

PRECIOS DE MERCADO: SU SENSIBILIDAD SEGUN LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO EN EL TIEMPO

FERNANDO RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ DE ACUÑA
DOCTOR EN CIENCIAS ECONÓMICAS Y DERECHO



Los valores de tasación del sector inmobiliario deben sustentarse en estudios de mercado, perfectamente depurados y razonados, según el comportamiento del mercado, en sus diferentes productos. (Madrid Sur. Oleo de Antonio López.)

ES conocido por todos que el valor de un bien está determinado por el precio que está dispuesto a pagar el mercado. Por lo tanto, los valores de tasación del sector inmobiliario deben sustentarse en estudios de mercado, perfectamente depurados y razonados, según el comportamiento del mercado,

en sus diferentes productos.

No obstante, los valores que hemos definido correctamente para un bien, en un momento determinado, por la evolución del mercado en el tiempo pueden fluctuar. Ello, de cara a una transacción para el mercado hipotecario o para una valoración estatal, puede dar origen, si la fluctuación es nega-

tiva a una falta de cobertura de riesgo o bien a una falta de equidad en el momento de girar el impuesto.

El presente artículo constituye un esquema de estudio que se ha elaborado sobre el comportamiento del mercado en doce países y en varios estudios realizados por el Banco Mundial.

Estas líneas se ceñirán, pues, a dar una somera idea del comportamiento del mercado inmobiliario en el tiempo.

Los precios de los bienes en el mercado inmobiliario en el tiempo tienen un comportamiento ascendente, más dinámico que el índice de precios al consumo. En otras palabras, si ajustamos una serie histórica de precios, de bienes homogéneos de un mismo mercado, a una renta de regresión, y hacemos lo mismo en el índice de precios al consumo, observamos que la inclinación de la primera recta es más acusada que la de la segunda (Gráfico 1).

Si se analiza la relación que existe entre dos funciones, puede observarse que los precios de los bienes inmuebles tienen un incremento acumulativo medio superior al 50 por 100, del índice de precios al consumo. Las causas de este mayor dinamismo en la evolución de los precios de los bienes inmuebles vienen a estar motivadas porque la edificación constituye una actividad artesanal, donde el componente de mano de obra pesa mucho (más del 50 por 100). Ello es debido a que en todo país en desarrollo o desarrollado, los salarios más bajos evolucionan más rápidamente que los más altos, por lo que el costo de la mano de obra de la construcción tiene un dinamismo superior al índice de precios al consumo, con el siguiente encarecimiento del coste de la edificación.

Obsérvese que cuando en los demás sectores de la economía los salarios suben por encima de los precios, incorporan productividad y, en principio, no presionan el precio del bien por encima del índice general de precios. En la edificación, al ser artesanal y no poder incorporar productividad, la elevación de salarios precisa el coste de la edificación por encima del índice general de precios.

Otro factor muy importante en el incremento del valor de los bienes inmuebles viene a estar protagonizado por el *input-solar*, que no es un bien sustitutivo. En otras palabras, las burbujas de suelo, al ser limitadas y no poder ser sustituidas por otras similares, en cuanto a ubicación, elevan su precio debido a su rareza.

Por lo tanto, el precio de un bien en el tiempo tiene causas más que justi-

ficadas para elevar el valor por encima del índice de precios al consumo.

No obstante, tales afirmaciones constituyen la resultante de un ajuste (recta de regresión) a muy largo plazo, en series de más de 20 años. A plazos más cortos (8/12 años) su comportamiento es errático: es precisamente en este periodo donde se asumen riesgos cuando se toman tasaciones de mercado no actualizadas.

Si nos referimos a la recta de regresión de evolución de los precios de los bienes inmuebles, puede observarse que en torno a la misma, los precios de mercado de los bienes inmuebles se desplazan formando una curva sinusoide, cuya amplitud de tramo oscila entre los ocho y los doce años. Estos periodos de tiempo constituyen lo que se denomina ciclo inmobiliario (Gráfico 2).

