



El barrio Herengracht, Ámsterdam, donde vivió Pieter Fransz.

# ¿Puede caer más el precio de la vivienda?

Prakash Loungani

**Desde una perspectiva histórica, lo que caracteriza los precios de la vivienda no es la tendencia, sino la volatilidad**

EN 1625, Pieter Fransz construyó una casa en Ámsterdam, en el nuevo barrio de Herengracht. Cuando la República Neerlandesa se convirtió en una potencia mundial en la década de 1620 —y Ámsterdam creó el primer gran mercado de valores y mercados de productos básicos y futuros— el precio de la casa se duplicó en menos de una década. En el curso de los tres siglos siguientes, el precio bajó durante guerras, recesiones y crisis financieras, y cada vez se recuperó (Shorto, 2006). Cuando la casa cambió de manos en la década de 1980, su valor real (es decir, ajustado según la inflación) apenas se había duplicado en 350 años. Como inversión, no fue muy rentable.

De hecho, desde una larga perspectiva histórica, los precios de las casas de Herengracht se caracterizan no por su tendencia, sino por sus ciclos (véase el gráfico 1): la innovación y la prosperidad los empujaron continuamente al alza durante años y, aparentemente justo cuando se perfilaba la certeza de que así continuarían, un shock los echó por tierra.

Desde fines de la década de 1990, los precios de las casas

de Herengracht, y de Ámsterdam en general, se duplicaron en 10 años, y luego comenzaron a caer en picado. Ese movimiento formó parte de un ciclo mundial de auge y colapso. En Estados Unidos, los precios de la vivienda se dispararon, alimentados por innovaciones en los mecanismos de financiamiento. También subieron en Irlanda, paralelamente a una escalada histórica del crecimiento; en España y Australia, gracias a la inmigración; y en Islandia, como parte de un *boom* generado por una expansión tremenda del sector financiero nacional. En 2006, los precios

comenzaron a bajar, primero en Estados Unidos y luego en otras regiones (véase el gráfico 2).

Este ciclo de auge y colapso está considerado comúnmente como un factor importante en la crisis financiera mundial, la amenaza económica más peligrosa que ha enfrentado el mundo desde la Gran Depresión. Comprender las causas de los ciclos de los precios de la vivienda y la manera de moderarlos es importante para mantener la estabilidad macroeconómica, a nivel tanto nacional como mundial.

Necesitamos preguntarnos qué sabemos sobre la incidencia y la amplitud (las variaciones de precios entre máximos y mínimos) de estos ciclos a escala internacional, qué es lo que

## El ciclo de los precios de la vivienda

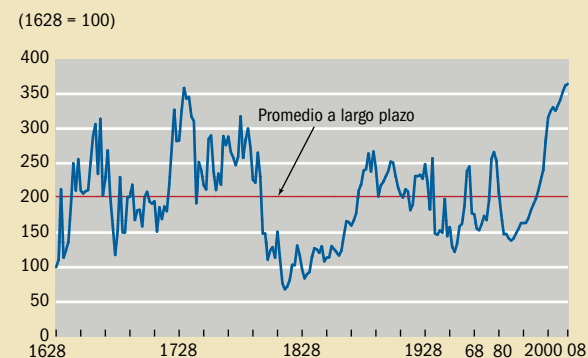
El alza de los precios de la vivienda en 18 economías avanzadas<sup>1</sup>, que arrancó a mediados de la década de 1990 y continuó durante un decenio, eclipsa el de los ciclos anteriores. La caída iniciada hace tres años sigue su curso.

Ciclo	Alza		Baja	
	Duración	Movimiento de los precios <sup>2</sup>	Duración	Movimiento de los precios <sup>3</sup>
De 1970 a mediados de los noventa	21 trimestres	+40%	18 trimestres	-22%
Mediados de los noventa a 2010	41 trimestres	+114%	13 trimestres	-15%

Fuente: Igan y Loungani (de próxima publicación).  
<sup>1</sup>Alemania, Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza.  
<sup>2</sup>Precios reales, de mínimos a máximos.  
<sup>3</sup>Precios reales, de máximos a mínimos.

