasa de morosidad. Solo las Edpymes disminuyeron esta tasa de manera muy libera.

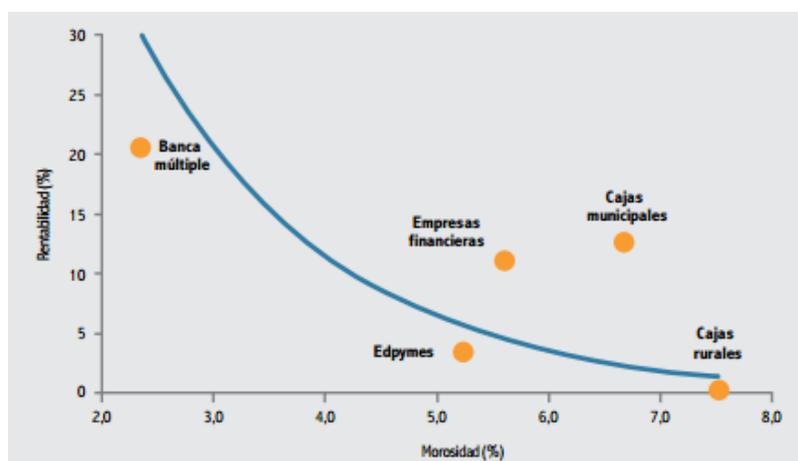
Gráfico 34. MOROSIDAD POR ENTIDAD FINANCIERA, 2011 – 2014 (COMO % TOTAL DE CRÉDITOS)



Fuente: Obtenido de “MAYOR INCLUSIÓN FINANCIERA DEBE IR APAREJADA CON MEJOR EDUCACIÓN FINANCIERA”. Consultado el 19 de agosto de 2015.

Al distribuir a las entidades bancarias para diferenciar su rentabilidad y su tasa de morosidad, el artículo “MAYOR INCLUSIÓN FINANCIERA DEBE IR APAREJADA CON MEJOR EDUCACIÓN FINANCIERA” realizó un cuadro con las dos variables y puso a cada entidad según el grado que le corresponda. La banca múltiple es la que más rentabilidad demuestra, así como la de menor morosidad, mientras que las cajas rurales se encuentran en la peor situación.

Gráfico 35. RENTABILIDAD VS. MOROSIDAD, MARZO DE 2014.



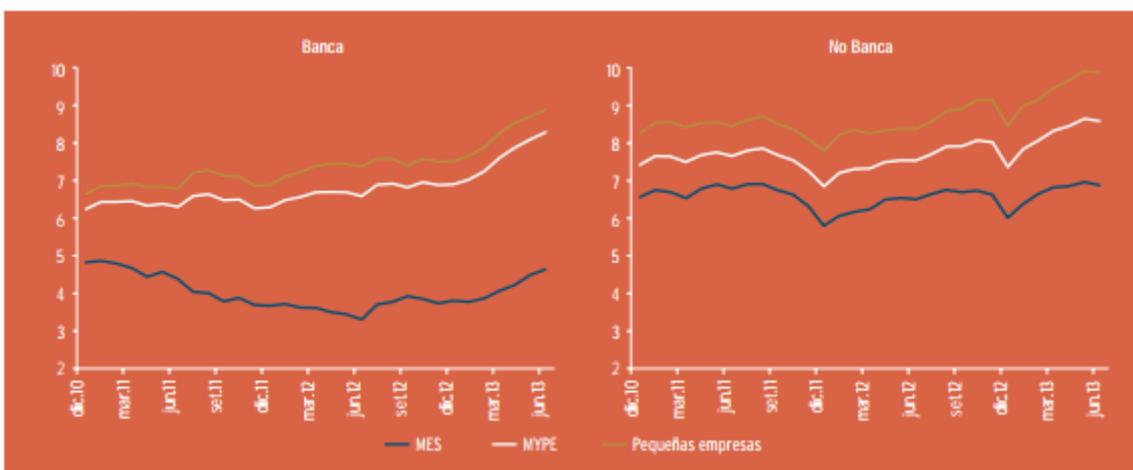
Fuente: Obtenido de “MAYOR INCLUSIÓN FINANCIERA DEBE IR APAREJADA CON MEJOR EDUCACIÓN FINANCIERA”. Consultado el 19 de agosto de 2015.

Se tomará al sector de créditos a microempresas para entender la situación del crédito al sector privado, puesto que es el sector que más dinamismo tomó en los últimos 10 años, y tuvo mayor participación crediticia en las entidades financieras no bancarias, además que es un sector muy importante en cuanto a estudios de morosidad.

La morosidad dentro del sector responde principalmente a las MYPEs, y para su observación se tomará la información del artículo “Analizando el nivel de endeudamiento de las MICRO y PEQUEÑAS EMPRESAS” de la revista MONEDA (BCRP). Los bancos registran menores niveles de morosidad en

comparación con las entidades no bancarias. Puesto que la MYPE incluye a la microempresa y pequeña empresa, se dividirán a los dos para registrar su comportamiento por separado, y el resultado muestra un comportamiento distinto: las microempresas son menos morosas que las pequeñas empresas, tanto en las entidades bancarias como en las no bancarias.

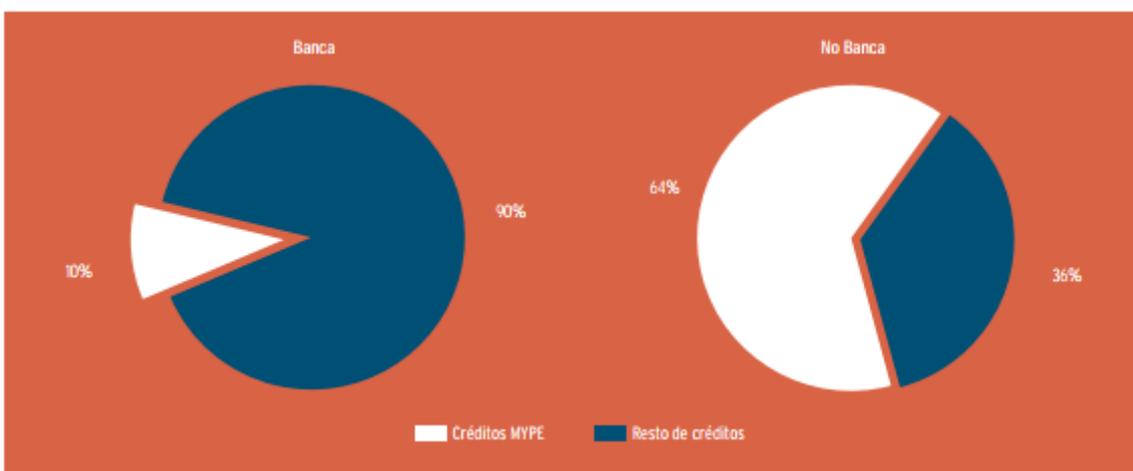
Gráfico 36. RATIO DE MOROSIDAD EN LOS CRÉDITOS MYPE, 2010 – 2013.



Fuente: Obtenido de “Analizando el nivel de endeudamiento de las MICRO y PEQUEÑAS EMPRESAS” (Muñoz, Concha, & Salazar, 2013, pág. 22). Consultado el 20 de agosto de 2015.

Pero hay que tomar en cuenta que la participación de los créditos MYPE por tipo de entidad financiera bancaria está muy distanciada a la no bancaria. Por lo que se puede hacer una interpretación inicial de la morosidad de los créditos a microempresas con la participación que tienen en los tipos de entidad financiera, y luego la facilidad de crédito su la tasa activa. A mayor facilidad, mayor el riesgo y por lo tanto mayor es la tasa de interés activa.

Gráfico 37. PARTICIPACIÓN DE LOS CRÉDITOS MYPE POR TIPO DE ENTIDAD FINANCIERA, 2013.

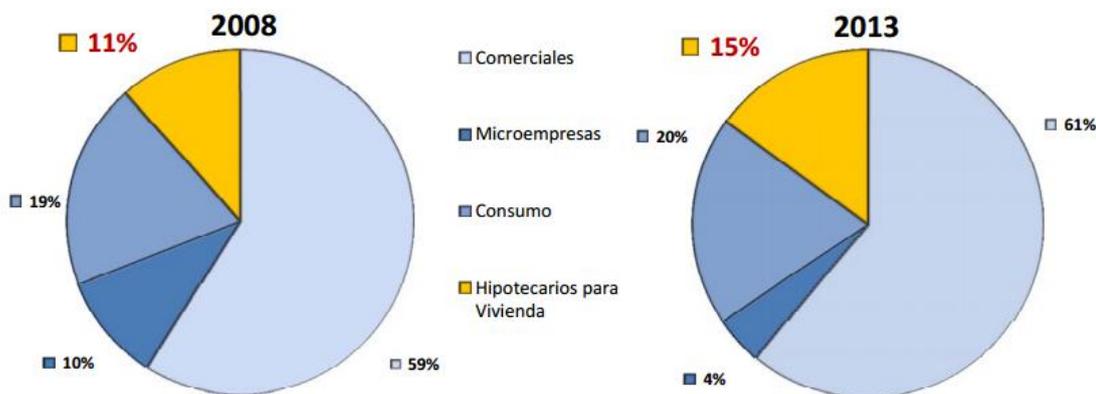


Fuente: Obtenido de “Analizando el nivel de endeudamiento de las MICRO y PEQUEÑAS EMPRESAS” (Muñoz, Concha, & Salazar, 2013, pág. 21). Consultado el 20 de agosto de 2015.

3.3 La situación del mercado hipotecario en el Perú

Según la estructura del sistema financiero peruano, por saldos adeudados según tipo de crédito, la participación de las hipotecas para vivienda aumentó de 11% en el año 2008, al 15% en el año 2013. Por lo que “boom” inmobiliario tuvo su reflejo en el incremento de la captación crediticia favorecida por el crédito *MiVivienda* y el sector inmobiliario creciente. (Freiberg Puente, 2014)

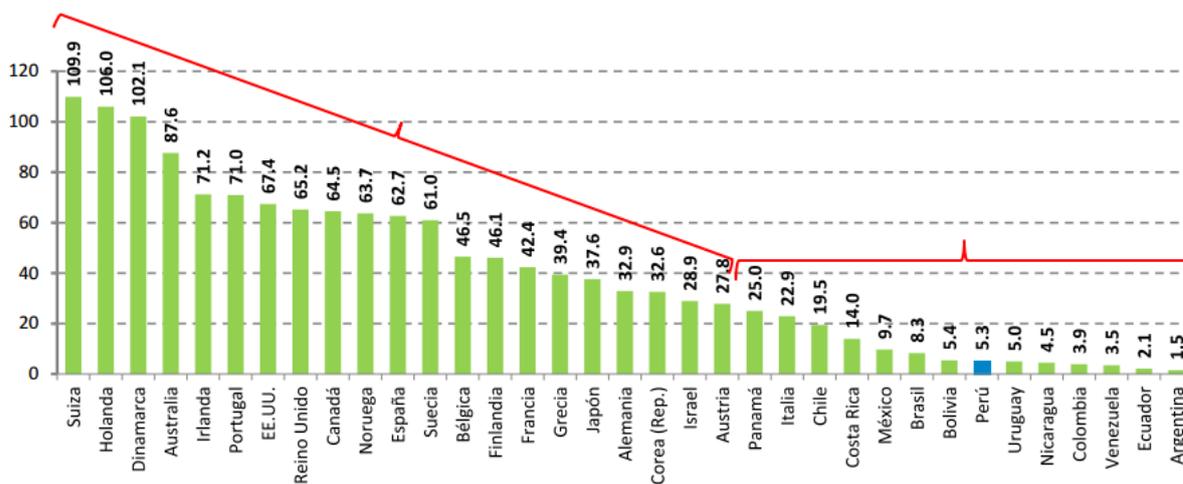
Gráfico 38. SALDOS ADEUDADOS SEGÚN TIPO DE CRÉDITO PARTICIPACIÓN %, 2008 y 2013.



Fuente: Obtenido de “INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y CALIDAD DE LA CARTERA HIPOTECARIA EN PERÚ”. Consultado el 22 de agosto de 2015.

El Perú posee solamente el 5.3% de nivel de crédito hipotecario como porcentaje del PBI frente a otros países. Chile, país del mismo continente, está en 19.5%; y Suiza, en 109.9%. Por lo que queda claro el largo camino por recorrer en este sector crediticio, por lo que existe la oportunidad de crecer bastante.

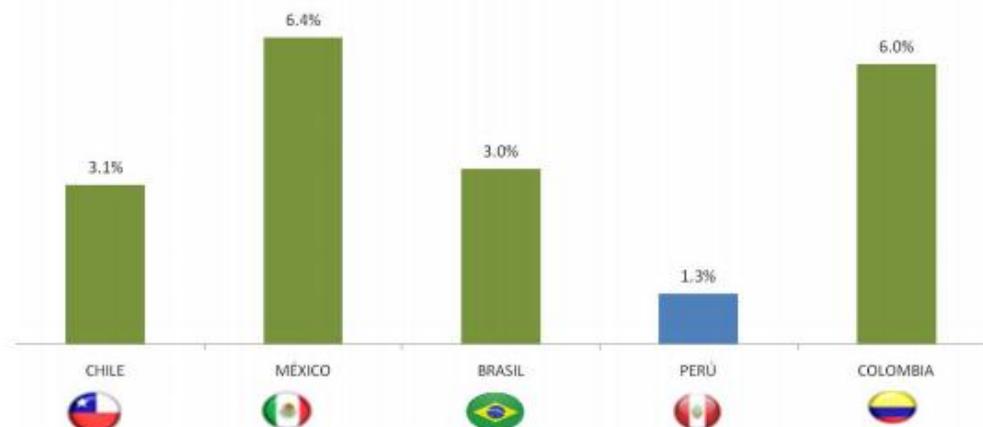
Gráfico 39. CRÉDITO HIPOTECARIO PARA VIVIENDA % DEL PBI SEGÚN PAÍS (2013)



Fuente: Obtenido de “INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y CALIDAD DE LA CARTERA HIPOTECARIA EN PERÚ”. Consultado el 22 de agosto de 2015.

En cuanto a la morosidad del crédito hipotecario, este es el más bajo de la región, alcanzando el 1.3% para el año 2014, por debajo del 3% de Brasil, lo que da a entender un mercado hipotecario saludable.

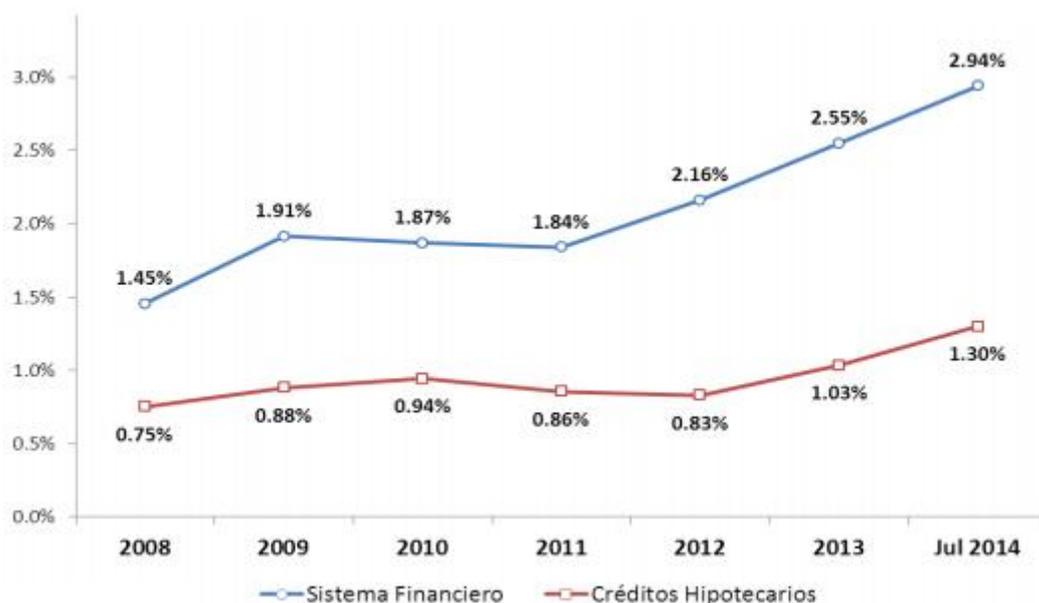
Gráfico 40. MOROSIDAD HIPOTECARIA EN LATINO AMÉRICA (2014)



Fuente: Obtenido de "INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y CALIDAD DE LA CARTERA HIPOTECARIA EN PERÚ". Consultado el 22 de agosto de 2015.

Si bien la morosidad es baja, esta ha crecido desde el año 2008. Pero, al compararla con la cartera de crédito comercial o de consumo, es más baja y con un menor crecimiento de morosidad.

