

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



**FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO INMOBILIARIO**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:  
**LORENA MARJORIE SANTAMARIA FLAMENCO**  
PARA OPTAR AL GRADO DE  
**MAESTRA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

SEPTIEMBRE DE 2010

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

# UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



## AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SÁNCHEZ

SECRETARIO GENERAL : LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHÁVEZ

## AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

VICEDECANO : MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS

SECRETARIO : MÁSTER JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

ASESOR : LIC. RAQUEL AGUILAR AQUINO

TRIBUNAL EXAMINADOR : LIC. RAQUEL AGUILAR AQUINO

MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

SEPTIEMBRE DE 2010

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

# INDICE

INTRODUCCION	iv
I. GENERALIDADES DEL MERCADO INMOBILIARIO	
1. Características, comportamiento de la oferta y la demanda, Establecimiento de precios;	1
2. Funcionamiento del mercado hipotecario primario y secundario;	3
3. Evolución histórica del mercado inmobiliario internacional, crisis hipotecaria y formación de burbujas especulativas;	5
4. Islandia, caso emblemático de la crisis;	9
II. GESTION ESTRATEGICA DE LOS BIENES RAICES	
1. Perspectiva actual;	12
2. Estrategia aplicada a los Bienes Raíces;	13
3. Factores de riesgo que deben evaluarse;	16
III. CONCLUSIONES	19
REFERENCIAS	
Bibliografía;	20
Notas;	21
ANEXOS	24

## INTRODUCCION

Para la comprensión del funcionamiento del mercado inmobiliario es necesario inicialmente, explicar el origen y las características del proceso, en el presente trabajo se hace una reseña del comportamiento del mismo, el de la oferta y la demanda, se repasa la actual crisis financiera y sus causas, destacando que no es la primera vez que sucede y que en cada una de ellas la conducta humana ha tenido un papel protagónico aprovechando la poca o nula intervención del estado, si bien es cierto que esta situación ha permitido su expansión también lo es el hecho que los incentivos particulares lo han sobredimensionado. El mismo modelo económico imperante hoy día ha apoyado su desarrollo con el objetivo del salvaguardarse en sí mismo bajo el pensamiento que entre más propietarios menos ataque al sistema.

En el campo económico normalmente no se pueden ejecutar experimentos para confirmar una teoría específica; sin embargo, en la actualidad, el caso de Islandia se presenta como una ventana para examinar, en un pequeño entorno geográfico, los efectos catastróficos de la crisis, sirve además para observar las consecuencias de la conducta humana que actuó de forma ambiciosa e irresponsable afectando a quienes no tuvieron ninguna responsabilidad en el problema y que al final son quienes terminan pagando lo platos rotos.

Otro punto que se destaca es el hecho de que el mercado inmobiliario se comporta como cualquier otro, que fluctúa según el comportamiento eufórico de los inversores, en este sentido las inversiones a largo plazo en el sector no son más rentables de lo que podrían ser otras opciones como los Bonos del Tesoro.

Por otro lado, cuando se aprende a interpretar el comportamiento y el ciclo del mercado de bienes raíces, se obtiene una ventaja competitiva que ayuda a aprovechar las oportunidades que se presentan. Grandes inversiones se originan en épocas turbulentas como la que hoy vivimos debido al conocimiento y comprensión de su movimiento cíclico. La gestión estratégica de los bienes raíces no debe verse como algo de segundo orden e implica que deben analizarse como un portafolio y no individualmente, el esfuerzo debe orientarse a generar flexibilidad financiera, física y organizacional para su máximo desempeño. Las decisiones en esta área deben enfocarse en la sustentabilidad, es decir, pensando en el largo plazo.

La debida gestión también obliga a efectuar un análisis detallado de los riesgos asociados a los bienes raíces para enfocarse en aquellos que pueden administrarse y delegar en expertos los que por naturaleza las compañías no pueden controlar.

## **I. GENERALIDADES DEL MERCADO INMOBILIARIO**

### **1. Características, comportamiento de la oferta y la demanda. Establecimiento de precios.**

El ciclo inmobiliario tiene fases muy parecidas a las del ciclo económico debido que sus expansiones y contracciones suelen coincidir, la primera de ellas comienza con un incremento de la actividad inmobiliaria, que se ve seguida por una fase de contracción económica a través de tasas muy bajas de crecimiento que incluso pueden llegar a la recesión, dentro de este mismo ciclo se puede después pasar a una nueva recuperación repitiéndose el comportamiento. Estas etapas no son otra cosa que espacios de tiempo que podrían experimentar diferentes términos de duración e intensidad, y en las que cada una de ellas cuenta con características propias que la identifican.<sup>1</sup> Dentro de un mismo país podrían existir fases diferentes a nivel local, regional o por sectores de la industria. Un ciclo concreto, así como su intensidad y duración no necesariamente se repite históricamente ya que existen factores de diversa índole que condicionan más o menos cada uno de las etapas a que dan lugar. Este mercado tiene una notable capacidad de arrastre sobre el resto de los sectores económicos, porque su dinamismo tiene una importante influencia sobre la actividad económica en general, en su entorno juegan un papel muy importante la tasa de interés, la tasa de crecimiento del PIB, la migración, la tasa de natalidad, el tipo de cambio, la distribución del ingreso, el sector construcción y los impuestos.

