

Contenido

1. ¿Qué es una burbuja inmobiliaria?.....1

2. El mercado inmobiliario uruguayo: características y actualidad.....2

Junio 2011

No. 94

CINVE ▪
Centro de Investigaciones
Económicas

Área de Macroeconomía
Finanzas y Coyuntura

Fecha de elaboración:
30 de junio de 2011

1. ¿QUE ES UNA BURBUJA INMOBILIARIA?

El sector de la construcción y el mercado inmobiliario vienen cursando años de fuerte expansión. Sin embargo, este escenario de prosperidad en el sector ha generado una presión al alza sobre los precios de los inmuebles, razón por la cual algunos analistas y especialistas del sector se encuentran abocados al debate sobre la existencia o no de una burbuja inmobiliaria.

Esta discusión adquiere especial relevancia en vistas de la reciente crisis financiera sufrida por Estados Unidos en 2008, producto en parte de una burbuja inmobiliaria apalancada a través de créditos hipotecarios de alto riesgo. Ante esta situación, el término burbuja inmobiliaria despierta temor entre los agentes a la luz de los acontecimientos recientes.

Las denominadas “burbujas inmobiliarias” implican que los agentes tienen expectativas de que los precios seguirán subiendo por lo que compran bienes inmuebles hoy dado que “mañana serán más caros”. Este comportamiento puede inducir la aparición de “profecías autocumplidas”, es decir, que mediante el propio accionar de los agentes se alcancen los resultados previstos por sus expectativas, acelerando el proceso de alza de precios. Luego, una vez que la burbuja se pincha, los precios caen dramáticamente, generando importantes pérdidas de riqueza entre los agentes y dificultando el repago de los préstamos solicitados, entre otras consecuencias. En líneas generales, es el propio comportamiento de los individuos que termina impulsando los precios al alza y podría implicar un desalineamiento de los mismos con respecto a sus fundamentos.

El siguiente informe busca reseñar la situación actual del mercado inmobiliario desde una óptica descriptiva de la coyuntura, a los efectos de poder hacer un aporte al debate sobre la existencia de una posible burbuja inmobiliaria. En línea con esto en la siguiente sección intentaremos responder a las siguientes preguntas:

- ¿Existe una burbuja inmobiliaria en el mercado uruguayo?
- ¿A qué se debe el aumento en los precios de los bienes inmuebles?
- ¿Hay razones para pensar en que el aumento del crédito esté impulsando los precios como ocurrió en Estados Unidos?
- ¿Los precios de los alquileres han evolucionado igual que los precios de compraventas?

2. ¿EXISTE UNA BURBUJA INMOBILIARIA EN URUGUAY?

El mercado de la vivienda presenta algunas características particulares que lo hacen diferente a otros mercados de bienes. Los bienes inmuebles cumplen una doble función: por un lado constituyen un bien de consumo durable para los hogares que encuentran en él un cierto nivel de utilidad al ser usado como vivienda, por otro lado constituyen un activo de inversión alternativo ante la búsqueda de una renta futura ya sea por la venta o alquiler del inmueble.

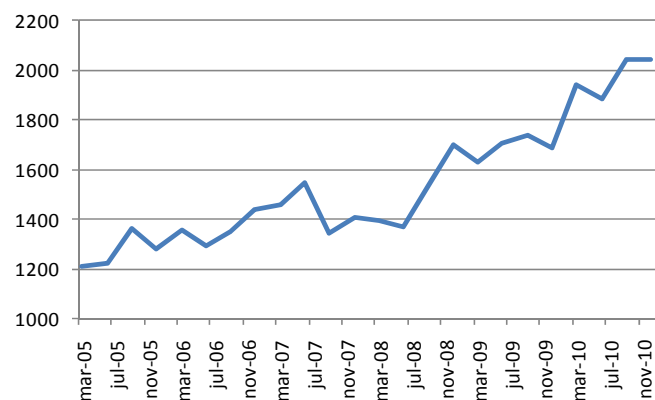
Además de estas características intrínsecas de la vivienda, se destaca que su oferta es relativamente rígida dado el tiempo que implica la producción de este bien, aunque como contrapartida se aprecia que su vida útil es relativamente extensa en comparación con otros bienes.

Una burbuja inmobiliaria

Un aumento pronunciado y rápido de los precios de la vivienda no implica necesariamente la formación de una burbuja. La existencia de una burbuja inmobiliaria se asocia con el comportamiento especulativo de los agentes. Sus expectativas alcistas respecto de los precios de los inmuebles hacen que éstos decidan comprar por motivo especulación, dinamizando aún más la demanda y acelerando la presión al alza sobre los precios. De esta forma, la evolución de los precios de mercado comienza a responder ya no a los fundamentos de su evolución, sino al comportamiento especulativo de los agentes.

