

# ¿El fin de la burbuja inmobiliaria?

■  
*Los niveles de actividad inmobiliaria y de la construcción durante el período postdevaluación han superado los récords registrados en la década del noventa.*

■  
*Los bienes raíces han recuperado su valor en dólares en la ciudad, superando ampliamente a la inflación general y al aumento del costo de la construcción.*

■  
*Agotadas algunas de las condiciones que propiciaron el despegue, es esperable un menor ritmo de actividad y un freno en la apreciación real de los inmuebles.*

Aunque con cierto rezago, el debate sobre si las propiedades están sobrevaluadas o no comienza a instalarse en Argentina. Como ocurre en la mayoría de las grandes ciudades del mundo, en Buenos Aires, los precios de los inmuebles han experimentado una fuerte tendencia alcista. Con diferentes parámetros y valores de referencia, la suba sostenida de los bienes raíces se ha replicado en los principales centros urbanos del país, entre ellos Bahía Blanca. Los potenciales compradores, desalentados en la espera de una eventual baja en las cotizaciones, han terminado convalidando precios elevados, cuya permanencia está hoy en discusión.

Cuando los precios de los activos inmobiliarios avanzan por encima del crecimiento económico general y sobrepasan significativamente un nivel sostenible en el tiempo, alejándose del ingreso medio de la población, se dice que hay una burbuja inmobiliaria. En presencia de un fenómeno de esta naturaleza, surgen varios interrogantes: si en verdad se trata de una burbuja o de un crecimiento fundado; cuánto puede durar la burbuja antes de explotar, haciendo que el valor de las propiedades se adecue al resto de la economía; si la culminación del proceso se materializará en una baja de precios y en qué medida o si simplemente se traducirá en un quiebre de la escalada alcista.

El propósito de esta nota es analizar el fenómeno inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca. Primeramente se repasan las condiciones generales de origen de la denominada burbuja, que remiten al plano internacional. Ya pasando al ámbito local, se presentan indicadores sectoriales que ilustran el crecimiento del mercado en los últimos años y se comentan las causas de esta expansión. En segundo término se hace referencia a los incipientes indicios de desaceleración en el nivel de actividad y se analizan las posibles causas. En función de los elementos presentados, se derivan conclusiones acerca de las perspectivas sectoriales y de la sustentabilidad en las tendencias de operaciones y de precios. En síntesis, el objetivo es concluir si en verdad los indicadores dan cuenta de una burbuja y, en ese caso, si se vislumbra la finalización del fenómeno.

## Fenómeno internacional

La burbuja inmobiliaria no es justamente un fenómeno argentino, sino que representa una de las mayores preocupaciones que enfrentan los inversores de todos los países del primer mundo. La escalada global en los precios de las viviendas responde a una decisión consciente de los bancos centrales del mundo, encabezados por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Esta última, enfrentada con un mercado accionario en baja y con el colapso de la

burbuja de la alta tecnología, recortó las tasas de interés abruptamente en 2000 para frenar la recesión y tratar de limitar el deterioro a la economía de los Estados Unidos y de sus socios comerciales. Otros bancos centrales, como el Banco Central Europeo, rápidamente siguieron la iniciativa de la Reserva Federal, incorporando además a la fórmula un gasto gubernamental más elevado y recortes impositivos. Fue así como las tasas internacionales alcanzaron niveles históricamente bajos.

Los créditos baratos en todo el mundo alimentaron el mercado inmobiliario, tornando menos costosos los pagos de las hipotecas. Los propietarios de viviendas refinanciaron sus créditos a tasas más bajas y los ahorros fueron derivados a gastos de consumo. De esta manera, la riqueza perdida en el mercado accionario fue reemplazada por tenencias en bienes raíces a la vez que el abaratamiento del crédito redundó en un mayor consumo. Por otra parte, a falta de alternativas de inversión más seguras, las propiedades reemplazan al oro como valor de reserva, lo que se ha sumado como elemento de importancia en las decisiones de colocación de los ahorros.

Durante el proceso de globalización, la mayor alza en los precios inmobiliarios se ha dado en lo que los economistas denominan "ciudades parásitas". Se trata de lugares en los que las personas de la franja de ingresos altos desean vivir o visitar regularmente por negocios o eventos culturales, tales como Londres, París, New York, Boston, Shanghai, San Francisco, Miami, Sydney y Vancouver. Este interés ha llegado incluso a Buenos Aires que, gracias a sus competitivos precios en euros, se dirige a convertirse en una de las mayores "exportadoras" de metros cuadrados. Con diferente proporción, el interés extranjero se materializa también en adquisiciones inmobiliarias en otros puntos del país, más allá del área metropolitana.

Frente a este escenario mundial, la pregunta que surge es si la escalada en los precios inmobiliarios internacionales se moderará en forma ordenada en los próximos años o si terminará en un colapso. El camino preferido sería que las tasas de interés aumentaran firme pero moderadamente, retrasando el paso de los incrementos en los precios de las viviendas y forzando a los consumidores a ahorrar más. Esto es lo que la Reserva Federal y algunos otros bancos centrales, como el Banco de Inglaterra y el Banco de la Reserva de Australia, han tratado de hacer, ajustando gradualmente el valor de la tasa de interés.

Hay estudios que analizan los ciclos del precio de las viviendas para períodos prolongados de tiempo -30 o 40 años- en países desarrollados y concluyen que no necesariamente a las escaladas de precios les sucede un colapso pero que, con frecuencia, estas estampidas inmobiliarias anticipan serios inconvenientes, como por la caída del crecimiento económico resultante del ajuste en el consumo que le sucede a la corrección de precios sobrevalorados<sup>1</sup>.

Actualmente las expectativas están centradas en la evolución de los precios en plazas como Gran Bretaña o Australia, en donde los valores inmobiliarios han alcanzado un pico. Sin dudas, su comportamiento será un precedente que anticipará posibles tendencias en el resto del mundo. Es claro que en virtud del carácter cíclico de la economía, se espera una normalización de los valores de referencia aunque el interrogante es si ésta se producirá abruptamente en forma de colapso, o bien, mediante un suave "aterrizaje". Por lo pronto, la inversión inmobiliaria mundial alcanzó en 2005 un máximo histórico de aproximadamente 455 mil millones de euros, lo que supone un incremento del 20% con respecto al año anterior<sup>2</sup>, alentando hasta el momento el crecimiento de la burbuja.

