

Precios del SECTOR INMOBILIARIO

MARÍA TERESA GARAYAR *

Ante los desequilibrios financieros y económicos producidos, en gran medida, por la caída de los precios de las casas en los países desarrollados; así como el persistente incremento en el precio de las mismas en los países emergentes, es conveniente reflexionar sobre la sostenibilidad de estas alzas.

* Especialista Senior en Evaluación del Desempeño y Riesgos del BCRP.
maria.garayar@bcrp.gob.pe

ANTECEDENTES

Robert J. Shiller, reciente Nobel de economía, sostiene que hasta la década de los 90, la poca evidencia en índices mostraba que, en el largo plazo, el precio de las casas se mantenía en términos reales, tal como lo indica el Gráfico 1¹:

Sin embargo, en los últimos años hemos visto que los precios de las casas en los países desarrollados aumentaron significativamente por varios años para luego caer, lo que trajo consigo desequilibrios financieros y económicos.

Adicionalmente, en los países emergentes se presenta un alza en el precio de las casas y la duda persiste sobre la sostenibilidad de estas.

En varios estudios se ha tratado de encontrar los determinantes del precio de las casas. En un trabajo comparativo de la tasa de propiedad de las casas en varios países, Fisher y Jaffe (2002)² sólo pudieron explicar el 50% de la variación en la tasa de propiedad entre países. Entre sus conclusiones, curiosamente, señala que la propiedad de casas estaba correlacionada negativamente con el PBI per cápita. Por otro lado, un estudio de Moody's indica algunas variables usadas en su modelo³.

DETERMINANTES

Sin el propósito de hacer una lista exhaustiva, presentamos unas variables que pueden incidir en el precio de las casas:

Institucionalidad

Como los procesos de construcción de viviendas y su posterior venta no son inmediatos, las empresas necesitan que el entorno económico proporcione el respaldo necesario para saber que se podrá cumplir con todo el proceso y obtener utilidades. De existir las condiciones adecuadas, se puede esperar que exista una adecuada oferta a distintos precios que beneficiaría a la población.

• **Reconocimiento de la propiedad.**- En algunos países, el registro de las propiedades es ineficiente, sujeto a estafas y regulaciones que no protegen a los dueños. En este contexto, no existe incentivo para poseer inmuebles. Adicionalmente, los gobiernos de tendencia socialista, tienden a socavar la institucionalidad de la propiedad. En este marco, aun cuando la demanda por el uso de los inmuebles persiste, la demanda por la compra de inmuebles no es elevada. En estos casos, el valor de las tierras y los inmuebles puede llegar a ser ínfimo o inexistente.

• **La liberalización de los alquileres.**- Existen gobiernos que tratan de controlar los niveles de los alquileres con el fin de beneficiar a las personas que los arriendan. Sin embargo, esto disminuye

la inversión en el sector. Lo mismo sucede en los casos que se dan altas tasas de impuestos.

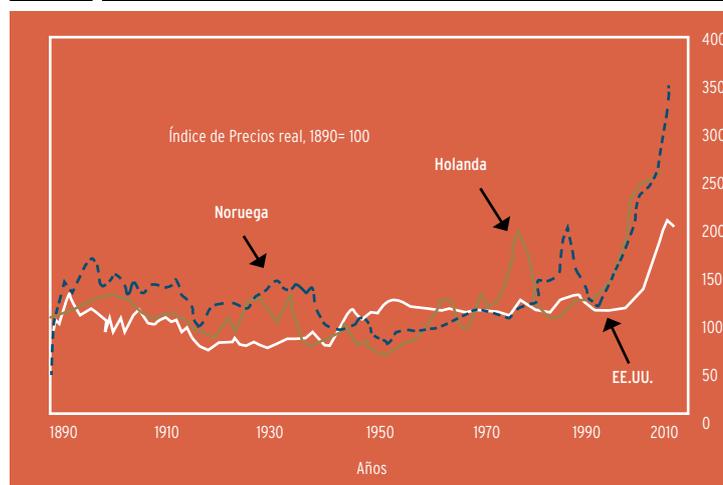
• **Acceso a invasiones o terrenos regalados por el gobierno.**- En nuestro país, la permisividad, y luego institucionalización de las invasiones, a través del otorgamiento de los servicios básicos como luz, agua y desagüe, generó un aumento de la auto construcción, que luego encontró dificultades para transar, heredar, etc. hasta no regularizar la propiedad.

• **Zonificación.**- Existen ciudades que tienen una reducida zonificación para la habilitación de nuevos proyectos urbanos, y/o limitaciones en la capacidad de construcción de viviendas multifamiliares. Esto incide en un aumento en el precio de las casas al encarecer los terrenos hábiles para construir y dificultar un aumento en la oferta.