A continuación se presenta la evolución del precio de las compraventas de vivienda en propiedad horizontal registradas en Montevideo según los datos publicados por el INE.

Gráfico 2.1 - Precio promedio de las compraventas de vivienda en propiedad horizontal, en miles de pesos corrientes



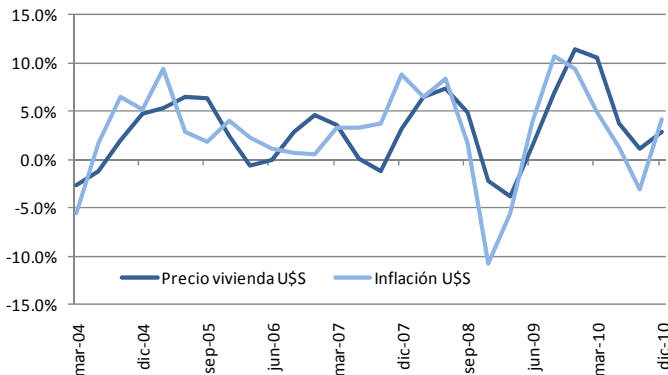
Fuente: Elaboración propia en base a INE

Dado que las expectativas de los agentes no son directamente observables (salvo a través de encuestas), para evaluar la existencia de una burbuja inmobiliaria se suele observar si la trayectoria de los precios a los cuales se transan las compraventas se encuentra alineada con la evolución de sus fundamentos. Concretamente, utilizaremos la información sobre los precios del mercado de inmuebles para realizar un diagnóstico sobre la situación actual de los precios de este mercado.

Una aproximación a través de sus fundamentos

En primer lugar, el aumento de precios en el mercado inmobiliario ocurre en un contexto de inflación moderada y apreciación del peso. Según los datos publicados por el INE la inflación en el bienio 2009-2010 sería cercana a 13%, mientras que el tipo de cambio habría caído aproximadamente 18% en el mismo período. Este aumento de los precios internos junto a la apreciación del peso implicó una inflación en dólares de 38% entre diciembre de 2010 y diciembre de 2008.

Gráfico 2.2 - Tendencia-ciclo del Precio de la vivienda en dólares corrientes e inflación en dólares, variación %



Fuente: Elaboración propia en base a INE y BCU.

Dado que los precios de los inmuebles se fijan generalmente en dólares, no es de extrañar que exista un aumento de los mismos medidos en esta moneda. Los precios de los inmuebles aumentaron un 40,7% en el mismo bienio lo que estaría indicando que el precio de los inmuebles creció en línea con los precios de la economía medidos en dólares.

El trabajo de Carlomagno y Fernández¹ (2007) identifica como fundamentos de la evolución del precio de la vivienda a la evolución de los ingresos salariales de la población (determinante interno de la demanda) y la tasa de interés, que representa una alternativa financiera como activo de inversión de riesgo relativo bajo. Encuentran una relación de equilibrio de largo plazo entre el precio en dólares de los inmuebles en propiedad horizontal en Montevideo, el Índice Medio de Salarios (IMS) medido en dólares y la tasa de interés internacional definida como la tasa de los bonos americanos a 10 años.

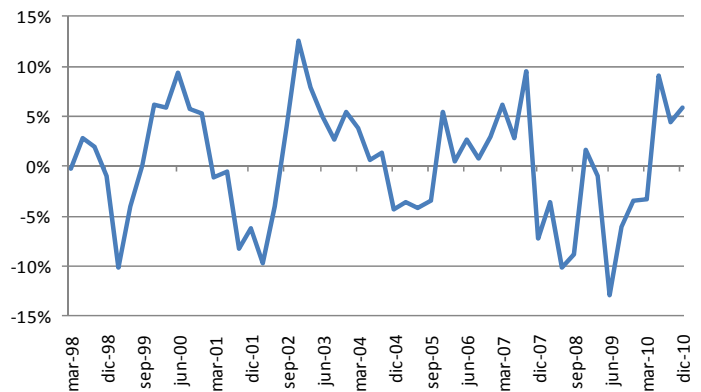
Según dicha relación un aumento de los salarios medidos en dólares impacta positivamente en el precio de los inmuebles a través de un aumento en el poder adquisitivo de los hogares denominado en esta moneda. En cuanto a la tasa de interés, se

¹ Carlomagno, G; Fernández, A (2007):“El precio de los bienes inmuebles: un estudio agregado y comparado para algunos barrios de Montevideo” cinve.

observa que una caída de la misma impulsa al alza el precio de los inmuebles dado que estos son vistos como un activo de inversión alternativo ante el aumento de la liquidez internacional. La actualización de este modelo con datos disponibles a marzo de 2011 permitió extraer algunos resultados útiles para el diagnóstico de la situación actual del mercado inmobiliario.