Cuando hablamos del mercado inmobiliario, nos referimos a cualquier tipo de intercambio económico cuyo fin es la adquisición, la venta o disfrute de un bien inmueble, teniendo por tanto, transacciones de compraventa y de arrendamiento. A diferencia de otros mercados, es difícil fijar un precio objetivo, ya que, incluso inmuebles colindantes pueden diferir enormemente en cuanto a precio se refiere. Su principal problema radica, y ahora más que nunca, en la dificultad de convertirlos en activo, es decir, es un mercado de muy escasa liquidez como consecuencia de los elevados gastos de las operaciones y los trámites necesarios. En cualquier caso, si se gestionan de forma eficiente puede crear valor adicional a través de obtener un precio atractivo de compra, un adecuado manejo de la inversión por medio del arrendamiento y utilización de espacios y la venta del inmueble a precio atractivo. En la figura 1 y 2 podemos apreciar el esquema del ciclo económico y la interacción del sistema.

En condiciones normales la demanda surge de la actividad humana que necesita espacio para albergar y desarrollar sus actividades, por ejemplo las personas requieren viviendas al formar una familia, las empresas públicas y privadas suministran bienes y servicios y para ello demandan espacios para fábricas, oficinas, edificios públicos para la educación y la salud entre otras. La evolución de la demanda de viviendas depende de una serie de factores determinantes que pueden resumirse en tres grupos: demográficos, sociales e institucionales y económicos. En los factores demográficos se incluyen el crecimiento de la población total como resultado de las

variaciones experimentadas por las tasas de natalidad y mortalidad, la intensidad de los flujos migratorios con repercusiones sobre la localización geográfica de la población y la estructura por edades de la población que afecta el número y la tipología de las viviendas demandadas. En el mercado de la vivienda, la rapidez en el movimiento de la oferta ante cambios en la demanda resulta esencial, debido a que si se produce una situación de alza general de precios después es difícil de corregir, precisamente porque los precios de la vivienda son rígidos en cierta forma. El valor de los bienes inmuebles edificados puede descomponerse en una serie de factores, estos elementos son: el valor del suelo, el costo de la construcción, el valor de los gastos de promoción y el beneficio del vendedor; cada uno de ellos tiene un porcentaje de participación que se aplica sobre el valor del suelo y de la construcción.

La teoría, normalmente, nos sugeriría que el precio final es el resultado de la interacción entre la oferta y la demanda, independientemente de las intervenciones del estado que alteren el proceso significativamente o fijen obligatoriamente los precios de venta. Sin embargo, en la realidad se constata que es la apetencia y la capacidad de compra o solvencia de la demanda la que fija los precios, así como la cantidad de inmuebles que se pondrán a la venta en el mercado. De esta forma, un incremento en la capacidad adquisitiva de la demanda motivado por un ciclo de expansión económica trae como consecuencia, en un contexto de oferta rígida del mercado inmobiliario, un incremento del precio y una relativa pequeña ampliación de la oferta. Por el contrario, si el ofertante de un inmueble urbano pretende obtener un precio artificialmente alto, no encontrará compradores para el mismo, lo que conducirá a una nueva reconsideración del precio acorde con los requerimientos de la demanda si es que efectivamente, tiene intención clara de vender el inmueble dentro de un plazo prudente de exposición de la propiedad en el mercado.

De igual manera, y aunque el efecto sea en este caso menos evidente, en ciclos económicos recesivos, la caída de la capacidad adquisitiva de los demandantes conduce a reducciones en los precios. Éstos denotan una gran rigidez a la hora de reflejar las condiciones de la demanda, pero mantener los precios implica no vender y esto trae como resultado el efecto de la inflación que los reduce al menos en la misma proporción que ésta. Por todo ello, hay que concluir que es la demanda la que fija el precio de los inmuebles urbanos.

No sólo el nivel de renta de los consumidores determina su consumo habitacional, a su vez las condiciones de financiación ofrecidas por las entidades de crédito influyen directamente en la demanda residencial. Es así que se puede afirmar que las familias o individuos adquieren sus viviendas por medio de dos mecanismos de financiación diferenciados, el primero es el ahorro previo, que se traduce en la capacidad de los compradores de adquirir normalmente de forma parcial la vivienda, y la segunda es la financiación la vivienda mediante crédito diferido, generalmente hipotecario. En este punto se tiene que destacar que a igual situación en el nivel de ahorro previo y de los precios de mercado de las viviendas de segunda mano, las condiciones de

financiación hipotecarias son decisivas en la definición de la solvencia de la demanda. Cambios en el tipo de interés pueden modificar de forma acusada la capacidad de compra de la demanda y, así, una caída significativa de los tipos de interés, aumenta de manera considerable la solvencia de las personas y, por lo tanto, la demanda misma. La financiación de la vivienda tiene, pues, una participación significativa en el aumento o reducción de la demanda.

La variación de los precios y de los alquileres puede asemejarse a una estructura cíclica; no obstante, se debe destacar en primer lugar que se trata de ciclos con un desarrollo bastante irregular, cada fase de alza o baja puede tener un recorrido bastante desigual que se debe a situaciones, agentes y países de muy distinta naturaleza. Es evidente que entre el ciclo residencial y el del mercado de oficinas pueden existir, tanto en la intensidad como en su duración y amplitud, reacciones no simultáneas, mientras que el primero tiende a ser más estable y reacciona más lentamente, el segundo lo hace más rápidamente y con mayor volatilidad. Una caída fuerte de las rentas de alquileres de oficinas, directamente influida por el menor crecimiento económico y las expectativas de inversión, no arrastra inmediatamente al mercado de la vivienda. El mercado de la vivienda suele manifestar un comportamiento más conservador en sus variaciones y más dependiente de las necesidades inherentes de la población y a la existencia de una política monetaria a través de tipos de interés que pueden ser bajos o altos dependiendo de las políticas ejercidas por los bancos centrales.