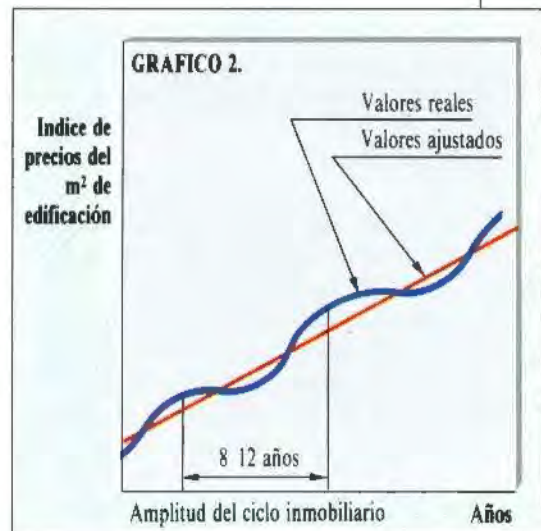
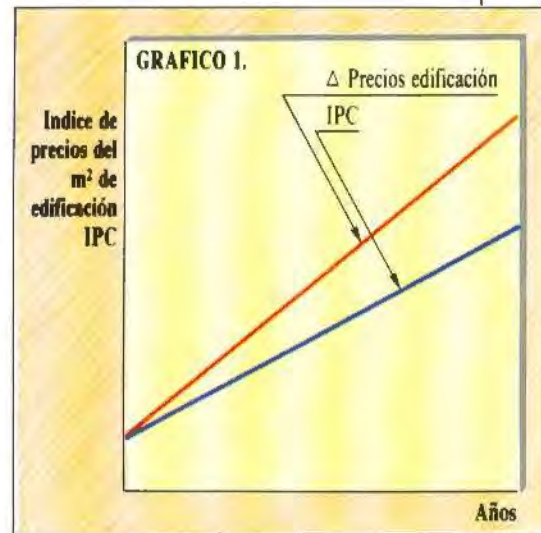
El ciclo inmobiliario tiene un período de alza de precios (aproximadamente la mitad del período) durante el cual los precios de los bienes inmuebles evolucionan más rápidamente que el índice de precios al consumo, y otro período de similar duración, durante el cual los precios evolucionan muy tímidamente (inferior al IPC). Se estabilizan, o bien pueden bajar para ciertos bienes y en ciertos mercados.

Habría que matizar más este comportamiento de los precios. Si analizamos el tramo donde los precios evolucionan más rápidamente que el índice de precios al consumo (tramo A), en este tramo toman aceleración los precios, como consecuencia de haberse deshecho el stock existente de bienes inmobiliarios, y desaceleran su escalada cuando comienza a haber exceso de oferta (tramo B) (Gráfico 3).

Cuando se habla de exceso de oferta, se hace referencia no sólo a términos cuantitativos, sino también a la relación precio-oferta, respecto al nivel adquisitivo de la demanda. Quiere ello decir que, a partir de determinados precios, la demanda se debilita como consecuencia de los precios elevados.

El ritmo ascendente de la curva de precios

Este ritmo ascendente tiene un comportamiento diferente variando su



inclinación según los mercados.

En mercados estrechos, esto es, en países menos desarrollados o su equivalente en municipios en donde no existe suelo disponible, por errores de planeamiento o por imposibilidad física, cuando se produce el tirón de la demanda, los precios suben rápidamente. Luego la inclinación de la curva de precios es muy acusada.

En mercados anchos, esto es, en países desarrollados o su equivalente, en municipios donde existe un buen planeamiento profundo y con buena infraestructura, los precios suben lentamente durante un largo período. Así pues, la inclinación de la curva de precios es más tendida, e intenta según el nivel de desarrollo del país unirse con la recta de regresión (Gráfico 4).

