

Por [CINVE](#)

Luego del significativo ajuste que registraron los precios en el mercado inmobiliario como consecuencia de la crisis de 2002 y 2003, en los últimos años, la recuperación económica y el proceso de convergencia del tipo de cambio real a su nivel de equilibrio han determinado una fuerte recuperación tanto en los precios de compraventa como en los alquileres. Entre enero de 2005 y febrero de 2010 (último dato publicado por el Instituto Nacional de Estadística) los precios de los nuevos contratos de alquiler de propiedades horizontales crecieron 50% y 165% medidos en pesos contantes y en dólares, respectivamente. Por su parte, en ese período, los precios promedio de compraventa de inmuebles en propiedad horizontal han crecido 73% medidos en dólares.

Estas tendencias y la importancia del costo del alquiler en el presupuesto de las familias ha sido motivo de comentarios diversos tanto nivel de analistas como a nivel político. Se han manejado hipótesis relativas a que la presencia de “burbujas especulativas” en el mercado inmobiliario, proceso similar al observado en Estados Unidos previo al estallido de la crisis, podría ser la causa de la comentada dinámica de los precios.

En términos generales, las dinámicas de burbuja, se observan cuando las expectativas del mercado sobre los precios futuros constituyen el principal determinante de su propia evolución. Por alguna razón, los agentes esperan que el precio aumente por lo que “se apuran” a comprar aumentando la demanda y presionando los precios al alza. Cuando las expectativas se revierten, la dinámica de los precios también lo hace.

En este sentido, se ha argumentado que la evolución reciente de los precios de los alquileres y de compraventa de inmuebles no está asociada a la de sus fundamentos, sino que responde a distorsiones del mercado que deberán corregirse en el corto plazo.

### **¿Hay una burbuja especulativa en el mercado inmobiliario?**

Una primera aproximación al estudio de las burbujas especulativas puede realizarse mediante la comparación de los precios de mercado y los precios de equilibrio, determinados por la

posición de sus fundamentos. Evidencia a favor de la presencia de burbujas se encontraría solo en el caso de que los precios de mercado se ubiquen significativamente por encima de lo que sugieren sus fundamentos. Este desequilibrio sería una condición necesaria para la existencia de una burbuja.

Como lo establecen Carlomagno y Fernández (2007), existe 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 del país medido en dólares y la tasa de interés internacional (representada por la que pagan los bonos a diez años emitidos por el gobierno de Estados Unidos). Dicha relación de equilibrio implica que el precio de los inmuebles está determinado en el largo plazo, por una tendencia local (los salarios) y una internacional (la tasa de interés). Mayores niveles salariales determinan un mayor poder de compra de las familias y por tanto presionan al alza el precio de los inmuebles. Por su parte, menores tasas de interés implicarían, a priori, mayores niveles de liquidez internacional lo que presiona al alza el precio de los inmuebles.

La actualización del modelo propuesto por dichos autores en base a los nuevos datos arrojó los resultados que se presentan en el gráfico 1.

### **Gráfico 1. Desvíos trimestrales del precio promedio de los inmuebles respecto de su nivel equilibrio (en %)**



Fuente: Estimaciones propias en base a Carlomagno, Fernandez (2007).

El principal resultado de estas estimaciones refiere a que, con datos al cuarto trimestre de 2009, el precio promedio de los inmuebles en propiedad horizontal en Montevideo estaría alineado a sus fundamentos de largo plazo. Como se observa en el gráfico, ello se deriva de que el desvío respecto del equilibrio se encuentra muy próximo a cero. Por tanto, los

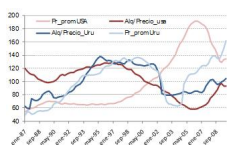
argumentos a favor de la existencia de una “burbuja especulativa” en el mercado inmobiliario de nuestro país no estarían justificados.

En efecto, el fuerte aumento de los precios de compraventa medidos en dólares ha estado alineado con el proceso de inflación en dólares general registrado en nuestra economía en los últimos años. De hecho, cuando se miden los precios en pesos de los inmuebles con el promedio de los bienes de consumo se observa que entre inicios de 2005 y fines de 2009 el precio real de los inmuebles creció menos de 1%.