Gráfico 41. MOROSIDAD EN EL SISTEMA FINANCIERO VS HIPOTECARIO (2008 – 2013)

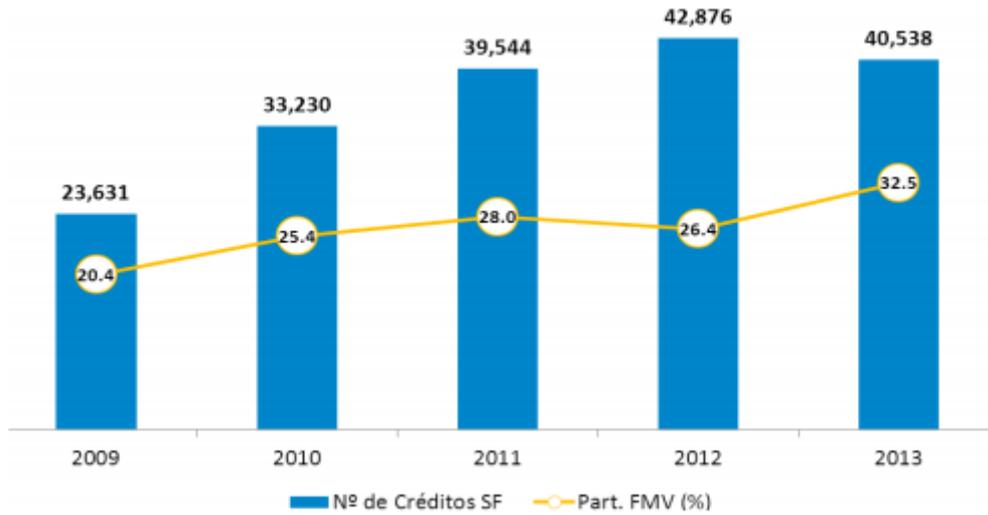


Fuente: Obtenido de "INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y CALIDAD DE LA CARTERA HIPOTECARIA EN PERÚ". Consultado el 22 de agosto de 2015.

El número de créditos hipotecarios del sistema financiero (SF) tuvo un retroceso en el año 2013, aunque estuvo en alza la participación del Fondo MiVivienda, evitando así la caída que tuvo dicho mercado

debido a la desaceleración que tuvieron las colocaciones en inmuebles “Premium”⁶⁵, la cual fue la gran impulsora del crecimiento de los créditos hipotecarios en años anteriores.

Gráfico 42. NÚMERO DE COLOCACIONES HIPOTECARIAS (2009 – 2013)



Fuente: Obtenido de “INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y CALIDAD DE LA CARTERA HIPOTECARIA EN PERÚ”. Consultado el 23 de agosto de 2015.

Nota: FMV significa Fondo MiVivenda.

⁶⁵ Viviendas de lujo o de elevados precios como departamentos exclusivos como los construidos en la Costa Verde, en distritos top como Miraflores.

CAPÍTULO 4: EL MERCADO INMOBILIARIO

CASO LIMA METROPOLITANA METODOLOGÍA Y DATOS

4. METODOLOGÍA Y DATOS

Para el desarrollo de la investigación, se aplicaran tres métodos que responderán a las hipótesis secundarias, las cuales responderán a la hipótesis principal con el debido análisis. El primer método (4.1) será estadístico, y se centrará solo en dos distritos de Lima, la capital del Perú. En el segundo método (4.2) se usará el modelo de Abraham y Herdershott que estudia el comportamiento del precio de vivienda y la presencia de burbuja. Y el tercer método (4.3) será una estadística práctica que comprobará el comportamiento de la morosidad en el Perú.

4.1 Análisis de los precios de departamentos en los distritos de Los Olivos y Miraflores

Para el modelo estadístico, se tomaron muestras de los dos distritos por venta y alquiler de departamentos.

4.1.1 Población

La población está constituida por los departamentos en venta y alquiler de los distritos Los Olivos y Miraflores de la ciudad de Lima, Perú, en el periodo del mes de Mayo del año 2015. (La población de los departamentos en venta es diferente a la población de departamentos en alquiler).

4.1.2 Muestra

La muestra es de 150 departamentos por venta, y la misma cantidad por alquiler, por cada distrito. En total hay una muestra de 300 departamentos por distrito.

4.1.3 Técnicas e instrumentos de recolección de datos

Técnica:

La técnica de trabajo para la presente tesis es grupo de enfoque, que quiere decir poder trabajar con el grupo de inmobiliario a fin de obtener información de primera mano para el desarrollo del trabajo.

Instrumentos:

Los datos se obtuvieron de fuentes primarias y secundarias. Para el caso de primarias, se hizo un trabajo de campo donde se buscó la información de los departamentos en venta, así como se contactó con los vendedores o promotores (de empresas inmobiliarias) directamente o por vía telefónica. Para el caso de las secundarias, se buscó la información en la página web de Urbania⁶⁶.

Se determinan las características del interior de un departamento para determinar sus valores y cuánta participación tienen en el valor del precio. Se usarán variables cuantitativas del mercado inmobiliario⁶⁷ para estratificar a los dos distritos de igual forma. Para determinar qué variables usar, se obtuvo una muestra con la misma cantidad de departamentos con una estratificación simple. Dicho trabajo ayudó a

⁶⁶ Urbania es una empresa de búsqueda de inmuebles en el Perú. (URBANIA, s.f.) Tiene una sección impresa en el diario El Comercio, y sus investigaciones fueron publicadas en los diarios Gestión, El Comercio y Peru21.

⁶⁷ Basadas en el criterio de venta de departamentos en mercado inmobiliario encontradas en los dos distritos.

obtener las variables basadas en el criterio de los vendedores para vender sus departamentos: Calle, Avenida, Frente al Parque, y una “zona especial” (diferente en cada distrito). La zona especial en Miraflores es Frente al Mar; mientras que en Los Olivos, Cercanía a la Municipalidad de los Olivos. Los departamentos se agruparán en Venta y Alquiler (en cada distrito), siendo estos los tipos de comercialización.

Se usará el criterio del mercado para la estratificación, y no otro criterio como las urbanizaciones, porque el precio de un departamento varía más por dichos criterios que por la ubicación dentro del distrito. Por ejemplo, el valor de una vivienda es mayor al de otra igual por estar frente a un parque, mientras que la otra está en una calle o avenida; los parques existen en todo el distrito, por lo que estratificar por urbanizaciones no tomaría en cuenta ese criterio de venta. Otra razón es que los criterios del mercado son usados por los vendedores para determinar el precio de sus departamentos.

Estos argumentos para el estudio estadístico están basados por un estudio de mercado elaborado en México, y llevado al público como el libro titulado “EL MERCADO INMOBILIARIO HABITACIONAL DE LA CIUDAD DE MÉXICO” (Kunz Bolaños, 2001, págs. 129-132), donde se puede obtener las encuestas realizadas para el trabajo. En el Perú, las características de departamentos ya estaban en bases de. En el caso de las variables de mercado inmobiliario, se obtuvieron por medio de descarte entre variables escogidas por trabajo de campo e información obtenida en internet y consultas directas a inmobiliarias, comprobándose su importancia en el trabajo estadístico del capítulo 5.1.3.

La zona especial de cada distrito fue determinada por el criterio del mercado. En el caso de Miraflores, la vista al océano pacífico ofrece un valor agregado que aumenta considerablemente el precio en comparación con otros departamentos del distrito. En el caso de Los Olivos, la cercanía a la Municipalidad es un valor agregado debido a la facilidad de acceso a todo el distrito y fuera de este a centros comerciales y avenidas principales, así como una amplia zona comercial principalmente conformada por restaurantes.

La variable Tipo no se incluirá porque no es cuantitativa. Se usará como criterio estadístico para el uso del ratio PER, al asemejar la misma cantidad de datos en precio y en alquiler en relación a dicha variable. Esto es para mejorar la confianza del ratio PER; por ejemplo, si en un distrito, en el grupo de Ventas hay mayor cantidad de departamentos *Duplex* que en el grupo de Alquiler, dará menor confianza que obtener la misma cantidad para cada grupo, ya que un *Duplex* es un valor agregado. En el caso del distrito de Los Olivos, no se podrá usar este criterio debido a la escasez de departamentos que no sean simples: *Duplex* y *Triplex*.

Como dato adicional, en el mercado de departamentos existe la descripción general “*Flat*” que se da a los departamentos de un piso que tienen la seguridad de contar con todas las comodidades de una casa⁶⁸. Por lo que dejaría a los departamentos simples, tal como se plantean para la data estadística, como más incompletos o distantes a tener las mismas comodidades que un *Flat*. Para este trabajo, todos los departamentos de un piso se los agrupó en la variable “Simple” para diferenciarlos de los de dos o tres pisos, excluyendo la opción de agregar una sub-variable más a Tipo debido a que no todos los vendedores consideraban la palabra *Flat* al momento de vender sus departamentos pese a contar con todas las comodidades de una casa, así como la existencia de *Flats* sin todas las dichas comodidades.

⁶⁸ Para aclarar la diferencia entre una casa y un departamento, según la RAE, casa significa “Edificio de una o pocas plantas destinado a vivienda unifamiliar, en oposición a piso”, por lo que “piso” es considerado un departamento según el mercado inmobiliario peruano. (RAE, s.f.)

4.1.4 Procedimiento

La aplicación estadística se dará por medio de resultados estadísticos en datos y gráficos que servirán para en análisis de la situación de los dos distritos, así como su comparación.

Las variables a usar en la muestra son: Precio, Área total, Área construida, Antigüedad, Dormitorios, Baños y Cochera.

Para el caso de la variable Antigüedad (del departamento), no todos los departamentos tuvieron dicha información por reserva (de información) de sus vendedores. Las variables Área total y Área construida se diferencian por ser la primera el área total del departamento esté construido o no, mientras que la segunda variable solo mide el área construida; lo que restaría entre las dos variables son espacios destinados a diversas opciones como jardín, patio, piscina, terraza, etc. Para el caso de la variable Baños, se ha encontrado que existen dos tipos: baño (completo) y medio baño; para el trabajo de investigación, se ha considerado el medio baño como un baño, puesto que los vendedores no siempre consideran esta diferencia, y, según los vendedores, no afecta dicha diferenciación a la venta del inmueble.

Al recoger la data, se realiza una aplicación estadística donde se obtendrán los promedios de cada variable, y el ratio “precio/alquiler” de cada distrito. Se analizarán los resultados, y se complementarán con resultados estadísticos por variable cuantitativa.

Para el análisis estadístico por variable, se agruparán y se diferenciarán por distrito y tipo de comercialización. Esto servirá para su respectiva comparación y diferenciación distrital e interdistrital.

4.2 Estudio de la evolución de la morosidad hipotecaria.

4.2.1 Población.

Morosidad de créditos hipotecarios entre los años 2001 al 2015 (2do trimestre) de la banca múltiple.

4.2.2 Muestra

La data es mensual, y parte de enero del año 2001 a junio de 2015.

4.2.3 Procedimiento

Se procedió a analizar tres variables: La cartera hipotecaria de balanza, el número de deudores hipotecarios, y la morosidad con cifras de balance. Las dos primeras variables determinarán el escenario en el que se encuentra la tercera variable, y esta última determinará la situación de la morosidad hipotecaria hasta junio del año 2015.

4.3 El precio por metro cuadrado de departamentos fundamentado en variables macro y microeconómicas.

Para este método se usará un modelo MCP que se aplicará en diferentes relaciones, todas con la variable dependiente al precio de departamentos por metro cuadrado en Lima.

4.3.1 Población

Siendo una data para análisis de línea de tiempo, la población es aquella que pertenece a los años 2001-1er trimestre, hasta el 2015-2do trimestre.

Hay dos excepciones: La relación entre PRECIO y PERCAP, la cual es anual y es entre los años 1998 y 2014; la relación entre CREDITO Y PERCAP, la cual es anual y es entre los años 2001 y 2014.

4.3.2 Técnicas e instrumentos de recolección de datos

Los datos fueron recogidos de las siguientes instituciones: Banco Central de Reserva del Perú, Instituto Nacional de Estadística e Informática, y Asociación de Bancos del Perú.

Los datos se encontraron en las páginas web de las instituciones, siendo información pública a disposición de todos.

Para en análisis de los datos se usará el programa Econometric Views (Eviews).

4.3.3 Procedimiento

Para la realización del modelo, se partió del planteado por Abraham-Hendershott, aplicado en la tesis "Estudio para determinar la presencia de una burbuja en el mercado inmobiliario de Ecuador". El objetivo del modelo es determinar comportamientos irracionales al relacional a la variable dependiente con las demás variables independientes. Cada relación se realizará entre dos variables, y estas no deberán ser espurias puesto que las variables independientes son fundamentos económicos de la dependiente.

Antes de realizar el modelo, es importante cumplir con la condición de fundamento. El primer paso es determinar la estacionalidad de las variables; el segundo, su estacionariedad; y el tercero, verificar si la relación es espuria y corregirla en caso lo sea.

El primer paso requiere de una evaluación de observación gráfica. Puesto que las variables se van a ajustar, no se va a requerir de una mayor evaluación.

El segundo paso va a requerir del test de raíz unitaria de Dickey-Fuller, la cual se puede trabajar en Eviews. Las variables en su forma normal tienen raíces unitarias, y las relaciones entre variables también, por lo que se hacen una comparación con sus resultados con diferencial uno, o diferencia en primer grado. Para el tercer paso, en el caso de las variables relacionadas, se realizará un test de cointegración usando los mismos resultados del test de Dickey-Fuller, sin tendencia, pero con la tabla planteada por Andersonn y Mackinnon: Critical Values for Non Trend Case puesto que se están usando dos variables.

Una vez obtenidos los resultados satisfactorios de los test, se procede a realizar una ecuación por cada relación, y se observa si presenta algún error. Es una condición que la ecuación no presente errores porque se espera que la variable independiente fundamente a la dependiente.

Finalmente, se hace un análisis de dispersión entre las relaciones. Es aquí donde se determinará el grado de irracionalidad.

4.3.4 Limitaciones de la información.

La variable PERCAP sólo tiene datos anuales debido a la limitación de información, por lo que su relación con PRECIO Y CREDITO es anual.

Los datos empleados son a partir del año 2001 debido a la limitación de información más antigua. De la misma forma, a la fecha de la realización del trabajo, no existen datos actualizados hasta el segundo trimestre del año 2015 en todas las variables, por lo que se limitará hasta dicha fecha.

CAPÍTULO 5: ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO EN LIMA METROPOLITANA

5. ANÁLISIS DE DATOS

Los datos fueron aplicados de acuerdo a lo explicado en el anterior tema, siendo tres subtemas a analizar y concluir sus resultados. Se incluirán para los subtemas 5.1 y 5.3 resultados externos para comparar la información.

5.1 Resultados del análisis de los precios de departamentos en los distritos de Los Olivos y Miraflores

Para el presente subtema, se realizaron cuadros estadísticos para el argumento del análisis y conclusión.

5.1.1 Promedios totales

El cuadro a continuación muestra los promedios de cada variable, y se incluyen el mínimo y máximo del precio de los datos recogidos por cada grupo. En el caso de la variable “Antigüedad”, hay muchos departamentos que no se han podido recoger debido a la negativa del vendedor o ausencia de información, por lo que no se contará como una variable confiable para el análisis. En el anexo se podrán consultar los datos.

Tabla 18: PROMEDIOS TOTALES DEL PRECIO PARA VENTA Y ALQUILER DE DEPARTAMENTOS EN MIRAFLORES Y LOS OLIVOS.

		Dormitorios	Baños	Área total	Área construida	Antigüedad	Cochera	Precio	Mínimo	Máximo
Miraflores	Venta	3	3	181	164	7	1	S/. 1,301,558.51	S/. 395,579.00	S/. 4,185,000.00
	Alquiler	3	3	172	164	8	2	S/. 6,364.89	S/. 930.00	S/. 22,103.00
Los Olivos	Venta	3	2	103	95	7	0	S/. 267,762.05	S/. 117,800.00	S/. 554,900.00
	Alquiler	2	2	86	83	4	0	S/. 1,002.97	S/. 500.00	S/. 1,800.00

Fuente: Elaboración propia.

Al comparar el resultado de las variables de cada distrito, es notable que Miraflores ofrece mayor cantidad en las variables: dormitorios, baños, áreas, antigüedad y cochera. Sin embargo, el precio (venta y alquiler), que es mayor al de Los Olivos, no es proporcional a la diferencia que hay entre las otras variables. Con esto se sustenta que el precio por metro cuadrado de los departamentos en Miraflores es más alto que en Los Olivos, así como el valor de las demás variables entre los dos distritos.

¿Por qué un dormitorio de Miraflores vale más que otro de Los Olivos? En este caso, solo se puede responder por medio de una investigación de observación. Las habitaciones del primer distrito son más grandes y completas que las del segundo; por ejemplo, habitaciones con *walk-in closet* o baño propio, así como espacios exclusivos para ropero, y pisos de mejor calidad. En Los Olivos, escasean las habitaciones con dichas características. En el caso de los baños, es común encontrar departamentos de tres habitaciones y un solo baño en el distrito del cono norte, mientras que en el otro es difícil encontrar uno así; debido a que en este caso no se puede considerar que un baño tenga más valor por ser el único

en el departamento, en comparación con otro departamento en el otro distrito, se llega a la conclusión que la cantidad de baños son un factor que aumenta el precio del inmueble.

Otro punto importante son los valores Mínimo y Máximo, los cuales muestran el rango de precios de cada distrito, siendo el de Miraflores el mayor, lo que significa una mayor variedad y una distribución desproporcional a la razón del contenido de un departamento frente a otro, sustentándose en la ubicación. Este tema se analizará en el punto 5.1.3.

5.1.2 Precio por metro cuadrado y ratio PER

Las dos variables a continuación servirán para realizar la comparación general entre los distritos Miraflores y Los Olivos. La importancia del precio por metro cuadrado (promedio) es para determinar un valor para cada distrito, mientras que el ratio PER determinará la eficiencia de la inversión y la posible existencia de una burbuja a nivel distrital.

Tabla 19: PROMEDIOS DE PRECIO POR METRO CUADRADO DE DEPARTAMENTOS EN MIRAFLORES Y LOS OLIVOS, Y SUS RATIOS PRECIO SOBRE ALQUILER.