Gráfico 1  
Perspectiva a largo plazo

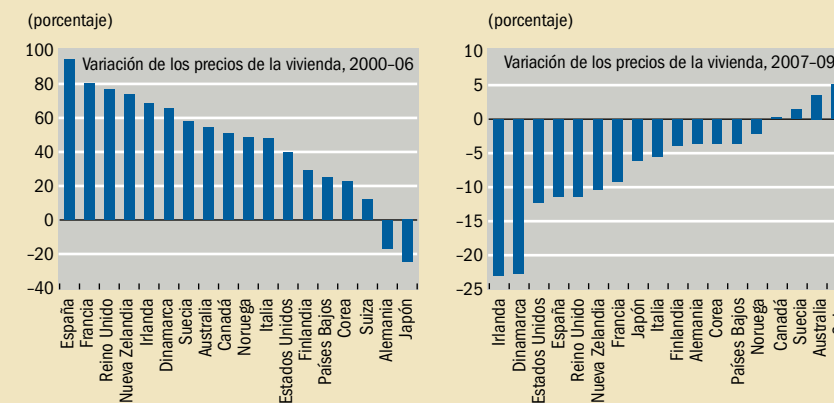
Entre 1628 y 2008, los precios de la vivienda en el barrio de Herengracht subieron y bajaron, pero en promedio el precio real se duplicó.



Fuente: Eicholtz, Piet M.A., 1997, "The Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1628-1973", *Real Estate Economics*, actualizado hasta 2008 por Eicholtz.

Gráfico 2  
Todo lo que sube termina bajando

En 2000-06, los precios de la vivienda subieron en la mayoría de las economías avanzadas. El declive desde 2007 es igualmente generalizado.



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

los impulsa y qué nos revela este análisis sobre el futuro.

## Los ciclos de la vivienda en cifras

Establecer puntos de inflexión en una serie de datos económicos es un proceso más fiable cuanto más atrás se remonta la serie. Los precios que llegan a la década de 1600, como en el barrio de Herengracht, son la excepción, no la regla. Pero en muchos miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), los datos nacionales sobre los precios de la vivienda se remontan a 1970, un plazo suficientemente largo para distinguir ciclos de precios.

## Los precios de la vivienda: ¿Fundamentos o burbujas?

Robert Shiller es famoso por haber predicho el *crash* bursátil de 2000–01 en Estados Unidos (véase *F&D*, septiembre de 2008). En 2003, advirtió que los precios de la vivienda estadounidense también contenían una “burbuja”; es decir, habían subido muy por encima del nivel que podían sustentar los fundamentos económicos, como el crecimiento de los ingresos, las tasas de interés, los cambios demográficos y los costos de la construcción. Shiller mostró que la relación entre los precios de la vivienda y los alquileres y los ingresos nunca había sido tan alta en un siglo.

Shiller considera que esas burbujas se forman porque las expectativas en torno a los precios de los activos a menudo son producto de historias y percepciones sociales de la realidad, así como de una confianza excesiva en los desenlaces felices. El comportamiento corrupto y antisocial de algunos puede ampliar la burbuja. En el caso del mercado de la vivienda estadounidense, según Shiller, la gente se aferró a la idea de que los precios nunca caen o de que el desenlace en esa ocasión sería diferente. La colocación de préstamos hipotecarios en manos de personas que obviamente no tenían manera de reembolsarlos y la conversión de esos préstamos en valores negociables contribuyeron a exacerbar las consecuencias de estas impresiones erradas.

Entre 1970 y mediados de la década de 1990, en promedio el alza de los precios de la vivienda en 18 economías de la OCDE duró poco más de cinco años, y en términos reales (ajustados por inflación) los precios subieron en promedio 40% (véase el cuadro). Las caídas duraron por lo general cuatro años y medio, y los precios bajaron alrededor de la mitad de lo que habían subido en la fase precedente.

Ese es el telón de fondo del ciclo corriente, que comenzó más o menos entre mediados de los años noventa y comienzos de la década de 2000 en la mayoría de los países. El alza de este último ciclo duró el doble del promedio de los anteriores (41 trimestres, en lugar de 21) y fue más pronunciada, ya que los precios aumentaron casi el triple.

Por el contrario, James Kahn, de la Universidad de Yeshiva, y Robert Rich, del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, afirman que la escalada de los precios de la vivienda en Estados Unidos puede explicarse apelando a fundamentos económicos, sobre todo las expectativas en torno al aumento de los ingresos. Su análisis sugiere que la fuerte alza ocurrida entre mediados de la década de 1990 y 2007 se basó en la creencia de que el aumento de la productividad se traduciría en un aumento ininterrumpido del ingreso. Esa dinámica se invirtió en 2007, cuando el crecimiento de la productividad pareció haberse desacelerado, sofocando el auge de la vivienda y desbaratando un sistema de hipotecas que se sustentaba en un aumento constante de los precios de la vivienda. Aunque el crecimiento de la productividad estadounidense había comenzado a perder vigor en 2004, no quedó en evidencia hasta 2007, de acuerdo con Kahn.

