

¿A QUÉ PRECIO RESURGIRÍA LA DEMANDA GENUINA EN EL MERCADO INMOBILIARIO?

Juan José Cruces, Profesor de la Escuela de Negocios, Universidad Torcuato Di Tella.

Una versión anterior de esta nota fue publicada en el especial de Real Estate de la revista Apertura de mayo de 2014.

En 2013 el Registro de la Propiedad Inmueble inscribió 60.000 escrituras de compraventa de inmuebles en la CABA, un 36% menos que en 2011, un número inferior a las 80.000 de 2001, a las 72.000 de 1989, y la menor cantidad de los últimos 40 años. El interés por construir nuevas viviendas anduvo parecido: en 2013 se permisaron 0,6 millones de metros cuadrados (m²), una cifra muy inferior al promedio anual de los 10 años previos que fue de 1,7 millones. El sector enfrenta una brutal recesión; ¿cómo podría reactivarse?

La respuesta es tan simple como antipática: bajando los precios. Las recesiones son períodos en que algún cambio en el entorno hizo que los precios viejos quedasen demasiado altos para las nuevas circunstancias. Cuanto antes los precios se ajusten a la disposición a pagar de los demandantes, más rápido los desarrolladores podrán vender sus unidades, restableciendo así el dinamismo del sector.

¿Son caros los inmuebles en Buenos Aires?

Desde 2002 los argentinos con capacidad de ahorro se han refugiado casi exclusivamente en inmuebles, un bien cuyo derecho de propiedad ha sido honrado desde 1976, a diferencia de lo sucedido con depósitos a plazo fijo, bonos y acciones. Con la ayuda de las bajas tasas de interés internacionales, los precios en dólares llegaron a ser muy altos, tanto en términos absolutos como relativos, triplicando en 2012 los valores de la Convertibilidad.

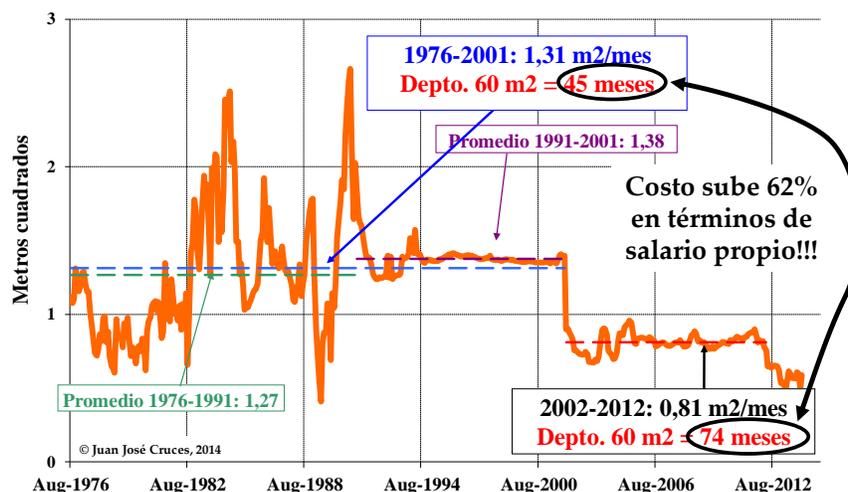
La consultora Reporte Inmobiliario (RI) computa anualmente la renta por alquiler de un departamento testigo en Barrio Norte suponiendo que el inversor vende a los 10 años sin ganancia ni pérdida de capital. La tasa interna de retorno de ese flujo se ha estabilizado en valores entre el 2% y el 3% anual. Estos son rendimientos muy similares a los de un bono a 10 años del Tesoro estadounidense, el mejor deudor del planeta. Una tasa de descuento tan baja conlleva un precio muy alto. No hay ningún otro activo situado en nuestro país cuyo flujo de fondos sea descontado a una tasa tan baja.

Un departamento en Buenos Aires vale unos 36 años de alquileres netos, mientras que las principales empresas argentinas valen entre 5 y 12 años de utilidades. Para comparación, las principales empresas del mundo, o sea las que tienen las patentes más valiosas, la mejor logística y acceso al financiamiento, y también el mejor management, valen unos 22 años de utilidades. ¿Qué tendrán nuestros departamentos para valer tanto?

Los inmuebles también han subido mucho más que los salarios. Como muestra el gráfico, un depto. de 60 m² a estrenar costaba 45 meses de sueldo de un joven profesional en el promedio 1976-2001, mientras que desde entonces cuesta 74 meses, o sea 62% más.

Nuestros jóvenes no pueden comprar las viviendas que compraron sus padres hace 40 años, aun cuando tienen más calificaciones laborales que aquellos. De hecho, prácticamente todos los jóvenes que compran vivienda hoy en día lo hacen con ayuda familiar, ya que no podrían solamente con el ahorro de su propio trabajo, como lo hacíamos antaño.