	Promedio precio por metro cuadrado	Ratio Precio / Alquiler (12 meses) años
Miraflores	S/. 7 172.60	17,04085257
Los Olivos	S/. 2 589.57	22.24750352

Fuente: Elaboración propia.

El promedio del precio por metro cuadrado explica la visible diferencia entre el valor del departamento en Miraflores frente a Los Olivos. Sin embargo, el ratio PER indica que es en Los Olivos donde la recuperación de la inversión es más lenta. Lo lógico es que el ratio sea mayor en Miraflores debido a que la inversión es mayor, pero este ocurriría si la oferta de departamentos fuese similar en los dos distritos, y no lo es.

Según una consulta a la página web de Urbania⁶⁹, la cantidad de departamentos en venta en Miraflores fue de 3765, mientras que el mismo día la cantidad de departamentos en venta en Los Olivos fue de 384. Con estos resultados se fundamenta un mayor mercado en Miraflores, por lo tanto una mayor variedad y competencia. Si el ratio PER es cercano al resultado nacional de 16.5 años (2014) a pesar de ser uno de los cinco distritos *top* de Lima, significa que los compradores y clientes (inquilinos) están dispuestos a pagar el valor que conlleve al ratio, que es lo que posicionó al distrito al *top*. En el caso de Los Olivos, por el contrario, no existe el mismo interés de la demanda.

¿Significa que en los Olivos se puede estar formando una burbuja inmobiliaria? Una de las condiciones encontradas en toda burbuja especulativa es la oferta abundante o sobreoferta, y la del distrito es casi

⁶⁹ La consulta se realizó el día 17 de julio de 2015. (URBANIA, 2015)

diez veces menor a la de Miraflores. No existe información que precise la oferta necesaria para cumplir dicha condición, ya sea un mínimo o máximo, pero si en un distrito existe una oferta muy superior y alejada del valor de burbuja del ratio PER, significa que no se puede considerar aún la oferta de Los Olivos, y la condición no se cumpliría. Por el lado de la demanda insatisfecha en el Perú, la cifra es de 700 mil viviendas hasta el año pasado (Radio Programas del Perú, 2014), pero Urbana realizó un estudio donde concluyó que el 90% de dicha demanda insatisfecha no puede pagar más de 30 mil dólares por vivienda (URBANIA, 2013), por lo que la demanda tampoco es un impulso para la generación de burbuja. Por lo tanto, no se puede especular.

5.1.3 Segmentación por variables de mercado inmobiliario.

En el siguiente cuadro, se segmentó la data por variables de acuerdo a la información recogida por la recolección de datos anterior. Se observarán cuatro grupos, dos para cada distrito, y se analizarán los resultados promedios para la tercera comparación entre los distritos de Miraflores y Los Olivos.

Tabla 20: PROMEDIOS TOTALES DE CARACTERÍSTICAS Y DEL PRECIO PARA VENTA Y ALQUILER DE DEPARTAMENTOS EN MIRAFLORES Y LOS OLIVOS USANDO VARIABLES DE SEGMENTACIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO.

VARIABLES DEL MERCADO INMOBILIARIO:		Dormitorios	Baños	Área total m ²	Área construida m ²	Antigüedad	Cochera	Precio	Mínimo	Máximo
MIRAFLORES	Vista al océano pacífico	3	3	226	215	6	2	S/. 1 974 066.92	S/. 1 178 000.00	S/. 4 185 000.00
	Frente al parque	3	3	188	170	8	2	S/. 1 528 816.66	S/. 480 500.00	S/. 3 100 000.00
	Avenida	3	2	144	129	8	1	S/. 1 004 286.11	S/. 490 000.00	S/. 1 912 700.00
	Calle	3	3	185	167	6	1	S/. 1 249 309.58	S/. 395 579.00	S/. 3 441 354.00
	Vista al océano pacífico	3	4	311	277	6	2	S/. 14 147.92	S/. 5 580.00	S/. 22 103.00
	Frente al parque	3	3	233	229	7	2	S/. 8 860.83	S/. 7 440.00	S/. 14 570.00
	Avenida	3	3	179	171	11	1	S/. 6 359.04	S/. 4 960.00	S/. 12 400.00
	Calle	2	3	139	133	8	1	S/. 4 778.50	S/. 930.00	S/. 14 880.00
LOS OLIVOS	Cercanía a la Municipalidad de Los Olivos	3	2	103	95	6	0.18	S/. 308 804.54	S/. 203 000.00	S/. 554 900.00
	Frente al parque	3	2	107	98	10	0.25	S/. 276 366.42	S/. 201 500.00	S/. 464 997.00
	Avenida	3	2	126	105	7	0.12	S/. 248 716.30	S/. 117 800.00	S/. 310 000.00
	Calle	3	2	96	92	7	0.25	S/. 262 234.51	S/. 145 390.00	S/. 500 000.00
	Cercanía a la Municipalidad de Los Olivos	2	2	93	91	3	0.23	S/. 1 144.57	S/. 750.00	S/. 1 700.00
	Frente al parque	2	1	84	82	1	0.20	S/. 874.80	S/. 700.00	S/. 1 200.00
	Avenida	3	2	81	80	4	0.31	S/. 1 028.44	S/. 500.00	S/. 1 800.00
	Calle	2	1	86	81	5	0.15	S/. 954.49	S/. 500.00	S/. 1 800.00

Fuente: Elaboración propia

Nota: se mantuvo los decimales en Cochera, Los Olivos, para su distinción.

Para poder analizar todas las variables, primero se comenzará con Miraflores, y después con Los Olivos. El siguiente paso será la comparación de los dos distritos.

Para el caso de Miraflores, se observaron los siguientes puntos:

- Los dormitorios son en promedio tres (3) menos en los de alquiler con Calle que tiene como promedio dos (2).
- Los baños en promedio total tres (3), siendo con Vista al océano pacífico en alquiler cuatro (4), y en venta con Avenida con (2). A partir de aquí ya se puede concluir que en promedios hay un baño por habitación, ya sea en venta o alquiler.
- Para el caso de Áreas (total y construida), tanto los departamentos en venta y alquiler se encuentra el ¿Vista al océano pacífico como la de mayor área, siendo aún mayor si es en alquiler. Por otro lado, en el grupo de venta se tiene al ¿Avenida como el de menor área; en el grupo de alquiler, al ¿Calle. Este resultado puede significar una desproporción en cuanto a la inversión realizada por metro cuadrado y la rentabilidad esperada, puesto que invertir en Avenida saldría más “a cuenta” que hacerlo en Calle si es que el costo por metro cuadrado es el mismo.

- En el caso de Cocheras, para cada grupo o para el distrito en general, el promedio es de 1.5 cocheras por departamento, siendo Vista al océano pacífico y Frente a parque los que tienen en promedio dos (2), mientras que s Avenida y Calle son uno (1).
- En la variable Precio, Vista al océano pacífico y Frente a parque son los más altos en los dos grupos. Y se confirma lo que se observó en la variable Áreas: mientras que en el grupo de ventas, Calles es mayor que Avenida; en el grupo de Alquiler, Avenida es mayor que Calle. Al aplicar el ratio PER por cada variable, en Avenida resulta un valor de 13.16, mientras que en Calle resulta un valor de 21.79. El valor por metro cuadrado en Avenida es de 6988.28 nuevos soles, mientras que el de Calle es de 6 755.35 nuevos soles (se dividió el precio sobre el área total). Si bien el precio por metro cuadrado en Avenida es más alto que en Calle, la diferencia con el ratio PER es desproporcional. Cabe mencionar que la mayor cantidad de departamentos en venta y alquiler son del *dummy* Calle, que representa la población del distrito, por lo que se teme una sobreoferta en los departamentos con esta característica.

Para el caso de Los Olivos, se observaron los siguientes puntos:

- Los dormitorios del grupo de venta son tres (3) para todas las variables de mercado inmobiliario, pero en el grupo de alquiler resultó ser dos (2) siendo solo Avenida de tres.
- Para la variable Baños, en el grupo de venta para todas las variables son dos (2), pero el promedio del grupo de alquiler es de 1.5. Por lo que en el primero grupo, hay dos baños por cada 3 dormitorios; en el segundo grupo se tiene de la siguiente forma según las variables de mercado inmobiliario:
 - o En Cercanía a la Municipalidad de Los Olivos, se tienen un (1) baño por cada dormitorio.
 - o Frente al Parque, se tiene un (1) baño por dos (2) dormitorios.
 - o En Avenida, se tienen dos (2) baños por tres (3) dormitorios.
 - o En Calle, se tiene un (1) baño por dos (2) dormitorios.
- En la variable Área (total y construida), se tiene una desproporción mayor que en el anterior distrito. En orden de tamaño, en el grupo de venta, las variables son Avenida, Frente al parque, Cercanía a la municipalidad de Los Olivos, Calle. Para el grupo de alquiler, el orden es Cercanía a la municipalidad de Los Olivos, Calle, Frente al Parque, Avenida. Como en el distrito de Miraflores, se confirmará la desproporción al observar los precios y analizarlos.
- En el caso de cocheras, la cifra de cero (0) es por la reducción de decimales, por lo que sí existen departamentos con cocheras pero estos son más escasos. La cifra más alta es de 0.31 cocheras en Avenida en el grupo de alquiler, y la más baja es de 0.15 en Calle en el grupo de alquiler. Este factor puede ser importante en el valor agregado del departamento, siempre y cuando exista demanda para ello. En Los Olivos, dicha demanda pueda ser escasa para justificar la ausencia de cocheras en la mayoría de departamentos, tanto en venta como en alquiler.
- La variable Precio responde al criterio de las variables de mercado inmobiliario, siendo el de mayor valor el de Cercanía a la municipalidad de Los Olivos tanto en el grupo de venta como alquiler. Sin embargo, el orden es distinto en las otras variables. Para su estudio, se obtendrán el ratio PER y el precio por metro cuadrado (área total) de cada variable en nuevos soles.
 - o Ratio PER Cercanía a la municipalidad de Los Olivos: 22.48 años.
 - o Ratio PER Frente al parque: 26.33 años.
 - o Ratio PER Avenida: 20.15 años.
 - o Ratio PER Calle: 22.89 años.
 - o Precio metro cuadrado Cercanía a la municipalidad de Los Olivos: 2993.81 nuevos soles.
 - o Precio metro cuadrado Frente al parque: 2588.39 nuevos soles.
 - o Precio metro cuadrado Avenida: 1978.01 nuevos soles.
 - o Precio metro cuadrado Calle: 2725.06 nuevos soles.

El Ratio PER indica que la mayor rentabilidad está en Avenida, mientras que la menor rentabilidad en Frente al parque. El costo por metro cuadrado más alto se lo lleva la Cercanía a la municipalidad de Los Olivos, mientras que el más bajo Avenida. Por lo tanto, la desproporción se encuentra en Calle, al llevar su ratio PER a más de 26 años, y costando el metro cuadrado a 2725 nuevos soles.

En Los Olivos, es cada vez más común que los residentes construyan más pisos en sus casas para alquilarlas. Este estudio recogió información de departamentos construidos por empresas inmobiliarias y por residentes, siendo prioridad la de empresas. Puesto que en Los Olivos el alquiler de departamentos es muy escaso, se tuvo que contar con más departamentos construidos por residentes para completar la muestra de 150 unidades, la cual se puede considerar una población solo en el caso de alquiler. Este hecho no disminuye la confianza de los resultados del ratio PER y de los precios por metro cuadrado; el costo puede ser mayor o menor para una empresa o residente, pero los valores analizados son los precios de mercado.

Lo que puede afectar el ratio PER de todo el distrito de Los Olivos es la diferencia de cantidades en la variable Tipo. En el grupo de alquiler, solo existe un solo dúplex, y el resto son simples; mientras que en el grupo de venta hay mayor variedad de Tipo. Puesto que la cantidad de departamentos en alquiler es más limitada, y no se encontró mayor variedad, se tuvo que analizar con la información recogida. Es la situación actual del mercado de departamentos en Los Olivos, pero esta puede disminuir la confianza en el resultado del ratio PER.

5.1.4 Comparación con información externa

Según Urbania, fuente publicada en el diario Gestión, el precio de metro cuadrado de inmueble en Miraflores es de 2128 USD, o 6.724,48 al tipo de cambio de 3.16 nuevos soles por 1 USD; en Los Olivos, 915 USD o 2.891,4 nuevos soles. Al decir "inmueble" se entiende que son casas y departamentos para vivienda, oficina, local y terrenos, y obtenido el precio promedio. (GESTIÓN, 2014) Los resultados del trabajo estadístico son: precio por metro cuadrado de departamento en Miraflores: 7.172,60 nuevos soles; En Los Olivos, 2589.57 nuevos soles. Si se comparan a los resultados de Urbania, no se encuentra una diferencia significativa. En el caso de Miraflores, la demanda por departamentos pudo hacerlos más caros que las casas; mientras que en Los Olivos, las casas pueden ser más caras que los departamentos. Para el presente estudio, los valores de Urbania indican que los resultados no están alejados de la realidad poblacional.

5.1.5 Conclusiones de resultados

La comparativa con Los Olivos deja entender que el valor de un inmueble puede incrementarse mucho por las características, en este caso las variables, y el resultado puede ser confirmado por los vendedores. Por ejemplo, un departamento en Los Olivos con dos y un solo baño, en comparación con otro en Miraflores del mismo tamaño y un baño por habitación; la comodidad de contar con baño propio o usar los dos a la vez se convierte en un valor importante al momento de vender un departamento, y dicha comodidad es más escasa en Los Olivos. ¿Cómo comprobarlo? Se escoge un departamento con 2 habitaciones y 2 baños en el grupo de venta de Los Olivos, dummy Calle, con un valor de 375.000 nuevos soles, 102 metros cuadrados de área total y una (1) cochera de Los Olivos, y se compara con uno similar de Miraflores con 2 habitaciones y 2 baños, 100 metros cuadrados de área total y una (1) cochera, al precio de 651.000 nuevos soles. Como se puede observar, la diferencia es menor que la de los promedios distritales. La conclusión que se llega, en este punto, es la ausencia de oferta necesaria para impulsar el mercado inmobiliario en Los Olivos que alimente el valor agregado y eleve los precios de los departamentos.

5.2 Estudio estadístico del comportamiento de la morosidad de créditos hipotecarios.

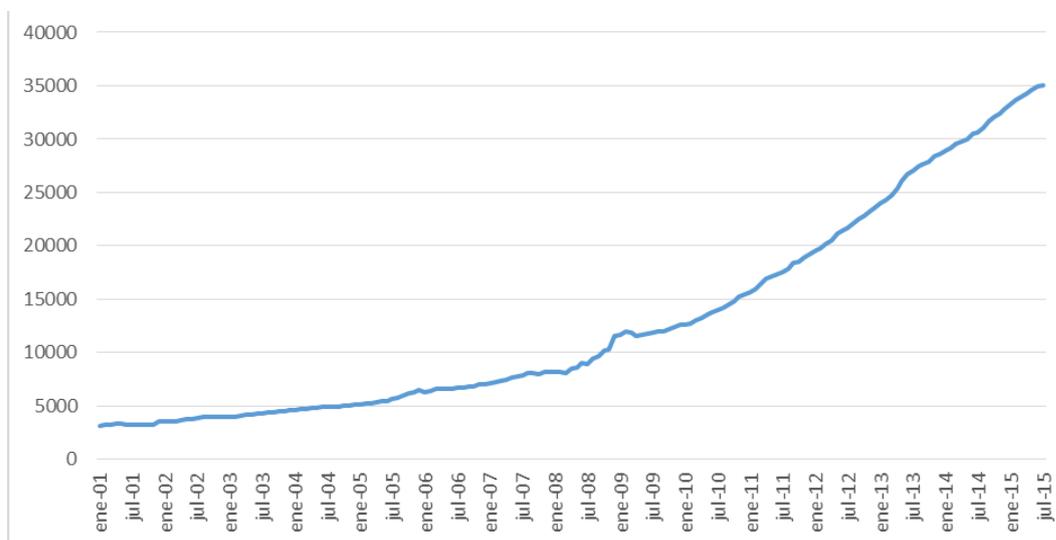
Para resolver la hipótesis de la existencia de sobreendeudamiento, se decidió recurrir a la consecuencia más directa para su estudio: la morosidad. Por lo que se decidirá una conclusión en base al resultado de la morosidad hipotecaria y de la calidad crediticia de los bancos.

La calidad crediticia significa que el banco ha realizado un préstamo a un cliente con el debido estudio de su situación y riesgo, por lo que se espera que el deudor no genere morosidad al banco cumpliendo adecuadamente su compromiso. La calidad de crédito se puede medir por una calificadora para, por ejemplo, venderla a un inversionista. Los datos son del enero del año 2001 a julio del 2015. Son mensuales.

5.2.1 Cartera hipotecaria

La cartera hipotecaria contiene el monto total de los créditos hipotecarios dados por el sistema financiero. En este estudio, se tomará la cartera hipotecaria de balanza del sistema bancario (banca múltiple) para observar la evolución de esta variable. Se grafica su comportamiento en el siguiente cuadro:

Gráfico 43. Perú: CARTERA HIPOTECARIA DE BALANZA (MILLONES DE S/.), 2001 – 2015.



Elaboración propia.

Fuente: ASBANC. <http://www.asbanc.com.pe/Paginas/Estadistica/Estadisticas.aspx>. Consultado el 01 de septiembre de 2015.

Nota: Morosidad=(Créditos Hipotecarios Vencidos + Créditos Hipotecarios en Cobranza Judicial) / Total de Créditos Hipotecarios.