La causa de esta subida está en la escasez del suelo apto para la promoción que, frente a una demanda fuerte, eleva los costos y ahoga la demanda.

Conclusiones

Sobre esta primera parte del análisis podemos sacar las primeras conclusiones, refiriéndonos al tramo de la dinámica de los precios inmobiliarios:

- En municipios con buen planeamiento y buena infraestructura, siempre que no sean regresivos, los precios subirán durante un período largo de una forma mantenida (5/7 años).

- En municipios sin planeamiento y con malas comunicaciones, siempre que no sean regresivos, los precios subirán durante un período corto (3/4 años), pero de forma espectacular.

Y de estas conclusiones podemos sacar una tercera:

- Si la amplitud del ciclo tiene una longitud más o menos definida, si es más corto el período de escalada de precios, para un municipio, será más largo el período de estabilización de precios (de precios moderados o negativos).

Tal afirmación, totalmente contrastable y real, debe de tenerse en cuenta de cara a la valoración o por lo menos tomar precauciones, pues se ensancha la holgura de posible error por la fluctuación de precios.

El tramo de la curva donde los precios se estabilizan o bajan o evolucionan lentamente (tramo B)

Es precisamente en este tramo, que puede tener una duración entre 4 a 7 años, donde se puede incurrir en los mayores riesgos por tomar valores de mercado atrasado, o no prever las futuras fluctuaciones.

En este tramo de la curva, el comportamiento de los diferentes bienes del mercado es diferente, lo que obliga a hacer un análisis más minucioso.

Para dicho análisis, en principio, hay que distinguir entre *activos inmobiliarios finalistas* y *activos inmobiliarios afectados por la producción* y los efectos producidos por la inflación.

- En *activos inmobiliarios finalistas*, esto es, en viviendas para uso propio, siempre que no se encuentre un municipio o zona de población regresiva y se trate de viviendas nuevas o seminuevas, los precios se mantienen o evolucionan tímidamente. Esto es, el tramo de la curva (tramo B) es plano o tiene una ligera pendiente positiva (Gráfico 5).

Este comportamiento del mercado se produce como consecuencia de que, en un municipio no regresivo, la demanda total de viviendas es superior a la demanda solvente de cada momento, período o año. Es decir, que los precios se detienen como consecuencia de no encontrar una demanda real y, cuando los precios se detienen, se detiene la edificación. No obstante, existe una demanda que se genera debido al crecimiento vegetativo de cada año, parte del cual es solvente.

Por otra parte, los salarios evolucionan por encima del índice de precios al consumo, frente a un precio de la vivienda mantenido, provocando que parte de la demanda insolvente para cada año pase a ser solvente.

La resultante de estas dos demandas provoca un mantenimiento de los precios o una tímida subida de los mismos.

- En *municipios con población regresiva*, el comportamiento es muy diferente, ya que al faltarle esa demanda de nueva generación los precios se des-

moronan. Esto es, la inclinación de la curva (tramo B) es descendente (Gráfico 5). Su recuperación y el tiempo dependerá de varios factores, pues, en principio, no ha sido la demanda finalista quien ha elevado los precios, sino la demanda especulativa.

Dependiendo del valor que haya alcanzado la vivienda, del exceso de oferta y de la necesidad de renovación de viviendas, se tardará más o menos. Por regla general se tarda más de la duración de un ciclo (8-12 años) en poder recuperar el valor.

- En *áreas regresivas (pasadas de moda)*. Por lo general, las viviendas de estas áreas suelen ser viviendas usadas, muy antiguas y destartadas. En estas áreas, si nos referimos a la vivienda nueva, que haya tomado el precio apoyándose en los precios de una zona, el valor adquisitivo no suele tener flexibilidad a la baja, aunque puede darse el caso.