## El boom del mercado inmobiliario local

Sin dudas, la actividad inmobiliaria y de la construcción tuvieron un gran protagonismo en el proceso de recuperación y crecimiento de la economía bahiense tras la crisis de finales de

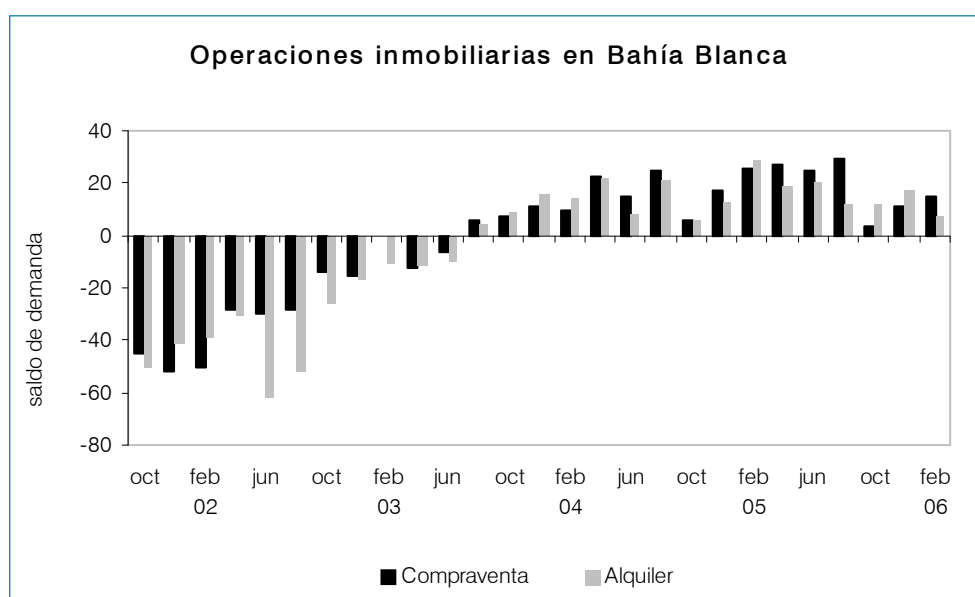
<sup>1</sup> Uno de los trabajos más recientes, publicado en el informe del Fondo Monetario Internacional en abril 2003, pertenece a Thomas Helbling: "Housing price bubbles - a tale based on housing price booms and busts". Aquí se analizan 75 ciclos de precios de la vivienda en 14 países industrializados.

<sup>2</sup> Fuente: "Global Real Estate Capital- The Search For Opportunity Intensifies" - Consultora Jones Lang LaSalle.

2001. En particular, la construcción se caracteriza por su importante efecto multiplicador y generación de ingresos y empleo directo e indirecto. Luego, el mercado inmobiliario canaliza la oferta de bienes raíces a través de sus operaciones de compraventa y alquiler y actúa como mediador para nuevas inversiones, colocación de ahorros y transferencias de fondos.

El Gráfico 1 muestra la evolución mensual de la actividad inmobiliaria en los segmentos de compraventa y alquiler, a través del indicador "saldo de demanda", que refleja la diferencia entre el porcentaje de inmobiliarias que informan situación alentadora y el porcentaje que revela situación desalentadora. En los últimos meses de 2001 este indicador asumía valores negativos, definiendo una situación general regular a desalentadora en los dos segmentos del mercado inmobiliario. Este cuadro prevaleció durante el siguiente período y recién a principios de 2003 la actividad comenzó a normalizarse. A partir del segundo semestre, el indicador de demanda pasó a ser positivo y comenzó un gradual crecimiento, definiendo una situación buena a partir de 2004 y alcanzando un pico a mediados de 2005.

Gráfico 1



Fuente: CREEBBA - Encuesta inmobiliaria.

La recuperación y crecimiento de la demanda inmobiliaria están directamente asociados al despegue de la construcción, cuya performance ha sido altamente destacada, al superar la simple recuperación tras la recesión económica y alcanzar un ritmo de crecimiento récord. El Gráfico 2 ilustra la tendencia de la construcción, tanto en cantidad de permisos como en superficie autorizada. Como puede apreciarse, durante la década del noventa hubo dos picos de actividad: en 1994 y en 1997. Luego llegaron los años de recesión y cayó abruptamente el nivel de nuevos proyectos edilicios. Posteriormente se inició la fase de recuperación y ya en 2005 se registró un nivel de construcción que superó los récords de los noventa. Los casi 3 mil permisos que se otorgaron en el último año y los 253 mil metros cuadrados que se autorizaron superaron en 8% y 10% los niveles de 1994 y en 42% y 1% los registros de 1997, respectivamente. La comparación detallada se ofrece en el Cuadro 1. Por otra parte, entre 2001 y 2005 la construcción avanzó un 126% en términos de nuevos proyectos y 134% en superficie. Particularmente sobresalieron los departamentos con un incremento del 216% en metros cuadrados (ver Box 1<sup>3</sup>), seguidos por los locales, con una variación del 130% y por las viviendas, que avanzaron 70% en el período.

<sup>3</sup> El informe completo, "Departamentos: estudio de mercado de las nuevas obras", fue publicado en IAE N° 81, julio 2005.

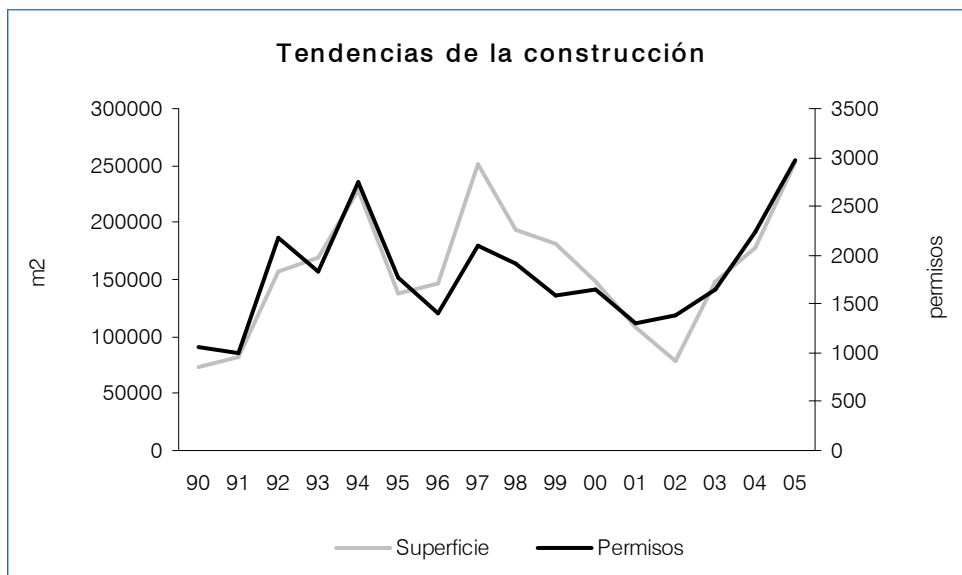


Gráfico 2

Fuente: elaboración propia en base a estadísticas de la Municipalidad de Bahía Blanca.

### BOX 1. Construcción de edificios de departamentos en Bahía Blanca

A mediados de 2005 se efectuó en la ciudad un relevamiento de edificios de departamentos en obra, replicando el estudio que se había efectuado en el año 2000. Esta es la síntesis de los aspectos más salientes:

- Área del relevamiento: sectores centro y macrocentro
- Total manzanas: 280
- Total nuevas obras identificadas: 94
- Variación relevamiento 2000: 77%
- Promedio departamentos por edificio: 18
- Cantidad aproximada nuevos departamentos: 1.700
- Superficie total estimada: 100 mil m<sup>2</sup>
- Inversión total estimada: \$130 millones

## Causas del crecimiento sectorial

Varios son los factores que han confluído para alentar la dinámica del mercado inmobiliario local y el crecimiento de la construcción. Aquí se repasan brevemente los principales elementos identificados.