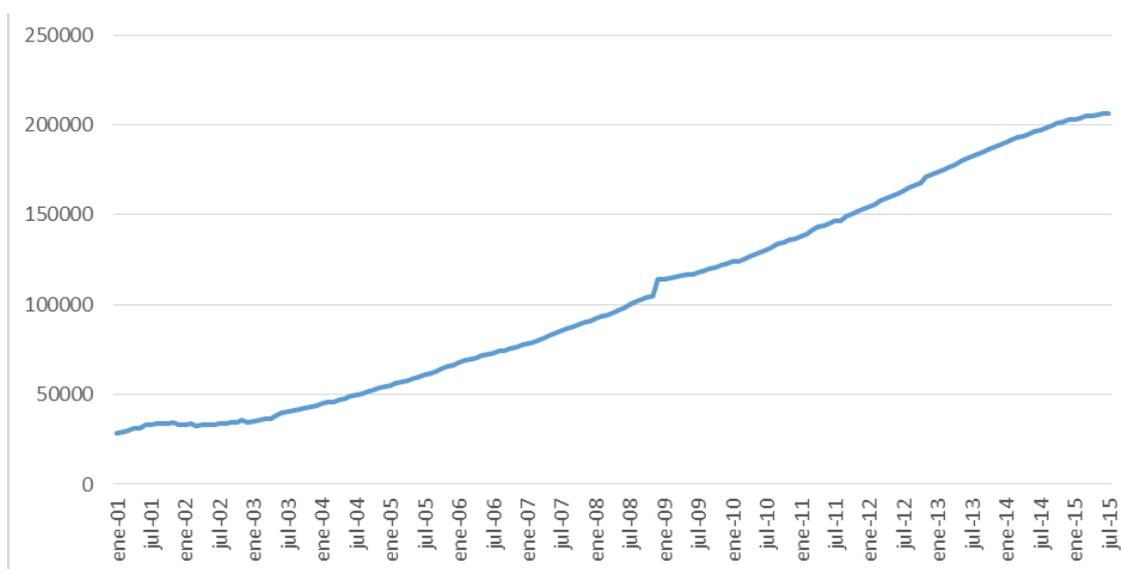
Se puede observar un evidente crecimiento; en quince años ha crecido más de 10 veces desde enero de 2001. Esto significa que el sector hipotecario de la banca ha sido participante importante del crecimiento del sector inmobiliario. Pero un fuerte crecimiento de esta variable puede incrementar la tasa de morosidad.

No significa que a más créditos más morosidad. Pero tiene lógica que el incumplimiento de obligaciones crediticias aumente a medida que la cantidad de créditos aumente.

5.2.2 Número de deudores hipotecarios.

Para sustentar el crecimiento de la cartera hipotecaria, se elaboró un cuadro con el número de deudores al sistema bancario por hipotecas.

Gráfico 44. NÚMERO DE DEUDORES HIPOTECARIOS, 2001 – 2015.



Elaboración propia.

Fuente: ASBANC. <http://www.asbanc.com.pe/Paginas/Estadistica/Estadisticas.aspx>. Consultado el 01 de septiembre de 2015.

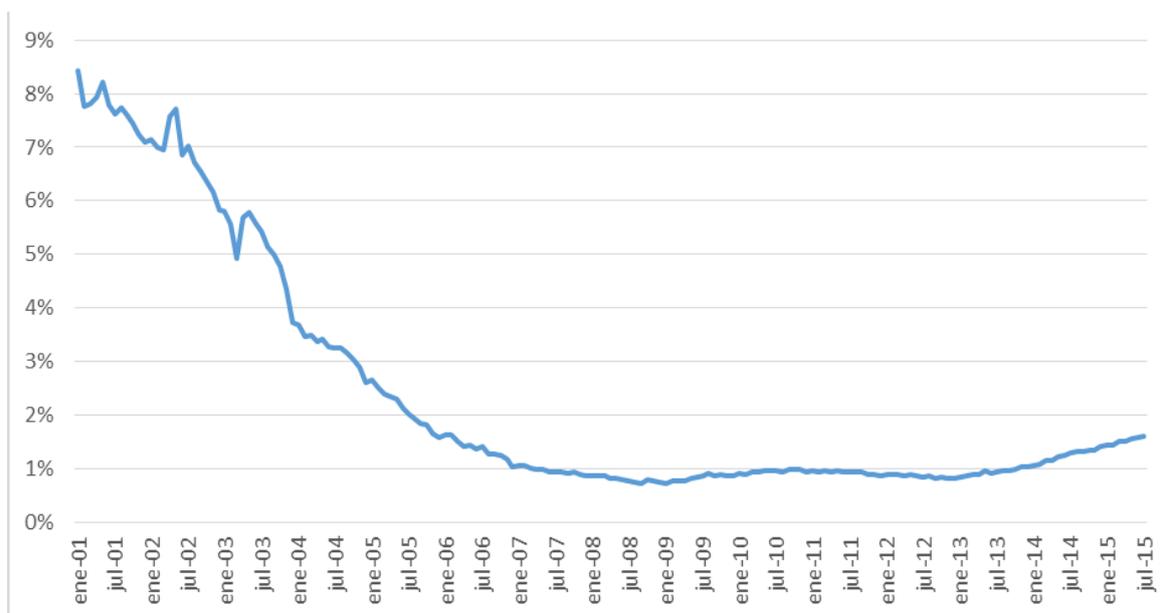
Al observar el comportamiento de esta variable, se puede concluir que la participación hipotecaria para el sector inmobiliario ha aumentado no solo en monto sino, también, por personas. La cantidad creció más de siete veces desde enero de 2001 hasta julio de 2015. En resumen, no hubo una acaparación de pocas personas, sino fue aprovechado por muchas.

Tampoco significa que el crecimiento de deudores sea razón de más morosos. Solo queda la lógica que a más deudores, más personas con incumplimientos. Por lo que el siguiente capítulo cerrará el tema.

5.2.3 Morosidad del crédito hipotecario

El objetivo de este estudio es determinar si el crédito hipotecario de la banca es de calidad, lo que significaría no solo una baja morosidad; si la banca aumenta el número de créditos hipotecarios, será menos riesgosa la generación de morosidad.

Gráfico 45. PERÚ: MOROSIDAD CON CIFRAS DE BALANCE, 2001 – 2015.



Elaboración propia.

Fuente: ASBANC. <http://www.asbanc.com.pe/Paginas/Estadistica/Estadisticas.aspx>. Consultado el 01 de septiembre de 2015.

La morosidad tuvo un descenso hasta el año 2008 con un 0.74%. Hasta el año 2013 mantuvo un ritmo equilibrado, y hasta el 2015 ha crecido hasta alcanzar el 1.61%. No es posible determinar una tendencia a crecer porque el aumento es aún muy bajo; a ello, si se compara con los años 2001 al 2004, se puede justificar la negativa de predecir una tendencia.

La morosidad, contraria a aumentar por lógica ante el monto crediticio y número de deudores hipotecarios, ha disminuido desde el año 2001 hasta el año 2006, y mantenido un ritmo estable. Se puede observar un ligero crecimiento a partir del año 2013, pero no es significativo al crecimiento de las anteriores variables. Por lo que se estima un mercado crediticio saludable, y una morosidad baja que no puede significar sobreendeudamiento hasta la fecha.

5.2.4 Limitaciones del estudio

No se ha podido incluir a las demás empresas del sistema financiero por falta de información actualizada. Cabe resaltar que es la banca la que mayor peso tiene en el mercado financiero con más del 90% de participación⁷⁰, por lo que se le consideró por su representatividad en el mercado.

Es importante tomar en cuenta que en información histórica, las demás las instituciones financieras han presentado variaciones considerables que pueden afectar la información a ser analizada, como en el caso

⁷⁰ Según la SBS a marzo de 2015. (SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE BANCA, SEGUROS Y AFP, 2015)

del cierre de algunas cajas municipales, así como fusiones y absorciones. Por lo que el presente trabajo de investigación no ha considerado estas fuentes debido a que requieren un estudio de mayor profundidad, y externo a la presente tesis.

5.3 Aplicación del modelo de fundamentos económicos para el resultado del comportamiento del precio de vivienda y presencia de burbuja.

5.3.1 Objetivo del modelo

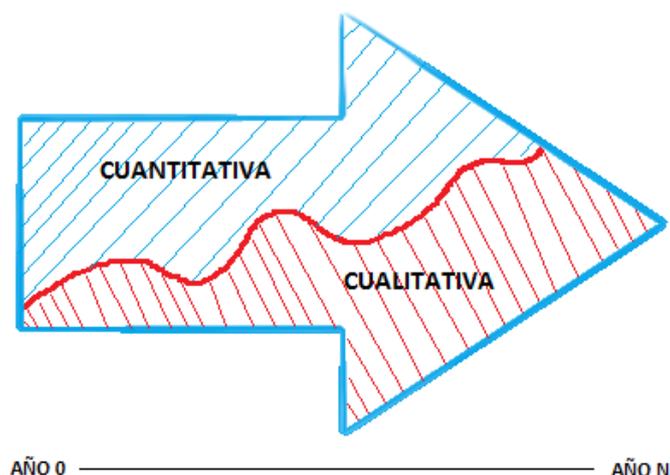
El siguiente modelo responde a una interrogante sobre la medición de la especulación. El precio es una consecuencia, en este caso, de dos factores: cuantitativo y cualitativo. Las variables cuantitativas son las que se aplicarán en el modelo, por lo que son un sustento científico al valor del precio. Las variables cualitativas pueden ser convertidas a valores medibles y estudiadas, pero las limitaciones del presente estudio no pueden alcanzar el análisis complejo que se requiere, lo se explicará al final del tema. Por lo que se realizará otra estrategia para obtener valores medibles que sustenten la conclusión.

No se puede precisar que todas las variables cualitativas son especulativas, o alimentan la burbuja, pero sí se puede considerar que son variables con base psicológica. Por lo que el presente estudio considerará su potencial peligro. Por ejemplo, la base psicológica más común en este caso es la “creencia” a un hecho dado o posible; y dependiendo de la creencia, esta generará un impacto al precio (o a la variable dependiente estudiada).

¿Y qué pasaría si se “creen” en hechos científicos? ¿Alimentaría también la burbuja? El creer en un hecho ya tiene una base psicológica, pero su impacto sería muy diferente a creer en un hecho no científico. Es diferente creer en un estudio bien fundamentado para tomar una decisión, a un rumor o expectativa poco o nada fundamentada para tomar la decisión. Al llevar estas dos creencias a una variable precio, se tiene que la primera impacta poco porque las variables económicas (o fundamentos científicos) ya sostienen la mayor parte del valor del precio; caso contrario, una decisión sin fundamentos científicos sostendrá todo o casi todo dicho valor.

En el presente estudio, no es posible determinar un porcentaje que sustente al precio por parte de las variables cuantitativas y cualitativas. Pero sí es posible determinar el tamaño de la cualitativa calculando la cuantitativa. Para dar una mayor claridad al objetivo del modelo, se presenta el siguiente gráfico:

GRÁFICO 46: REPRESENTACIÓN DEL VALOR DE PRECIO DADO POR LOS FACTORES CUANTITATIVO Y CUALITATIVO EN EL TIEMPO.



Fuente: Elaboración propia.

Nota: la representación es referencial. El gráfico muestra una tendencia a que el factor cualitativo está representando más al valor del precio al avanzar los años.

Por lo que el factor cualitativo es un vacío, sin base científica, que no puede justificar al precio. Un bien no puede ser sostenido con valores cualitativos porque estos pueden variar inmediatamente y derrumbar un mercado. En la historia mundial de burbujas especulativas, existe una palabra que define el crecimiento de estas hasta su estallido: Irracionalidad. Esta será la palabra clave para el análisis del modelo a continuación. La estabilidad es una meta importante en la economía, y una de las principales razones de la presente tesis.

5.3.2 Aplicación del modelo

La idea de usar la irracionalidad para el modelo viene del libro de Shiller "Exuberancia Irracional". Según el nobel, la ausencia de los fundamentos económicos a una variable dependiente (de mercado) estudiada era un comportamiento irracional. Por lo que se usarán variables vinculadas al precio de departamentos, las cuales la fundamentan económicamente, y se analizará la regresión de cada relación planteadas en los siguientes párrafos.

Para este modelo, se tomó en cuenta diversas variables macro y microeconómicas que sustentan económicamente a una dependiente llamada PRECIO (Precios de departamentos por metro cuadrado constantes). De esta forma se determinará si el precio de vivienda tiene un argumento cuantitativo, y en qué grado o solidez se encuentra frente a cada variable elegida.

Las variables independientes macroeconómicas son: PBI (Producto bruto Interno del Perú por trimestre constantes), y PERCAP (PBI per cápita). Las microeconómicas son: IPCO (Índices de Precios de Construcción por trimestre constantes) y CREDITO (Crédito hipotecario de la banca múltiple en valores por trimestre constantes). El análisis será de tiempo por trimestre del año 2001-1 (trimestre uno) al año 2015-2 (trimestre dos). Sólo la variable PBIPC será anual por las limitaciones de información, y está será del año 1998 al año 2014. También se hará un análisis entre PERCAP y CREDITO anual del año 2001 al año 2014.

Las razones de cada relación se explicarán a continuación:

- PRECIO y PBI: El PBI es una variable que representa la economía general del país, por lo que la lógica es que si esta funciona mal, según los expertos, entonces la economía del país está mal, y viceversa. El precio de vivienda se espera que suba en una economía en crecimiento.
- PRECIO y PERCAP: El PBI per cápita es una variable que se interpreta como la capacidad económica del ciudadano, por lo que es más precisa al PBI en cuanto a buscar argumento económico a la variable dependiente. Pero existe la limitación de información en la población, la cual es anual. Por lo que esta relación sólo se puede dar por años.
- PRECIO e IPCO: El índice provienen del mercado de construcción, ligados al mercado inmobiliario, por lo que se espera que la relación con el precio de vivienda sea similar; a mayor el costo de construcción, mayor el precio de la vivienda.
- PRECIO y CRÉDITO: Esta es la relación más importante puesto que toda inversión inmobiliaria requiere de un capital, generando el crédito hipotecario como la opción más directa al precio de vivienda. La lógica de la relación es que a mayor sea el precio, mayor es el crédito.
- PERCAP y CRÉDITO: Esta relación nace por la necesidad de analizar la capacidad económica del ciudadano frente al crédito hipotecario. Se espera que a mayor sea la capacidad, mayor sea el crédito.

Para el resultado de cada relación, primero se hizo un análisis de regresión en ecuaciones, donde se ajustaron las variables con el fin que la relación no resulte espuria. Se hizo una evaluación de raíces unitarias por variable y entre ellas, y se obtuvieron las siguientes variables:

- d_precio: diferencial en grado uno (1) de PRECIO.
- d_pbism: diferencial en grado uno (1) de PBI suavizado.
- log_ipco: logaritmo natural de IPCO.
- d_credito: diferencial en grado uno (1) de CREDITO.
- log_percap: logaritmo natural de PERCAP.

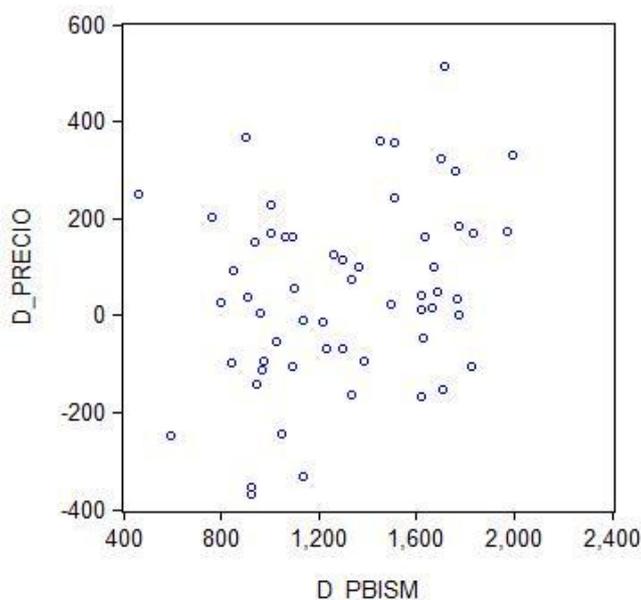
El PBI ajustado se tuvo que suavizar debido a su volatilidad, donde los datos del año 2009 son lo que más desestabilizaban el ajuste. El uso de logaritmo en PERCAP se debe a que se hizo una comparación entre la relación con PRECIO y logaritmo de PERCAP, así como con la diferencia uno de PERCAP. El mejor resultado fue con logaritmo.

Para los siguientes gráficos, se dibujará, sin cálculos, una línea recta ajustada al centro de los puntos, representando la dirección y media de estos. La línea es solo una referencia que servirá como apoyo para una observación de irracionalidad. Sólo se usará este criterio si la dispersión tiene un sentido de dirección.

El modelo econométrico tiene la limitante de fallar en caso se cometa errores tipo I y II en el análisis de regresión. Por lo que una relación fallida significará que dicha variable independiente no está sustentando adecuadamente al precio. Cabe mencionar que se exige un máximo de cinco por ciento (5%) de probabilidad de error. La información histórica y regresiones están en los anexos v. y vi.