## **2. Funcionamiento del mercado hipotecario primario y secundario.**

A inicios de los años 80 se impulsó el pensamiento de que el mercado inmobiliario traería grandes beneficios económicos, y que este podría ayudar a consolidar el apoyo popular para la causa política conservadora, es decir, el sostenimiento del sistema capitalista bajo el supuesto de que una nación de propietarios, podría resistirse más a la elevación de los impuestos y a los ataques de la izquierda contra los negocios; esta corriente se vio fortalecida también con la elección en Estados Unidos de Ronald Reagan y en Inglaterra de Margaret Thatcher. Además, los mercados liberalizados, harían las cosas más fáciles para quienes quisiesen adquirir viviendas mediante hipotecas conforme los controles al crédito se fueran abandonando, y más oferentes entrarían al mercado de préstamos inmobiliarios. Con esta visión se impulsó la creación de instituciones cuyo objetivo era ofrecer financiamiento para la adquisición de viviendas, dando origen a las bases sobre las que años más tarde se crearían complicados instrumentos que detonarían en crisis. (McCune,2008)

Las instituciones primarias de crédito hipotecario, en su mayoría bancos, conforman el mercado primario, y su función principal es garantizarles el préstamo a los consumidores que desean adquirir vivienda. Sin embargo, en Estados Unidos, las instituciones del mercado primario tienen la opción de vender el préstamo hipotecario a entidades del mercado secundario, para adquirir liquidez y así poder conceder nuevos créditos hipotecarios. En el mercado secundario de la

economía estadounidense, se encuentran dos instituciones: *Fannie Mae (Federal National Mortgage Corporation)* y *Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)*, la primera fue creada en 1938 como un instrumento clave de la política económica del país después de la crisis de 1929, para promover la recuperación del mercado hipotecario, y contribuir al crecimiento del mercado financiero para hacer posible la compra de la vivienda en condiciones financieras favorables. En 1968 se convirtió en una sociedad privada, emitiendo sus propias acciones que desde entonces cotizan en la bolsa de valores, y adquirió una serie de condiciones especiales establecidas por el gobierno para sostener tanto el mercado hipotecario como el financiero. Por su parte, *Freddie Mac* también se creó como una empresa privada en el año de 1970 por el Congreso de los Estados Unidos, realizando las mismas funciones de *Fannie Mae* y de esta manera ampliando el mercado secundario del sector hipotecario.

Las instituciones del mercado secundario le compran a los bancos cajas de ahorro o cooperativas; es decir al mercado primario, los préstamos hipotecarios que fueron concedidos a los consumidores. Después de la compra de una hipoteca, *Fannie Mae* o *Freddie Mac* tienen tres opciones: la primera adquirir la totalidad de la hipoteca y mantenerla hasta el momento de su vencimiento; segundo, vender a terceros los denominados títulos garantizados por una hipoteca (*Mortgage-Backed Security, en lo sucesivo los denominaremos MBS*), que a la larga son la unión de varios préstamos hipotecarios apoyados con una garantía; y tercero titularizar nuevamente los MBS, y crear un Canal de Inversión de Hipotecas Inmobiliarias (*Real Estate Mortgage Investment Conduit, en lo sucesivo REMIC*), que finalmente se colocan entre personas naturales y jurídicas.

Los MBS se caracterizan por ser un paquete de créditos hipotecarios que cuentan con la garantía de las instituciones del mercado secundario, por ejemplo, de *Fannie Mae* y *Freddie Mac*. Estos títulos se venden a instituciones financieras privadas que, generalmente, son fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguros quienes, finalmente, por este conducto, se vuelven parte del mercado inmobiliario. Sin embargo, la cadena hipotecaria continúa, dado que una vez los MBS cuentan con la garantía del mercado secundario, los fondos y las compañías de seguros los negocian a diferentes inversionistas, seguros de que en caso de impago, *Fannie Mae* y *Freddie Mac* ejercerán las garantías correspondientes. Por su parte, los REMIC's son instrumentos especulativos derivados de los MBS, donde el flujo de intereses y la cantidad principal se venden por separado como diferentes instrumentos, con características y nivel de riesgo distintos. Bajo este contexto, el funcionamiento del mercado hipotecario en Estados Unidos se basa en una cadena de innovaciones financieras, que si bien han resultado muy sólidas por décadas, han demostrado tener importantes vulnerabilidades como se ha confirmado con la crisis hipotecaria que se vive actualmente. La crisis se originó cuando los bancos empezaron a otorgar préstamos de alto riesgo, es decir con altas probabilidades de impago, lo que hizo que se rompiera la cadena de instrumentos especulativos, bajo el estallido de la burbuja inmobiliaria. En años anteriores, los

consumidores solicitaban un crédito de vivienda para mantenerlo por un período de tiempo, dado que los precios de la vivienda presentaban continuos incrementos, los consumidores lo hacían pensando vender la casa a un precio mayor, de esta manera lograban cubrir el crédito y le sacaban ganancia a la burbuja inmobiliaria; sin embargo, los precios de la vivienda dejaron de crecer y los créditos de alto riesgo empezaron a colapsar, lo que se reflejó en el mercado secundario y sus derivados, dándole lugar a la crisis que estamos presenciando.