- **Desconfianza en el sistema financiero.** La inmovilización de fondos bancarios dispuesta a fin de 2001, conocida como "corralito financiero", y la serie de restricciones dispuestas para el retiro de depósitos introdujo una elevada incertidumbre y un desincentivo a mantener ahorros en el sistema y a reabrir plazos fijos una vez controlada la crisis general. Pese a las restricciones a los retiros de efectivo, el drenaje continuó bajo la modalidad de extraer tenencias a la cotización oficial del dólar posterior a la devaluación (\$1,4) más ajuste por inflación (Coeficiente de Estabilización de Referencia). En Bahía Blanca, según estadísticas del Banco Central, el nivel de depósitos totales continuó cayendo hasta 2003, cuando éste tocó un piso de 480 millones de pesos, unos 160 millones menos que antes de

desencadenarse la crisis, que representaron una baja del 25%. En un contexto con inflación y escepticismo con respecto al sistema financiero, los bienes raíces se impusieron como una alternativa confiable para el resguardo de los ahorros retirados del circuito bancario.

- *Colocación de fondos recuperados del corralito.* Como se mencionó en el punto anterior, luego de la disposición de congelamiento de los depósitos bancarios, la salida de fondos continuó igualmente, aunque con cierta moderación, resultante de las restricciones fijadas. Cuando se decidió la pesificación de todas las colocaciones en dólares y las alternativas propuestas fueron el retiro a \$1,4 más CER o la conversión a bonos (Boden) con diferentes vencimientos, muchos optaron por el retiro de efectivo y sacaron alguna ventaja ya que, a pesar de la pesificación, el ajuste aplicado sumado a la moderada reacción inicial del precio de las propiedades, les permitió adquirir un inmueble que poco tiempo después se revalorizó significativamente.
- *Disponibilidad de ahorros en dólares.* Más allá de los fondos que pudieron recuperarse del corralito a \$1,4 más CER, había en el mercado una porción de ahorros en dólares mantenidos por los particulares fuera del sistema bancario. Luego de la devaluación y del abandono de la cotización oficial del dólar, el valor de la divisa ascendió rápidamente. La cotización promedio mensual durante 2002 fue superior a los \$ 3,2, es decir, casi un 225% más que durante la convertibilidad. Más aún, en varios períodos puntuales durante el año el dólar rozó los \$ 4, lo que significó un aumento del 300% con respecto a la paridad uno a uno. Como inicialmente el valor de las propiedades se mantuvo sin mayores cambios, pese a la inflación del 42% que se registró ese año, fue posible para los tenedores de ahorros en dólares el acceso a propiedades en condiciones muy atractivas.
- *Tasas de interés negativas.* Aunque se omitiera el deterioro a la confianza en las garantías del sistema financiero producido luego de la instalación del corralito financiero, lo cierto es que la rentabilidad ofrecida por los bancos perdió su atractivo a partir de la devaluación. Teniendo en cuenta el componente inflacionario, las tasas de interés reales pasaron a ser negativas. Vale decir que la opción de las colocaciones bancarias sólo se orientó a proteger parcialmente de la pérdida de poder adquisitivo. Como puede apreciarse en el Cuadro 2, que muestra la inflación anual entre 2002 y 2006 y la tasa de interés promedio anual para depósitos a plazo fijo de entre 30 y 60 días y más de 60 días, excepto en el año 2003, los restantes períodos se caracterizaron por un rendimiento nominal inferior que el incremento en el nivel general de precios. Frente a este escenario, los inmuebles nuevamente se posicionaron como una alternativa preferible para la colocación de fondos y el resguardo de valor por su esperable seguimiento de la tasa inflacionaria.

Cuadro 2

Año	Var. anual IPC		Tasa de interés plazo fijo	
	INDEC	Bahía Blanca	30-60 días	más de 60 días
2002	41,0%	41,9%	39,3%	38,4%
2003	3,7%	2,5%	10,2%	13,4%
2004	6,1%	5,0%	2,7%	3,2%
2005	12,3%	11,2%	3,7%	4,5%
2006	12,0%*	12,0%*	8,8%	6,6%

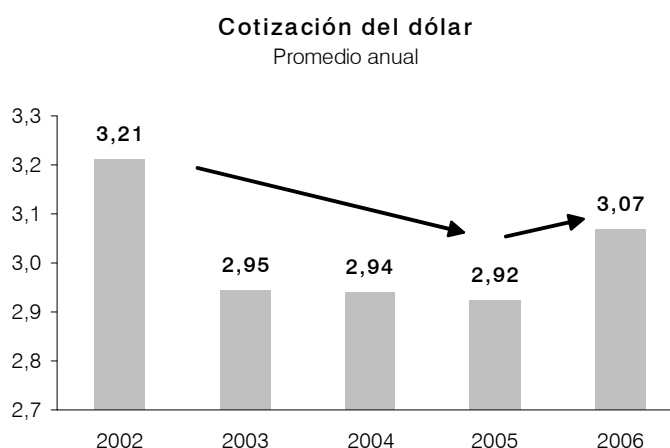
\*Estimada

Fuente: INDEC, CREEBBA y Ministerio de Economía en base a datos del BCRA.

- *Seguridad de la inversión inmobiliaria frente a otras alternativas.* Tradicionalmente la compra de inmuebles ha sido catalogada como una alternativa conservadora de colocación de los ahorros: segura y de rendimiento moderado. Estos argumentos se han consolidado y revalorizado en el actual contexto económico, signado por la elevada incertidumbre económica y el riesgo institucional que restan posiciones a otras formas de inversión.
  
- *Bonos.* Los títulos del gobierno indexados por inflación han tenido una fuerte preferencia en el primer período postdevaluación y hasta fines de 2005, rindiendo fuertes ganancias (30% anual en promedio), por lo que fueron la alternativa más recomendada por los operadores. Sin embargo, recientemente los bonos indexados comenzaron a acumular retrocesos que llegaron a superar el 20% con respecto a los valores máximos alcanzados y que anticipan para este año fuertes variaciones negativas. Ocurre que el boom de los bonos indexados estaba sostenido por tres pilares: la solvencia de las cuentas fiscales, tendiente a asegurar la capacidad de pago del estado por la obligación asumida; la dinámica de la inflación, reflejada en la evolución del CER -el índice por el que estos títulos ajustan su capital- y la estabilidad o tendencia a la baja evidenciada por el precio del dólar localmente, que dejaba abierta la posibilidad de obtener la ganancia en pesos y rápidamente convertirla a divisas. Los dos últimos componentes de la ecuación cambiaron, restando atractivo a los bonos: los inversores saben que el CER ya no representa la inflación, sino la evolución de los precios administrados (fenómeno apodado la "desilusión del CER), en tanto que el dólar comenzó a evidenciar ajustes positivos, desbaratando la estrategia de ganar en pesos y convertir el rendimiento en dólares. En resumen, hasta fines de 2005, el rendimiento de los bonos fue muy bueno, de modo que los particulares que en su momento no se volcaron a estos títulos sino a propiedades lo hicieron por su perfil conservador y poco sofisticado, contribuyendo a la demanda inmobiliaria. En lo que respecta a principios de este año, la compra de inmuebles se reforzó también por parte de los inversores que comenzaron a registrar resultados negativos con los títulos e intentaron resguardar ingresos.
  