Los resultados de cada relación son:

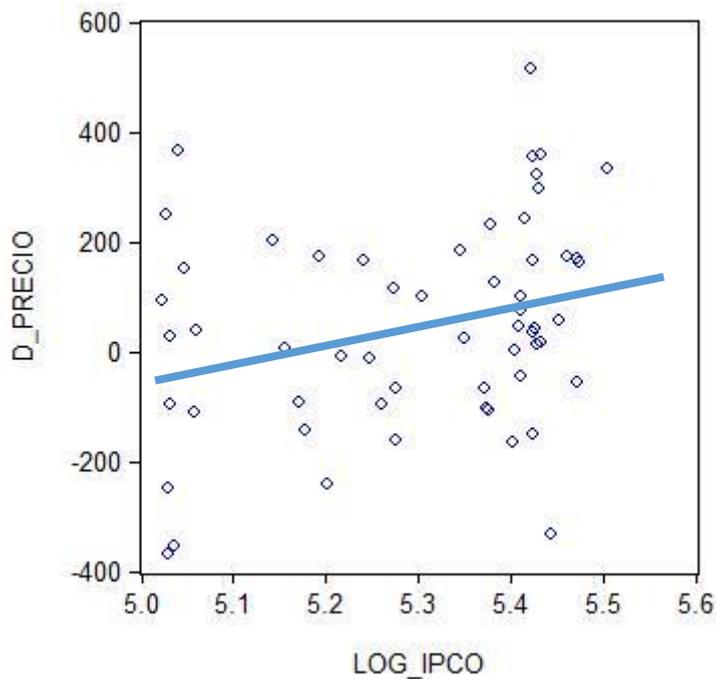
PRECIO y PBI:



Se puede observar que los puntos muestran un sentido positivo, por lo que se graficó una recta con pendiente positiva, por lo que la lógica aquí se cumple. Pero los puntos están más dispersos a la línea, habiendo muchos alejados del sentido de la relación de las dos variables.

Se esperaba que, pese a la esperada dispersión de los datos por el comportamiento de cada variable, se encuentre un sentido claro al ser dos variables que tuvieron un ritmo de crecimiento durante. PRECIO ha mantenido un crecimiento constante, mientras que el PBI trimestral está estacionalizado, y solo en el año 2009 presentó una caída. Por lo que dicho ritmo no debería generar datos muy dispersos. Como la relación entre las dos variables no es espuria, entonces se concluye que están débilmente vinculadas por sus datos.

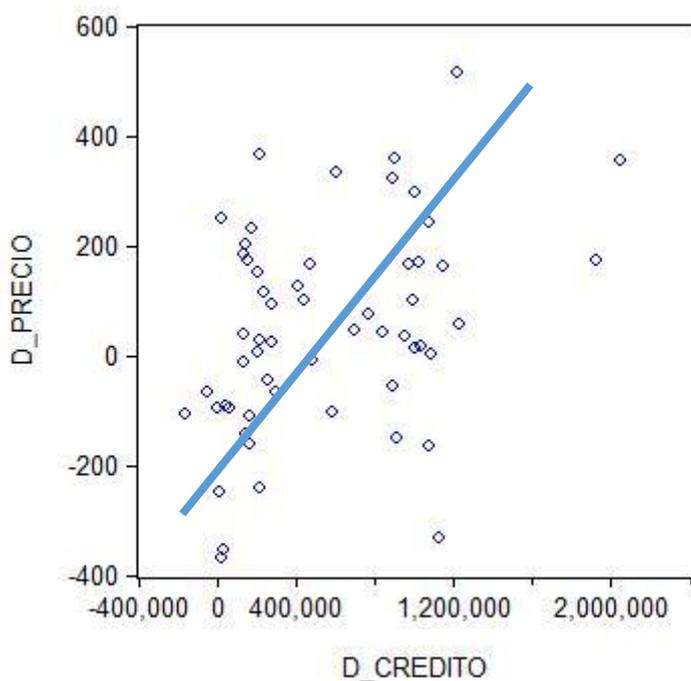
PRECIO e IPCO



La dispersión es más fuerte que la relación anterior, pero mantiene un sentido. Por lo que se graficó una línea con pendiente positiva. En este gráfico, la irracionalidad de burbuja especulativa también se considera sólo a los puntos arriba de la recta, y se observa una mayor irracionalidad, en especial entre 5.0 y 5.1 de LOG_IPCO. Se interpreta que hay precios muy elevados frente al avance del índice de precios de construcción.

Revisando la información histórica, ya se advertía el alejamiento de los precios de construcción frente al de vivienda desde el año 2013. Por lo que se concluye que las dos variables difícilmente han compartido el crecimiento del mercado inmobiliario. Significa que el costo de construcción no está justificando debidamente el precio de vivienda.

PRECIO y CRÉDITO:



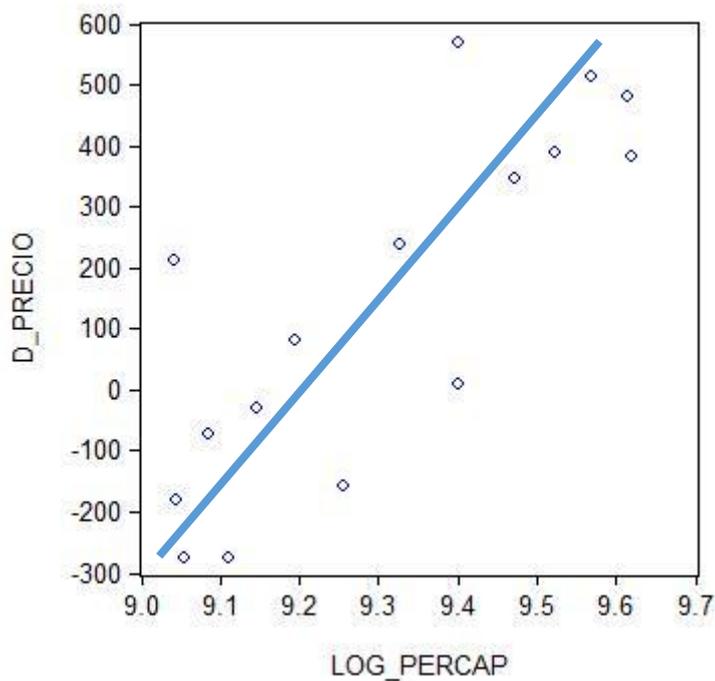
Esta es la relación que más se esperaba concordancia puesto que se han manejado muy conjuntamente en el mercado inmobiliario. Pero se observa una dispersión poco ajustada. La primera conclusión es que entre las dos variables está existiendo un débil fundamento.

Los datos históricos indican que el precio tiene un ritmo de crecimiento menor que el del crédito, además que el crédito hipotecario por persona (promedio) ha aumentado. Esto daría razón a una dispersión mayor. Como se está analizando el fundamento del comportamiento de la variable independiente con la dependiente, por lo menos una de las dos se está comportando mal.

En el capítulo de morosidad hipotecaria, se determinó que el crédito hipotecario en el Perú es saludable por su baja morosidad, por lo que el comportamiento del precio es el que no está respondiendo adecuadamente. Como el precio está fundamentado por el crédito, se puede considerar que el riesgo está en aumento, debido a que el crédito hipotecario está aumentando más su participación en el valor del precio por metro cuadrado de departamento. Además, el crédito mismo se está volviendo más riesgoso por el aumento de la obligación por deudor.

Limitaciones: no se puede obtener ni estimar el porcentaje de participación del crédito en el precio porque, así como el crédito hipotecario tiene un monto total, no se ha encontrado información de dicho monto de venta de departamentos, ni el tipo de esta (por capital del comprador, mixto capital y crédito, o crédito).

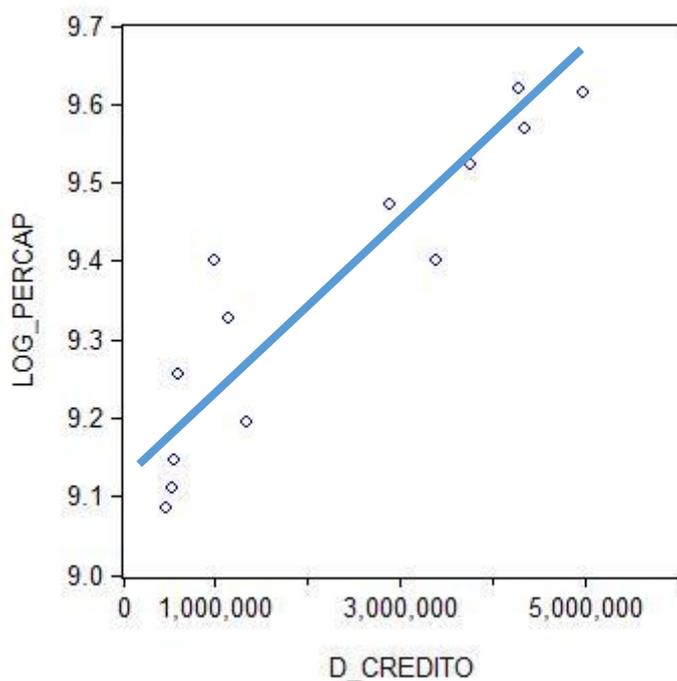
PRECIO y PERCAP:



En esta dispersión se puede observar un mejor sentido que en las anteriores relaciones, pero manteniendo ciertos datos muy alejados de la recta. El PBI per cápita es una variable más ajustada que el PBI, la capacidad económica del ciudadano, por lo tanto es un fundamento importante. Se puede concluir que el fundamento es más sólido en esta relación en comparación con las otras variables. Pero, ¿eso significa que el fundamento es lo suficientemente sólido para descartar irracionalidad?

El precio, en este caso, es determinado por la demanda del mercado, y esta crece ante la capacidad del consumidor. Lo irracional se forma cuando la capacidad no crece acorde con el precio. Es por eso que se esperaba una variable PBI per cápita más ajustada a la variable PRECIO, pero no lo está. En la revisión histórica, PERCAP ha mantenido un comportamiento similar a PRECIO, y se ha desacelerado en los últimos años, así como el crecimiento del precio, por lo que se descarta un comportamiento irracional entre las dos variables. Se recuerda que en el año 2009, Perú tuvo un crecimiento muy bajo del PBI en comparación con los últimos 10 años, comportamiento que afecta al modelo, por lo que se puede entender cierto grado de dispersión.

PERCAP y CREDITO:



Para tener una mejor base científica del estudio de burbuja especulativa, se consideró también comparar el PBI per cápita con el crédito hipotecario. Esto es porque el crédito es parte de la formación de una burbuja especulativa en un mercado. La recta es clara, y los puntos irracionales son pocos. Esto quiere decir que definen mejor la recta que las anteriores relaciones. Pero también forman un vacío que distancia significativamente los puntos del lado izquierdo y derecho. ¿Esta distancia puede significar irracionalidad?. La interpretación de observar la dispersión es que hay un salto entre la capacidad económica del ciudadano y el monto del crédito, por lo que sí se puede sospechar de irracionalidad, y una muy pronunciada. Además, el lado izquierdo presenta una pendiente positiva más elevada que el lado derecho.

Revisando la información histórica, el crédito hipotecario no tuvo una evolución muy pronunciada al crecimiento, así como el PBI per cápita. Por lo que se descarta una razón histórica, o producto de un hecho significativo, que produzca dicho distanciamiento. Y se concluye una posible irracionalidad muy pronunciada de la capacidad económica del ciudadano peruano frente al crédito hipotecario.

5.3.3 Limitaciones del estudio

La principal limitación corresponde a la capacidad académica; se realizó un estudio a las variables cuantitativas, pero no a las cualitativas. La razón es que el estudio adecuado a estas últimas requieren de modelos econométricos más avanzados que el autor no puede desarrollar. La siguiente limitación corresponde al rango de información. La ciudad de Lima cuenta con los datos necesarios para realizar estudios, caso contrario al resto del Perú que no cuenta con suficiente información para su respectivo análisis. Las dos razones adicionales que llevaron al criterio de sólo usar la ciudad de Lima son: las principales actividades inmobiliaria, financiera y de construcción, en el país, se centra en Lima, así como el mercado con su oferta y demanda. Por lo que considerar a todo el país podría recaer en error al contar con diversas realidades del mercado inmobiliario, con poca información o incompleta, y más distantes a una posible burbuja inmobiliaria.

CONCLUSIONES

1. El presente estudio se basó en la irracionalidad del mercado como factor psicológico que infla un valor comercial. En el mercado inmobiliario se encontró por observación dos puntos generales: el comportamiento del precio de vivienda, y la concentración de la oferta al 5% de la demanda. En cuanto al precio, este se ha estabilizado en los últimos años, y pasó lo mismo con la oferta de inmuebles concentrados en pocos distritos. La estabilidad del stock y el precio de vivienda se ha generado por el mismo mercado, al encontrar una sobreoferta que exige al inversionista a detenerse, mientras recupera lo ya invertido; se estaba acostumbrado a construir y vender a un plazo que se fue extendiendo. La oferta y demanda ahora se están trasladando a otros distritos que no son los *tops* cinco, y la demanda fuera de Lima también; las empresas inmobiliarias ya han declarado su interés en expandirse tanto en la capital como en provincias. Lo que significa que también buscarán satisfacer la demanda de los sectores más bajos. Por lo que se concluye que no es posible la formación de una burbuja inmobiliaria en un grupo de distritos de una ciudad, porque la oferta y demanda se extenderán a los demás distritos, así como fuera de la ciudad. Y el mercado inmobiliario buscará adecuarse al demandante, en este caso, de menores recursos. Cabe resaltar que no se puede precisar el alcance a la demanda, y el tiempo que tomará.
2. Es racional que la vivienda sea más cara en un distrito de Lima que en otro. Pero la formación de un *top* cinco, dentro de un territorio con 49 distritos incluyendo al Callao, debido a un incremento acelerado de precios de vivienda, era un indicio de irracionalidad. Por lo que se decidió comparar un distrito *top* con un distrito de Lima Norte altamente comercial: Miraflores y Los Olivos, para una evaluación a nivel microeconómico. La diferencia encontrada en sus precios promedio fue de casi cinco veces, alejándose de valores como precio promedio por metro cuadrado donde la diferencia es de casi tres veces. Un departamento en Miraflores incluye más servicios que en uno de Los Olivos, y resultan muy importantes al momento de valorizarlos. Por ejemplo, un departamento de 3 habitaciones y un solo baño, frente a otro de dos baños, puede variar la demanda más de lo esperado estadísticamente, y la oferta reacciona a la demanda e incrementa el precio a razón de esta. Se comparó un departamento con las mismas características, y se redujo la distancia de desproporcionalidad del precio, la cual se interpreta por la demanda distrital. Por lo que se concluyó que no existe irracionalidad en el comportamiento de la demanda de vivienda. En el caso de Miraflores, pese a ser un distrito *top* de Lima en precio por metro cuadrado, no se puede hablar de burbuja especulativa debido a que su ratio PER no alcanza la cifra necesaria. Por el contrario, en el caso de Los Olivos, dicho ratio era más elevado, superando el indicador de posible burbuja; pero, no significa que exista un problema de burbuja especulativa en Los Olivos, porque la oferta y demanda es muy baja, así como las limitaciones de las características de los departamentos. Se concluye que la oferta y demanda han equilibrado el mercado en cuanto a la inversión y su retorno en Miraflores, y lo mismo podría ocurrir en Los Olivos en caso aumenten estas dos variables.
3. El crédito hipotecario en el Perú tuvo un comportamiento creciente al punto de superar, al año 2015, en 10 veces su valor en balanza del año 2001. El mismo comportamiento tuvo el número de deudores por hipoteca al crecer, entre el 2001 y 2015, más de siete veces. Se esperaba que el crecimiento de deudores aumente también la tasa de morosidad del crédito hipotecario en la banca múltiple. El comportamiento de la morosidad de dicho crédito fue contrario a lo esperado; disminuyó hasta el año 2008, para mantenerse estable hasta el año 2013, y crecer con una baja aceleración en comparación con años anteriores. Esta información descarta, hasta el mes de julio del año 2015, la idea de un problema de sobreendeudamiento que origine problemas en los

deudores para cumplir sus obligaciones. Pero, cabe resaltar el aumento de la morosidad hipotecaria del año 2013 al 2015. Si bien puede parecer baja o poco acelerada, en comparación con los cinco anteriores años se puede apreciar un desequilibrio en su comportamiento habitual. Para fundamentar la morosidad, se tienen tres importantes variables para entender la actual situación: la cartera hipotecaria, el número de deudores hipotecarios, y la morosidad del crédito hipotecario. La conclusión inicial es que los créditos son de calidad, hasta que se comparan los comportamientos de la cartera hipotecaria con el número de deudores hipotecarios. Hay un comportamiento extraño: los deudores crecen a un ritmo estable, formando una línea casi recta en el gráfico 44; sin embargo, en el gráfico 43 de cartera hipotecaria, se ve claramente una aceleración al aumento. Esto quiere decir que se ha prestado más, en promedio, aumentando cada año, a cada deudor hipotecario entre los años 2009 al 2015, aumentando el riesgo a morosidad. Y es entre el 2013 y 2015 que la morosidad ha aumentado su crecimiento un poco más (gráfico 45). No se puede concluir que la situación de los créditos hipotecarios esté empeorando con los datos estudiados. Todo lo contrario, parece indicar un mercado saludable. Sin embargo, tampoco se puede negar que, como mercado, se haya vuelto más riesgoso. Por lo que se concluye que la situación actual no muestra sobreendeudamiento como causa de morosidad, pero queda abierta la mayor posibilidad a un aumento del índice de incumplimiento en comparación con años pasados.

