

# BIENES RAÍCES RESIDENCIALES- VALORES DESPUÉS DE LA CRISIS SUBPRIME

W. BRITT GWINNER <sup>1</sup>

- 1 W. Britt Gwinner es Licenciado en Ciencia Política de la Universidad George Washington, EE.UU., con estudios de MBA en Finanzas y Máster en Políticas Públicas de la Universidad de Chicago, EE.UU. Es también Analista Financiero Colegiado (Chartered Financial Analyst, CFA). Actualmente se desempeña como Especialista en Financiamiento de Viviendas en la Corporación Financiera Internacional (International Finance Corporation, IFC) para América Latina y el Caribe del Banco Mundial. Ha participado en el desarrollo de mercados de financiamiento de viviendas en varios países, incluyendo México, donde él asesoró, en el rol de las instituciones financieras de propiedad del Estado, el desarrollo de subsidios de vivienda para personas de bajos ingresos, la conversión de hipotecas en valores y seguros por el incumplimiento hipotecario; Perú, donde trabajó con un banco de segundo piso perteneciente al Estado en el rediseño de sus productos financieros para usuarios de ingresos medios; y en China, donde organizó seminarios para altos ejecutivos del gobierno sobre mercados de vivienda y desarrollo del financiamiento de viviendas. También ha producido análisis y evaluaciones de los mercados de financiamiento de viviendas en varios otros países. Anteriormente, trabajó en gestión de riesgo financiero en el Banco Mundial. Participó en el desarrollo de requerimientos de capital en base a riesgo para Fannie Mae, Freddie Mac y los bancos Federal Home Loan, además de algunas empresas Fortune 500.

Los bienes raíces y las viviendas en particular, como instrumento de inversión, constituyen un buen negocio para cualquier inversionista con un horizonte de inversión de largo plazo, en particular para las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

Este breve artículo está ordenado de la siguiente manera. Primero, se describe a grandes rasgos algunos aspectos de la demanda habitacional en el mundo, tocando los temas relacionados con el crecimiento y la urbanización, el tamaño de la deuda hipotecaria en distintos países, el financiamiento habitacional y la explicación de los bienes raíces como una clase de activos. Posteriormente, se analiza brevemente la reciente crisis subprime. Finalmente, el artículo termina con algunos temas de reflexión para el futuro, por qué los fondos privados de pensiones no han invertido tanto en bienes raíces y cómo incentivar esta actividad.

## I. La fotografía básica: la demanda habitacional en el mundo

### *Crecimiento y urbanización*

Los datos que entrega el Banco Mundial<sup>2</sup> permiten mostrar que en todos los países, desde la década del 60, el crecimiento económico ha conllevado a un proceso de creciente urbanización. Por ejemplo, en Chile, en el año 1962, la tasa de urbanización (% de población urbana) era de 69,4% y el ingreso anual per cápita ascendía a USD 600. El resto de los países se encuentra en una posición distinta, pero la tendencia muestra una relación casi lineal entre ingreso per cápita y urbanización, dado que esta última constituye la manera más eficiente de organizar a un país para los activos intereses económicos.

Con el paso del tiempo, cuando se mide en el eje vertical el ingreso anual per cápita y en el eje horizontal la tasa de urbanización, el conjunto de los países han evolucionado hacia la derecha y hacia arriba. Por ejemplo, en Chile en el año 2007 la tasa de urbanización era

2 World Development Indicators, en World Bank Data Visualizer, disponible en Internet: <http://devdata.worldbank.org/DataVisualizer/>

de un 80,2%, tal como otros países ricos y el ingreso anual per cápita de USD 8.190, uno de los más altos en América Latina.

En muchos otros países, como China, India e Indonesia, este proceso de urbanización no ha parado y no ha terminado. En éstos por tanto, existe una oportunidad para los inversionistas institucionales, porque cuando un país se está urbanizando, necesita inversión en infraestructura y cualquier tipo de bienes raíces. Otro tema es que este proceso de urbanización, en la mayoría de países, ha sido mal gestionado y entonces han aparecido los tugurios y las favelas en grandes ciudades como Bogotá, Río de Janeiro, Bombay y Yakarta, y aquí existe otra oportunidad para inversionistas en reconstruir la parte mal construida de estas ciudades.