- *Acciones.* El mercado bursátil se caracteriza desde siempre por su volatilidad en el corto y mediano plazo, asociada a la sensibilidad extrema de los mercados financieros a los sucesos y tendencias político-económicas los planos local e internacional. Esta condición se ha exacerbado en el último tiempo, como consecuencia de factores de alto impacto mundial como la guerra con Irak, la situación económica de los Estados Unidos, los ajustes en la tasa de interés por parte de la Reserva Federal, la escalada en el precio del petróleo y la dinámica de los grandes bloques comerciales, por mencionar algunos ejemplos. Esto se ha traducido en una fuerte fluctuación de las cotizaciones accionarias, con una tendencia general a la baja, frente a la que los analistas especulan cuál será el nivel del piso esperable y el momento de reversión de la trayectoria. Por otra parte, los rápidos movimientos en los mercados de valores introducen la necesidad de información especializada y de contactos fluidos con los operadores para la realización de transacciones rápidas y efectivas.
  
- *Dólar.* Cuando recién se produjo la salida de la convertibilidad, los analistas lanzaron pronósticos muy divergentes acerca de la posible evolución del precio del dólar. Con diversos fundamentos, se proyectaron cotizaciones que iban desde los 2 hasta los 14 pesos por dólar y que en teoría iban a regir a menos de un año de la devaluación. No obstante, ante la rápida normalización de las principales variables macroeconómicas y la relativa calma que acusaron los agentes frente a este escenario, no se produjo un vuelco masivo hacia la divisa estadounidense, a la vez que los crecientes montos por liquidación de exportaciones, alentadas por la ventaja cambiaria adquirida, generaron una inyección de dólares que contribuyó a estabilizar el precio de la moneda y a despejar la incertidumbre sobre una posible disparada del mismo. El balance oferta-demanda determinó que el dólar asumiera una tendencia a la baja, frente a lo cual el

Banco Central reforzó sus intervenciones comprando divisas para recomponer reservas y sostener el valor de la moneda. Pese a eso, desde 2002 y hasta 2005, el dólar siguió un comportamiento a la baja, tal como muestra el Gráfico 3, que recién comenzó a revertirse este año. Adicionalmente, el dólar ha perdido posiciones frente a monedas como el euro, por lo que el habitual vuelco a la divisa de Estados Unidos, ha sido sustituido por otros tipos de inversiones, como la inmobiliaria.

Gráfico 3



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía.

<sup>4</sup> El ejemplo más claro y reciente es el caso del agro a producción agrícola-ganadera. Las condiciones internacionales de oferta y demanda y la tendencia alcista en el precio mundial de los productos primarios han propiciado un escenario alentador para el sector agropecuario, de clara orientación exportadora. No obstante, la serie de medidas restrictivas del gobierno, tendientes a apuntalar la recaudación y a controlar el crecimiento de los precios internos, ha redundado en caídas de la rentabilidad y distorsiones en el mercado. Eliminación de reintegros a la exportación, aumento de las retenciones, imposición de un peso mínimo de faena y suspensión de las exportaciones son algunos ejemplos de la política asumida por el estado.

- *Actividades productivas.* La inversión en actividades productivas conlleva riesgos que, en el caso de Argentina, no sólo se reducen al riesgo comercial propiamente dicho, sino que además contienen un importante componente de inestabilidad en el marco institucional, que introduce cierto grado de desaliento en la iniciativa productiva. Las medidas discrecionales, los tratamientos distorsivos y el cambio en las reglas de juego (aumentos salariales obligatorios establecidos por el gobierno, política de doble indemnización, política diferencial de subsidios, etc.) muchas veces acaban teniendo más peso que las condiciones favorables de demanda, precios y rentabilidad<sup>4</sup>. Esto hace que el perfil de quienes emprenden inversiones en áreas productivas sea poco conservador, diferente del tipo que caracteriza al inversor típico de Bahía Blanca, que prefiere volcarse, entre otras alternativas, a la compra de bienes raíces.
- *Reinstalación del crédito hipotecario.* Cuando se produjo la salida del esquema de convertibilidad y se aplicó la pesificación asimétrica, desmejorando inicialmente la situación financiera de los bancos, se retiraron todas las líneas de préstamos hipotecarios del mercado. Frente a este escenario, había dudas acerca de la rapidez con que el crédito iba a retornar y las condiciones generales bajo las cuales se ofrecería. Sin embargo, poco después de producirse la devaluación, comenzaron a reaparecer los préstamos y gradualmente se sumó la mayoría de los bancos en una suerte de competencia por captar clientes. El elemento saliente de las nuevas líneas lanzadas al mercado, más allá de la eliminación de los créditos en dólares, fue el nivel de tasas, muy similar al vigente durante la convertibilidad, pese a la inflación registrada. Los ingresos netos familiares exigidos tampoco evidenciaron modificaciones sustanciales, no obstante el incremento en el costo de vida. Por otra parte, los plazos y porcentajes continuaron siendo amplios, además de ofrecerse bonificaciones, diferimientos, premios y otras ventajas derivadas de

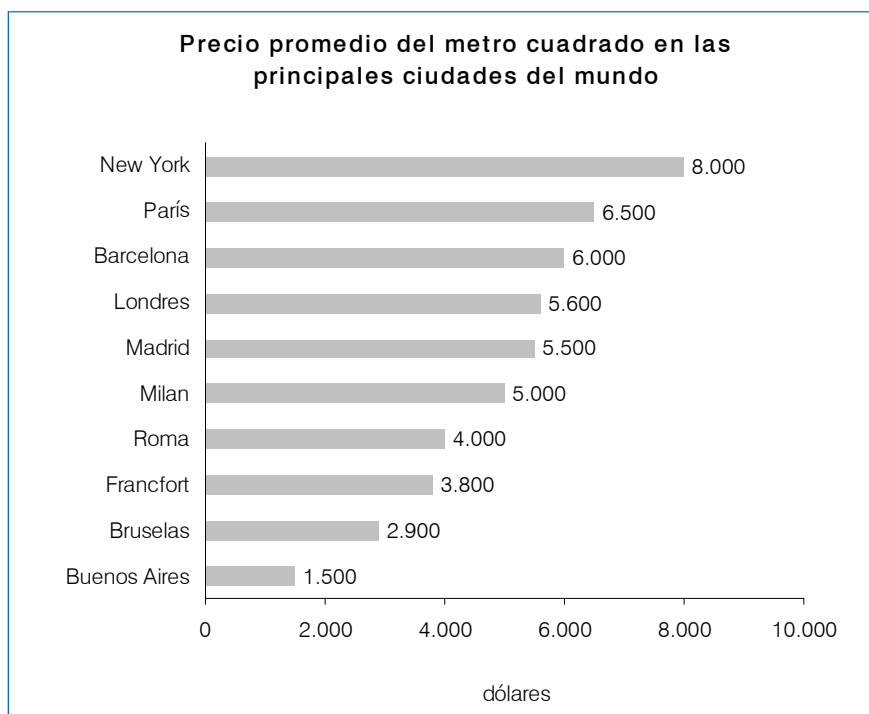
la puja por el lado de la oferta<sup>5</sup>. Aunque, como se verá más adelante, el mercado potencial para este tipo de préstamos es reducido, se considera que el resurgimiento del crédito y más aún en condiciones claramente atractivas, contribuyó a reforzar la dinámica inmobiliaria y a mejorar el clima de expectativas. Seguramente muchos compradores pudieron financiar al menos parte de sus operaciones que, en ausencia de esta herramienta, no hubieran podido definir.