4. Para el análisis macroeconómico, se trabajó un modelo que analice al precio con otras variables macro y microeconómicas, ajustando los datos con logaritmo natural y diferencial nivel uno para tener regresión no espuria; por lo tanto, con sentido a nivel econométrico. Se realizó regresiones entre la variable dependiente y cada una de las independientes, y se obtuvo la dispersión de cada regresión para su análisis de comportamiento. Para la conclusión de este punto, se ordenó en dos partes:

- 4.1 La irracionalidad se detecta al ver dispersiones poco ajustadas o alejadas de la recta del sentido de la pendiente. La comparación de PRECIO Y PBI dio una dispersión poco ajustada, lo que ya es un indicio de alejamiento del precio a sus fundamentos. Lo mismo con el IPCO, lo que significa que la relación con el precio es alejada. En el caso de la dispersión entre PRECIO Y CREDITO, se ve menos distanciamiento de los datos a la recta, pero no era el resultado esperado debido a que no se compara con lo estable que resultó la morosidad en el punto anterior. La variable per-cápita tiene un valor muy importante en este modelo debido a que representa la capacidad del ciudadano peruano frente al precio de departamento. Debido a un comportamiento brusco, en el año 2009, del PBI, se esperaba que el diagrama de dispersión genere puntos alejados de la recta. Y observado el comportamiento estable, no se puede considerar un comportamiento irracional de la relación. Por lo que el PBI per-cápita sustenta adecuadamente al precio por metro cuadrado de departamentos en Lima. El final del modelo tuvo como fin llenar el vacío sobre la capacidad económica del ciudadano peruano frente al crédito creciente; fue un comportamiento irracional evidente por el enorme salto del crédito frente a los datos per cápita, llegando a formar dos grupos con pendientes positivas diferentes en el gráfico de dispersión. La conclusión es un comportamiento irracional, donde el crédito tuvo una expansión acelerada, posiblemente confiándose en el escenario estudiado. Y la conclusión final es que las variables independientes fundamentan al precio por metro cuadrado de departamentos en Lima, por lo que no existe una burbuja inmobiliaria que ponga en peligro a su mercado. Pero existen comportamientos irracionales entre sus variables que prevén una posible formación de burbuja que desprenda al precio de sus fundamentos.

- 4.2 Las relaciones del Precio con el PBI y el IPCO son una evidencia que el comportamiento de la variable dependiente mantiene una considerable distancia con los de las independientes,

haciendo delicada la fundamentación. Esto significa que existe un alto riesgo de romper los fundamentos, y generar evidencia científica⁷¹ de una posible burbuja. Pero es el crédito la variable más preocupante del modelo. El comportamiento del crédito, pese a contar con una base sólida por baja morosidad hasta la fecha de la obtención de sus datos, presentó una dispersión sospechosa con el precio, y peligrosa con el PBI per cápita. Esto quiere decir que hay un riesgo alto que el crédito hipotecario se aleje de ser fundamento, y su posible aumento en el futuro genere una burbuja inmobiliaria. Por lo que se concluye la existencia de riesgo muy considerable de burbuja especulativa que aleje al valor de vivienda de sus fundamentos económicos.

5. Por lo que se rechaza la primera hipótesis específica, teniendo el mercado inmobiliario fundamentos económicos, y por lo tanto estabilidad. Se rechaza la segunda hipótesis específica, teniendo un crédito hipotecario con baja morosidad; por lo tanto, un sobreendeudamiento bajo o estable. Finalmente, se rechaza la hipótesis general. Como todo bien comercial, el mercado inmobiliario tiene una burbuja especulativa que no la desprendido de sus los fundamentos económicos.

⁷¹ Se le llama evidencia científica porque es investigada y/o experimentada (como en el presente estudio), por lo que se puede explicar con razones reales y valores medibles.

RECOMENDACIONES

1. Se recomienda expandir el “boom inmobiliario” en más distritos de Lima, y fuera de la ciudad. Pero, alcanzando a la demanda insatisfecha con menores recursos. El inversionista puede buscar alternativas para las familias que no pueden cubrir una vivienda de más de treinta mil dólares, junto con proyectos donde el Estado puede intervenir económicamente para sus aplicaciones. De esta forma, se frenaría la burbuja especulativa actual al adherir al mercado nueva demanda, y distribuyendo el crédito en un mayor número de acreedores.
2. Se recomienda evaluar la calidad del crédito hipotecario con el fin que se establezca más al precio de vivienda. Se puede determinar la dificultad de su obtención, así como las exigencias al cliente para darse, y disminuir el riesgo que es creciente en la actualidad. No se debe aumentar el riesgo de morosidad hipotecaria cuando el mercado inmobiliario no presenta fundamentos económicos sólidos, porque el mismo mercado aumenta el riesgo de morosidad. Por ejemplo, el escenario de pocos años atrás donde hubo un pronunciado *sobre-stock* de departamentos.
3. Se recomienda al mercado de construcción diversificarse, e impulsar a los inversionistas para construir viviendas en Lima y provincias que se ajusten a la demanda insatisfecha. Como mercado propio, y sector económico del Perú, tienen los recursos para impulsarse. Pero, la diversificación no debe solamente territorial; los productos que manejan pueden variar para las diferentes necesidades de la demanda insatisfecha, así como cualquier otra demanda, y de esta forma tomar protagonismo al introducir nuevas alternativas de construcción.
4. Se recomienda a los inversionistas informarse de la situación del mercado al que invierten, puesto que el “boom inmobiliario” no tuvo como protagonista a los fundamentos económicos, sino a fundamentos cualitativos y psicológicos de quienes invierten. Todos los mercados, inmobiliario y vinculados, manejan información pública que se puede obtener por internet o presencialmente. Pero la información dada de forma presencial no necesariamente sería satisfactoria, y este es justamente el contacto más directo del inversionista. Una posibilidad es que por ley se obligue a las instituciones financieras a entregar información a los inversionistas que acrediten su capacidad para un crédito hipotecario. Por ejemplo, un banco que entregue información general, pero con detalles importantes, sobre la situación hipotecaria e inmobiliaria a dicho inversionista que quiere obtener un préstamo para construir departamentos.
5. Se recomienda a la comunidad universitaria a investigar la variedad de temas que contiene el mercado inmobiliario, puesto que dicho mercado escasea de investigación. La diversificación de investigaciones puede crear un escenario más completo de dicho mercado, lo que ayudará en la toma de decisiones de este y los otros mercados, así como del Estado frente a una necesidad comprobada a atender. Y realizar trabajos de investigación a las variables cualitativas, que representan al valor no medible planteado en la presente tesis; de esta manera, conocer el impacto de estas al valor del precio de vivienda, y su posible fragilidad al cambio.

BIBLIOGRAFÍA

- Abad Sánchez, J. (2013). *PRECIOS DE LA VIVIENDA, SOBREALORACIÓN Y BURBUJA*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- ActiBva. (s.f.). *Tipos de derivados financieros*. Obtenido de <http://www.actibva.com/magazine/productos-financieros/tipos-de-derivados-financieros>
- ADONDEVIVIR. (2014 de Septiembre de 2014). *Inmuebles en provincias: La demanda se cuadruplicó durante primer semestre*. Obtenido de Noticias de Adondevivir.com: <http://www.adondevivir.com/blog/2014/09/inmuebles-en-provincias-la-demanda-se-cuadruplico-durante-primer-semester/>
- Aguilar, G., Camargo, G., & Morales Saravia, R. (2004). *Análisis de la Morosidad en el Sistema Bancario Peruano Informe final de investigación*. Lima: Instituto de Estudios Peruanos.
- Alegría, L. F. (15 de Septiembre de 2013). *¿Cómo se originó la peor crisis financiera de la historia?* Obtenido de Gestión: <http://gestion.pe/economia/como-se-origino-peor-crisis-financiera-historia-2076165>
- Alegría, L. F. (15 de Septiembre de 2013). *¿Cómo se originó la peor crisis financiera de la historia?* Obtenido de Gestión: <http://gestion.pe/economia/como-se-origino-peor-crisis-financiera-historia-2076165>
- ALFARO MUÑOZ, M. (2013). *“DESARROLLO DE UN PROYECTO INMOBILIARIO Y VALIDACIÓN DEL PLANEAMIENTO ESTRATÉGICO DE UNA EMPRESA INMOBILIARIA EN UN ÁREA GEOGRÁFICA Y MERCADO ESPECÍFICO*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Álvarez Falcón, C. (2011). *BURBUJAS ECONÓMICAS: Las lecciones no aprendidas*. Lima: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
- ANDINA. (20 de Enero de 2015). *Lima: Distritos tradicionales concentrarán oferta inmobiliaria*. Obtenido de Perú.com Economía y Finanzas: <http://peru.com/actualidad/economia-y-finanzas/lima-distritos-tradicionales-concentraran-oferta-inmobiliaria-noticia-318730>
- ASBANC. (2012). *UNA MIRADA A LAS PROVISIONES PROCICLICAS. 2*.
- ASOCIACIÓN DE PROMOTORES CONSTRUCTORES DE ESPAÑA. (2013). *Estimación de la demanda de vivienda en España (2003-2008)*. Madrid: Analistas Financieros Internacionales.
- BANCAFACIL. (s.f.). *¿Qué son los Derivados?* Obtenido de <http://www.bancafacil.cl/bancafacil/servlet/Contenido?indice=1.2&idPublicacion=4000000000000112&idCategoria=9>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2014). *NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Banco de la Nación. (s.f.). *Cuidado con el Sobreendeudamiento*. Obtenido de Bancatips: <http://www.bn.com.pe/bancatips/sobreendeudamiento.html>
- Banco de Seguros del Estado. (s.f.). *¿Quiénes somos?* Obtenido de <http://www.bse.com.uy/inicio/institucional/quienes-somos/>

- Bank of America. (s.f.). *Refinanciar su vivienda*. Obtenido de Bank of America: <http://loans.bankofamerica.com/es/refinanciacion-tipos-de-prestamos.html>
- Barja Marquina, R. (25 de Agosto de 2014). *Capeco descarta efecto precio de materiales de construcción en costo de viviendas*. Obtenido de Gestión: <http://gestion.pe/economia/capeco-descarta-efecto-precio-materiales-construccion-costo-viviendas-2106611>
- Barral Varela, G. (s.f.). *Expansión.com*. Obtenido de Diccionario económico: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/hipoteca.html>
- BELAUNDE, G. (30 de Abril de 2012). *Gestión*. Obtenido de ¿Qué son la Supervisión Macro-Prudencial y la Estabilidad Financiera?: <http://blogs.gestion.pe/riesgosfinancieros/2012/04/que-son-la-supervision-macropr.html>
- BOGAERT, F. Á. (24 de Septiembre de 2010). Japón: víctima del inmovilismo político y económico. *Hoy*.
- Bolsa de Valores de Colombia. (s.f.). *Mercado de Derivados Estandarizados*. Obtenido de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/derivados?action=dummy>
- Calderón, M. (24 de Diciembre de 2014). *"En el sector inmobiliario hay optimismo de cara al 2015"*. Obtenido de La República, sección de Economía: <http://archivo.larepublica.pe/24-12-2014/en-el-sector-inmobiliario-hay-optimismo-de-cara-al-2015>
- Cámara de Comercio de Lima. (2014). SEPA QUE IMPLICA ESTAR EN UNA CENTRAL DE RIESGO. *La cámara*, 14-16.
- CAMARA DE COMERCIO E INDUSTRIA DE AREQUIPA. (2014). *EL MERCADO INMOBILIARIO EN EL PERÚ*. Lima: CAMARA DE COMERCIO E INDUSTRIA DE AREQUIPA.
- CÁNCER CAPITALISTA. (27 de Febrero de 2008). *Ingeniería Financiera, CDOs, CDSs*. Obtenido de <http://crisiscapitalista.blogspot.com/2008/02/la-perversa-ingeniara-financiera.html>
- Cantalapiedra Arenas, M. (s.f.). *Expansión*. Obtenido de Diccionario Económico: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/banca-de-negocios-o-inversiones.html>
- Cantalapiedra Arenas, M. (s.f.). *Expansión*. Obtenido de Diccionario Económico: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/banca-comercial.html>
- CAPECO. (2014). RESUMEN Y PRINCIPALES CONCLUSIONES. *EL MERCADO DE EDIFICACIONES URBANAS EN LIMA METROPOLITANA Y EL CALLAO*. Lima, Perú: CAPECO. Obtenido de http://www.icd.org.pe/estudios/lima/19/docs/ejecutivo_oferta.pdf
- Castaño Bejarano, C. A., & Vento Betancourt, A. (2008). *SIMILITUDES Y DIVERGENCIAS DE LAS CRISIS INMOBILIARIA JAPONESA Y ESTADOUNIDENSE EN RELACION CON EL MERCADO DE RENTA VARIABLE*. Bogotá: PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA.
- Catalán, B. (10 de Abril de 2014). *Las empresas más importantes del Perú: sector de la construcción y sector de la minería*. Obtenido de <http://www.rankia.pe/blog/analisis-igbv/2247071-empresas-mas-importantes-peru-sector-construccion-mineria>
- Céspedes, N. (2014). *Total Factor Productivity Estimation in Peru: Primal and Dual Approaches*. Lima.
- Choy, M., & Chang, G. (2014). *Medidas Macprudenciales aplicadas en el*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Class & Asociados S.A. (2013). *SISTEMA FINANCIERO PERUANO*. Lima: Class & Asociados S.A.

- CNNEXPANSIÓN. (06 de Febrero de 2009). *CNNEXPANSIÓN: OPINIÓN*. Obtenido de Cable News Network (CNN): <http://www.cnnexpansion.com/expansion/2009/02/11/Los-nuevos-Nostradamus>
- COFOPRI. (s.f.). *Funcipon General*. Obtenido de <http://www.cofopri.gob.pe/index.aspx?flag=dg10>
- Colino Mediavilla, J. L. (s.f.). *Universidad Complutense de Madrid*. Obtenido de Categoría:Sobreendeudamiento: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/contratos/wikiglo/index.php/Categor%C3%ADa:Sobreendeudamiento>
- Coloma, E. (17 de Julio de 2015). *Leasing inmobiliario: Ollanta Humala promulga ley de alquiler-venta*. Obtenido de Sección Economía de Gestión: <http://gestion.pe/economia/leasing-inmobiliario-ollanta-humala-promulga-ley-alquiler-venta-2137589>
- Cooper, C. (2014). *Proyecciones Macroeconómicas en el Perú. Consorcio de Investigación Económica y Social*. Lima: COMPASS GROUP.
- Córdova, D. (2005). *La industria de cemento en el Perú: Favorables perspectivas de crecimiento en el largo plazo*. Lima: Banco Wiese Sudameris.
- Coronel, F. S., & Echeverría, V. D. (2012). "EL DESEMPEÑO DE LA ECONOMÍA EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, EN EL PERIODO 2006 – 2010 Y SU CRISIS A PARTIR DEL 2008". Quito: Universidad Central de Ecuador.
- CrediChavín. (s.f.). *Crédito MYPE*. Obtenido de https://www.credichavin.com/credito_pyme.shtml
- Definición. (s.f.). *DEFINICIÓN DE INMUEBLE*. Obtenido de <http://definicion.de/inmueble/>
- Déjà vu, M. (3 de Abril de 2013). *esBolsa*. Obtenido de ¿Qué es el Nasdaq?: <http://esbolsa.com/blog/bolsa-americana/que-es-el-nasdaq/>
- Departamento de Estadísticas de Precios. (2010). *INDICADORES DE BURBUJA. Conferencia de Encuentro de Economistas* (pág. 24). Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Departamento de Estadísticas de Precios del BCRP. (2014). *INDICADORES DEL MERCADO INMOBILIARIO*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Destinobles A., A. G. (2002). RESEÑA DE "LOS MERCADOS CON INFORMACIÓN ASIMÉTRICA: TEMA TRATADO POR LOS PREMIOS NOBEL DE ECONOMÍA 2001". *APORTES*, 173-176.
- Díez Torca, I. (2010). *CÓMO ENTENDER LAS FINANZAS DE HOY*. Barcelona: Antoni Bosch S.A.
- DIPOSIT DIGITAL DE LA UB. (s.f.). *EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA ECONOMÍA JAPONESA: DEL SIGLO XIX A LA CRISIS ACTUAL*. barcelona: Universitat de Barcelona.
- Domínguez, I. L. (s.f.). *Expansión.com*. Obtenido de Diccionario Económico: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/especulador.html>
- Doncel Pedrera, L. M., & Sainz González, J. (2004). BURBUJAS FINANCIERAS Y SU MECANISMO DE TRANSFERENCIA A LOS INVERSORES INDIVIDUALES: EL CASO .COM. *Información Comercial Española*, 7-8.
- Economía48. (s.f.). *RENTA DISPONIBLE*. Obtenido de La gran Enciclopedia de Economía: <http://www.economia48.com/spa/d/renta-disponible/renta-disponible.htm>
- El Comercio. (04 de Agosto de 2012). *MEF autorizó disolución y liquidación del Banco de Materiales*. Obtenido de El Comercio Portafolio: <http://elcomercio.pe/economia/peru/mef-autorizo-disolucion-liquidacion-banco-materiales-noticia-1451051>