Kahn sostiene también que debido a la naturaleza relativamente inelástica de la oferta de la vivienda, los precios pueden aumentar más rápido que los ingresos cuando el crecimiento económico es superior al promedio y pueden caer drásticamente cuando el crecimiento aminora. El ciclo de auge y colapso vivido recientemente es una manifestación perfecta de la amplificación resultante de la respuesta de los precios a la variación de los determinantes fundamentales.

## Las fuerzas detrás de los ciclos de precios de la vivienda

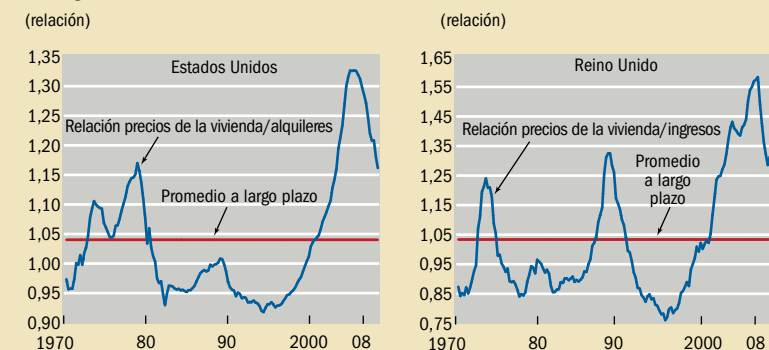
Los precios de la vivienda atraviesan los ciclos que muestra el cuadro por obra de relaciones a largo plazo y fuerzas a corto plazo.

**Relaciones a largo plazo:** De acuerdo con la teoría económica, los precios de la vivienda, los alquileres y los ingresos deberían moverse en tándem a largo plazo. Para saber por qué, tomemos los dos primeros. Comprar y alquilar son dos maneras de satisfacer la necesidad de albergue y por eso a largo plazo no pueden desfasarse. De lo contrario, la gente compraría en lugar de alquilar, o viceversa, provocando ajustes que terminarían equilibrando los precios y los alquileres.

Gráfico 3

### De la mano

Al igual que en muchos países, en Estados Unidos y en el Reino Unido los alquileres y los ingresos van de la mano de los precios de la vivienda.



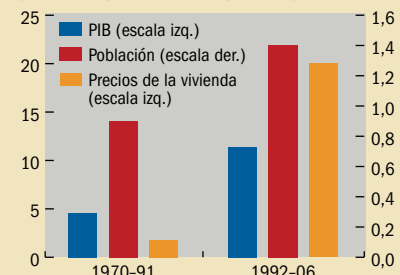
Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Gráfico 4

### Los precios de la vivienda se disparan

El crecimiento vigoroso de los ingresos y de la población puede disparar los precios de la vivienda, como sucedió en Irlanda a partir de 1992.

(crecimiento porcentual anual promedio)

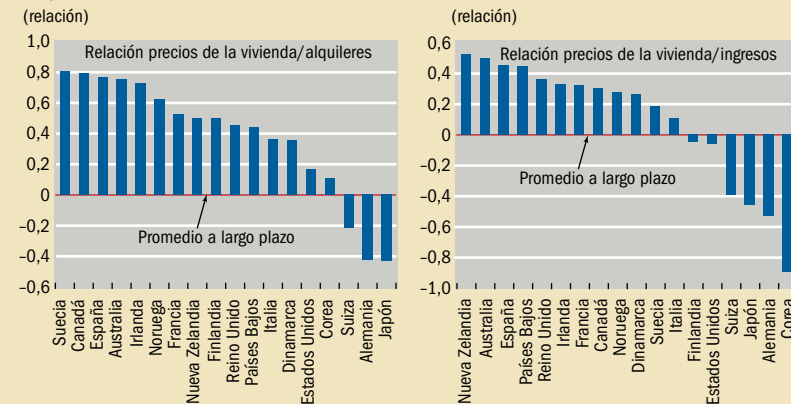


Fuente: Cálculos del autor basados en datos del FMI y de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Gráfico 5

### ¿Cuánto más pueden bajar?

Aun habiendo disminuido sustancialmente, la relación entre los precios de la vivienda y los alquileres y los ingresos se mantiene por encima de los promedios a largo plazo en la mayoría de las economías avanzadas.