- *Compras de productores agropecuarios.* Resulta común en la región que los productores agropecuarios deriven parte de los ingresos de la venta de su producción para resguardar el valor de las ganancias obtenidas. Durante el período postdevaluación sobresalió la campaña 2004-2005, como ya se mencionó anteriormente. Se sembró una superficie récord de 30 millones de hectáreas y se obtuvo una producción, también récord, de 85 millones de toneladas con elevados rendimientos en los cultivos de referencia. Las exportaciones de productos agrícolas y sus derivados alcanzaron marcas históricas, tanto en volumen como en valor. La ganadería, por su parte, se benefició con importantes nuevas inversiones, el incremento en el nivel de consumo interno y la apertura de mercados internacionales, lo que aumentó en más de un tercio el nivel de las exportaciones de carne. Con estos resultados, se constató una considerable incidencia en el mercado local de la adquisición de inmuebles por parte de productores de la región. Dado el carácter cíclico característico del sector y la irregularidad en el flujo de ingresos, asociada en buena parte a las condiciones climáticas, el resguardo de valores en bienes raíces se consolida como un complemento conveniente de aplicación habitual.
- *Incidencia de la demanda extranjera.* El fenómeno de la burbuja inmobiliaria, como ya se explicó, es mundial y particularmente intenso en algunos centros urbanos del mundo. En el último tiempo, las principales ciudades españolas son las que mayores incrementos han acusado, llegando las cotizaciones inmobiliarias a valores extremos. Las subas sostenidas en las principales plazas internacionales han volcado el interés de los inversores a otras ciudades que aún ofrecen precios altamente atractivos en dólares o euros, como es el caso de Buenos Aires. El Gráfico 4 muestra los precios promedio en dólares del metro cuadrado de propiedad en ciudades seleccionadas del mundo. Así puede observarse, por ejemplo, que la cotización media en New York supera en un 82% a la correspondiente a Buenos Aires y que los valores vigentes en ciudades como París o Barcelona se hallan un 75% por encima. Se resalta nuevamente que se trata de precios promedio, ya que en todos los casos se registran precios que van mucho más allá de la media: por ejemplo en Madrid o Barcelona, en las zonas más exclusivas, el valor del metro cuadrado supera los 9.500 euros. Lo propio ocurre en Buenos Aires, donde ciertos sectores se cotizan entre 2.500 y 3.500 dólares el metro cuadrado y algunas zonas selectas alcanzan los valores vigentes en Barcelona. Más allá de estos casos puntuales, lo cierto es que el diferencial entre los precios locales e internacionales ha convertido a Argentina en fuerte exportadora de metros cuadrados y que la incidencia de la demanda de extranjeros ha contribuido a alimentar la burbuja en el país. A otra escala pero con igual criterio, ciudades como Bahía Blanca, en donde el valor del metro cuadrado es sustancialmente inferior -unos 600 dólares en promedio- también son objeto de operaciones por parte de residentes en el extranjero. Según informan operadores locales, se llevan a cabo consultas a distancia o incluso viajes por parte de extranjeros, principalmente europeos, con el propósito específico de adquirir inmuebles o terrenos en la ciudad. Por lo general se trata de familiares o socios de personas que viven en Bahía Blanca y que intermedian en este tipo de operaciones. Lo cierto es que el interés de los foráneos por adquirir rápidamente una propiedad y aprovechar la brecha de valores en la mayoría de los casos ha terminado convalidando precios elevados, realimentando el fenómeno de la burbuja.
- *Brecha precio de venta-coste de construcción.* Si bien el costo de la construcción creció en mayor medida que la inflación general, también es cierto que el aumento en el precio

<sup>5</sup> En IAE N° 86, mayo 2006, se publicó un informe completo sobre las características de la oferta crediticia actual, particularmente en el segmento de préstamos hipotecarios, y su comparación con respecto a las líneas de disponibles durante la convertibilidad.



Gráfico 4



*Fuente: elaboración propia en base a datos de Reporte Inmobiliario, sitios especializados y diarios internacionales.*

de los inmuebles prácticamente equiparó a la devaluación y generó un diferencial interesante con respecto al costo. Entre 2002 y la actualidad, el costo de la construcción avanzó un 132%, impulsado fundamentalmente por el encarecimiento de los materiales (152%) y de la mano de obra (120%). En tanto, la inflación minorista, medida a través del Índice de Precios al Consumidor, fue del 82% (ver Gráfico 5). Teniendo en cuenta que la depreciación del peso alcanzó el 200%, se concluye que los inmuebles, en promedio, recuperaron su valor en dólares. En algunos casos la variación del precio de venta superó el 200%, ganándole a la devaluación. Sin embargo, se trata de casos puntuales referidos a determinadas zonas y calidades de inmueble. Del mismo modo, hay propiedades cuyo valor en pesos se ha incrementado, aunque en menor medida que el tipo de cambio. Si se habla en términos promedio, el valor del metro cuadrado se ha actualizado entre un 180% y un 200%.

Según informan agentes inmobiliarios locales consultados y tal cual consta en las ofertas publicadas por diversos medios, el valor del metro cuadrado de propiedad en Bahía Blanca varía entre los 1.500 y los 2.500 pesos, con lo que puede asumirse un promedio de 2.000 pesos, alrededor de 600 dólares. Por su parte, el costo de construcción varía entre los 1.200 y 1.500 pesos por metro cuadrado aproximadamente (alrededor de 450 dólares), según el tipo de edificación de que se trate. Las estimaciones actualizadas a junio de este año arrojan las siguientes cifras<sup>6</sup>:

- Vivienda unifamiliar en planta baja modelo tipo barrio: 1.180,35 \$/m<sup>2</sup>
- Vivienda unifamiliar en dos plantas: 1.492,83 \$/m<sup>2</sup>
- Edificio en altura con zócalo comercial en planta baja: 1.348,64 \$/m<sup>2</sup>

Si se asume que el metro cuadrado de propiedad nueva se comercializa en 2.000 pesos, se estima una diferencia con respecto al costo de construcción que va de los 510 a los 820 pesos (170 a 270 dólares) aproximadamente. Inclusive, dado que el aumento de los

<sup>6</sup> Fuente: Obras & Protagonistas, Año XVI, N° 148, junio 2006.

