

El mercado inmobiliario de Montevideo: ¿Burbuja o buenos fundamentos?

Por Patagonia Realty Advisors

En las últimas semanas han surgido opiniones que alertan sobre la posible existencia de una burbuja en el mercado inmobiliario de Montevideo. El propósito de este artículo es explicar brevemente los elementos que normalmente caracterizan una burbuja, para luego intentar determinar si alguno de ellos se encuentra presente en nuestra realidad.

¿En qué consiste una burbuja?

Existe una burbuja cuando los precios de los activos se elevan a niveles inconsistentes con los fundamentos económicos de un mercado. Se asocia también a un comportamiento no racional de los agentes, que adquieren activos en función de un aumento del precio esperado a futuro y no en función del rendimiento corriente que ofrecen.

Se ha escrito mucho sobre las burbujas. El reconocido economista Robert J Shiller, autor del libro *Irrational Exuberance**, centró su análisis en las siguientes variables:

- Relación Precios de las Propiedades / Ingreso per Cápita
- Desempleo
- Crecimiento de la Población
- Relación Ingreso per Cápita / Pago de Préstamos Hipotecarios
- Estudio del comportamiento de los compradores en base a encuestas.

Shiller opina que la mayoría de los participantes en el mercado de compraventa de inmuebles tiene poca experiencia en este mercado y no basan sus decisiones en el análisis técnico de las variables mencionadas. También señala que tienden a sobreaccionar ante cambios de precios y rumores, alimentando aún más el impulso del mercado.

¿Cómo termina una burbuja?

En un momento la burbuja llega a una fase de euforia, donde la especulación de algunos de los agentes sobrepasa la demanda por parte de los inversores genuinos (de largo plazo). Esto hace que los precios alcancen niveles

insostenibles, hasta llegar a una desaceleración donde algunos agentes empiezan a cerrar sus posiciones tomando ganancias y las personas dispuestas a entrar se reducen.

Finalmente, los precios caen, se genera incertidumbre, los bancos reducen el crédito y se llega a una fase de pánico donde los precios se desmoronan en una suerte de especulación inversa, hasta que los agentes consideran que los precios cayeron tanto que son de nuevo baratos.

¿Cómo se puede identificar una burbuja tempranamente en el mercado inmobiliario?

Estrictamente, si fuera posible detectar una burbuja inequívocamente, la misma nunca llegaría a existir, porque los inversores se anticiparían vendiendo los activos, corrigiendo automáticamente sus efectos. La academia ha prestado mucha atención a este tema en los últimos años.

Las herramientas que consideramos más relevantes para intentar detectar la presencia o no de una burbuja en los activos inmobiliarios, son:

1. Costo de Construcción / Salario Nominal
2. Alquileres / Precio Venta m²
3. Alquileres / Salario Nominal

Otras consideraciones útiles para el análisis son la existencia de:

- políticas de incentivos hacia los compradores y/o constructores.
- tasas bajas para créditos hipotecarios.

De existir estos estímulos, se estaría creando una demanda que podría verse modificada considerablemente si éstos luego se eliminaran.

* Robert J. Shiller, PHD en economía en MIT, publicó la primera edición de Princeton University Press en el año 2000, que luego actualizó con la 2ª edición en el año 2005.

El caso del mercado inmobiliario de Montevideo

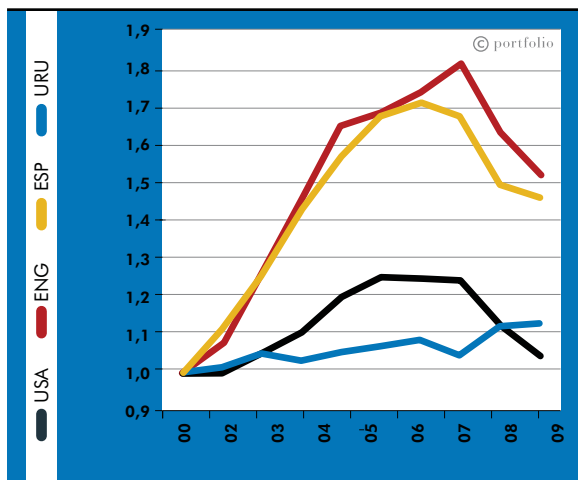
¿Es correcto analizar la existencia de una burbuja en el sector inmobiliario analizando la evolución de los precios en dólares?

