



Dos alternativas de inversión difícilmente comparables de forma rigurosa

# Bolsa VS. sector inmobiliario

La Bolsa y la inversión inmobiliaria son difícilmente comparables. La diferente naturaleza y condiciones de entorno que definen los parámetros de medición de cada una de estas opciones hace de su comparación un trabajo muy complejo y no siempre posible con el rigor necesario. Factores como la liquidez, la volatilidad de los precios, la ausencia de series de datos homogéneas o la dificultad de establecer estrategias similares usando uno u otro producto de inversión son, entre otros muchos, importantes determinantes que limitan los estudios realizados hasta la fecha y obligan a tomar con cautela las conclusiones interperiodales que se obtienen en análisis simples. En este apartado se comentan varios aspectos relacionados con el tema.



**Arturo García,**  
Gerente de Gladius Consulting

Como consideración general, lo primero que debe tenerse en cuenta al establecer una comparación entre dos activos es que el análisis debe hacerse de manera global, es decir teniendo en cuenta todos los aspectos que influyen en la evolución de su valor y no sólo la rentabilidad que ambos ofrecen. Así pues, para poder establecer una comparación entre dos activos con base exclusiva en la rentabilidad es necesario que ambos activos sean homogéneos en el resto de sus características. Como veremos más adelante no se da en el caso que nos ocupa.

## LA RENTA VARIABLE Y LAS VIVIENDAS COMO PRODUCTO DE INVERSIÓN

### TIENEN NATURALEZA DIFERENTE

La naturaleza de una vivienda y una acción como producto de inversión es suficientemente diferente como para que cualquier comparación con base exclusiva en la rentabilidad sea demasiado simplista.

Su liquidez es muy distinta. La volatilidad, también. Los rendimientos que se obtienen de ambos activos son diferentes (dividendos vs. alquileres), los riesgos que les afectan y los conocimientos para su gestión son sustancialmente distintos, etc.

## RELACIÓN RENTABILIDAD-RIESGO

Una comparación más amplia (sin considerar todavía muchos otros aspectos que difieren entre ambos activos) debería considerar la relación rentabilidad - riesgo de ambas inversiones (acciones e inmuebles).

El riesgo se define normalmente como la volatilidad del activo. En caso de acciones, la volatilidad de cada acción y de cada fondo de inversión es perfectamente medible. En el caso de los inmuebles, no es así. No hay datos en el mercado de la volatilidad de inmuebles. Además, chocaríamos otra vez con que para la mayoría de los inversores no se le aplicaría el dato de la volatilidad general de los inmuebles en España, sino la volatilidad de los inmuebles de su cartera. Por ejemplo, un inversor en inmuebles que tenga, en su ciudad, 2 viviendas, 1 local comercial y 10 plazas de garaje ¿qué volatilidad tiene en su cartera de inmuebles?

## RENTABILIDAD TOTAL

Incluso considerando únicamente la rentabilidad de ambos activos, se debería utilizar la rentabilidad total, para lo que serían necesarios disponer de datos de las variaciones en el precio de ambos activos, inmuebles y acciones, y de las rentabilidades por alquileres, en el primer caso, y por dividendos, en el segundo. Además, deberíamos tener en cuenta las implicaciones fiscales de ambas inversiones (tanto en su compra, como en su venta, dividendos, alquileres, etc.), comisiones aplicables, etc. La complejidad de esta comparación es alta, y más si consideramos las variaciones legales que ambas fiscalidades tienen a lo largo del tiempo. Pero, aún disponiendo de los anteriores datos, hay que insistir en que no se podrían establecer comparaciones generales. En el caso de invertir en la Bolsa en renta variable se conoce la rentabilidad de la inversión por cotización y por dividendos. En el caso del arrendamiento de un inmueble, sólo cada propietario sabe qué rentabilidad está obteniendo lo que dependerá, de manera



> importante, de la suerte que tenga con sus inquilinos, el tiempo que éstos ocupen el inmueble y disminuyan así la tasa de desocupación del mismo, el trato que los inquilinos den al inmueble, las habilidades negociadoras con los mismos, la facilidad y puntualidad en el pago de los alquileres, reparaciones y rehabilitaciones que haya que hacer, etc.