Variaciones absolutas postdevaluación

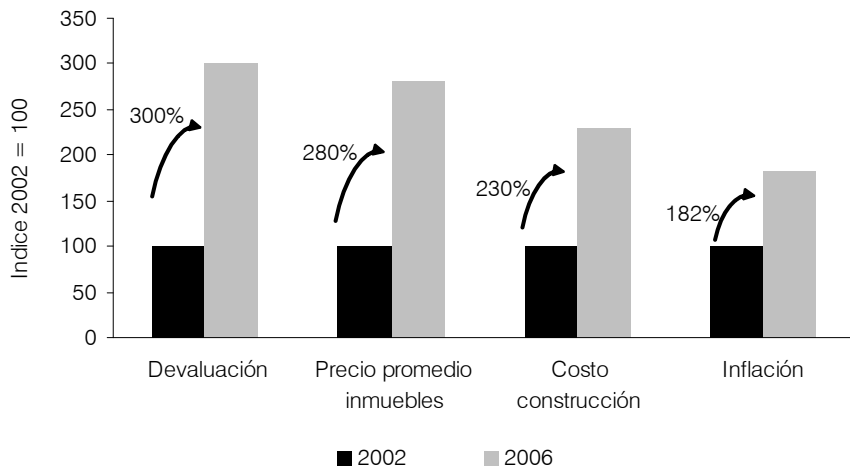


Gráfico 5

precios inmobiliarios fue más rápido que el incremento de los costos de edificación, se infiere que, en su momento, la brecha fue mayor aún. Este diferencial impulsó el emprendimiento de numerosas obras edilicias, especialmente en los segmentos edificios de departamentos y locales comerciales. Las empresas constructoras apuntaron a generar ganancias a partir de la diferencia costo-precio, en tanto que muchos de los privados que accedieron a las nuevas unidades terminadas se enfocaron hacia la rentabilidad esperada en el mercado locativo. Actualmente los bienes raíces están estabilizando sus valores, en tanto que el costo de la construcción continúa gradual aunque sostenidamente su tendencia positiva.

## Síntomas de enfriamiento

Es claro que el gran impulso que tuvo el mercado inmobiliario respondió a una conjunción de factores que actuaron de manera simultánea, configurando un escenario propicio para el crecimiento sectorial. Sin embargo, el repaso de los principales indicadores de actividad de los últimos meses da muestras de un principio de desaceleración en la demanda, que puede atribuirse al agotamiento de algunas de las condiciones que en su momento alentaron el despegue del mercado.

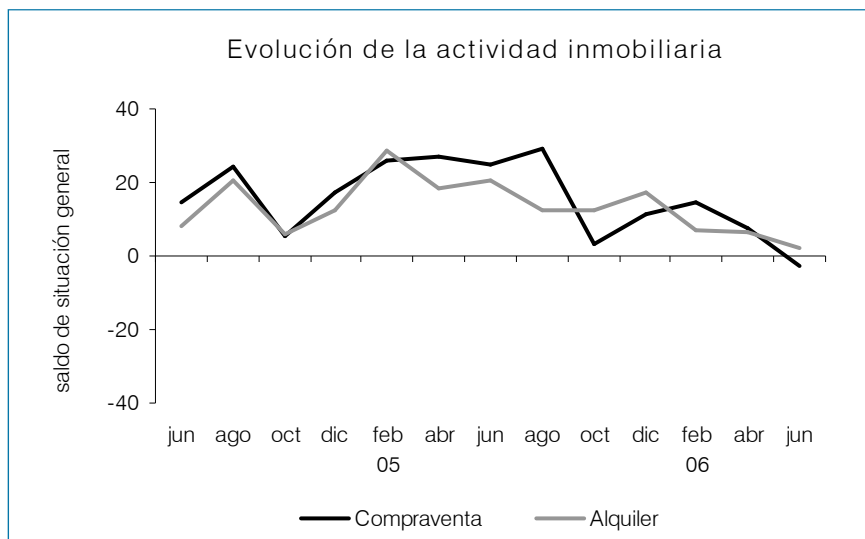
### Actividad

El Gráfico 6 muestra la evolución reciente del indicador de situación general para el mercado inmobiliario de Bahía Blanca. Como puede apreciarse, a partir de finales de 2005 se produjo un cambio de tendencia en la demanda y la trayectoria del indicador comenzó a ser descendente. El cuadro general aún puede ser calificado como normal pero, de consolidarse esta tendencia, podría desmejorar a regular en los próximos meses. Ya en junio último se observa un saldo negativo de demanda en el segmento de compraventa, lo que introduce expectativas acerca de si la caída se acentuará, o bien, se estabilizará a los valores vigentes.

### Expectativas

En forma gradual, las expectativas de los operadores inmobiliarios, que generalmente anticipan tendencias que luego se confirmarán, fueron restando optimismo en el último año. Si bien las

Gráfico 6

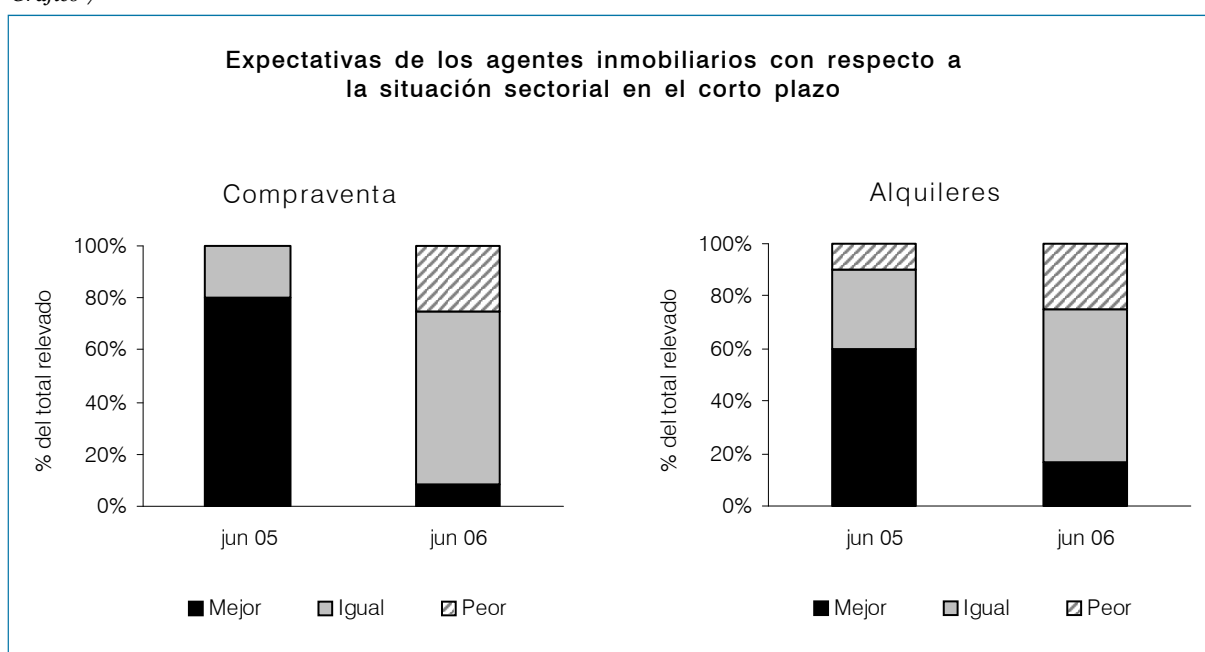


Fuente: CREEBBA - Encuesta inmobiliaria.

perspectivas generales no pueden calificarse como pesimistas, ya que aún conllevan respuestas positivas respecto de la evolución esperada del mercado en el corto plazo, comienzan a evidenciar mayor cautela y un componente más elevado de respuestas negativas.