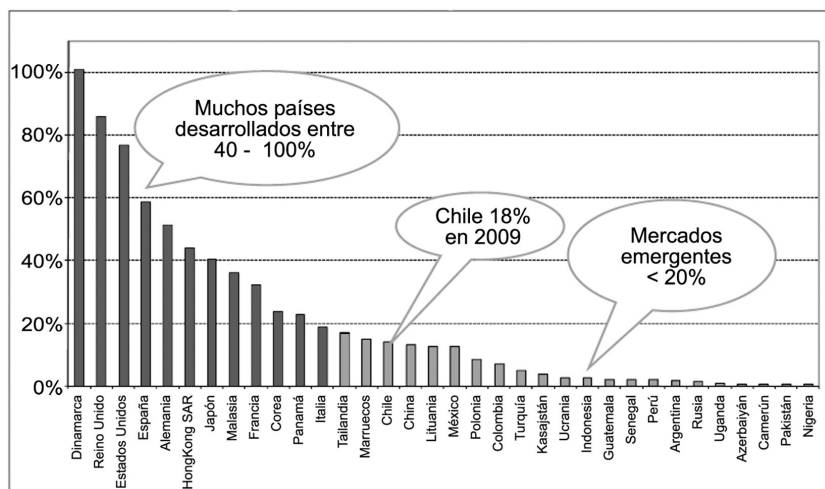
### ***Bienes raíces: una historia de muchos mercados***

En el Gráfico N° 1 se puede apreciar la deuda hipotecaria como porcentaje del PIB en algunos países seleccionados en el año 2009.

En general, en los países emergentes no existe financiamiento para hacer esta reconstrucción y podemos ver que los países desarrollados tienen aproximadamente entre 40% y 100% de su PIB en forma de crédito hipotecario y éste no es subprime, sino que es un crédito de buena calidad y con éste se puede financiar una vivienda digna a las personas de ingresos medios y bajos en países como Noruega, Francia o Estados Unidos, con dividendos o cuotas adecuadas. En tanto, en los países en desarrollo, los mejores tienen cerca del 20% de su PIB como deuda hipotecaria (Chile tiene 18%), pero la gran mayoría de los mercados emergentes tiene menos del 5% de crédito hipotecario como porcentaje del PIB, como por ejemplo Perú con un 2,5%.

GRÁFICO N° 1

DEUDA HIPOTECARIA COMO % DEL PIB PAÍSES SELECCIONADOS, 2009



FUENTE: ELABORADO POR EL AUTOR EN BASE A DATOS DEL BANCO MUNDIAL Y DE LOS BANCOS CENTRALES DE LOS DISTINTOS PAÍSES.

### Financiamiento habitacional y crecimiento

Dado el proceso de urbanización y dada la demanda habitacional insatisfecha, en los países emergentes el financiamiento habitacional está muy conectado con las nuevas construcciones y por ende con los factores de producción domésticos, como el trabajo y los materiales. Además, en la fase inicial de desarrollo, el financiamiento hipotecario puede añadir 0,5% de inversión fija como porcentaje del PIB por cada incremento en el tamaño del mercado.

En los países desarrollados, en cambio, el financiamiento de la vivienda está más relacionado al comercio de las viviendas ya existentes y a los ciclos económicos. De hecho, en Estados Unidos hay siete millones de nuevos préstamos cada año, seis millones de los cuales son destinados para las viviendas existentes. Además, en este mismo país, 8 de 10 recesiones fueron precedidas por reducciones en la inversión residencial.

### *Bienes raíces como una clase de activo*

Para los inversionistas, los bienes raíces como una clase de activos tienen una larga historia en muchos países. Hay una extensa literatura en Estados Unidos sobre bienes raíces como clase de activo para diversificar la renta de un portafolio y también para proteger contra la inflación. Entonces, este tipo de instrumento resulta idóneo para la inversión de los fondos de pensiones.

En muchos países existe un amplio rango de instrumentos para invertir en bienes raíces. De renta fija podemos mencionar dos tipos. Primero, los Valores Respaldados por Hipotecas Residenciales (Residential Mortgage Backed Securities, RMBS) o Securitizaciones, que son una manera de vender una cartera hacia una entidad legal que emite bonos. Segundo, los Bonos Cubiertos, que constituyen deuda emitida por los bancos que está totalmente garantizada por préstamos hipotecarios comerciales o residenciales, pudiendo existir en la forma de letra hipotecaria, cuando cada hipoteca está fondeada por un fondo mutuo.

También hay oportunidades en acciones (renta variable). Por ejemplo, una gran parte de Manhattan fue construida con inversiones directas, en edificios grandes, de fondos de pensiones de aseguradores en Nueva York.