- El Comercio. (07 de Julio de 2015). *Gráfico del día: evolución del PBI en últimos 10 años*. Obtenido de Sección Economía de El Comercio: <http://elcomercio.pe/economia/peru/grafico-dia-evolucion-pbi-ultimos-10-anos-noticia-1824129>
- En Que Invertir. (s.f.). *¿Qué son las calificadoras de riesgo?* Obtenido de En Que Invertir: <http://www.enqueinvertir.com/calificadoras-de-riesgo.php>
- ENCICLOPEDIA FINANCIERA. (s.f.). Obtenido de Trampa de liquidez: <http://www.encyclopediainanciera.com/definicion-trampa-de-liquidez.html>
- Equilibrium. (2013). *El Sistema Financiero Peruano. Revisión y Perspectivas* (pág. 33). Lima: Equilibrium.
- eumed.net *Enciclopedia Virtual*. (s.f.). Obtenido de Alan Greenspan: <http://www.eumed.net/coursecon/economistas/greenspan.htm>
- Ferguson, C. (Dirección). (2010). *Inside Job* [Película].
- Ferruz Agudo, L., Coca Villalba, F., & Marco Sanjuán, I. (2010). Análisis de estilo de los fondos de inversión inmobiliarios en España: Índices de crecimiento y valor. *ANÁLISIS FINANCIERO*, 34-46.
- Financiera CrediScotia. (s.f.). *Banco del Trabajo*. Obtenido de http://www.crediscotia.com.pe/Crediscotia/banco_trabajo
- FMI. (23 de Febrero de 2013). FMI: El Perú es una de las economías más pujantes y estables de América Latina. *Gestión*, pág. 1.
- FONDO MIVIVIENDA. (2014). *PROGRAMAS: MIVIVIENDA, NUEVO CRÉDITO MIVIVIENDA*. Lima: Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento.
- FONDO MIVIVIENDA. (2014). *PROGRAMAS: MIVIVIENDA, NUEVO CRÉDITO MIVIVIENDA*. Lima: Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento.
- FONDO MIVIVIENDA. (2015). *PERSONAS EN BÚSQUEDA DE VIVIENDA*. Obtenido de <http://www.mivivienda.com.pe/PortalWEB/index.aspx>
- Foro Consultores Inmobiliarios. (17 de Enero de 2015). *Vivienda de Repocisión*. España.
- Freiberg Puente, G. (2014). *INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y CALIDAD DE LA CARTERA HIPOTECARIA EN PERÚ*. Lima: Unión Interamericana para la Vivienda.
- G. Keat, P., & Y. Young, P. (2004). *ECONOMÍA DE LA EMPRESA*. Naucalpan: Pearson Education de México.
- GERENCIE. (13 de Junio de 2010). *PIB real*. Obtenido de <http://www.gerencie.com/pib-real.html>
- GESTIÓN. (07 de Enero de 2013). *Solo se atiende un 4% de la demanda de viviendas de menos de US\$40 mil en Lima*. Obtenido de INMOBILIARIA: <http://gestion.pe/inmobiliaria/solo-4-oferta-lima-atiende-demanda-viviendas-menos-us40000-2055912>
- GESTIÓN. (26 de Septiembre de 2014). *Precio para vivienda en Jesús María ya supera al de La Molina*. Obtenido de INMOBILIARIA: <http://gestion.pe/inmobiliaria/precio-vivienda-jesus-maria-ya-supera-al-molina-2109644>
- Gestión. (15 de Enero de 2015). *Capeco: sector Construcción habría crecido 2% el 2014 y este año "no será tan malo"*. Obtenido de <http://gestion.pe/economia/capeco-sector-construccion-habria-crecido-2-2015-y-proximo-ano-no-tan-malo-2120657>

- Gestión. (22 de Enero de 2015). *El Mercado de Edificaciones Urbanas en Lima Metropolitana y el Callao 2014*. Obtenido de <http://gestion.pe/economia/mercado-edificaciones-urbanas-lima-metropolitana-y-callao-2121215/1>
- Gobierno anuncia beneficios tributarios a inmobiliarias para fomentar construcción de viviendas. (28 de Julio de 2014). *Gestión*, pág. 1.
- Gómez Martín-Aragón, C. (s.f.). *Bono de titularización*. Obtenido de Expansión: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/bono-de-titulizacion.html>
- Google Public Data. (17 de Septiembre de 2013). *Desempleo*. Obtenido de http://www.google.com/publicdata/explore?ds=z51jkoh1pk3a7q_&hl=es#!ctype=l&strail=false&bc=s&d&nسلم=h&met_y=unemployment&scale_y=lin&ind_y=false&rdim=country&idim=country:ES&ifdim=country&hl=es&dl=es&ind=false
- Google Public Data. (19 de Enero de 2015). *Producto Bruto Interno*. Obtenido de https://www.google.com.pe/publicdata/explore?ds=d5bncppjof8f9_&met_y=ny_gdp_mktp_cd&idim=country:ESP:ITA:FRA&hl=es&dl=es
- Guerra Burgos, D. F., & Romero, P. (2013). *Estudio para determinar la presencia de una burbuja en el mercado*. Quito: Universidad San Francisco de Quito.
- Guerrero Lindao, Y., & Juárez Trelles, D. (2013). *BURBUJA INMOBILIARIA EN EL PERÚ, PERIODO 2000 – 2013*. Trujillo: Universidad Privada Antenor Orrego.
- GUEVARA TÉLLEZ, C., & PARRA ABISAMBRA, M. (2013). *CREDIT DEFAULT SWAPS (CDS) Y COLLATERAL DEBT OBLIGATION (CDO) DERIVADOS FINANCIEROS RESPONSABLES DE LA CRISIS SUB-PRIME DE 2008 EN ESTADOS UNIDOS Y UNA GUÍA PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE DERIVADOS EXÓTICOS EN COLOMBIA*. Bogotá: Universidad del Rosario.
- Guevara, L. (3 de Julio de 2013). Banco de Comercio: "No hay burbuja inmobiliaria, solo incertidumbre por el dólar". *Gestión*, pág. 1.
- Gutiérrez Fernández, M. (s.f.). *Expansión*. Obtenido de Diccionario Económico: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/burbuja-especulativa.html>
- Guzmán, G. R. (2009). Paul Krugman, The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. *Comercio Exterior*, 71,72.
- HEBRUN. (s.f.). *HEBRUN, Orientación Inmobiliaria Profesional*. Obtenido de EL MERCADO INMOBILIARIO: <http://hebrun.wordpress.com/2011/05/12/mercado-inmobiliario/>
- Hernandez, A. (22 de Abril de 2012). *El desarrollo de las titulaciones*. Obtenido de <http://finanzasparaebusiness.com/2012/04/22/el-desarrollo-de-las-titulaciones/>
- Hipocredito. (s.f.). *Crédito Subprime*. Obtenido de <http://www.hipocredito.com/credito-subprime.html>
- Hoyos Vértiz, C. (2008). *ESTUDIO DE VIABILIDAD DE UN PROYECTO DE VIVIENDA SOCIAL UNIFAMILIAR EN UN TERRENO DE PROPIEDAD PRIVADA*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- HURTADO, J. M. (29 de Septiembre de 2014). *Mercado inmobiliario en el Perú: ¿Estamos o no ante una burbuja?* Obtenido de SEMANA ECONÓMICA: <http://semanaeconomica.com/article/servicios/145020-mercado-inmobiliario-estamos-o-no-ante-una-burbuja/>

- Independent Information and Research on the European Private Financial Sector. (s.f.). *CAUSAS DEL SOBREENDEUDAMIENTO*. Obtenido de MONETOS: <http://www.monetos.es/financiacion/deuda/sobreendeudamiento/causas/>
- Independent Information and Research on the European Private Financial Sector. (s.f.). *CONSECUENCIAS DEL SOBREENDEUDAMIENTO*. Obtenido de MONETOS: <http://www.monetos.es/financiacion/deuda/sobreendeudamiento/consecuencias/>
- INEI, I. N. (2014). *Índice de Precios de Materiales de Construcción*. Obtenido de <http://iinei.inei.gob.pe/iinei/siemweb/publico/>
- INFOBAE. (14 de Octubre de 2013). *Eugene F.Fama, Lars Peter Hansen y Robert Shiller ganaron el Nobel de Economía 2013*. Obtenido de INFOBAE AMÉRICA: <http://www.infobae.com/2013/10/14/1515959-eugene-ffama-lars-peter-hansen-y-robert-shiller-ganaron-el-nobel-economia-2013>
- Instituto CUANTO. (2001). *Estudio Cualitativo del Mercado Inmobiliario Urbano Marginal*. Lima: COFOPRI.
- Interbank. (s.f.). *Créditos para Capital de Trabajo*. Obtenido de <http://www.interbank.com.pe/creditos-para-capital-trabajo>
- INVERSIÓN Y FINANZAS. (09 de 07 de 2013). *Qué es... el Nikkei*. Obtenido de <http://www.finanzas.com/aula-accionista/20130709/nikkei-2389131.html>
- Juan Carlos Odar. (3 de Octubre de 2013). ¿Fin del boom? El BCP asegura que la construcción crecerá menos de 10% en los próximos meses. *Gestión*, pág. 1.
- Kunz Bolaños, I. (2001). *EL MERCADO INMOBILIARIO HABITACIONAL DE LA CIUDAD DE MEXICO*. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México.
- Lago, R. V. (2013). Burbuja inmobiliaria – Colombia y Perú como dos gotas de agua. *Semana Económica*, 1.
- Lago, R. V. (2013). Diluvio monetario. *Semana Económica*, 1.
- Laurencio M., L. (01 de Diciembre de 2014). *Se incrementa la demanda por alquilar inmuebles en Lima*. Obtenido de Gestión: <http://gestion.pe/inmobiliaria/se-incrementa-demanda-alquilar-inmuebles-lima-2115487>
- López Domínguez, I. (s.f.). *Expansión*. Obtenido de Diccionario económico: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/riesgo-de-sistema.html>
- López Domínguez, I. (s.f.). *Expansión.com*. Obtenido de Diccionario Económico: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/credito.html>
- López Domínguez, R. (s.f.). *Expansión.com*. Obtenido de Diccionario económico: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/morosidad-en-la-banca.html>
- López, D. R. (29 de Mayo de 2013). “Deberíamos temer que los precios de las viviendas sean los de Bogotá o Santiago”. *Gestión*.
- Machinea, J. (2009). La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica. *CEPAL*, 37-43.
- MIVIVIENDA. (2014). Crédito Flexible. *Revista MIVIVIENDA N°74*, 6.

- Montero Soler, A., & Quaresima, G. (2014). Impacto socioeconómico de la burbuja inmobiliaria en Andalucía. En U. d. Valladolid, *XIV JORNADAS DE ECONOMÍA CRÍTICA* (págs. 143-199). Valladolid: Universidad de Valladolid.
- Moore, M. (Dirección). (2009). *Capitalism: A Love Story* [Película].
- Muñoz, J., Concha, M., & Salazar, Ó. (2013). Analizando el nivel de endeudamiento de las MICRO y PEQUEÑAS EMPRESAS. *MONEDA*, 22.
- myFICO. (s.f.). *Mortgage Crisis Resource Center*. Obtenido de <http://www.myfico.com/crediteducation/articles/mortgage-crisis/history.aspx>
- Orrego, F. (2014). *Precios de viviendas en Lima*. Documento de Trabajo, Lima.
- Orrego, F. (2014). *Precios de viviendas en Lima*. Lima.
- Parodi, C. (25 de Junio de 2013). "El Perú tiene todos los componentes para una burbuja inmobiliaria". *Gestión*, pág. 1.
- Parodi, C. (19 de Abril de 2013). *¿Qué es el apalancamiento?* Obtenido de *Gestión*: <http://blogs.gestion.pe/economiaparatodos/2013/04/que-es-el-apalancamiento.html>
- Peñaranda Castañeda, C. (2014). MAYOR INCLUSIÓN FINANCIERA DEBE IR APAREJADA CON MEJOR EDUCACIÓN FINANCIERA. *La cámara*, 6-8.
- Pereda, J. (2012). *Consideraciones para calcular el ratio precio-utilidad de la bolsa de valores de Lima: metodología y aplicaciones*. Lima.
- Perossa, M. L., Díaz Uberman, D. S., & Waldman, P. (s.f.). *LAS PRIMERAS CRISIS FINANCIERAS DEL SIGLO XXI: DE LA FLEXIBILIZACIÓN A LAS NUEVAS REGULACIONES*. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires.
- PERÚ.COM. (20 de Enero de 2015). *Lima: Distritos tradicionales concentrarán oferta inmobiliaria*. Obtenido de Economía y Finanzas de PERÚ.COM: <http://peru.com/actualidad/economia-y-finanzas/lima-distritos-tradicionales-concentraran-oferta-inmobiliaria-noticia-318730>
- Poó Ru, A. (2008). *IMPACTO DE LA CRISIS HIPOTECARIA DE ESTADOS UNIDOS EN EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN EN MÉXICO*. México D.F. Obtenido de http://administracionytecnologiaparaeldisenio.azc.uam.mx/publicaciones/2008/5_2008.pdf
- Prado, A. (11 de Febrero de 2013). Lima aún no cuenta con el Plan Urbano Metropolitano. *Gestión*, pág. 1.
- PROEXPANSIÓN. (2014). *La "burbuja" inmobiliaria*. Lima: PROEXPANSIÓN.
- Radio Programas del Perú. (05 de Septiembre de 2014). *Existe demanda insatisfecha de 700 mil viviendas en el país*. Obtenido de RPP Economía: http://www.rpp.com.pe/2014-09-05-existe-demanda-insatisfecha-de-700-mil-viviendas-en-el-pais-noticia_722816.html
- RAE. (s.f.). *Casa*. Obtenido de Página web de la RAE: <http://lema.rae.es/drae/srv/search?id=wHzlYmRVDXX2tX1bpuy>
- RAE, R. A. (s.f.). Obtenido de <http://buscon.rae.es/drae/srv/search?val=especular>
- RAMÍREZ, Á. G. (01 de Enero de 2014). *¿Qué va a pasar con los precios de los inmuebles en el 2014?* Obtenido de EL COMERCIO: <http://elcomercio.pe/economia/peru/que-va-pasar-precios-inmuebles-2014-noticia-1680816>
- REAL ACADEMIA ESPAÑOLA. (s.f.). *Bróker*. Obtenido de <http://lema.rae.es/drae/?val=br%C3%B3ker>

- Reyes, J. C. (13 de Diciembre de 2012). Precios de viviendas casi se duplican en tres años. *Perú21*, pág. 1.
- RiesgoyMorosidad.Com. (17 de Noviembre de 2008). *RiesgoyMorosidad.Com*. Obtenido de Las Subprime, la Crisis y los Pecados de las Agencias de Rating: <http://www.riesgoymorosidad.com/las-subprime-la-crisis-y-los-pecados-de-las-agencias-de-rating/>
- Roa Ramírez, J. (03 de Noviembre de 2006). *Endeudamiento y sobreendeudamiento*. Obtenido de ECONOMÍA Y NEGOCIOS: http://www.economiaynegocios.cl/mis_finanzas/detalles/detalle_fin.asp?id=299
- Robert Shiller. (02 de Diciembre de 2013). *RT en español*. Obtenido de El Nobel de Economía 2013 advierte de una nueva burbuja financiera en EE.UU.: <http://actualidad.rt.com/economia/view/112971-economia-burbuja-financiera-desastre-nobel>
- Romero, C. E. (2013). *LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE FACTORES INCORPORANDO VARIABLES AMBIENTALES: EL CASO PERUANO*. Lima.
- RPP Noticias. (11 de Febrero de 2014). *Gobierno adjudica a GyM construcción de Ciudad Alameda de Ancón*. Obtenido de http://www.rpp.com.pe/2014-02-11-gobierno-adjudica-a-gym-construccion-de-ciudad-alameda-de-ancon-noticia_668890.html
- RTVE.es/AGENCIAS. (13 de Octubre de 2008). *Paul Krugman, Nobel de Economía 2008*. Obtenido de Radio Televisión Española (RTVE): <http://www.rtve.es/noticias/20081013/paul-krugman-nobel-economia-2008/176880.shtml>
- Ruiz Campo, S., & Zhang, L. (2013). La Burbuja Inmobiliaria de España: Una Comparación con el Mercado Inmobiliario de China. *ANÁLISIS FINANCIERO*, 37-53.
- Salazar, R. (2012). Mercado inmobiliario: ¿Burbuja o no burbuja? *Semana Económica*, 1.
- Sanchez, J., & Blanco Lucas, M. J. (2008). *Informe de previsión Gran Consumo 2008*. Madrid: ESIC.
- Santillán, A. G. (2007). *SISTEMA FINANCIERO MEXICANO Y EL MERCADO DE DERIVADOS*. Veracruz: Universidad Cristobal Colón.
- Schiffes, S. (27 de Agosto de 2007). *BBC MUNDO*. Obtenido de EL COLAPSO DE DOT.COM 2000: http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_6965000/6965142.stm
- SEMANA ECONÓMICA. (14 de Enero de 2015). *Trabajo juvenil en el Perú: ¿Qué dicen los indicadores de empleo?* Obtenido de Sección de Economía de SEMANA ECONÓMICA: <http://semanaeconomica.com/article/economia/macroeconomia/151776-empleo-juvenil-que-dicen-los-indicadores-de-empleo/>
- Serrano Martínez, J. (2011). LA VIVIENDA EN ESPAÑA DENTRO DE UN NUEVO MODELO ECONÓMICO. EL PAPEL Y LOS LÍMITES DEL SECTOR TURÍSTICO ¿HACIA EL DECLINAR DE UN CICLO? En U. d. Murcia, *Cuadernos de Turismo n°27* (págs. 855-874). Murcia: Universidad de Murcia.
- Servicio de Administración Tributaria de Lima. (s.f.). *Alcabala - Información*. Obtenido de http://www.sat.gob.pe/Websitev8/Modulos/contenidos/tri_Alcabala_info.aspx
- Sevilla, A. (19 de Febrero de 2013). *Burbujas de las punto-com*. Obtenido de Economipedia: <http://www.economipedia.com/sociedad/burbuja-de-las-punto-com.html>
- Shiller, R. (2000). *EXUBERANCIA IRRACIONAL*. New Jersey: TURNER.