La estimación de un modelo de largo plazo para el precio de la vivienda en función de sus determinantes (IMS y tasa de interés), permitió identificar tanto su trayectoria de largo plazo, como los desvíos transitorios o coyunturales respecto de ésta. Los alejamientos respecto de la trayectoria de largo plazo (gráfico 2.3) pueden ser vistos como señales de desajustes entre los fundamentos del precio de los inmuebles y la evolución observada.

Gráfico 2.3 - Desvíos del precio de los inmuebles con respecto la trayectoria de largo plazo (en %)



Fuente: Elaboración propia en base a INE.

El gráfico anterior se interpreta de la siguiente forma. El eje de las abscisas representa el equilibrio de largo plazo, es decir donde se deberían encontrar los precios de mercado para estar perfectamente alineados con la trayectoria esperada de largo plazo en base a sus fundamentos. Como es usual encontrar, no siempre la evolución de una variable económica se encuentra equilibrada en el corto plazo, más allá de que ello no cuestione la permanencia del equilibrio en el largo plazo, ya que los desajustes

tienden a desaparecer en el tiempo y el precio converge al equilibrio en lapsos breves.

Como se observa en el gráfico, los precios de la vivienda presentan una importante oscilación en torno al equilibrio con ciclos de alzas y posteriores caídas. Específicamente, para el último año 2010, el análisis arroja que los precios estarían por encima de su nivel de equilibrio, cercanos al 5% a diciembre de dicho año. Sin embargo este desvío con respecto a la trayectoria esperada es inferior al observado en períodos previos, sin representar una situación atípica en comparación histórica.

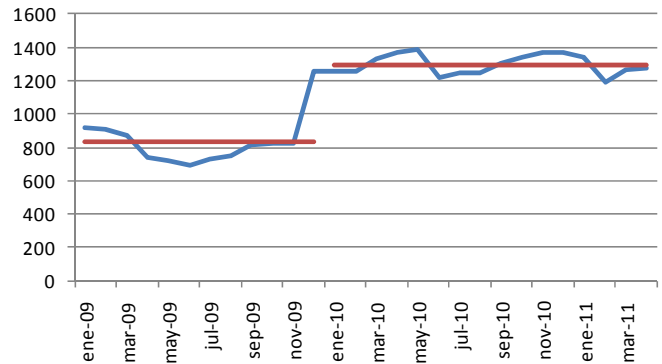
Por tanto, según el análisis de los fundamentos del precio de la vivienda se puede inferir que si bien los precios de los inmuebles se encuentran actualmente por encima de su trayectoria de largo plazo, no parece haber indicios de que exista una burbuja inmobiliaria. A continuación presentamos algunos otros elementos de análisis que aportan al debate y apoyan esta conclusión.

¿Qué dicen otros indicadores?

La evolución de los créditos hipotecarios

Usualmente las burbujas inmobiliarias vienen acompañadas de aumentos extraordinarios del crédito como fue el caso en Estados Unidos durante la última crisis. Este no parece ser el caso para nuestro país donde el crédito inmobiliario representó en 2010 un 3,4% del PIB. Si bien han existido incentivos en los últimos años a tomar créditos a través de la reapertura de los créditos hipotecarios del BHU y las bajas tasas de interés internacionales no se observa una dinámica creciente de los mismos. Esto descartaría que el crédito inmobiliario esté generando un aumento en el precio de los inmuebles por encima de lo que indican sus fundamentos.

Gráfico 2.5 - Evolución de los créditos hipotecarios vigentes, en millones de dólares

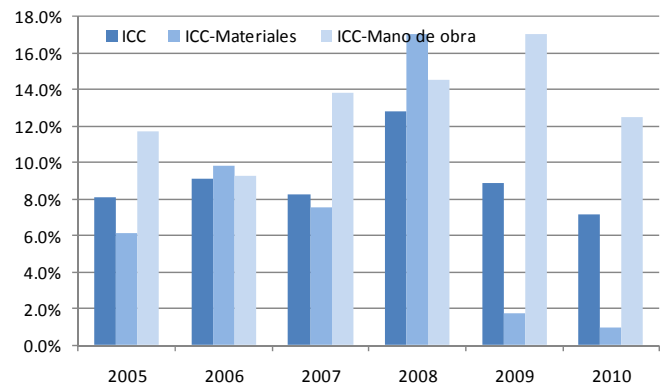


Fuente: Elaboración propia en base a BCU.