Los precios se miden habitualmente en dólares porque las transacciones se realizan en esa moneda. A nuestro juicio sería más conveniente medir la evolución de los precios de los inmuebles en una unidad que está directamente asociada al poder de compra de los compradores. La gran mayoría de los uruguayos tiene ingresos en pesos por lo que se optó por la medición de la evolución de los precios en pesos uruguayos constantes al año 2000. Este análisis muestra que la apreciación del precio de los inmuebles en el período 2000 - 2009 fue de 13.85%. Este aumento real en los valores no parece exagerado para un período de 10 años.

Otro tema de discusión no es el aumento de precios de los inmuebles sino la preferencia de los uruguayos de ahorrar en dólares. Quien haya ahorrado en dólares en los últimos años ha perdido poder de compra por la depreciación real del mismo frente al peso uruguayo. El hecho de que las transacciones se realicen en dólares no significa que se precise ahorrar en dólares para comprar o construir un inmueble. Por el contrario: aproximadamente un 75% de los insumos se pagan en pesos por lo que una caída del dólar tiene un impacto inmediato en el costo de la construcción medido en esa moneda.

¿Qué pasó en los principales mercados en comparación con el uruguayo?

Índice de precios de las propiedades ajustados por inflación.



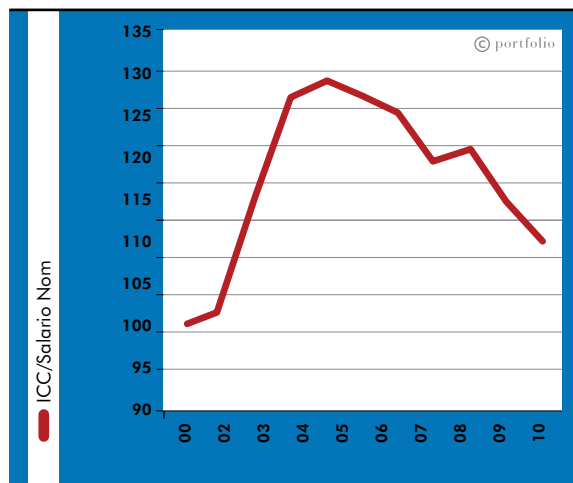
Fuentes: INE Uruguay, INE España, S&P Case-Shiller, Nationwide Building Society.

En la gráfica observamos la evolución de precios en Estados Unidos, España y el Reino Unido. Se puede afirmar que hacia fines del 2007 existía en esos países una burbuja de precios inmobiliarios. En España los precios reales en euros aumentaron un 70% entre el 2000 y 2007.

Para analizar el mercado estadounidense usamos el Índice Case-Shiller que toma en cuenta las 20 áreas metropolitanas más grandes de Estados Unidos. El aumento fue un 25% en el período 2000-2006. Las ciudades que más sufrieron la burbuja fueron Miami, Los Ángeles y Washington D.C., con subas superiores al 80% en el mismo período.

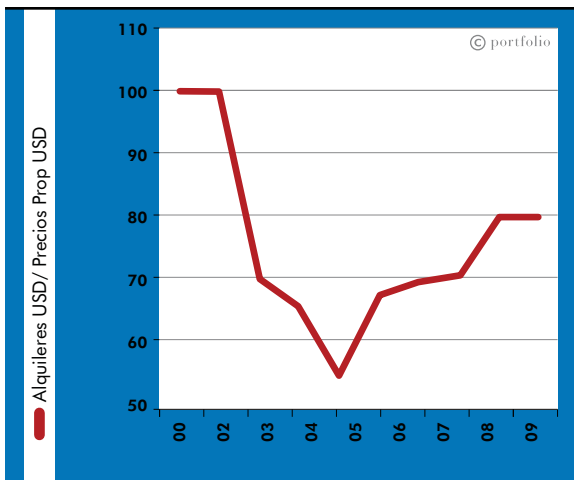
¿Se pueden utilizar estas herramientas para medir el mercado inmobiliario en Montevideo?

- 1) Este indicador muestra cómo evoluciona el costo de la construcción en base al salario nominal. Como podemos apreciar en la gráfica, a partir del 2004 este ratio ha ido cayendo, por lo que se ha ido abaratando el costo de la construcción en términos de salario de los uruguayos.



Fuente: INE.

- 2) El segundo indicador intenta medir la rentabilidad que obtiene un inversor al comprar una propiedad. Un alza en este ratio indica que los alquileres aumentan más de lo que suben los precios de las propiedades, por lo que cada vez es más rentable comprar para alquilar a terceros.