Si se compara el resultado de la última encuesta inmobiliaria, correspondiente al mes de junio, con el de igual período de 2005 se comprueba la desmejora en las expectativas sectoriales (ver Gráfico 7). En efecto, a mediados del año pasado, el 80% de los consultados esperaba mejoras en la situación del mercado de compraventa, proporción que se redujo a 8% en junio último. En tanto, no había en aquel momento respuestas negativas, mientras que actualmente un 25% de los agentes aguarda un empeoramiento de la situación. En el caso de las locaciones, el porcentaje de encuestados que preveía mejor situación cayó de 60% a 17%, mientras que las respuestas negativas se incrementaron de 10% a 25%.

Gráfico 7



Fuente: CREEBBA - Encuesta inmobiliaria.

## Precios

Los valores inmobiliarios, como ya se explicó, comenzaron a ajustarse tras la devaluación, en un primer momento de manera moderada y luego a un ritmo más fuerte y sostenido. Actualmente las viviendas han recuperado su precio en dólares con respecto a los valores vigentes durante la convertibilidad y en algunos casos puntuales las cotizaciones superan considerablemente la marca fines de los noventa. Sin embargo, según se desprende de las encuestas de coyuntura de los últimos meses, los agentes inmobiliarios comienzan a informar en forma progresiva precios de niveles similares a los del año pasado en la mayor parte de los rubros inmobiliarios. Esto constituye el primer indicio de una estabilización de los valores a los actuales niveles de referencia. La pregunta es si, con el volumen de oferta que ostenta el mercado y una demanda que comienza a evidenciar señales negativas, los precios podrán mantenerse o si cabrá esperar algún ajuste a la baja.

Por lo pronto, los alquileres han verificado algunas bajas en los últimos meses, revirtiendo la tendencia asumida desde la devaluación. Dada la expresa prohibición legal de indexar contratos locativos, comenzaron a implementarse en la práctica modalidades pactadas entre propietarios y locatarios, tendientes a actualizar al menos parcialmente los valores de alquiler y reducir el retraso de los mismos con respecto a la inflación. Por lo general se trata de ajustes con frecuencia trimestral o cuatrimestral o de subas escalonadas definidas *a priori*. Esto determinó un incremento significativo en los valores locativos, lo que impulsó aún más el desarrollo de proyectos inmobiliarios con vista a la obtención de rentas por alquiler. Sin embargo actualmente se identifican algunas correcciones a la baja en los alquileres, producto de una oferta abundante, una demanda más selectiva y un fuerte aumento en el costo de vida que ha obligado a reestructurar gastos (jóvenes que regresan a casa de los padres, estudiantes que optan por residir en casa de familiares o que se agrupan en un mismo inmueble, personas que deciden trasladarse a superficies más compactas) en detrimento de la demanda locativa. Como resultado, se han constatado rebajas que van del 25% al 30% en el valor de los alquileres y que podrían generalizarse si se acentúan los factores desencadenantes, como por ejemplo, una mayor oferta derivada de las obras aún no concluidas que próximamente volcarán al mercado gran cantidad de nuevas unidades habitacionales.

## Causas de la desaceleración

Así como varios determinantes confluyeron para alentar la dinámica sectorial luego de la devaluación, otros tantos motivos son los que ahora explican la incipiente merma de actividad que se advierte en el mercado y que anticipa el cierre de un ciclo y el ingreso a un nuevo escenario. Algunos de los factores que en su momento alentaron el despegue de la plaza inmobiliaria hoy quedaron sin efecto, a la vez que nuevos datos se incorporan al análisis sectorial.

- **Menor nivel de ahorros.** El cambio de reglas de juego impuesto tras la salida de la convertibilidad obligó a una rápida reacción por parte de los particulares. Quienes poseían ahorros en dólares fuera del sistema bancario, rápidamente buscaron el refugio de los fondos, principalmente a través de la adquisición o construcción de inmuebles. Los ahorristas que optaron por retirar depósitos a \$1,4 + CER pudieron aprovechar el rezago en la suba de los valores inmobiliarios y canalizar sus ahorros hacia los bienes raíces. Es claro entonces que, en su momento, la disponibilidad de fondos potencialmente dirigibles al mercado inmobiliario era importante, más aún por componerse de dólares y pesos ajustados. Ahora que los fondos han sido volcados prácticamente en su totalidad el panorama es diferente. Es lógico suponer que en lo sucesivo, el ritmo de crecimiento

sectorial será diferente, entre otras cosas porque se basa en ahorro nuevo, en pesos y con otros precios de referencia en la plaza inmobiliaria.

- *¿Sobreoferta?* Las cifras récord en materia de construcción, que superan los picos de actividad de la década del noventa, dan cuenta de un importante volumen de nuevos inmuebles que se suman abruptamente al mercado. Es esperable que la construcción siga una tendencia ascendente en el largo plazo, acorde al crecimiento vegetativo y a las necesidades habitacionales de cada ciudad. Sin embargo, la nueva oferta que se incorpora a la plaza inmobiliaria abre ciertos interrogantes, que apuntan principalmente a la capacidad de absorción por parte de la demanda.

Con respecto al crecimiento vegetativo, las cifras del último censo indican que la población bahiense se ha incrementado en menor medida de lo que se preveía en las proyecciones demográficas. Con alrededor de 290 mil habitantes, la población supera en 4% a la que registraba diez años antes<sup>7</sup>. De igual modo, la cantidad de viviendas que se computaban en la ciudad en 1991 ascendía a algo más de 97,5 mil. Como aún el INDEC no ha procesado las cifras de viviendas correspondientes al Censo 2001, es posible arribar a un número estimativo, sumando al dato censal anterior, la cantidad total de nuevas viviendas construidas desde 1992 según las estadísticas de edificación municipales. Teniendo en cuenta que entre 1992 y 2005 se autorizó la construcción de 9,6 mil viviendas y 9,5 mil departamentos, se estima que la cantidad total de viviendas en Bahía Blanca es de alrededor de 117 mil. A la vez, se estima que en la ciudad hay unos 90 mil hogares. Por otra parte, Bahía Blanca se caracteriza por una fuerte afluencia de estudiantes de la región, debida a la presencia de sus dos universidades nacionales y e institutos de enseñanza terciaria. A esto se suma el personal, generalmente de los niveles gerenciales, que se desempeña en las empresas del Complejo Petroquímico y otras firmas, que proviene del exterior o de la capital y que por determinada cantidad de temporadas se radica con su núcleo familiar en la ciudad. Todos estos elementos son los que hay que tener presente al momento de definir si el mercado inmobiliario acusa o no una sobreoferta.

