

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Alejandro González y Alejandro Vera



ABRIL 15 DE 2010

EDICIÓN 42

MERCADO INMOBILIARIO INTERNACIONAL: EL CASO DE LOS REITS

Los ciclos económicos, a nivel global, suelen estar determinados por los ciclos del mercado hipotecario. Esta aseveración económica tiene dos grandes sustentos empíricos: a) la principal riqueza que construyen los hogares a lo largo de sus vidas está representada por su vivienda, la cual tardan unos 20-30 años pagando; y 2) cerca de una tercera parte de la cartera crediticia (incluyendo la titularizada) se refiere al mercado inmobiliario. Así pues, lo que les ocurra a los hogares determinará en buena medida la sostenibilidad de la relación que existe entre su principal activo (su vivienda) y su principal obligación (su deuda hipotecaria).

Estos ciclos hipotecarios tienden a ser marcados, pues tras grandes auges (que incitan al sobreendeudamiento y a los sobrepuestos de las viviendas) vienen grandes desvalorizaciones (con disparo de la relación deuda hipotecaria/valor de la vivienda). Así, muchos hogares pierden sus viviendas y los bancos terminan siendo propietarios de activos desvalorizados hasta en un 50%, los cuales deben administrar. La sola cesación del flujo de interés hipotecario ha llevado a la quiebra a muchas entidades financieras. Pues bien, esta historia se ha repetido una y otra vez: Gran Bretaña (1990-1994), Tailandia (1997-2000), Colombia (1998-2001) y, más recientemente, en Estados Unidos, Gran Bretaña, y España (2007-2010).

A pesar de estas fluctuaciones, existe un gran negocio global alrededor del

Los REITs son compañías que adquieren u operan activos inmobiliarios de distintos tipos.

La característica fundamental es que ejercen “buen criterio” a la hora de invertir en el sector inmobiliario.

mercado inmobiliario, conocido como los *Real Estate Investment Trust* (REITs). Éstos cuentan con un instrumental financiero diversificado, precisamente para poder enfrentar los ciclos económicos. De una parte, las inversiones en activos inmobiliarios se hacen con criterios de largo plazo y, de otra parte, la presión poblacional hace cada día más válido el criterio de inversión inmobiliaria: ubicación, ubicación y ubicación, tornándola en una buena opción de inversión.

Esta edición de *Enfoque* analizará el papel que han venido desempeñando estos REITs y cuál es su actual situación poscrisis (2010). En el caso de Colombia, veremos el desarrollo regulatorio que han experimentado y sus perspectivas.

¿Qué son los REITs?

Los REITs son compañías que adquieren u operan activos inmobiliarios de distintos tipos. La característica fundamental es que ejercen “buen criterio” a la hora de invertir en el sector inmobiliario, donde al menos un 75% de sus inversiones debe destinarse a ese sector, sin importar si se trata de proveer capital o deuda. También deben contar con numerosos accionistas-inversores (usualmente de tres dígitos). Al igual que muchos fondos de inversión, los REITs reciben tratamiento tributario especial, ya que deben distribuir al menos un 90% de su utilidad entre sus accionistas, lo cual tiende a eximirlos de impuestos corporativos.

Los REITs adelantan operaciones patrimoniales o de *equity*. Éstas consisten, por ejemplo, en adquisición de inmuebles para rentarlos y cobrar cánones de arrendamiento por períodos prolongados. Otro tipo de operación común es la concesión de créditos a los propietarios de inmuebles o la adquisición de hipotecas (conocidas como *Mortgage Backed Securities*). Las firmas que adelantan este tipo de operaciones se les denomina REITs hipotecarios. Finalmente, están los REITs que combinan las operaciones de *equity* con las de crédito apoyadas en garantía-hipotecaria, los cuales se conocen como REITs híbridos.