### **3. Evolución histórica del mercado inmobiliario internacional, crisis hipotecaria y formación de burbujas especulativas.**

El desarrollo desmedido y desenfrenado conlleva siempre a situaciones de crisis, el mercado inmobiliario no es una excepción en aquellos casos donde el crecimiento no ha sido justificado por una explosión demográfica sostenida y una demanda laboral fundamentada en el desarrollo sostenible. La crisis financiera originada en Estados Unidos a causa de las hipotecas de alto riesgo comúnmente *subprime*<sup>ii</sup> ha provocado que muchos inversores y financieros acudan ahora a revisar la historia de los fenómenos previos para redescubrir e intentar evaluar cómo terminará esta crisis. Sin embargo, un aspecto que debe destacarse es que la explosión de innovación en el mercado es aún más intensa que en otras décadas, muchos financieros han creado productos que distribuyen el riesgo de los créditos por los mercados financieros, alterando el funcionamiento del mismo.

El mercado hipotecario de Estados Unidos antes de 1930 parecería irreconocible con el actual, ya que presentaba tasas de interés variable, primas altas y plazos cortos. Antes de la gran depresión, los propietarios de casa típicamente renegociaban sus préstamos cada año, desde esa época hasta la parte final de la década de los 70s, los depósitos en cuentas de ahorros aportaron casi todo el financiamiento para los préstamos hipotecarios, en esta fase los reguladores obligaron a los prestamistas a financiar activos a largo plazo con obligaciones de corto plazo, una situación de incompatibilidad que a pesar de sus desperfectos permitió que el sistema funcionara hasta mediados de los 60s debido en gran medida a que la inflación y las tasas de interés eran estables. Hacia la parte final de esta década estos dos indicadores comenzaron a aumentar haciendo subir el costo de los ahorros para financiar este mercado, en respuesta a esta situación el Congreso de los Estados Unidos se vio obligado a iniciar un proceso que culminaría 20 años más tarde con la transformación del mercado hipotecario, es decir, pasó de ser un sistema financiado a través de depósitos a uno financiado por el mercado de capitales, en 1968 fue creada para ese fin la *Government National Mortgage Association* conocida como *Ginnie Mae*, la cual compraba hipotecas garantizadas por Federal Housing Authority and Veterans Administration. (Green, 2005).

Un modelo mejor para analizar los hechos actuales sería lo que sucedió el 19 de octubre de 1987, cuando el Dow Jones sufrió su mayor caída al desplomarse un 22%, fue un crash que contagió a

las bolsas de Europa y de Japón. Este colapso bursátil, que puso de manifiesto la interconexión entre las distintas bolsas del mundo, ocurrió en el marco del miedo a una recesión económica de Estados Unidos, un país que contaba con un enorme déficit presupuestario y que había caído en un aumento desmesurado del gasto público, ambas a consecuencia del sobreendeudamiento del sistema, la de ahora ha sido por lo mismo, por una falta de capacidad de pago de hipotecas de alto riesgo. También se puede comparar con la crisis de 1998, cuando una tormenta en los mercados financieros de Asia provocó un inesperado impago sobre la deuda rusa, la crisis de este año fue debido a un *hedge fund*<sup>iii</sup> en concreto, que fue mal gestionado; ahora, la crisis obedece a un producto en general, las subprime. Las tres crisis, la de 1987, la de 1998 y la actual, presentan en común que, previamente, vivieron períodos largos de bonanza económica lo que, de forma natural, de acuerdo con la comportamiento humano, condujo a la euforia de los inversores y a la relajación de los mecanismos de control, también se asemejan en que el epicentro se localiza en Estados Unidos y después se extiende rápidamente hacia el resto de economías.

Sin embargo, al contrario que en la crisis de 1998, las tasas de crecimiento de los países desarrollados y emergentes son significativas. La particularidad de agosto de 2007 hace referencia a la existencia de instrumentos y técnicas financieras, como la titularización y los derivados de crédito avanzados, que no existían entonces a tal nivel. Ahora se puede apreciar cómo unos préstamos concedidos en un lado del mundo pueden ocasionar pérdidas de fondos de inversión minoristas por el resto del mundo. La segunda gran diferencia respecto a crisis anteriores está en la actuación desarrollada por los reguladores, que consiste en la inyección de liquidez en el sistema y, en segundo lugar, en la reducción, en el caso de Estados Unidos, o el mantenimiento en el caso europeo de los tipos de interés.

Una crisis de liquidez lleva consigo una crisis de confianza, las actuales turbulencias en los mercados han surgido por la desconfianza de los bancos a prestarse dinero entre ellos, porque desconocen cuál es su solvencia real, no tienen la certeza de volver a recuperarlo y tienen miedo de que estén expuestos a los problemas de las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos, una situación que amenaza con dañar, por extensión, a otros países. Las intervenciones de los reguladores han servido para amortiguar la caída, que no es poco, pero no suficiente para contrarrestar los miedos en los inversores, los gobiernos deberían proporcionar mucha más información porque cuanto más información y más transparencia; mejor, deben revelar los datos reales que indiquen la presencia de salud en la economía y en el crecimiento económico. Las empresas deben centrarse en los stakeholders<sup>iv</sup> y sobrevivir en los mercados u obtener una ventaja competitiva sostenible mejorando su intuición estratégica. Al final, una compañía que crea beneficio para los accionistas y se comporte de forma responsable y ética ante la sociedad y los diversos participantes de la empresa, será la que sobreviva y prevalezca en los mercados.

Pero, ¿quiénes son los países más asustados ante la actual crisis? Los analistas no creen, en absoluto, que sean los latinoamericanos, estos son países que, por costumbre, aguantan más momentos de tensión, ya están más que acostumbrados a sobrevivir momentos de crisis. En las próximas décadas, los mercados latinoamericanos podrían experimentar grandes tasas de crecimiento económico y desarrollo siempre y cuando sean capaces de dotarse de modelos organizativos sólidos que estimulen de forma simultánea la innovación y la eficiencia, las economías latinoamericanas son ricas en recursos naturales y en materias primas, algo cada vez más apreciado en el mundo de escasez y el escenario crecimiento económico en el que vivimos, sólo hace falta ese otro gran factor de crecimiento económico que es la organización.