- Soros, G. (2008). *El nuevo paradigma de los mercados financieros*. Madrid: Tauros.
- STANDARD & POOR'S. (s.f.). *Calificaciones Crediticias – Definiciones & Preguntas Frecuentes*. Obtenido de <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/es/la>
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. (s.f.). *LAS CENTRALES DE RIESGOS Y CÓMO TOMAR UN CRÉDITO RESPONSABLE*. Lima, Lima, Perú.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. (s.f.). *Tasas de interés información mensual*. Obtenido de TASA DE INTERÉS PROMEDIO: <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/tasa-de-interes-promedio/154/c-154>
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. (2014). *Carpeta de Información del Sistema Financiero*. Lima: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. (2014). *EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO*. Lima: SBS.
- SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP. (s.f.). *TIPOS DE INSTRUMENTOS DERIVADOS*. Obtenido de http://www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=0&PFL=0&JER=2380
- SUPERINTENDENCIA DE BANCA. SEGUROS Y AFP. (s.f.). *Instrumentos Derivados*. Obtenido de http://www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=0&PFL=0&JER=2379
- SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE BANCA, SEGUROS Y AFP. (2015). *EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO*. Lima: SBS.
- TERRA. (25 de Septiembre de 2003). *Toledo lanza programa "Techo Propio" para jóvenes*. Obtenido de <http://www.terra.com.pe/noticias/noticias/act501045/.html>
- Universidad Nacional del Nordeste. (s.f.). *Cemento Pórtland*. Obtenido de <http://ing.unne.edu.ar/pub/quimica/cemento.pdf>
- Universidad Privada San Juan Bautista. (s.f.). *Pasos a seguir para comprar vender una propiedad*. Lima.
- URBANIA. (s.f.). *¿Quiénes Somos?* Obtenido de URBANIA: <http://urbania.pe/quienes-somos>
- URBANIA. (10 de Junio de 2013). *El 90% de la demanda inmobiliaria "insatisfecha" no puede pagar más de US\$ 30 mil por vivienda*. Obtenido de El Blog Inmobiliario del Perú: <http://urbania.pe/blog/noticia/el-90-de-la-demanda-inmobiliaria-insatisfecha-no-puede-pagar-mas-de-us-30-mil-por-vivienda/>
- URBANIA. (17 de Julio de 2015). Obtenido de <http://urbania.pe/>
- Valdivia, G. (13 de Mayo de 2013). *Venta de viviendas en Lima caería por falta de oferta y servicios*. *Perú21*, pág. 1.
- Vanini, B. S. (22 de Abril de 2014). *El "boom inmobiliario" está desinflado por la ineficiente gestión de las municipalidades*. *Gestión*, pág. 1.
- Velasco Vásquez, A. (2003). *ESTUDIO PARA EL ANÁLISIS DE CARTERAS DE CRÉDITO DIRIGIDO AL SEGMENTO DE LA POBLACIÓN DE MENORES INGRESOS EN LAS ZONAS URBANO MARGINALES*. Lima: COFOPRI.
- Vilariño, Á. (s.f.). *la larga crisis económica japonesa*.
- VIVIR EN TOTANA. (6 de Junio de 2011). *Diferencias entre VPO y Vivienda Libre*. Obtenido de <http://vivirentotana.com/2011/06/06/diferencias-entre-vpo-y-vivienda-libre/>

- Westreicher H., G. (06 de Junio de 2013). El 90% de la demanda inmobiliaria "insatisfecha" no puede pagar más de US\$ 30 mil por vivienda. *Diario Gestión*.
- Zegarra, L. F. (8 de Enero de 2013). Centrum: "Perú está entrando a una burbuja inmobiliaria incipiente". *Gestión*, pág. 1.
- Zubiate, A. (30 de Mayo de 2015). *El boom inmobiliario y la supuesta burbuja inmobiliaria (2)*. Obtenido de SEMANAECÓNOMICA: <http://semanaeconomica.com/boominmobiliario/2015/05/30/el-boom-inmobiliario-y-la-supuesta-burbuja-inmobiliaria-2/>

Anexos

Las calificaciones, según STANDARD & POOR'S, son las siguientes: Anexo

AAA'	Capacidad extremadamente fuerte de cumplir con compromisos financieros. Es la calificación más alta
'AA'	Capacidad muy fuerte de cumplir con compromisos financieros
'A'	Capacidad fuerte de cumplir con compromisos financieros, pero algo susceptible a condiciones económicas adversas y cambios en las circunstancias.
'BBB'	Capacidad adecuada de cumplir compromisos financieros, pero más susceptible a condiciones económicas adversas
BBB-'	Considerado el nivel más bajo dentro de la categoría de grado de inversión por los participantes en los mercados
'BB+'	Considerada la calificación más alta dentro de la categoría de grado especulativo por los participantes en los mercados.
'BB'	Menos vulnerable en el corto plazo pero enfrenta importantes incertidumbres respecto a adversas condiciones para el negocio, financieras y económicas.
'B'	Más vulnerable a adversas condiciones del negocio, financieras y económicas pero actualmente tiene la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros.
'CCC'	Actualmente vulnerable y dependiente de condiciones favorables para el negocio, financieras y económicas para cumplir con sus compromisos financieros
'CC'	Actualmente sumamente vulnerable.
'C'	Actualmente sus obligaciones y otras circunstancias definidas son sumamente vulnerables.
'D'	Incumplimiento de pagos sobre sus compromisos financieros

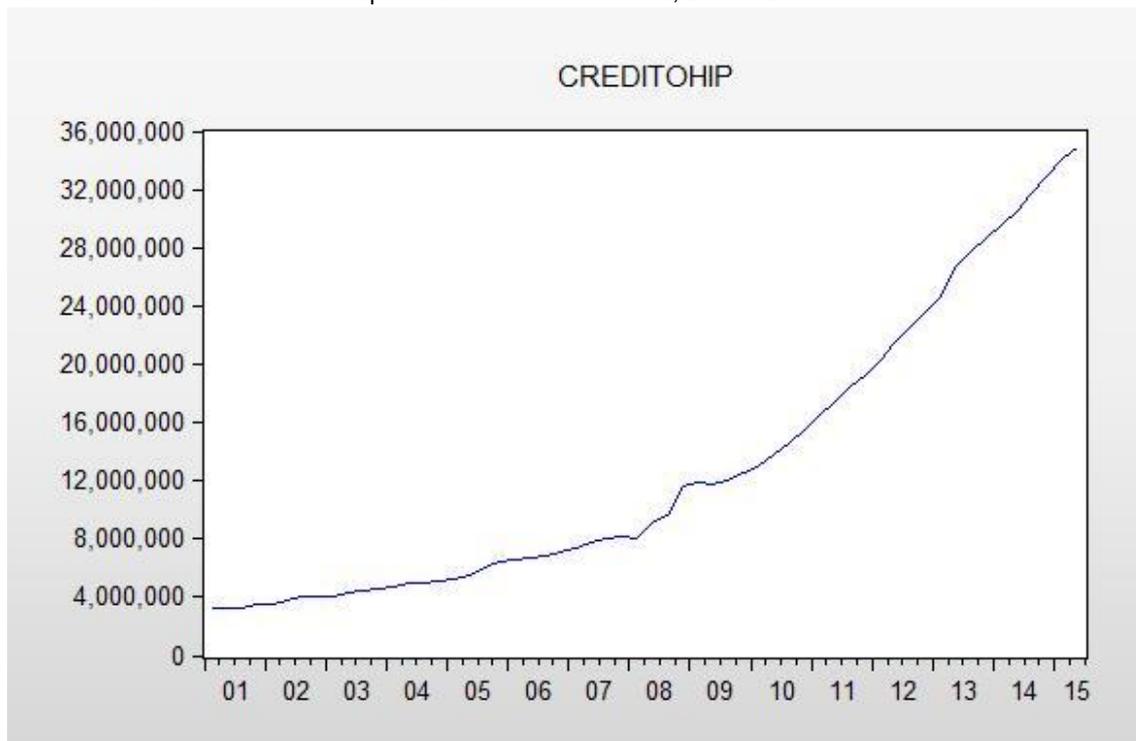
Clasificación de las deudas en las centrales de riesgo⁷²:

DEFINICIÓN	CATEGORÍA DE RIESGO	DÍAS
Normal	0	0
De Problemas Potenciales	1	30
Deficiente	2	60
Dudoso	3	90
Pérdida	4	120

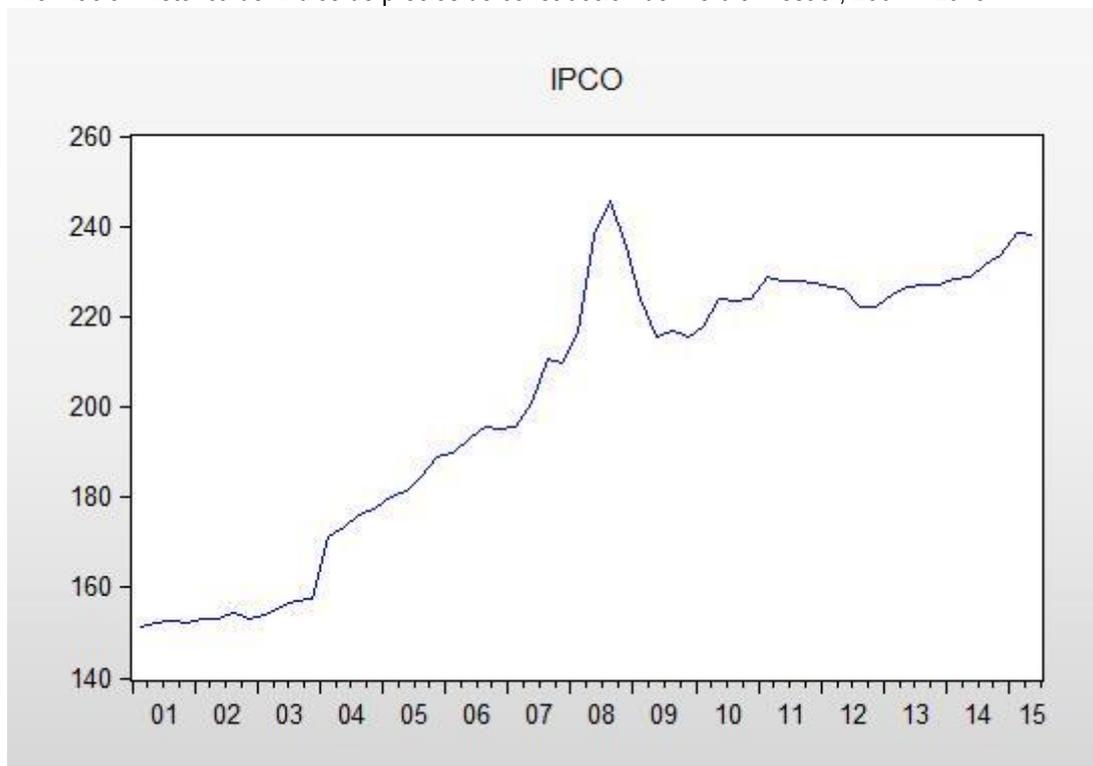
Fuente: Elaboración del Banco de la Nación. (Banco de la Nación)

⁷² Información manejada por la SBS, y consultada por privadas; las más importantes en el Perú: Equifax (Infocorp), Sentinel, Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C., XChange Perú S.A.C., Credit Report Latin American S.A., Del-Risco Reports, T-Analiza (TRFI Perú SPE S.A.).

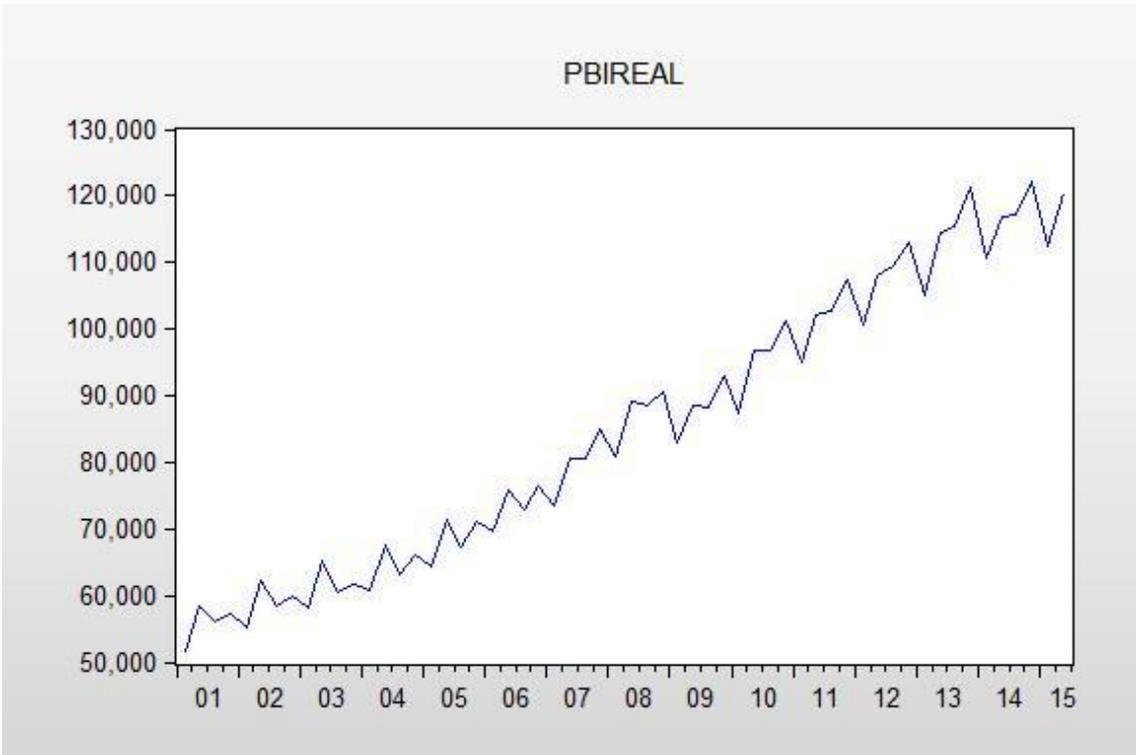
Información histórica de crédito hipotecario del Perú trimestral, 2001 – 2015



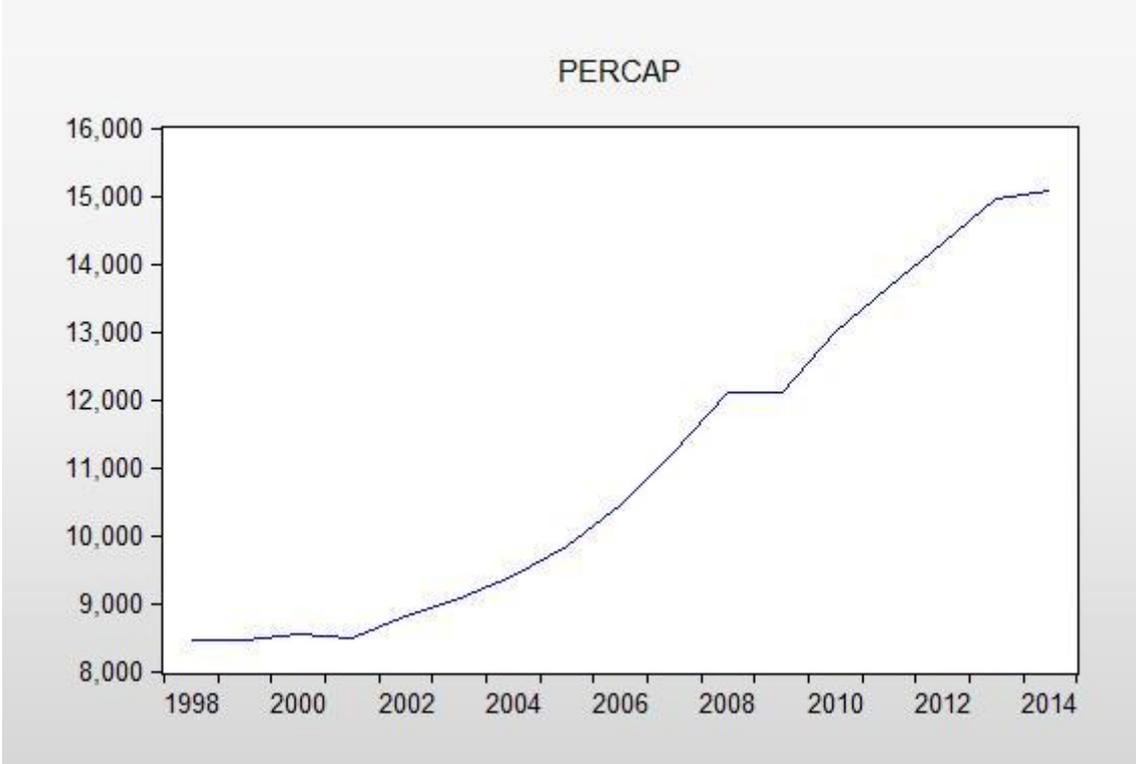
Información histórica del índice de precios de construcción del Perú trimestral, 2001 – 2015



Información histórica del PBI real del Perú trimestral, 2001 – 2015.



Información histórica de PBI per cápita del Perú anual, 2001 – 2015.



Información histórica del precio promedio del metro cuadrado de departamentos en Lima, Perú trimestral, 2001 – 2015.

PRECIOM2