El auge de los REITs se remonta a los años sesenta en Estados Unidos. Muchos de ellos se “listaron” en la bolsa, aun-

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



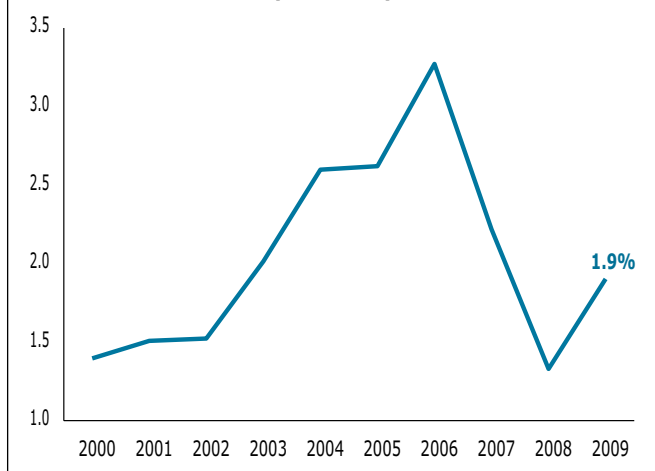
ABRIL 15 DE 2010

PÁGINA 2

que existen otros que operan como Fondos de Capital Privado (FCPs). Estos últimos REITs usan otros criterios a la hora de entrar a liquidar su inversión. Actualmente, el valor de las inversiones de los REITs bordea el 1.9% del PIB en Estados Unidos, cerca de US\$270.000 millones (ver gráfico 1). El período de auge de los REITs se presentó entre 2002-2006, alcanzando un valor del 3.3% del PIB. Sin embargo, la crisis del período 2007-2008 los golpeó fuertemente, cayendo a valores de tan sólo el 1.3% del PIB al cierre de 2008.

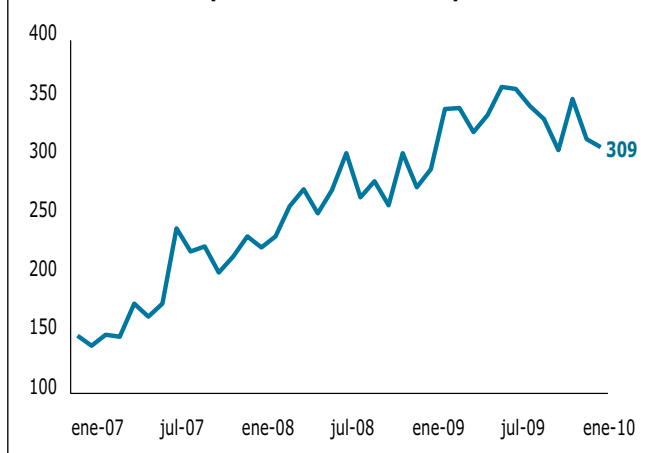
Los REITs invierten principalmente en inmuebles no residenciales. Las inversiones cobijaban principalmente inmuebles del área de la salud (13%), centros comerciales (11%) y oficinas (11%) al corte de junio de 2009. La razón de endeudamiento de los REITs hipotecarios dedicados a financiar propiedades no residenciales ascendía a cerca del 90%. Se trata de un sector altamente apalancado, donde las fluctuaciones en sus ocupaciones han golpeado fuertemente su flujo de caja, haciendo difícil servir la elevada deuda. Se estima que tan sólo un 13% del portafolio de los REITs en Estados Unidos cobijaba el área residencial a junio de 2009.

Gráfico 1. Capitalización de los REITs en Estados Unidos (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Nareit y BEA.

Gráfico 2. Número de propiedades en proceso de dación en pago en Estados Unidos (valor mensual en miles)



Fuente: RealtyTrac.

¿Cuál será el futuro de REITs tras esta grave crisis inmobiliaria en Estados Unidos, donde se habla de una “segunda ola” de *subprime* para el sector no-residencial? Pues bien, los precios de muchos inmuebles han caído tanto, que ahora se especula que podría ser un buen momento para adquirir algunos de ellos.

Por ejemplo, el índice nacional de precios de la vivienda residencial en Estados Unidos, el conocido Case-Shiller, mostraba desvalorizaciones hasta del 20% anual a principios de 2009. Ahora los precios parecen estar nivelando, al registrar caídas de sólo un 2.5% anual al último trimestre del 2009. A pesar del programa TARP (*Troubled Asset Relief Program*), por valor de US\$700.000 millones, las daciones en pago ya acumulan cerca de tres millones de propiedades, registrándose 309.000 durante diciembre de 2009 (ver gráfico 2).