#### CRISIS BURSÁTILES E INMOBILIARIAS

Se suele decir que los inmuebles nunca bajan. Las acciones, por contra, sí. Sin embargo, esta afirmación es demasiado general. Cuando se profundiza en ella, normalmente se empieza a matizar en el sentido de que es una afirmación válida para España (en otros países sí ha habido crisis inmobiliarias con bajadas de precios sustanciales de los inmuebles), y además se trata de las viviendas (las oficinas, por ejemplo, sí sufren bajadas de precios, incluso las de las mejores localizaciones).

Pero incluso hablando de viviendas, habría que matizar. Las viviendas de segunda residencia en la costa bajaron en muchos casos en los años 1991-1995. Por otro lado, en la mayoría de los pequeños pueblos españoles, con unos habitantes con una edad cada vez mayor y con crecimiento poblacional claramente negativo, la demanda de viviendas es prácticamente nula.

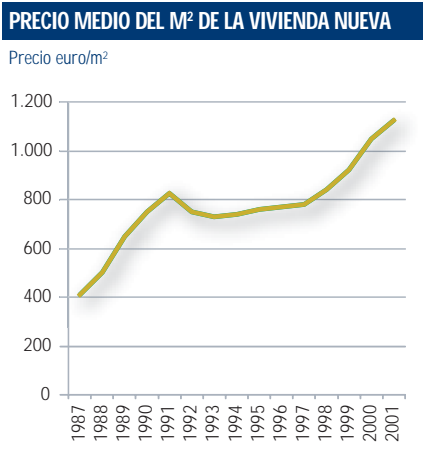
Es decir, los inmuebles que no sufren bajadas de precios son las viviendas en ciudades medianas y grandes. Incluso estas viviendas en el período 1991-1996 estabilizaron o disminuyeron suavemente sus precios y, si se tiene en cuenta la inflación, hubo una disminución real de su precio, aunque no fue sustancial.

En este sentido, convendría recordar una de las frases más repetidas en el sector financiero: "rentabilidades pasadas no aseguran rentabilidades futuras". No hay ninguna razón por la que esta afirmación no se puede aplicar también a las viviendas.

Además, aunque el precio medio de la vivienda en España no haya experimentado bajadas sustanciales, los inmuebles propiedad de un inversor sí han podido experimentarlo.

#### LOS DATOS DE RENTABILIDAD DE LOS INMUEBLES NO SUELEN SER APLICABLES A LA GENERALIDAD DE LOS INVERSORES

Normalmente, para ilustrar la afirmación de las bondades de la inversión en inmuebles se ofrecen datos de los aumentos experimentados por los precios de las viviendas en España



en los últimos años, utilizando índices del precio de las viviendas del total nacional, o de cada comunidad autónoma, o en algún caso, de las ciudades más importantes de España. Estos índices del precio de la vivienda pueden compararse con el bursátil.

Sin embargo, mientras que cualquier persona puede invertir sin ningún problema en el IGBM, y tener una cartera diversificada de

### La naturaleza de una vivienda y una acción como producto de inversión es suficientemente diferente como para que cualquier comparación con base exclusiva en la rentabilidad sea demasiado simplista

acciones a pesar de que sus ahorros sean escasos, no se puede decir lo mismo respecto a los inmuebles.

Hay muy pocos inversores que puedan permitirse tener una cartera diversificada de viviendas que replique los índices utilizados. Lo usual es tener alguna(s) vivienda(s) en la ciudad en la que vive o en sus cercanías.