- *Concentración de la oferta.* Más allá del diagnóstico general acerca del grado de adecuación de la oferta con respecto al potencial del mercado, también interesa un aspecto cualitativo que tiene que ver con el grado de diversificación de la oferta. En los últimos años, el mayor impulso de la construcción se ha constatado en la construcción de edificios de departamentos y, en particular, de departamentos chicos. Los departamentos de uno y hasta dos dormitorios constituyen una opción que se ajusta ampliamente a las necesidades de varios segmentos de la demanda: jóvenes recién emancipados, estudiantes, matrimonios recién constituidos, personas de edad que abandonan superficies amplias, etc. La combinación precio-prestación de este tipo de inmueble lo consolidan como uno de los mejor comercializables del mercado. De hecho, según se desprende de la encuesta inmobiliaria bimestral, éstos son los que normalmente encabezan el ránking de situación sectorial. Esta serie de motivos ha pesado en el diagnóstico de muchos inversionistas que, buscando resguardar sus fondos y ante la perspectiva de un mercado inmobiliario en ascenso y alquileres en alza, se abocaron a la construcción de edificios de departamentos. De los 9,5 mil departamentos que se construyeron desde 1992, más del 30% se llevó a cabo en los dos últimos años. Pero, como ya se dijo, además de la cantidad interesan los aspectos cualitativos. Los departamentos representan casi el 60% de la nueva construcción y, dentro de esta categoría, hay una gran concentración de unidades chicas. Según el estudio que ya se comentó en el Box 1, el 82% de los nuevos departamentos construidos es de un dormitorio o funcional, 15% de dos dormitorios y el 3% restante corresponde a departamentos más amplios. Frente a este panorama se renueva el interrogante si hay en el mercado cabida para tal cantidad de unidades, sobre todo teniendo en cuenta que éstas se agrupan bajo una misma tipología. Un primer dato que podría indicar un principio de sobreoferta es la moderación en los valores locativos,

<sup>7</sup> Fuente: INDEC - Censo Nacional de Población y Vivienda 2001 y 1991.

frente a una demanda que tiene muchas opciones para comparar, que incrementa sus exigencias y una oferta interesada en cerrar negocios y comenzar a percibir una rentabilidad de sus inversiones.

- *Abaratamiento del alquiler frente a la compra.* Durante la convertibilidad e incluso durante un tiempo posterior a la devaluación, el valor de la cuota de un crédito hipotecario se equiparaba a un alquiler estándar, por lo que muchos optaron por endeudarse y salir del mercado locativo para transformarse en propietarios. Actualmente, si bien los préstamos hipotecarios son convenientes respecto a tasas y costos, el fuerte incremento en el valor de la propiedad da lugar a cuotas elevadas, que exceden el límite de afectación impuesto por los bancos y que determinan pagos significativamente superiores a los de un alquiler. Sumado a esto, las rebajas que las locaciones han acusado en los últimos meses refuerzan todavía más el diferencial en favor de la demanda de alquiler. Hoy en día alquilar es más barato que comprar y es por ello que el mercado de compraventa se ha retraído y que el correspondiente indicador de situación se encuentra ya en valores negativos, en tanto que las locaciones todavía exhiben un saldo de demanda positivo.
- *Baja incidencia del crédito hipotecario.* Como ya se ha mencionado anteriormente, las condiciones bajo las cuales se ofrecen los créditos hipotecarios actualmente son altamente atractivas si se las compara con las vigentes durante la convertibilidad y más aún en el actual contexto inflacionario. No obstante, según una estimación realizada por el CREEBBA<sup>8</sup> el mercado potencial de créditos hipotecarios es reducido: solamente un 10% de la población con ingresos estaría en condiciones de superar el requisito de ingresos netos mínimos exigido. Se trata de unas 15 mil personas en tal condición frente al universo de más de 140 mil individuos con ingresos en la ciudad. De acuerdo a los parámetros asumidos, cada una de estas personas podría endeudarse, en promedio, en unos 35 mil pesos en el caso de cancelar la deuda en 10 años y en algo más de 50 mil con un plazo de 20 años. A partir de estas cifras, puede tenerse una noción aproximada de cuál sería la capacidad de endeudamiento en caso de acreditarse ingresos familiares totales. Es evidente que, con la revalorización experimentada por los bienes raíces, estos montos servirían para cubrir sólo una parte del requerimiento para una vivienda. Solicitar montos mayores no sería factible por superarse la relación cuota-ingresos permitida o no calificar el ingreso familiar. Quiere decir que actualmente la incidencia del mercado crediticio está prácticamente acotada a complementar ahorros de los particulares, eventualmente necesaria para definir una operación, pero que no impulsa sustancialmente la dinámica del mercado como sí lo hizo durante la segunda mitad de la década del noventa.
- *Merma en compras de productores agropecuarios.* Así como la campaña 2004-2005 fue récord en producción, rendimientos y valor de la producción, generando buenos ingresos al sector, la campaña siguiente arrojó resultados contrarios, principalmente como consecuencia de la sequía en la región y de la serie de intervenciones gubernamentales aplicadas sobre la actividad. Como dato ilustrativo, se tiene que el valor de la producción de trigo se redujo un 60% con respecto al año previo, mientras que la intervención en el mercado ganadero determinó una pérdida de ingresos por 150 mil millones de pesos y una descapitalización estimada en 320 mil. Con estos resultados, la merma en el ingreso sectorial se tradujo, entre otras cosas, en una menor demanda inmobiliaria por parte de los productores de la región.

<sup>8</sup> Ver IAE 86, mayo 2006, "Banca personal: aspectos de la oferta crediticia actual".

## Conclusiones

El mercado inmobiliario y la actividad de la construcción evidenciaron un crecimiento con escasos precedentes en la ciudad. Varios elementos puntuales confluyeron en el despegue

del sector. Como resultado, la construcción superó los récords de actividad de los noventa y el mercado inmobiliario asumió una fuerte dinámica, con precios en alza y una recuperación del valor en dólares de la propiedad inmueble con respecto al período de la convertibilidad.

El fenómeno no es exclusivamente local. A nivel del país y principalmente en capital y en los centros urbanos más importantes, hubo un despegue de la construcción y del mercado de bienes raíces. El desempeño sectorial excedió la simple recuperación tras la crisis recesiva de la economía argentina y se tradujo en crecimiento genuino. Sin embargo, agotadas algunas de las condiciones impulsoras del *boom* y frente a un escenario local e internacional que impone nuevos condicionantes, la pregunta es cómo ajustará el mercado.

Tanto en el país como en el mundo se habla de la “burbuja inmobiliaria”, en otras palabras, el aumento en el precio de los activos inmobiliarios por encima del crecimiento económico general, es decir, de un nivel sostenible en el tiempo. Ante la certeza que el mercado tiene que ajustar en algún momento, la pregunta es cuándo y de qué modo será ese ajuste.

A nivel local, la fuerte expansión de la demanda derivó en una rápida respuesta de los precios inmobiliarios. Hay quienes definen este comportamiento como una burbuja, teniendo en cuenta que muchas propiedades han excedido su valor en dólares predevaluación y que el ajuste general de las cotizaciones ha superado la inflación, el aumento del costo de la construcción y la tasa de crecimiento de la economía. Sin embargo, es claro que no resulta preciso hablar de burbuja en el sentido que está definido mundialmente el fenómeno, ya que lo que a nivel local se constata en la actualidad es un nivel de demanda no sostenible y un ritmo de actividad con indicios de desaceleración, con lo que resulta razonable esperar un freno en la apreciación real de los inmuebles. Si el mercado deja de convalidar los valores de referencia, probablemente a partir de ahora se asistirá a un ritmo de actividad más moderado, con negociaciones más extensas en el tiempo y que contengan contraofertas de mayor magnitud que finalmente terminarán aceptándose. Esto es más probable que un ajuste negativo general en los valores inmobiliarios, del que prácticamente no hay antecedentes. Es esperable en cambio que el nivel promedio de precios se estabilice y que luego el ajuste vaya produciéndose naturalmente, cuando la inflación general avance y el valor de la propiedad quede necesariamente alineado con valores aceptables para el mercado y sostenibles en el tiempo. ■