Definir quién es el responsable de la crisis no es tan sencillo, probablemente, igual que ocurrió con el caso Enron, la responsabilidad es múltiple, cada grupo de agentes tiene su responsabilidad en el resultado final; analistas, reguladores, empresarios, agencias de calificación de riesgos, medios de comunicación, inversores; asimismo las agencias de calificación de riesgos podrían haber desempeñado un papel más relevante en las primeras fases, de modo que la crisis como tal no se hubiera producido; sin embargo, la responsabilidad es difusa y múltiple. En este caso, la política mundial juega un papel determinante en la regulación para abordar este tipo de situaciones, el papel que debe desempeñar es velar porque la parte económica crezca mediante un crecimiento sostenido, regular transparentemente los mercados financieros y las responsabilidades en caso de situaciones de riesgo, prácticamente se debe evaluar la liquidez necesaria, la gestión estratégica de riesgos, intercambiar información sobre las operaciones transfronterizas y supervisar las agencias de calificación. (Kaplan, 2009)

Cuando la confianza vuelva a los mercados, la burbuja se desactivará, generando un reajuste a la economía. Cada burbuja tiene su propio período de desactivación, son más peligrosas las burbujas en los mercados reales y llevan más tiempo para desactivarse, que las burbujas como esta, relativa a los mercados financieros. Cuando los sistemas vuelven a tener capacidad de pago, entonces se desactiva; sin embargo, se prevé que el impacto de la actual crisis será desacelerar ligeramente las tasas de crecimiento. De la crisis de agosto de 2007, se pueden sacar tres conclusiones: por un lado, los períodos largos de bonanza económica alimentan la euforia y la especulación que conducen a burbujas y fallos de mercado, también que la economía no se mueve por modelos económicos fácilmente predecibles y que el tipo de interés es un arma de doble filo. Pensar exclusivamente en contener la inflación, cuando se produce un problema de crédito, puede producir un efecto no deseado y llevar a la desconfianza creciente en los mercados. Por último, en ausencia de indicadores e información al respecto, los reguladores deben actuar con diligencia y decisión, dejándose llevar por el propio mercado, con el único y exclusivo fin de que éste no pierda la confianza y, en su caso, restablecerla. Las políticas

crediticias deben revisarse para saber la capacidad de pago de las personas o entidades que van a adquirir financiamiento y distinguir muy bien entre tipos de interés fijo y tipos de interés variable. Finalmente, el mercado financiero opera a gran velocidad y, no se toma conciencia de los riesgos incurridos. (Rodrick, 2009)

La combinación de elevada liquidez y un período de bajas tasas de interés en la mayoría de los países desarrollados es considerada como el disparador del boom inmobiliario que se vive desde principios del año 2000. Tanto en el mercado inmobiliario de los EEUU como en el de Europa, las operaciones se realizaron con un fuerte apalancamiento financiero. En Europa, prácticamente se tomaba un 80%-90% de deuda para la compra de un inmueble. Entonces, al ser excelentes las condiciones financieras a nivel mundial con tasas récord, más la falta de otras alternativas con buen rendimiento, se provocó que el mercado de los bienes raíces se retroalimentara por la falta de otras alternativas en los países desarrollados, muchos inversores habían perdido la confianza en los mercados financieros, luego del desplome bursátil de las punto com. en el año 2000. Frente a ese panorama, el mercado de bienes raíces lucía sumamente atractivo. Este ha sido el disparador del mercado en EEUU, los países europeos (a excepción de Alemania), Australia, Sudáfrica y China (Japón es la otra excepción a este boom generalizado). En algunos estados de los EEUU como California y Florida, el precio promedio de casas llegó a crecer al 20% anual. Mientras que en Francia y España, los incrementos superaron el 15% anual.

En las principales economías de la región latinoamericana (Brasil, México, Argentina y Chile) se vive el boom inmobiliario de otra manera, ya que las causas y las magnitudes difieren con respecto a los países desarrollados. La principal causa de este repunte inmobiliario a partir del año 2002 se debe esencialmente a la estabilidad económica con fuerte crecimiento que se experimentó en la región, donde una parte importante de los recursos fueron invertidos en el sector inmobiliario, cuyos precios se habían desplomado en el año 2001. En México, la razón de este desplome se debió a los atentados terroristas de las Torres Gemelas, que afectaron al mercado mexicano por su cercanía de los EEUU y por la proporción de inversión extranjera directa de origen estadounidense, en Brasil y Chile, en cambio, la crisis argentina tuvo su efecto contagio en el mercado de bienes raíces, cuando en México comenzó la recuperación económica, los precios de las propiedades en los tres países sudamericanos estaban fuertemente subvaluados.

Mientras que el aumento de los valores de la construcción en España y en los EEUU se dio a partir de condiciones de financiación de tasas bajas, en Argentina la compra de las propiedades en el segmento premium se hizo con recursos propios, sin financiamiento. Si siguen subiendo las tasas, ninguno de estos compradores se va a ver apremiado por una cuestión financiera y va a tener que salir a vender sus propiedades, cosa que sí sucedería en los otros países. Otro aspecto que impulsa a los mercados latinoamericanos es la llegada de inversores externos, que en montos beneficia principalmente a México y Brasil, frente a una progresiva caída en la

rentabilidad de las inversiones inmobiliarias en países desarrollados por la saturación del mercado, muchos inversores y desarrolladores eligen apostar en proyectos ubicados en países emergentes.