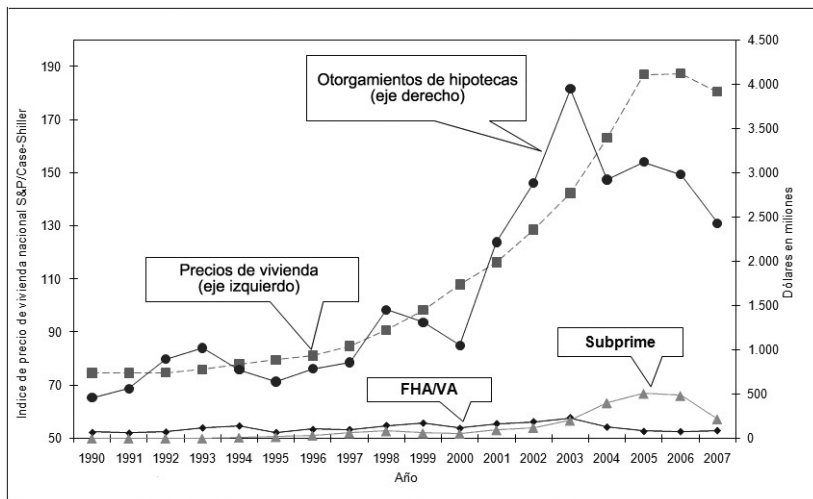
Por último, también existen instrumentos híbridos como los Fideicomisos (Real Estate Investment Trusts), muy comunes en EE.UU. y Asia, y crecientemente utilizados en los mercados emergentes (Colombia, México), y también los Fondos Puros.

## **II. ¿Qué pasó con la crisis subprime?**

Quisiera destacar dos hechos sobre la crisis subprime. Uno es que fue una crisis clásica, de una burbuja, en una clase de activos. El Gráfico N° 2 muestra la evolución del precio de las viviendas en Estados Unidos así como también los otorgamientos de créditos hipotecarios entre los años 1990 y 2007. Al ver la evolución del precio de las viviendas, se puede ver que durante los años de auge hubo un crecimiento muy fuerte presidido por un fuerte impulso en las finanzas. Una parte de este crecimiento en las finanzas, hecho con estándares muy malos, fue subprime y entonces esta disponibilidad de crédito, para la gente que no tenía capacidad de pagarlas, fue un factor primordial para esta crisis. En cambio, en los mercados emergentes no ha existido nada como subprime; en la mayoría de países en desarrollo, la gran mayoría de las hipotecas van más a la gente de los segmentos de ingresos más altos y son originadas siguiendo estándares internacionales. Entonces, fue en breve una crisis externa para la mayoría de países en conexión con este segmento. Una gran excepción de esto ha sido México, debido a su conexión más fuerte con Estados Unidos.

GRÁFICO N° 2

PRECIOS DE LAS VIVIENDAS Y OTORGAMIENTO DE CRÉDITOS EN ESTADOS UNIDOS



FUENTE: S&P CASE-SHILLER, INSIDE MORTGAGE FINANCE.

III. Mirando hacia el futuro

*¿Por qué los fondos privados de pensiones no han invertido mucho en bienes raíces?*

Hay varias restricciones que merecen ser destacadas. Primero, la volatilidad macroeconómica [inflación, políticas inconsistentes, crisis financieras (México '95, Rusia '98 y Argentina '01, entre otras)], la cual unida a las altas tasas de interés reales, ha hecho más atractivo invertir en deuda pública. Una segunda restricción radica en la falta de instrumentos de renta fija de largo plazo y falta de liquidez en el mercado secundario. En tercer lugar, la inversión ha sido canalizada a través de medios personales más que institucionales. Y por último, ha habido un florecimiento de los mercados informales a causa de los fallos en las estructurales legales y normativas.

### *¿Cómo incentivar las inversiones de parte de los fondos privados de pensiones en vivienda?*

Un primer elemento a tener en cuenta es que las menores tasas de interés reales para bonos gubernamentales hacen que la renta fija privada se vuelva más atractiva. Así ha sido la historia reciente de Chile, México, Brasil, Colombia, Indonesia, India y China.

En segundo lugar, promover la existencia de un amplio rango de instrumentos de renta fija de largo plazo, como también de clasificaciones de riesgo, con el fin de alejarse de incentivos a mercados de clasificación triple A, resulta clave. Se debe permitir la securitización, los bonos cubiertos, los fondos puros y los fideicomisos, de manera que el emisor elija el mejor modo de ejecución. También es clave desarrollar el mercado de las letras hipotecarias (Chile como modelo).

En tercer lugar, resulta muy importante promover una mayor liquidez en el mercado secundario de bonos, reforzando la transparencia y la eficiencia. Un modo de hacerlo es que los gobiernos emitan bonos soberanos con plazos consistentes, generando así un benchmark o indicador de referencia para establecer los precios, la liquidez y las dotaciones para los bonos del sector privado.

Por último, se deben mejorar las estructuras legales y normativas de los mercados de viviendas: planificación más eficiente en el uso de los suelos, en el registro de títulos y en los contratos de ejecución.