Condiciones económicas

• **Nivel de ingresos de los habitantes.**- En períodos de auge económico, suben los salarios y se acrecienta el nivel de bienestar, generando un aumento en el nivel de confianza que incide en un mayor endeudamiento a largo plazo. A esto contribuye tanto el comportamiento de las empresas financieras, que relajan las condiciones para acceder a los créditos, como el comportamiento de las personas, que aumenta la demanda por estos créditos. De forma inversa, cuando la economía de un país entra en recesión, disminuyen el nivel de salarios, el empleo y la confianza de la población lo que lleva normalmente a una disminución de la demanda de bienes inmuebles.

GRÁFICO 1 ■ Índices de precios de casas deflatados por los precios del consumidor, con base 1890=100, Holanda, Noruega y Estados Unidos



¹ "Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership" de Robert J. Shiller (2007).

² "Determinants of International Home Ownership Rates" de Lynn M. Fisher y Austin J. Jaffe.

³ "The Moody's Analytics Case-Shiller, Home Price Index Forecast Methodology".

• **Porcentaje de gasto gubernamental sobre PBI.-**

La demanda aumenta si el bienestar de la población no descansa en el apoyo gubernamental y viceversa. En especial, la importancia que asigna el gobierno a proveer casas en propiedad o arrendamiento a la población. Así, mientras mayores sean los servicios que proporciona el gobierno, menor es la demanda de la población por los servicios inmobiliarios del sector privado.

• **Inflación.-** Un proceso inflacionario puede generar una demanda de bienes inmuebles como protección contra la pérdida de valor de otros instrumentos financieros, dadas las adecuadas condiciones de reconocimiento de la propiedad e institucionalidad.

Condiciones financieras

• **Profundidad financiera.-** Dado que la compra de un inmueble constituye una importante decisión financiera para las familias, esta se facilita si la mayor parte de la población tiene acceso al crédito, si los plazos y tasas son razonables, si la cuota inicial es asequible, y en general, si las condiciones son más o menos accesibles. Esto es, la demanda de casas aumenta (disminuye) en función a la mayor (menor) cobertura de los servicios financieros en la población. Esta preocupación generó una corriente para establecer entidades financieras que otorgaran créditos hipotecarios accesibles a la población, con distintos grados de éxito en diversos países.

Condiciones demográficas

• **Composición por edad.-** Una mayor proporción de personas entre 18 a 49 años genera una mayor demanda por casa usada como residencia. Un porcentaje mayor de personas entre 50 a 64 años genera un aumento en la demanda por segundas casas, esto es, casas de vacaciones.

• **Población joven.-** Cuando la población es creciente y mayoritariamente joven, se genera una mayor demanda por el uso de los inmuebles, para albergar a los jóvenes y/o a las nuevas familias que se van formando.

• **Migraciones.-** De ser importantes, podrían afectar la demanda de casas. Por efecto de modas, facilidad y/o costos de medios de transporte, temor de guerras o daños al medio ambiente, acceso a empleo en la zona y otros, los usos y costumbres pueden variar. Esto modifica la demanda de casas de algunas áreas, perjudicando a algunas y favoreciendo a otras. Con la creciente integración mundial, esto podría incidir incluso en cambios en la propiedad entre países.

Condiciones físicas

• **Costo de mantenimiento.-** Los materiales y las

formas de construir varían de acuerdo a las localidades. Esto afecta el costo de construcción y/o de mantenimiento. En algunas zonas, los costos de mantenimiento son mayores que en otras. Este factor también podría afectar la demanda de casas, en relación con los costos de arrendamiento, así como los usos y costumbres sobre quién es el responsable por el costo de obsolescencia de los inmuebles, el propietario o el arrendatario.

Las variables reseñadas con anterioridad justifican la posibilidad de una apreciación sostenida a largo plazo en el precio de los inmuebles, cuando cambian las condiciones preexistentes. Así, si el nivel de endeudamiento de las personas es bajo respecto a sus ingresos por el poco acceso al crédito, un aumento del nivel de endeudamiento puede aumentar los precios de forma sostenida, de la misma forma en que una mayor y mejor institucionalización favorece la inversión en activos. En tanto que el aumento del empleo favorece la demanda, en especial si es sostenido.

Por consiguiente, como podemos deducir de los factores enumerados anteriormente, en un entorno de fuerte crecimiento económico y/o de un acelerado proceso de institucionalización, es posible que los precios de los inmuebles y/o de otros activos aumenten sostenidamente por un largo tiempo, cuando se genera un entorno seguro que favorece la inversión.