El mercado financiero de la vivienda se ha vuelto menos imperfecto con el paso del tiempo, pareciera que el desarrollo del mercado secundario de hipotecas a mediados de los años 80 contribuyó para tal efecto. Las innovaciones en los inicios de esta década constituyen una respuesta para la crisis en el mercado hipotecario, que aunque fue más pequeña en magnitud que la actual, presenta algunas similitudes. En esa época el problema fue inflación y el riesgo asociado de la tasa de interés que los prestamistas eran incapaces de manejar, por lo que las innovaciones implementadas se ocuparon de esos problemas y mayormente tuvieron éxito. Los descensos rápidos en las tasas de interés que ocurrieron entre 1985 y 2005 nunca desestabilizaron el mercado. El problema esta vez fue el riesgo asociado al precio de las casas y las instituciones de préstamos que no estaban preparadas para el derrumbe de los mismos en 2005 como no lo fueron para tasas de interés en alza a finales de los años 70. Una respuesta para la crisis actual podría ser el desarrollo de instrumentos que permitan a los inversionistas intercambiar el riesgo de precio de las casas del mismo modo que las innovaciones de los años 80 dejaron a los inversionistas intercambiar el riesgo de la tasa de interés. (Gerardi, 2009)

Usualmente, el exceso de confianza nos lleva a pensar que los mercados seguirían siempre una determinada tendencia o dirección, y el caso del comportamiento de los individuos en el mercado inmobiliario no es la excepción; por lo general, se invierte en propiedades bajo el supuesto que son las inversiones mas seguras; sin embargo, la historia nos plantea que la adquisición de éstos no genera rendimientos superiores a los de cualquier otra inversión. Por ejemplo, los holandeses, que son buenos para conservar números, saben los precios de cada una de las casas que fue vendida en los últimos 400 años. Los ciclos de subida y de bajada ocurren cada 20 o 30 años, pero si se hubiera comprado una casa de éstas y si se hubiera conservado durante esos 400 años, habría ganado menos que si se hubiera invertido en títulos del Tesoro, simplemente porque este es un mercado como cualquier otro, cuyos sobresaltos son a consecuencia del efecto rebaño.<sup>v</sup> (Wharton, 2009)

#### **4. Islandia, caso emblemático de la crisis.**

Dentro de la economía no se pueden efectuar experimentos de forma adrede para comprobar una teoría como si se puede hacer en campos de la física o la mecánica por mencionar dos ejemplos. Sin embargo, Islandia constituye lo que podríamos llamar un experimento ilustrativo en el campo de la economía y donde se refleja en una pequeña área geográfica los efectos de la crisis, la desregulación del mercado y la poca o nula intervención del estado; por otro lado, se ponen de

manifiesto los resultados de la conducta humana no enfocada en la sustentabilidad sino en intereses particulares de pequeños sectores e incentivos<sup>vi</sup> fuera de contexto. (Unterman, 2009)

Islandia no es un país emergente o en desarrollo, es un país pequeño con alrededor de 300,000 habitantes calificado por la ONU con un alto índice de desarrollo humano, sus habitantes poseen un nivel de vida elevado con una renta per cápita de 56,000 dólares, la mano de obra es altamente calificada y gozaban de una tasa cero de desempleo. Esta economía había experimentado un crecimiento económico envidiable, en el período comprendido entre 2004 y 2007 su renta incrementó un 25%, a esta fecha experimentaban un superávit de más del 5% del PIB y un ratio de deuda abajo del 30%.

A pesar de estos indicadores impecables, en el marco de la crisis se ha visto en la penosa necesidad de pedir ayuda al Fondo Monetario Internacional por un monto de 6,000 millones de dólares para hacer frente a la crisis financiera y cambiaria que afrontan. Al ser una isla alejada de Europa, tenía un sistema financiero y económico más o menos equilibrado y el efecto de la globalización contribuyó a facilitar fuertes entradas de dinero externo, como muchas facilidades a los bancos islandeses a financiarse en el exterior. Este efecto, junto al exceso de ambición de los 3 bancos privados islandeses y de algunos jóvenes y orgullosos empresarios, les llevaron a endeudarse e invertir parte de este dinero en la propia Islandia provocando fuertes alzas en la bolsa y el mercado inmobiliario.

Las causas se remontan al momento en el que se hicieron las reformas liberales como la desregularización de los mercados financieros y la privatización de los bancos. En 2001, los bancos fueron desregulados en Islandia, esto dispuso el escenario para que los bancos cargaran las deudas acumuladas por empresas extranjeras, la crisis se reveló cuando éstos llegaron a ser incapaces de refinanciar sus deudas. Entre las primeras medidas que se han tomado ante la crisis está el hecho de que la Autoridad de Supervisión Financiera Islandesa nacionalizó el mayor banco del país, el Kaupthing, e intervino las otras dos entidades más importantes el Landsbanki y el Glitnir. Los tres representaban cerca del 90% del sistema bancario del país, durante años, el crecimiento de éstos se vio impulsado por los bajos tipos de interés a que podían endeudarse en todo el mundo para, a su vez, prestar esos fondos, y no sólo en Islandia.