Por otra parte, la evolución comparada de los precios de compraventa y de alquileres agrega más evidencia sobre la no existencia de una burbuja en el precio de los inmuebles. El gráfico 2 describe la evolución del precio promedio en dólares de compraventa y del ratio entre el precio promedio de los alquileres y el precio promedio de las compraventas para Uruguay y Estados Unidos .

Como allí se observa, durante el período de gestación de la burbuja en Estados Unidos, mientras los precios crecían a tasas muy elevadas, el ratio alquiler/precio mostraba una tendencia opuesta, indicando que los alquileres crecían a un ritmo mucho más moderado. Como se observa en el gráfico la divergencia entre precios de compraventa y alquileres en Estados Unidos se observó durante más de diez años. A pesar del encarecimiento relativo de la compra respecto del alquiler, el “apetito” por comprar se sostenía en base a las expectativas del precio futuro.

**Gráfico 2. Precios de inmuebles y ratios alquiler/precio. Uruguay y EEUU (componentes de tendencia ciclo, prom 1986-2009=100)**



Fuente: Elaborado en base a S&P, BLS e INE.

Si bien la falta de un mercado de créditos hipotecarios desarrollado vuelve difícil la comparación de nuestro mercado inmobiliario con el norteamericano, el gráfico 2 permite realizar algunas observaciones generales. En efecto, en nuestro país, al contrario de lo ocurrido en la economía norteamericana, el fuerte crecimiento del precio en dólares de los inmuebles es acompañado por un aumento significativo del ratio precio de alquileres/precio de compraventas. El hecho de que el precio de los alquileres esté creciendo incluso por encima del de compraventa, constituye otro indicador en contra de la existencia de una burbuja en el mercado inmobiliario. Si existiera tal burbuja, a pesar de la dificultad en el acceso al crédito, la presión sobre el mercado de compraventa debería ser mayor a la del mercado de alquileres, lo que debería reflejarse en los precios relativos de ambos mercados.

En suma, no parecen observarse indicadores que permitan sostener la presencia de una burbuja especulativa en el mercado inmobiliario. No obstante, cabe preguntarse si la posición actual de los fundamentos es sostenible en el largo plazo o si, por el contrario, cabe esperar correcciones importantes. En la medida que se esperen correcciones significativas a la baja de los salarios en dólares o al alza de las tasas de interés internacionales, también debería esperarse una corrección a la baja del precio en dólares de los bienes inmuebles.

Como ha sido analizado en diversas ediciones de este informe, si la recuperación de la economía norteamericana se profundiza, es dable esperar un incremento de su tasa de interés de referencia en los próximos meses, lo que se traduciría en presiones a la baja sobre las monedas de países emergentes. El aumento de tasas internacionales debilitaría las actuales presiones a la apreciación del peso uruguayo y al incremento de los salarios en dólares. Por ende, se debilitarían las presiones sobre el precio los inmuebles.

Sin embargo, en la medida que las correcciones esperadas de las tasas de interés no resultan muy significativas, y que tampoco se esperan reducciones importantes del nivel de precios en dólares para el corto plazo, tampoco es dable esperar ajustes significativos del precio de los inmuebles derivados de correcciones en estas variables.

### **El mercado de alquileres; ¿están sobrevaluados los precios?**

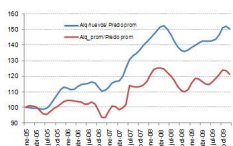
El precio de los alquileres debería reflejar, en alguna medida, el valor del inmueble. En efecto, el costo de ser propietario, que incluye el costo de oportunidad de mantener inmovilizado el

capital invertido en el inmueble y los costos diferenciales entre ser inquilino y propietario, debería tender a igualarse con el ingreso que podría obtenerse por el alquiler de dicho inmueble. En otras palabras, el valor presente neto del flujo de fondos futuros derivado del alquiler debería expresar el precio del inmueble. Si ello no ocurriera, se generarían incentivos a comprar o vender, lo que tendería a restablecer el “equilibrio”.