En la comparación de la muestra la evolución del precio de la vivienda en el conjunto nacional desde 1987 hasta el 2002 y la rentabilidad que ha ofrecido el IBEX-35 en ese mismo período, el indicador inmobiliario esconde una gran dispersión de cifras entre las diferentes comunidades autónomas que aportan datos a la serie. Así, mientras Extremadura y Galicia han multiplicado por 2,4 el precio medio de la vivienda en este período tempo-

ral y se sitúan en la franja más baja del espectro, Cataluña lo ha multiplicado por 4,9, las Islas Baleares por 4,5 y la Comunidad de Madrid por 4,4 y se sitúan en la zona más alta del grupo. Es decir, el aumento del precio de las viviendas en España depende sustancialmente de su localización. Cada propietario de viviendas, dependiendo de la ubicación de las suyas, habrá obtenido una rentabilidad distinta. Dando un paso más, el precio de las viviendas no varía igual en todas las poblaciones de cada comunidad autónoma (por ejemplo, en Valladolid, Soria, Ponferrada, Arévalo o Guijuelo, aunque todas estén en Castilla - León), ni siguiera en los barrios de una misma población.

Por lo tanto, llegamos a la siguiente conclusión: la comparación del precio de los inmuebles o de las viviendas con la Bolsa no se puede hacer en términos generales. Si un inversor es propietario de uno o dos inmuebles, la rentabilidad de los mismos puede diferir sustancialmente de las medias que se publican en los medios de comunicación respecto al sector inmobiliario.

Dicho de otra manera, si un inversor en inmuebles no puede replicar de manera aproximada los índices inmobiliarios publicados (por ejemplo: precio medio de vivienda nueva en España, o en la Comunidad Autónoma de Madrid, o en Cataluña), la comparación de éstos con los índices bursátiles no le afecta.

Esto es similar a las personas que tienen acciones de 1 ó 2 empresas de la Bolsa española y para comparar las bondades de su inversión en la Bolsa utilizan la rentabilidad conseguida por el Ibex o el IGBM. Es un error. Por último, se puede comentar la posibilidad de que un inversor con una cantidad relativamente pequeña de dinero puede conseguir una buena diversificación en inmuebles de sus ahorros acudiendo a los fondos de inversión inmobiliaria o a la inversión en acciones de compañías inmobiliarias. Pero se podría aplicar el mismo comentario: en este caso, las rentabilidades que se deben comparar no son las publicadas referentes a índices medios del precio de las viviendas, sino las que él esté obteniendo con sus productos de inversión.

#### LAS BONDADES DE LA INVERSIÓN EN INMUEBLES O EN LA BOLSA DEPENDEN DEL PERÍODO HISTÓRICO QUE SE COMPARE

En los últimos años es fácil leer la superioridad de la inversión en inmuebles. Sin embar-



go, en la segunda mitad de los noventa eran las acciones bursátiles quienes ofrecían unas rentabilidades imbatibles.

Actualmente, con la bolsa en horas bajas, leer los aumentos del precio de las viviendas en los últimos años provoca el deseo de los inversores. Sin embargo, los incrementos de las cotizaciones desde 1996 hasta el 2000 eran, incluso, mayores.

Para poder establecer una mejor comparación quizá debería analizarse períodos más largos, sin embargo, esto no es fácil. Mientras que disponemos de datos históricos exactos de la Bolsa desde el principio de la misma, no hay índices fiables de la rentabilidad de los inmuebles a largo plazo.

**LOS ÍNDICES DE INMUEBLES MÁS LARGOS QUE SE SUELEN MANEJAR HACEN REFERENCIA A LAS VIVIENDAS Y EMPIEZAN EN 1980**

Basándome en esta limitación de los datos y los condicionantes expuestos anteriormente, me ha parecido conveniente presentar al lector una sencilla comparación dividida en tres períodos que da una idea de la evolución de ambos mercados entre 1980 y 2002.