A finales de 2007, los activos bancarios equivalían al 800% del PIB y se extendían por países como el Reino Unido, Suecia, Noruega, Finlandia o Dinamarca. Pero esa rueda de endeudamiento e inversión se detuvo en el verano de 2008 cuando ya nadie quiso prestar más a los bancos islandeses. La falta de confianza hizo estragos en los bancos islandeses porque los mercados no creyeron que el gobierno tuviese capacidad para respaldar el sistema bancario. Algunos de los países en los que operaban las entidades islandesas ya habían tenido que salir al rescate, en mayo de 2008, los bancos centrales de Suecia, Noruega y Dinamarca concedieron un

crédito de 1.500 millones de euros a su homólogo islandés para fortalecer su moneda y estabilizar la economía del país. La crisis financiera de Islandia estuvo acompañada de un deterioro de las variables macroeconómicas, la inflación se disparó hasta el 14%, una subida acentuada por el derrumbe de la divisa islandesa, a principios de el año 2008 un euro se cambiaba por unas 62 coronas, mientras que en octubre de ese mismo año el tipo de cambio que mostraba la página del banco central, el Sedlabanki, era de 150, una depreciación que podría asfixiar el comercio exterior de un país que depende fuertemente de las importaciones. El Consejo de gobernadores del Banco Central de Islandia subió los tipos de interés hasta el 15,5% que a finales de 2005 habían estado en 8% en un intento de frenar el desplome de la corona islandesa y hacer frente a las fuertes presiones inflacionistas.

El gobierno pidió asesoramiento al FMI e incluso se pensó en la posibilidad de solicitar un programa de ayuda económica, negoció con Rusia los términos de un préstamo de 4.000 millones de euros, el gobierno británico no tuvo reparos en provocar una crisis diplomática, parte de las operaciones del Kaupthing en el Reino Unido fueron intervenidas y el gobierno de Gordon Brown invocó la legislación antiterrorista para proteger los ahorros de unos 300.000 ciudadanos británicos en Icesave, filial online del Landsbanki, y anunció su intención de congelar activos de la entidad por 4.000 millones de libras esterlinas equivalentes a 5.000 millones de euros. El primer ministro, Geir Haarde, aseguró el 11 de Octubre de 2008, que "atendería todas las obligaciones" de los depósitos de sus bancos en el extranjero y, por tanto, en el Reino Unido. La rama británica del holandés ING Groep ha llegado a un acuerdo para quedarse con los depósitos propiedad de unos 180.000 ahorradores británicos en Kaupthing Edge y en Heritable Bank, perteneciente al Landsbanki. Los tentáculos de la hecatombe islandesa llegaron también a Alemania, donde unos 30.000 ahorrantes se encontraron con que sus cuentas en Kaupthing Edge, habían sido intervenidas. En resumen, en lo que respecta a calidad de vida y poder de compra, Islandia había retrocedido 10 años.

El sismo fue de tal magnitud que provocó una pequeña revolución y derivó en un cambio de gobierno, una coalición de socialdemócratas. Y el nuevo gobierno tuvo que pedir prestado al FMI, que tutela la política monetaria y la fiscal con las recetas habituales. Con un desafío importante, uno de los tres grandes bancos, cuando ya no podía financiarse en los mercados, abrió una sucursal por Internet llamada Icesave y captó miles de millones de euros en Holanda y Reino Unido, ahora los dos países reclaman esa deuda, casi 4.000 millones de euros a pagar en 15 años con intereses del 5,5% y, como nada es de gratis, es el contribuyente quien tiene que pagar<sup>vii</sup>, calculándose unos 50.000 euros por familia, y todo eso con serias dificultades para hacer frente a las deudas en moneda extranjera o ligadas a la inflación, lo que complica los costos por la devaluación de la corona y la inflación, siendo un acuerdo a todas luces injusto y que puede llevar a la ruina a centenares de familias. (Mauboussin, 2009)

Islandia es un ejemplo paradigmático de una gran verdad; antes o después, todas las burbujas estallan; antes o después, la codicia se convierte en temor, y el crash acaba dejando un nuevo grupo de víctimas, Islandia fue la primera, y está lejos de armar el complejo rompecabezas de la recuperación. El que hace apenas algunos años era el país más feliz del mundo es hoy un manojo de nervios, los islandeses no acaban de decidir con quién se encuentran más indignados, si con los bancos o con los políticos, la economía ha estado en caída libre durante meses, con la inflación disparada, con controles de capital y una moneda desplomada. El consumo se ha hundido y proliferan las tiendas vacías, los edificios están a medio construir; también existe una burbuja inmobiliaria. El agujero del déficit y la deuda pública obligan a subir impuestos en plena recesión, el desempleo está en máximos históricos y en apenas un año ha escalado del 1% al 8% cifra que es risible si se compara con otras economías, pero increíble para esta región, y se espera que supere el 10% en 2010.

En circunstancias normales, la economía islandesa debería haber sufrido un ajuste relativamente brusco para reducir su dependencia de la financiación externa, cerrando su déficit de balanza de pagos mediante una caída intensa de la demanda doméstica y de los precios de los activos. Lógicamente, esto hubiera reducido el crecimiento de la economía, pero no hubiera generado una situación de caos como la que se está viviendo. El colapso se produce, como consecuencia del agravamiento de la crisis financiera internacional, que ha hecho inviable, prácticamente de golpe, el funcionamiento de la economía islandesa, dados los desequilibrios acumulados. El ejemplo islandés ilustra las dificultades a las que se enfrenta una economía pequeña, con un sector bancario sobredimensionado e internacionalmente expuesto, y una moneda propia, lógicamente, los tres bancos islandeses han acabado en suspensión de pagos, y ello está a su vez afectando a la propia economía, que ante la sequía de crédito doméstico se va a ver sometida a un ajuste brutal que hará desaparecer gran parte de la riqueza generada los últimos años y obligará a la población islandesa a un esfuerzo enorme de transferencia de recursos desde el sector privado al público, y desde el sector doméstico al resto del mundo. Tal vez la única solución para Islandia consista en pedir su adhesión a la Unión Europea y a la Unión Monetaria, para ponerse bajo el amparo del euro y del Banco Central Europeo. Resulta curioso que el pueblo islandés, que tradicionalmente rechazaba casi unánimemente esta posibilidad, ahora la apoya por abrumadora mayoría. Este ejemplo es seguramente extremo, pero puede resultar ilustrativo para otras economías pequeñas, con sistemas financieros de grandes dimensiones y moneda propia.