Si bien la existencia de “fallas de mercado”, como la falta de acceso a créditos hipotecarios, podría operar como una traba a que dicho equilibrio se alcance, el argumento anterior continúa siendo válido para analizar las evoluciones relativas de los precios de alquileres y compraventas. Independientemente de la existencia de fallas de mercado, la evolución de los precios de alquileres y compraventas debería tender a igualarse, por lo que el ratio precio de alquileres/precio de compraventa no debería mostrar una tendencia (ni creciente ni de creciente) en el largo plazo.

Como se indicó antes, en los últimos años el precio de los alquileres ha mostrado una evolución mucho más dinámica que el de compraventa. Esta divergencia se vuelve más significativa cuando se consideran solamente los nuevos contratos de alquiler, cuyos precios reflejan la “verdadera” situación del mercado.

### Gráfico 3. Ratio Precio de alquileres/ Precio de compraventas (componente de tendencia ciclo, índice base ene-05=100)



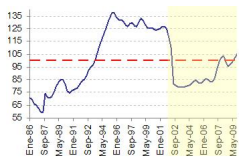
Fuente: Elaborado en base a INE.

Como se observa en el gráfico 3, desde principios de 2005 hasta principios de 2010 el promedio de los alquileres creció 20% más que los precios de los inmuebles, en tanto que los alquileres nuevos mostraron una evolución 50% superior a la de los precios de compraventa.

La actual, se trata entonces de una situación insostenible en el largo plazo, los alquileres no pueden crecer por encima del valor de los inmuebles en forma permanente. ¿Qué explica esta dinámica? ¿Por qué el mercado no resuelve este aparente desequilibrio?

En el gráfico 4 se reproduce la evolución relativa del precio de los alquileres promedio respecto del precio de compraventa incluida en el 3 pero, en este caso, se considera un período de 25 años y se presenta como un índice con base en el valor promedio de dicho período.

**Gráfico 4. Ratio precio promedio de alquileres/ precio de compraventa (componente de tendencia-ciclo, índice base prom. 1986-2009=100)**



Fuente: Elaborado en base a INE.

Como allí se observa, el mayor crecimiento del precio de los alquileres responde a un proceso de convergencia al “equilibrio”. Durante la crisis de 2002 y 2003, la caída de los alquileres había sido significativamente superior a la de los valores de los inmuebles, lo que había ubicado a los alquileres “demasiado baratos” en relación a los precios de compraventa.

Actualmente, la relación entre alquileres y valor de los inmuebles parece ubicarse muy próxima a equilibrio, por lo que si la dinámica actual se mantuviese en los próximos meses se ingresaría en una zona de desequilibrio “a favor” de los propietarios, o quienes tienen acceso fluido al crédito.

En los períodos de fuerte dinamismo económico, como el actual o el de la década de los 90´, el

crecimiento de los salarios reales y del ingreso de los hogares genera aumentos de la demanda por vivienda. Dado que la posibilidad de comprar una vivienda depende además del stock de ahorro acumulado, las familias que no cuentan con el ahorro suficiente y/o no tienen acceso al crédito, no pueden acceder al mercado de compraventa. De esta forma, en los períodos de crecimiento económico buena parte del incremento de la demanda por vivienda se canaliza a través del mercado de alquileres, presionando el precio al alza.

Dado que el ajuste necesario entre alquiler y precio de compraventa ya se habría procesado, sería deseable evitar que las presiones del mercado generen crecimientos “desmedidos” del precio de los alquileres. Para ello serán fundamentales las políticas públicas que faciliten el acceso a la vivienda a las familias que alcanzan las condiciones no pueden ser “sujetos de crédito”, así como las tendientes a facilitar las condiciones necesarias para el desarrollo de un mercado de créditos hipotecarios mucho más generalizado y profundo que el actual. La falta de medidas en este sentido implicará un proceso similar al de la década del 90´, cuando las presiones de demanda se canalizaron fundamentalmente vía el mercado de alquileres generando aumentos de precios “excesivos” en dicho mercado (ver gráfico 4)