**PERÍODO 1980 - 2001**

La **Tabla I** incluye datos del incremento del precio de las viviendas desde 1980 hasta

<b>TABLA I. 1980-2001: VIVIENDA Y BOLSA POR PAÍSES</b>		
	Numero de veces por las que se ha multiplicado el precio de las viviendas 1980-2001	Numero de veces por las que se ha multiplicado el Índice Bursátil de referencia 1980-2001 <sup>1</sup>
España	8,3	20,9
Reino Unido	4,9	10,2
Estados Unidos	2,6	10,6
Japón	1,5	1,6
Alemania	1,3	10,4

*Fuente: The Economist, 28 de marzo de 2002, Bolsa de Madrid y elaboración propia*  
 (3) Los índices utilizados para el cálculo son: para España, Índice General Normal; para el Reino Unido, FTSE 100; para Estados Unidos, S&P 500; para Japón, NIKKEI 225; y para Alemania, DAX 30.

2001 en varios países<sup>(1)</sup> y se compara con el incremento del índice bursátil nacional.

En el caso de España, el precio de las viviendas se multiplicó por 8 veces, mientras que la Bolsa lo hizo por 21 veces, sustancialmente mayor (para calcular la ganancia real, habría que descontar la inflación, superior en nuestra nación que en el resto de países analizados).

Habría que completar estos datos añadiendo que las crisis económicas de la década de los 70 y la inestabilidad política española afectó especialmente a la Bolsa española que cayó un -73% desde los máximos de 1974 hasta el cierre de 1980. En los años posteriores, la recuperación bur-

sátil mostró una gran fuerza. En otro país, los Estados Unidos, la tasa anual compuesta del crecimiento del precio de las viviendas fue del 5,11% (la real fue del 0,87%) entre 1980 y 2001, mientras que el S&P 500 creció a un ritmo del 11,09% anual.

Únicamente en Japón el incremento del precio de las viviendas y la Bolsa fue similar.

**PERÍODO 1987 - 2001**

El **Gráfico 1** incluye el precio medio de la vivienda nueva para el total nacional desde 1987 hasta 2001<sup>(2)</sup>.

En este otro período temporal, los precios de la vivienda en el total nacional se multiplicaron aproximadamente por 3,8, mientras que el IBEX-35 se multiplicó aproximadamente por 2,5 (sin embargo, este período olvida los años 1985 y 1986, en los que la Bolsa consiguió rentabilidades del 36% y 108%, respectivamente cada año, sustancialmente superiores a las de las viviendas).

**PERÍODO 1995 - 2002**

Si analizamos el período 1995 - 2002, el precio de la vivienda nueva en el total nacional experimentó un aumento del 84%, mientras que el IBEX-35 lo hizo en 66%. En este período, 13 comunidades autónomas tuvieron un incremento de su vivienda superior a la del índice bursátil, y 4 inferior. □

(1) Fuente: The Economist, 28 de marzo de 2002, y elaboración propia.

(2) Boletín Económico del Banco de España, septiembre de 2002, pp.: 51-61

# LA BOLSA DEL NUEVO MILENIO

## VISITA GUIADA AL PALACIO DE LA BOLSA Y SU EXPOSICION



**VISITAS INDIVIDUALES**

Horario: A las 12.00h. de Lunes a Viernes  
 Departamento de Promoción de Mercado  
 Telef: 91.589.22.64

**VISITAS EN GRUPOS**

**Centros de Enseñanza Secundaria (Grupos de 30 personas como máximo)**  
 Reservas: Dpto. de Comunicación y RR EE. Celsa Blanco  
 Teléfono: 91.589.13.10. e-mail: cblanco@bolsamadrid.es

**Otros grupos (Grupos de 25 personas como máximo)**  
 Reservas: Dpto. de Promoción de Mercado. Carmen Galindo  
 Teléfono: 91.589.22.64. Fax: 91.589.14.17.  
 e-mail: cgalindo@bolsamadrid.es