El Costo de la Construcción

Desde otra óptica, la evolución de los costos de construcción también podría estar explicando el aumento de los precios de la vivienda. El Índice de Costo de la Construcción (ICC) elaborado por el INE mide la evolución de los costos de realización de vivienda nueva. Este indicador refleja un importante incremento en los últimos años tanto del índice general como de sus principales componentes. En particular, durante 2009 y 2010 el aumento en los costos de la construcción se explica a través de un importante aumento de los costos de la mano de obra.

Gráfico 2.6 - Crecimiento promedio anual del ICC y sus componentes, variación %



Fuente: Elaboración propia en base a INE.

De esta forma, el aumento de los costos de construir viviendas nuevas explica en parte el aumento de los precios, lo que sería un argumento

adicional para descartar la existencia de una burbuja inmobiliaria, al menos en este tipo de inmuebles.

Mercado de alquileres en línea con la compraventa

Como complemento del análisis anterior se vuelve relevante examinar que ha sucedido en el segmento de mercado correspondiente a los arrendamientos. Para ello se analiza la evolución del precio de los alquileres inscriptos en el Servicio de Garantías de Alquiler de la Contaduría General de la Nación. Este servicio agrupa aproximadamente el 25% del total de alquileres pactados en Montevideo.²

A través del análisis se observa que el diferencial entre nuevos alquileres y los vigentes se ha mantenido relativamente constante desde enero de 2009 (en el entorno de 25%). Esto parece indicar que no se ha verificado un aumento extraordinario de los nuevos alquileres en este último período. En línea con esto, es importante destacar que los nuevos contratos permiten una mejor aproximación a la situación actual del mercado de alquileres.

Cuadro 2.1 - Evolución del precio de los alquileres, en pesos constantes

	Prom 2010/ Prom 2009	Dic-10/ Dic-09	Mar-11/ Mar-10
Nuevos contratos	6.4%	10.9%	8.1%
Contratos vigentes	7.5%	7.2%	6.2%

Fuente: Elaboración propia en base a INE

En términos reales, los alquileres a diciembre habrían aumentado un 10,9% a precios constantes mientras que los contratos vigentes lo hicieron a 7,2%. Esta brecha entre alquileres nuevos y

² El precio de estos alquileres se interpreta como el precio promedio de todo tipo de vivienda (casas, edificios de renta, propiedad horizontal, etc.) de todos los barrios montevideanos, por lo que representa una buena aproximación del promedio del precio de los alquileres.

vigentes se habría reducido en marzo de este año con respecto al mismo mes del año anterior tal como se observa en el cuadro 2.1. Este incremento real del precio de los alquileres podría actuar como un incentivo adicional para que los agentes se vuelquen al mercado inmobiliario con el objetivo de obtener una renta, por encima de otras colocaciones y oportunidades que ofrece el mercado financiero.

En suma...

La situación del mercado inmobiliario uruguayo y la posible existencia de una burbuja es un tema de debate en la actualidad. Del análisis realizado podemos destacar algunas conclusiones.

El aumento de los precios estaría en línea con el aumento del nivel de precios general de la economía medido en dólares. Tomando en cuenta la inflación acumulada y la apreciación del peso entre 2010 y 2009, se observa que la inflación en dólares habría alcanzado 38% en línea con el aumento en el precio de los inmuebles cercano al 41% en el mismo período. Por otra parte, el examen de sus fundamentos permite concluir que los precios de mercado no presentan en la actualidad un desvío significativo de sus determinantes en última instancia. Todo lo anterior permite en primera instancia descartar la existencia de una burbuja inmobiliaria.

Otros indicadores relevantes confirmarían la inexistencia de una burbuja inmobiliaria en el mercado nacional. Por el lado de los créditos inmobiliarios, estos muestran un comportamiento similar al de años anteriores. Por su parte, el índice de Costo de la Construcción recoge un aumento que podría en parte explicar el aumento en el precio de la vivienda y que se encuentra con la evolución del nivel general de precios de la economía.

En cuanto al mercado de alquileres, se observa un desempeño similar al mercado de las compraventas. Si bien los precios de los alquileres habrían aumentado, su crecimiento se encuentra en línea con el aumento en el ingreso de los hogares y

con una mayor inflación en dólares, como en el caso del mercado de compraventas.

Finalmente, si bien la situación del mercado inmobiliario no parece revertirse en el corto plazo en tanto el ingreso de los hogares continuaría creciendo según estimaciones de cinve, se debe prestar atención a lo que suceda con la tasa de interés internacional. Un aumento de las tasas de interés a nivel internacional, esperable en tanto las economías desarrolladas comiencen a consolidar su recuperación, podría impactar negativamente en el precio de las viviendas en el mercado uruguayo.