No obstante, si observamos el mercado de las viviendas usadas de este área se desmoronan, esto es, sus precios son muy flexibles a la baja. La inclinación del tramo B de la curva se muestra muy negativa. Uno de los más graves problemas que afecta a estas zonas, de cara a su repercusión, es el de que, como consecuencia de esa bajada de precios, la población que demanda estas áreas pertenece a estratos bajos de renta, y son ellos los que la vienen a ocupar.

Esta situación provoca una caída aún mayor del nivel de la zona, con el consiguiente éxodo de los habitantes de siempre, lo que presiona aún más los precios a la baja. Las nuevas características que toma la zona, la hacen más perezosa de cara a la repercusión en un futuro. En estos casos, las actuaciones municipales que se realizan para recuperar estas zonas son escasamente eficaces.

- En *viviendas usadas en general*, en áreas no regresivas, lo primero que tenemos que tratar es qué entendemos por vivienda usada. Como parámetros para su tratamiento tenemos, en principio, la antigüedad y dentro de ésta la comprobación de si esta vivienda contiene los mismos servicios que una vi-

vienda nueva de su misma categoría. No obstante, no sería la antigüedad la que determinara la depreciación, sino su estado de mantenimiento y el servicio que ella dé en relación con una vivienda nueva del mercado.

Dejando aparte las viviendas excesivamente antiguas, que ofertan servicios muy deficientes, en el resto de las viviendas el precio se decantará en relación con la nueva casa, en función del servicio, diseño y estado de conservación. Ello provoca que viviendas sensiblemente más antiguas se pagan más que las más modernas.

En las citadas apreciaciones del comportamiento de la demanda en el mercado, observamos claramente el papel tan importante que tiene el arquitecto en el diseño.

Preferencia de la demanda

En otro orden, habría que mencionar que estas preferencias de la demanda, con relación a unas u otras viviendas usadas, no son homogéneas, tanto entre los diferentes municipios de un país como entre las diferentes zonas o barrios, ni tampoco son homogéneas en el tiempo (cambian los gustos). Ello hace imprevisible, al menos *a priori*, el determinar alguna regla para fijar valores en función de la vivienda nueva y la usada. Hay pues que recurrir siempre al mercado para la valoración de este tipo de vivienda.

Comportamiento del tipo de vivienda nueva o seminueva

Si nos referimos al comportamiento de esta vivienda (nueva o seminueva) en el tramo B de la curva, viene a ser similar al de la vivienda nueva, ya que su proceso de ajuste comienza antes de que la espiral de los precios generales entren en el tramo B de la curva.

El proceso es el siguiente: cuando comienza el gran estirón de la demanda (tramo A) entre la vivienda nueva y usada existe muy poca diferencia de precios. Según se van desplazando los precios al alza, se van acentuando las diferencias. El parón de los precios se produce antes en la vivienda usada que en la nueva (Gráfico 6).

El comportamiento de los precios

en la vivienda usada en el tramo B puede tener flexibilidad a la baja, dependiendo de la fecha de adquisición de la vivienda y de la situación económica del país. Sin embargo, aunque la situación económica será muy mala y la vivienda se haya adquirido a bajo precio, el componente inflación habrá corregido esta caída.

Conclusiones

En relación con esta parte de nuestro análisis podemos sacar varias conclusiones respecto a la valoración de la vivienda, en los momentos de estancamiento del sector inmobiliario:

- La vivienda nueva o seminueva, así como las usadas que ofertan buenos servicios y están conservadas, ubicadas en municipios no regresivos, o zonas no regresivas, no tendrán flexibilidad a la baja sobre el valor de mercado que se ha tasado en un momento determinado.

- Las viviendas ubicadas en municipios regresivos tienen una fuerte flexibilidad a la baja, muchas veces de difícil o muy larga recuperación.

- Las viviendas ubicadas en zonas o áreas regresivas de un municipio, si son de nueva construcción, tienen precios rígidos a la baja. Si son usadas, y según el grado de vejez, sus precios tienen gran flexibilidad a la baja.