¿Hasta dónde se justifica un aumento de precios sostenido y cuando empiezan las burbujas? Aún existen pocas personas que pueden determinar la existencia de una burbuja antes de que esta reviente. Uno de ellos es el reciente ganador del premio Nobel de Economía Robert J. Shiller.

BURBUJAS

Existen instancias en que el proceso de aumento de los precios sobrepasa los fundamentos del alza, generando burbujas que tarde o temprano habrán de reventar, siendo más nocivas en tanto mayores sean.

Shiller estudió la determinación de los precios de los activos (en especial inmuebles, acciones, bonos) y la aparición de burbujas, señalando con prelación la vigencia de las burbujas en EE.UU., de las acciones en 2000, e inmobiliaria en 2005.

Con respecto al precio de las casas, Shiller⁴ indicó que el aumento de los precios de las casas no puede superar la inflación en el largo plazo, excepto en los casos de restricciones en la zonificación, ya que los precios de las viviendas tienden a converger hacia los costos de construcción más una utilidad normal⁵ (ver Gráfico 2).

Posteriormente, Shiller relacionó también el nivel de los alquileres. Consideró que la observación de un continuo incremento de precios puede producir

⁴ En CNBC, "How to Profit from the Real Estate Boom" (2005).

⁵ Grebler, Blank y Winnick (1956).

GRÁFICO 2 ■ Índice de precios de las casas ajustados por Inflación, Población, Costos de Construcción y Rendimiento de los Bonos (1890-2005)



en la población la expectativa de aumentos futuros, que se perpetúa a sí misma por un tiempo hasta que los precios ya no suben, luego de lo cual, el proceso se revierte produciendo la explosión de la burbuja. Shiller denominó este proceso *Irrational Exuberance* (2000, 2005) o exuberancia irracional, señalando que los mercados no siempre son eficientes.

Por otro lado, Shiller comenta que alquilar en lugar de comprar, permite que las familias diversifiquen sus inversiones. Claro, asumiendo un entorno institucional, mercado y regulaciones adecuados.

Shiller indica que el pico de las inversiones en la construcción de casas se relaciona con las recesiones que ocurren después, en tanto que el fin de las recesiones está marcado por aumentos en las inversiones inmobiliarias.

Ante la posibilidad de burbujas y sus nocivas consecuencias, Shiller y Akerlof⁶ aconsejan un mayor rol del Estado en los mercados financieros por la existencia de lo que ellos denominan “factor humano”. Desde el prefacio a la edición de 2005 de “*Irrational Exuberance*”, señala que el tópico del libro es acerca de los mercados especulativos, la vulnerabilidad humana a cometer errores y las inestabilidades del sistema capitalista.

Como indicadores importantes que relacionan el nivel de precios con otras variables para determinar si los precios son sostenibles, entre otros, se está usando la relación de precios promedio sobre el ingreso disponible, la relación de alquileres sobre precios; así como el nivel de endeudamiento de las familias respecto a sus ingresos disponibles.

En caso de que la economía sufra choques externos adversos, la composición de los créditos podría afectar la solidez de las instituciones financieras,

de constituir una parte importante de sus créditos. En tanto que los créditos con mayor probabilidad de repago, aun en casos en que los precios de las propiedades bajen, son aquellos que tienen una mayor proporción de repago, menor porcentaje de crédito concedido respecto al valor del predio y casa ocupada por propietarios, entre otros.

Indicadores útiles

Los indicadores usuales para evaluar las condiciones de los mercados inmobiliarios son el precio de las casas respecto a los ingresos de las familias o respecto a la renta que genera. Estos ratios son publicados usualmente en *The Economist* y en el *OECD Economic Outlook*.

El indicador de precio respecto a los ingresos es una medida de la facilidad o dificultad con que una familia podría acceder a la propiedad de una casa. El precio de las casas no puede desviarse indefinidamente del crecimiento de los ingresos de las familias que son potenciales compradoras. Así, si los precios de las casas suben más que los ingresos, se dificulta el acceso de las familias y disminuye la demanda.

Por otro lado, el indicador de precio de las casas respecto a los alquileres incide en la demanda de éstas por parte de los inversionistas, así como en la decisión de uso o renta por parte de los propietarios.

Sin embargo, en casos de cambios estructurales, el nivel de los ratios puede cambiar respecto a su tendencia de largo plazo. Por lo tanto, aunque los ratios deberían tender al promedio en el largo plazo, se pueden presentar distorsiones debido a los otros factores no incluidos en el ratio, especialmente, cambios estructurales.

⁶ “Animal Spirits” George Akerlof y Robert Shiller (2009).