Así, los bancos que han recibido dichos inmuebles en dación en pago están deseosos de deshacerse de ellos, para recuperar caja y frenar sus gastos administrativos, y los REITs serían un buen vehículo para readquirirlos, muchos de ellos a “precios de ganga”. Obviamente, la incógnita que enfrentan los REITs es saber el momento en que el empleo y la actividad económica se recuperarán para revitalizar

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



ABRIL 15 DE 2010

PÁGINA 3

la demanda por dichos inmuebles. La idea es aprovechar “ese punto de giro” en la demanda, usufructuar su arriendo durante un tiempo y después salir a venderlo, cuando el precio inmobiliario se haya recuperado.

Los REITs en Colombia

Hasta hace poco, las compañías dedicadas al negocio inmobiliario en Colombia no incorporaban estas características de los REITs. No existía la “cultura” de reunir a grandes grupos de inversionistas para realizar adquisiciones inmobiliarias con criterios de largo plazo. Habían sido las grandes compañías de construcción las protagonistas en este frente.

Fue a través del Decreto 2175 de 2007 que se permitió la creación de las llamadas *carteras colectivas*. Estas carteras permiten diversos instrumentos de inversión, incluyendo específicamente las carteras colectivas inmobiliarias. Éstas deben invertir al menos el 60% de su portafolio en activos inmobiliarios en Colombia o en el exterior, incluyendo titularizaciones hipotecarias o REITs. El Decreto le permite a estas carteras celebrar pactos de compraventa de inmuebles, aún en desarrollo, y las obliga a determinar criterios de diversificación (según mercado comercial o residencial, oficinas, centros comerciales, etc.).

Entre los desarrollos más importantes se cuenta el Patrimonio de Estrategias Inmobiliarias (2007), incluyendo inmuebles no residenciales en Bogotá, Cali y Medellín. También se ha constituido un

*Fue a través del
Decreto 2175 de 2007
que se permitió en
Colombia la creación
de las llamadas
carteras colectivas.
Estas carteras permiten
diversos instrumentos
de inversión, incluyendo
específicamente
las carteras colectivas
inmobiliarias.*

FCP (Inverlink Estructuras Inmobiliarias) con una política amplia de inversión, entre otros.

Unos potenciales demandantes de dichos REITs locales son las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs). Sin embargo, dichas AFPs tan sólo mantienen un 0.2% de su portafolio en estas opciones frente a un potencial del 5%. En el caso de los FCPs, la tenencia es del 1.4% frente a un máximo reglamentario del 15%. Es claro que se trata de inversiones en REITs y en FCPs que todavía tienen un gran potencial por desarrollar.

Conclusiones

Hemos analizado cómo la crisis financiera internacional (2007-2009) golpeó fuertemente el sector inmobiliario en Estados Unidos, dado su excesivo apalancamiento. Ello provocó la peor recesión en tres décadas. Esta crisis no sólo contagió la intermediación bancaria de Estados Unidos, sino que generó riesgo sistémico global, que sólo ahora parece estarse conteniendo.

Dado que buena parte de la burbuja provino del sector hipotecario, nos preguntábamos por las perspectivas de los negocios inmobiliarios. Vimos cómo ese negocio de los REITs fue uno de los más golpeados, perdiendo prácticamente la mitad del valor invertido. Sin embargo, ya parece estarse dando una coyuntura de “reflotación” de sus activos y el mercado percibe que puede haber buenos puntos de entrada, a medida que el índice de precios Case-Shiller empieza a salir del plano negativo.

En el caso de Colombia, dichos REITs han surgido recientemente, tras la reglamentación de las carteras colectivas (Decreto 2175 de 2007), acompañadas de algunos Fondos de Capital Privado. Dado el período poscrisis inmobiliaria global, seguramente tomará un tiempo adicional dinamizar estos mercados a nivel local. De hecho, los inversionistas institucionales todavía mantienen una baja proporción de sus activos en dichos REITs y FCPs, mientras se conocen y se desarrollan mejores métodos de valoración de estas inversiones de largo plazo.

Escribanos sus comentarios a: vduran@deceval.com.co o crojas@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.