Fuente: INE.

En los últimos años, los alquileres han aumentado más que los precios de venta luego de la gran caída sufrida durante la crisis de 2002/2003. Más aún, los alquileres se encuentran por debajo de los niveles vistos en el período 1996-2001 con relación al precio de los inmuebles.

En países como España, el Reino Unido y Estados Unidos las propiedades subían a tasas altísimas, y los alquileres no acompañaban la suba en la misma proporción. En el país ibérico la suba del precio de las propiedades fue un 50% más que el incremento de los alquileres durante el período 1997-2007. ¿Qué podemos inferir de esto? Que a pesar del menor rendimiento de los alquileres, los inversores continuaban comprando basándose exclusivamente en expectativas de aumento de precios.

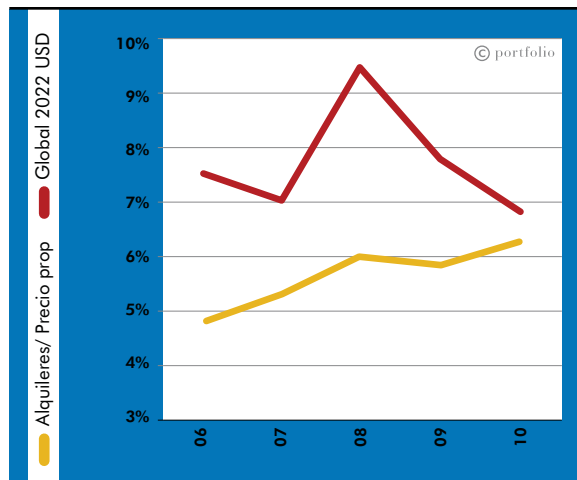
En Uruguay por lo general el inversor compra una propiedad pensando en obtener una renta por el alquiler y no tanto por las expectativas de apreciación del bien.

A su vez, los costos implícitos en la compraventa de propiedades (ITP, IRPF, comisiones inmobiliarias, etc) desestimulan la compra de propiedades que tienen el objetivo de realizar una ganancia en el corto plazo.

Este factor afecta el volúmen de transacciones de propiedades.

Como observamos en la gráfica, el rendimiento del Global 2022 (usándolo como referencia del mercado de Bonos uruguayo) ha caído en los últimos dos años, por lo que cada vez es más atractiva la inversión en el mercado inmobiliario versus la compra de Bonos.

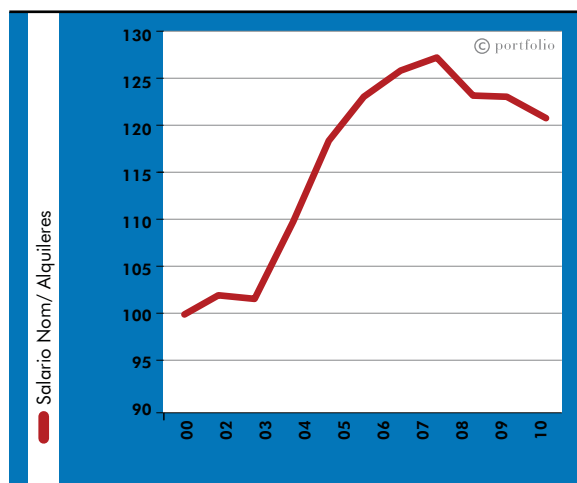
La calificación de la deuda uruguaya continúa subiendo de categoría, por lo se espera que los rendimientos de la misma continúen a estos niveles o incluso superiores.



Fuente: BVM, INE.

3) El último indicador nos muestra la relación entre los salarios y los alquileres. Este ratio baja si los alquileres aumentan más que los salarios.

En los últimos 10 años los salarios nominales han aumentado 21% más que los precios de los alquileres en pesos.



Fuente: INE.

Finalmente, en Uruguay no existen políticas de incentivos al sector, incluso las tasas de los préstamos hipotecarios están en niveles poco atractivos.

Conclusiones

Del análisis de las variables que consideramos más importantes, no surge la presencia de una burbuja inmobiliaria en Uruguay; incluso hay espacio para que los precios de las propiedades continúen aumentando en el corto plazo si se mantienen las condiciones macroeconómicas favorables. Más aún, la eventual aceleración de los préstamos hipotecarios que continúan en niveles bajos podría dinamizar la apreciación de las propiedades. ●