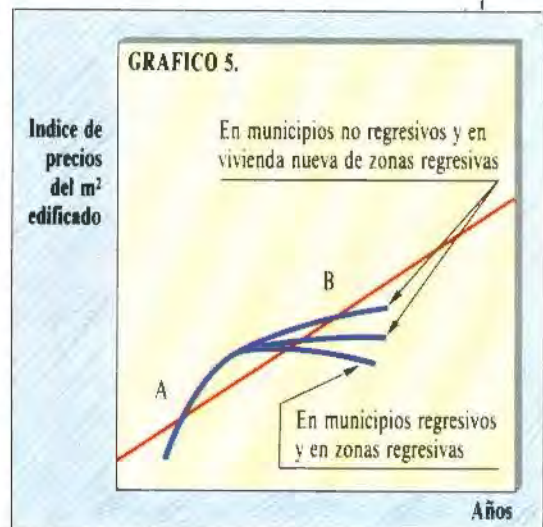
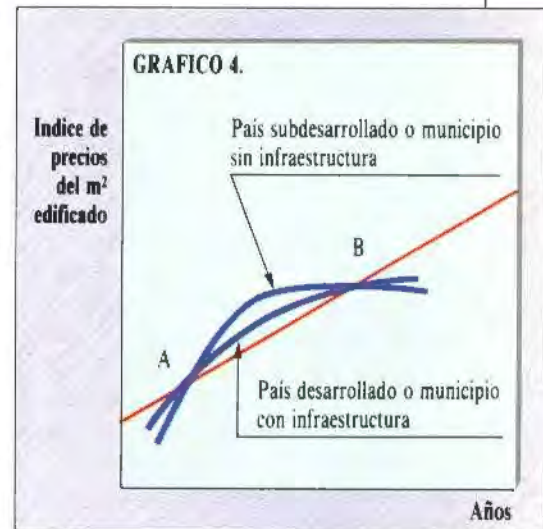
- Las viviendas usadas de municipios o áreas no regresivas tienen un comportamiento, en cuanto a su valor de mercado, totalmente heterogéneo, que depende de los gustos del mercado y no de las características del bien.

En activos inmobiliarios afectos a la producción

Entendemos como activos inmobiliarios afectos a la producción los solares, las naves industriales, los apartamentos turísticos, los hoteles y las oficinas.

Si analizamos el comportamiento de estos bienes, en zonas o municipios no regresivos, en el tramo B de la curva (Gráfico 7) se observa lo siguiente:

- *Los solares* tienen una escalada



de precios más rápida que el bien acabado en el segundo tramo, del tramo A de la curva. Esta rápida ascensión de los costos ahoga el beneficio empresarial y empuja los precios de la vivienda, oficina, etc. al alza. Cuando los precios del bien acabado se detienen (tramo B de la curva), suele existir muy poco beneficio o beneficio nulo. Por lo tanto, pasada la presión especulativa, deberá restablecerse el equilibrio del beneficio. Si partimos de que el precio de venta está dado, y para que el nuevo bien que se ofertase a atractivo ha de ser mejor o más barato que el existente en el mercado, el precio del suelo ha de bajar sustancialmente. La flexibilidad en la baja del mercado es muy fuerte y se dan oscilaciones entre un 30 y un 50 por 100, dependiendo de que el destino del solar sea para activo inmobiliario finalista o activo inmobiliario afecto a la producción.

• *Las naves y edificios industriales.* En este caso, el determinar la flexibilidad a la baja resulta más complejo, dependiendo de variables tales como el nivel tecnológico, etc. Si nos referimos a estructuras como la española, para crecimientos del producto Interior Bruto inferiores al 3,5 por 100 la demanda de naves es nula, pues los incrementos del PIB son protagonizados por los incrementos de productividad. Es por ello que no hay ensanche del aparato productivo, sino reconversión del existente.