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Nota: El promedio a largo plazo corresponde a 1970–2000. La relación corriente es hasta fines de 2009.

leres. Análogamente, a largo plazo, los precios de la vivienda no pueden alejarse demasiado de la capacidad de compra de la gente; es decir, de sus ingresos.

Observemos estas relaciones en Estados Unidos y el Reino Unido (véase el gráfico 3). La relación entre los precios de la vivienda y los alquileres en Estados Unidos retomó su promedio a largo plazo cuatro veces entre 1970 y comienzos de la década de 2000. Los precios subieron mucho más que los alquileres en los años setenta, pero entre 1980 y 2000 la relación precios/alquileres cayó ligeramente por debajo del promedio a largo plazo. Entre 2000 y 2006, esa relación se ubicó muy por encima del promedio a largo plazo y desde entonces se mueve nuevamente hacia él. Es decir, según este indicador también, siguiendo la amplitud de los ciclos anteriores, es posible que la corrección no haya agotado su curso. En el Reino Unido, la relación entre los precios de la vivienda y el ingreso traza una trayectoria parecida. Entre 1970 y 2000, se ubicó en torno al promedio a largo plazo, con un par de desviaciones fuertes. Desde 2006, la relación desciende hacia el promedio a largo plazo, pero aún está muy por encima de él.

**Determinantes a corto plazo:** Mientras que las relaciones a largo plazo actúan como un ancla, a corto plazo los precios de la vivienda efectivamente fluctúan, en muchos casos con bastante fuerza y durante períodos prolongados. Una demanda con un fuerte ímpetu los empuja al alza, a menudo en un grado que no se puede atribuir del todo a fuerzas elementales. Irlanda es un buen ejemplo (véase el gráfico 4). En 1992–2006, Irlanda gozó de un sólido crecimiento del ingreso, de más de 10% al año, más del doble del promedio de las dos décadas previas. El crecimiento de la población también repuntó después de 1992. El aumento de los precios de la vivienda fue perfectamente proporcional a estos factores: casi 20% anual entre 1992 y 2006; o sea, 10 veces la tasa de las dos décadas anteriores.

Una razón por la cual los precios de la vivienda trepan con tal rapidez es que la oferta no se puede ajustar rápidamente. Otra es la interacción del mercado de la vivienda y los mercados financieros. Como la vivienda sirve de garantía, el aumento de los precios puede retroalimentarse: cuando sube el valor de la garantía, los bancos están dispuestos a prestar aún más a los hogares, lo cual aviva el auge de precios.

Además, las fuerzas fundamentales no explican íntegramente todos los movimientos de precios en todos los países en todo momento. Como señalan el economista de Yale Robert Shiller y otros economistas, los precios de la vivienda pueden estar dictados por factores psicológicos y sociológicos, que quizás amplifiquen la respuesta de los precios de la vivienda a las variables

fundamentales (véase el recuadro).

### ¿Más margen de caída?

Pese a los indicios de estabilización, la corrección mundial de los mercados de la vivienda continuó a lo largo de 2009. En las economías de la OCDE, los precios cayeron en promedio alrededor de 5% en términos reales entre el cuarto trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2009.

¿Cuánto más pueden caer? Es necesario tener en cuenta varios factores.

Primero, en la mayoría de los países los precios de la vivienda se mantienen muy por encima de los niveles observados cuando se inició el alza, a comienzos de la década de 2000. Segundo, siguen siendo superiores a los alquileres y los ingresos, que a menudo son sus anclas a largo plazo. El gráfico 5 muestra cuánto más tendría que caer la relación entre los precios de la vivienda y los alquileres y los ingresos en cada país para alcanzar el promedio a largo plazo. Tercero, según los modelos econométricos en 2000–06 los precios de la vivienda subieron en un grado que no puede explicarse por las fuerzas a corto plazo ni por las relaciones a largo plazo: las correcciones registradas hasta el momento no suprimieron en su totalidad los excesos generados por el alza de los precios de la vivienda.

Eso lleva a una conclusión desagradable: los precios de la vivienda aún tienen margen para caer en muchos países. ■

Prakash Loungani es Asesor del Departamento de Estudios del FMI.

### Referencias:

Igan, Deniz, y Prakash Loungani, de próxima publicación, “Global Housing Cycles”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Shorto, Russell, 2006, “This Very, Very, Old House”, The New York Times Magazine, 5 de marzo.