¿CUÁNTOS M2 COMPRA UN JOVEN PROFESIONAL CON UN MES DE TRABAJO?



¿Por qué subieron tanto?

Como explica el premio Nobel de Economía 2013 Robert Shiller en su libro *Exuberancia Irracional*, cuando los precios de los bienes de capital están subiendo, a menudo ocurre naturalmente un mecanismo de amplificación similar a un juego Ponzi. Ello resulta de la combinación de la codicia humana con la desinformación de algunos inversores, sin requerir necesariamente que medie mala fe de nadie. La evidencia de que los inversores que participaron primero pudieron vender a un precio superior al que compraron hace de señuelo para que nuevos inversores entren al mercado con el afán de reproducir las ganancias de sus antecesores. La espiral se sostiene mientras nuevas legiones de inversores ingresen al mercado dispuestas a comprar a los precios de venta que solicitan quienes compraron más temprano. El problema emerge cuando algo súbito perturba el (mal informado) consenso tácito de que el mecanismo seguirá amplificándose hasta el infinito. Creo que muchos inversores de nuestro medio confundieron la indudable seguridad jurídica de los inmuebles con la seguridad de que sus precios siempre subirían. El cepo cambiario perturbó aquel viejo equilibrio e hizo tomar conciencia al mercado acerca de la dudosa razonabilidad del mismo. Eso es lo que muestran las cifras de caída de actividad al inicio de esta nota, las cuales sugieren que los compradores dejaron de querer convalidar los altos precios alcanzados.

El sueño de la vivienda propia

Haremos dos estimaciones del precio al cual podría resurgir la demanda por inmuebles. La primera involucra a los que la quieren para vivir. ¿Cuánto sería el precio del m² en los próximos años que equipare el poder adquisitivo histórico del salario en términos de m²? En el promedio 1976-2001 un mes de sueldo de un joven profesional compraba 1,31 m² de depto. a estrenar en el corredor norte de la ciudad. Si pensamos en un salario mensual de bolsillo de 2.000 dólares libres (un 30% superior al actual), tenemos un precio de 1.528 US\$/m². A este ratio, los jóvenes argentinos podían acceder a la vivienda propia con esfuerzo y perseverancia. Es natural pensar que sucedería lo mismo si los precios convergieran en dicha dirección.

Mi fondo jubilatorio personal

¿Qué precio podrían pagar los inversores si pretenden rendimientos similares a opciones de riesgo comparable? Pensemos en un futuro gobierno que recree un clima de negocios más amigable hacia el capital privado y busque inversiones para que la economía siga creciendo en infraestructura, energía, etc. Estos proyectos competirán con los inmuebles para atraer capital.

¿Cuál debería ser el precio de los deptos. para que la renta anual esperable para los próximos años equivalga al retorno de los bonos estadounidenses más un 3%, algo así como 5,7% anual en dólares que es el actual rendimiento de los bonos de Brasil?

Según RI, actualmente la renta neta por alquiler es de 2,01%, lo que para un precio de 2.625 US\$/m² a estrenar equivale a 53 US\$/m² al año. Al igual que en el caso anterior, supongamos una apreciación cambiaria de 30% para los próximos años tal que la renta anual sea unos 69 US\$/m². Un precio de 1.203 US\$/m² haría que tal renta fuese el 5,7% del precio.

Este rendimiento sobre nuestros bonos soberanos implicaría haber alcanzado una calidad crediticia de grado de inversión, lo cual parece un pre-requisito razonable para que los inversores consideren a tales bonos de calidad comparable a los inmuebles. Si usásemos rendimientos más altos de los bonos (como los actuales) nos daría precios aún inferiores, pero ello no me parece razonable. Vale notar que estos números guardan cierta concordancia con las estimaciones basadas en otra metodología publicadas por Ergasto Riva y Adolfo Sturzenegger en *Ámbito Financiero* el 2-Sep-2013 y son también concordantes con lo publicado por Fernando Navajas en el mismo medio el 20-Nov-2012.

Conclusión

En la recuperación post-2002, los inmuebles han sido el vehículo de inversión preferido de los sectores con capacidad de ahorro. Los precios han subido como si los departamentos fuesen promesas de pagos fijos del mejor deudor del planeta. A esos precios, hay muy baja actividad en el sector. Esta nota sugiere que a un precio de entre 1.200 y 1.500 US\$/m² resurgiría la demanda genuina que motorizó a este mercado entre 1976 y 2001, lo cual implicaba niveles de actividad del sector muy superiores a los de 2013.