De lo expuesto se deduce que los precios, en el tramo B de la curva, se-

rán flexibles a la baja si el crecimiento del PIB es bajo y se mantendrán si el crecimiento del PIB es elevado.

Las consideraciones a esta flexibilidad a la baja se justifican en razón a que, si la nave es un input del negocio industrial, para que un empresario pueda obtener beneficio dentro de un mercado en equilibrio, con beneficios cortos, tendrá que partir de unos costos reducidos y uno de ellos es la nave industrial.

Mayor peligro entraña cuando el crecimiento del PIB se sitúa en niveles muy bajos (1-2 por 100), pues los incrementos de productividad del país lo que hacen es cerrar fábricas, aumentando la oferta de naves industriales. En estos casos el demoramiento de los precios es asombroso.

• *Los apartamentos turísticos y hoteles.* La inversión en estos activos depende de la rentabilidad presente y esperada. El planteamiento es similar al de la Bolsa, la rentabilidad depende del dividendo y de la plusvalía.

La flexibilidad a la baja de estos bienes no depende del crecimiento del PIB del país, que viene a ser un determinante en el crecimiento o mantenimiento de los precios del resto de bienes inmobiliarios, sino, básicamente, del tipo de cambio de la moneda del país ofertante, en relación al resto de los países demandantes. Esta consideración, si bien puede cambiar por motivos políticos del país ofertante, se produce también por políticas económicas de los países demandantes.

Las diferentes relaciones de los tipos de cambio de la moneda suelen provocar grandes sacudidas en las rentabilidades de estos bienes, lo que los hace fuertemente flexibles a la baja, sobre todo en los momentos que existe sobre-oferta de los mismos. Sus flexibilidades normales oscilan un 30 y un 40 por 100.

• *Las oficinas.* Por lo general, en oficinas no suele provocarse la flexibilidad a la baja salvo en áreas regresivas.

El mantenimiento de los precios viene a estar en que en todo país en desarrollo o desarrollado, el crecimiento o mantenimiento de la población

ocupada siempre se da con crecimiento del sector terciario o sector servicios. Ello indica que con bajos niveles de crecimiento del PIB, o aún con crecimiento cero, siempre se demandan oficinas. Siendo ello así, cuando se entra en el tramo B de la curva, al existir una demanda creciente sostenida, no deja caer los precios.

Ha quedado implícito, pues, que la flexibilidad a la baja de los precios de los bienes afectos a la producción será mucho más acusada si éstos se encuentran en un municipio o zona regresiva.

Conclusiones

Si se examina lo expuesto, es posible sacar varias conclusiones:

• Los precios de solares son flexibles a la baja, en mayor o menor intensidad, según sea su destino para activo inmobiliario finalista, o activo afecto a la producción.

• Los precios de las naves industriales son flexibles a la baja cuando los niveles de crecimiento del PIB son reducidos. Pueden tener una gran flexibilidad a la baja.

• Los precios de los apartamentos y hoteles, son flexibles a la baja cuando su rentabilidad cae. Ello ocurre cuando la moneda del país se aprecia.

• Los precios de las oficinas no suelen mostrar flexibilidad a la baja.

• Los casos analizados anteriormente en cuanto a su flexibilidad a la baja, se verán agravados si se encuentran en municipios o zonas regresivas.

Los efectos de la inflación

Todos los casos que se han descrito han sido formulados en base a comportamientos del mercado con inflaciones moderadas o sin inflación. Cuando la inflación es fuerte, los precios en el mercado reaccionan paralelamente a la misma. Ello quiere decir que en aquellos bienes que son flexibles a la baja, no se acusa esa caída, en términos monetarios, pero sí fuertemente en términos reales. Por lo tanto, el nivel de inflación alterará la pendiente del tramo B de la curva.

GRAFICO 7.

Indice de precios del m² edificado. Bienes afectos a la producción