Cabe indicar que cuando la propiedad de las casas permanece inaccesible para la población, se pueden generar problemas sociales, se agudizan los desequilibrios de ingresos y se pueden afectar los mercados laborales al limitar la movilidad de las personas, etc. Ante la variación en el precio de las casas y de los alquileres, se han elaborado relaciones que indican cuándo conviene comprar una casa y cuándo, arrendar.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), en su informe de 2005⁷ señala que el precio de equilibrio es aquel en el cual el costo esperado de mantener una casa es igual a la renta que se obtiene. En el costo de un inmueble incluyen:

el efecto de la tasa de interés hipotecaria después de impuestos, como *proxy* del costo de oportunidad del dueño; la tasa de impuestos a los inmuebles; la tasa de depreciación, mantenimiento y el premio de riesgo de mantener una propiedad; y las ganancias o pérdidas de capital esperadas.

Precio / alquiler

- a) Dividiendo el precio⁸ de una casa sobre el ingreso⁹ promedio anual obtenido de los alquileres se obtiene la relación precio a alquiler. Esto es, el costo de tener una casa dividido entre el ingreso mensual de alquiler multiplicado por los 12 meses del año. Así, Trulia¹⁰ señala los siguientes niveles para tomar una decisión:
 - Precio a alquiler de 1 a 15
Es mucho mejor comprar que alquilar
 - Precio a alquiler de 16 a 20

- Normalmente es mejor alquilar
- Precio a alquiler de 21 o más
Es mucho mejor alquilar que comprar
- b) La inversa del ratio anterior es el rendimiento de los alquileres como porcentaje del precio para lo cual según *globalpropertyguide*¹¹ obtenemos los siguientes niveles:
 - Menor a 5, mejor alquilar.
 - Mayor a 6, mejor comprar.
- c) El ratio de precio a ingreso es una medida de cuán accesible es la propiedad de una casa en una determinada área. Generalmente, se usa la mediana de los precios de las casas y la mediana de los ingresos disponibles de las familias expresadas como porcentaje o como años de ingreso.
- d) En el caso de una inversión, nos interesa saber en cuanto tiempo la recuperaremos y como está esta relación con respecto a otros países. Así, podemos obtener la relación de cuantos años de alquiler se necesitan para recuperar el costo de la propiedad.

CONCLUSIONES

Es muy difícil determinar *a priori* la existencia de una burbuja inmobiliaria, o cualquier burbuja en general, pero no imposible, como prueba Shiller (2007) para el caso de EE.UU. El alza sostenida en los precios de los inmuebles (activos) se puede originar de un cambio estructural que valide el nuevo nivel de precios alcanzado o puede ser solamente un evento temporal que luego se revertirá. En todo caso, la confirmación se producirá sólo luego de producido el evento.

ANEXO 1 ■ Mayores ciudades del mundo ¹²						
Rango	País	Ciudad	Población Estimada	Año	Área Km ²	Densidad
1	Japón	Tokio_Yokohama	37 239 000	2013	8 547	4 400
2	Indonesia	Jakarta	26 746 000	2013	2 784	9 600
3	Corea del Sur	Seúl	22 868 000	2013	2 163	10 600
4	India	Delhi, DL-HR-UP	22 826 000	2013	1 943	11 800
5	China	Shangai	21 766 000	2013	3 497	6 200
6	Filipinas	Manila	21 241 000	2013	1 437	14 800
7	Pakistán	Karachi	20 877 000	2013	803	26 000
8	Estados Unidos	Nueva York, NY-NJ-CT	20 673 000	2013	11 642	1 800
9	Brasil	Sao Paulo	20 568 000	2013	3 173	6 500
10	Méjico	Ciudad de Méjico	20 032 000	2013	2 046	9 800
.....						
21	Argentina	Buenos Aires	13 776 000	2013	2 642	5 200
.....						
26	Brasil	Río de Janeiro	11 616 000	2013	2 020	5 700
...						
29	Reino Unido	Londres	9 576 000	2013	1 623	5 900
30	Perú	Lima	9 400 000	2013	648	14 500
.....						

⁷ <http://www.oecd.org/eco/outlook/35756053.pdf>
⁸ El precio de una casa incluye todos los costos, como por ejemplo, el costo de una hipoteca (principal, intereses, seguros y otros), los impuestos sobre la propiedad, el costo de seguros, el costo de transacciones (venta), costo de mantenimiento en lo que sea aplicable. A esto hay que descontar los posibles beneficios tributarios.
⁹ A la renta hay que deducirle los impuestos y el costo de los seguros.
¹⁰ www.trulia.com
¹¹ <http://www.globalpropertyguide.com/investment-rating#investment-rating>
¹² Datos tomados de <http://www.demographia.com/db-worldua.pdf>