## **II. GESTION ESTRATEGICA DE LOS BIENES RAÍCES**

### **1. Perspectiva actual.**

El valor comercial de los bienes raíces en Estados Unidos se evaporó más de un billón a consecuencia de la crisis de los años 2008 y 2009<sup>viii</sup>, al mismo tiempo aceleró ciertas tendencias:

La primera de ellas es la monetización de las propiedades, es decir, muchas organizaciones han tenido que vender sus propiedades para obtener capital operativo, en la mayoría de los casos, el precio de venta ha sido inferior al esperado en condiciones normales.

La segunda es la renegociación de contratos para la extensión de los plazos de arriendo, debido a las condiciones muchos propietarios han cedido a reducir las rentas, han ofrecido mejoras adicionales y opciones de compra o expansión.

La tercera tendencia que ha revelado esta crisis son las maniobras a contracorriente, algunas firmas inmobiliarias están aprovechando los precios deprimidos para adicionar mas metros a sus propiedades, en el caso de otras compañías como Starbucks se están viendo obligadas a reducir sus locales, otras se están expandiendo hacia espacios de bajo costo y otras están adquiriendo lugares mas atractivos y baratos para cientos de nuevas tiendas.

La cuarta tendencia es la combinación de usos, es decir, las empresas están buscando espacios en los que se ofrezcan múltiples bienes y servicios para aprovechar al máximo las condiciones, al mismo tiempo que benefician a sus clientes y empleados. Por el lado del propietario de los bienes raíces, ésta es una alternativa para reducir su riesgo, para obtener beneficios financieros y ofrecer mas valor.

La quinta tendencia es la tercerización, sólo en Estados Unidos se han creado call centers virtuales a gran escala como consecuencia de que los costos en India y otros países han aumentado, las barreras del idioma han disgustado a los clientes y el creciente desempleo ha obligado a que profesionales calificados busquen alternativas en el trabajo por horas.

La última tendencia es la valoración de la sustentabilidad, a raíz de la crisis en la actualidad este enfoque está recobrando importancia a pesar que construir con estándares verdes es entre 5% y 10% más caro que la construcción convencional. Por otro lado los tiempos de recuperación se están acortando, mientras que el valor de mercado y los arriendos están subiendo.

## **2. Estrategia aplicada a los Bienes Raíces.**

Hoy en día las organizaciones han implementado muchas estrategias para optimizar los resultados financieros de gestión, como consecuencia las empresas han entrado en procesos de reingeniería, la fuerza laboral ha sido organizada de mejor forma a través de nuevos horarios y distribución física, los costos han sido reducidos por medio de contratos outsourcing, y todavía hay oportunidades para mejorar en esta extensa área; sin embargo, la mayoría de las corporaciones aún no están seguras de cómo manejar la estrategia más conveniente para generar mayor valor a través de su gestión en la parte de los bienes inmuebles. En este tema el mayor

logro viene dado del ahorro de costos de ocupación y operación que generan una vez se logra implementar una estrategia bien integrada para tales fines.

Los bienes inmuebles no son simplemente una operación necesaria, constituyen un recurso estratégico de gran importancia que pocas veces recibe la debida atención de los ejecutivos. En muchas organizaciones siguen siendo una función de segundo orden a pesar de ser el activo más grande o el segundo de mayor importancia dentro de los rubros del balance, bajo la idea de que éstos constituyen proyectos discretos su enfoque se torna de corto plazo y se comete el error de no evaluar los efectos que este mercado puede ocasionar a la economía y por ende a las empresas. Se olvida con regularidad que en la actualidad la apertura permitida por la globalización como consecuencia de la poca regulación e intervención del estado, hace que las operaciones de un mercado afecten consecuentemente a otros. Para administrarlos adecuadamente se debe tener en consideración lo siguiente:

a) Gestionarlos como un portafolio. Es decir, no como un conjunto de propiedades separadas, para lograr esto los ejecutivos necesitan una “imagen instantánea” que les permita reconocer entre otros puntos donde están ubicados, el tipo de terrenos y las construcciones, la utilización y el estado de los edificios mas importantes, los términos de arriendo y los costos operacionales, los riesgos financieros y ambientales. Esta imagen instantánea permite construir una visión dinámica acerca de la forma en la que la estrategia corporativa está impulsando la propiedad inmobiliaria. De este análisis puede determinarse si la empresa tiene más espacio en una de sus locaciones y poco en otra, si los espacios son los equivocados en ciertas áreas. Lo anterior permitirá tomar decisiones de reubicación, subarrendamientos, negociaciones de nuevos contratos que permitan bajar los costos. Este enfoque de portafolio permite la racionalización de los bienes raíces en el sentido de que hace calzar su espacio y sus edificios (oferta) con sus necesidades estratégicas y operacionales (demanda) permitiendo bajar los costos innecesarios.

b) Generar flexibilidad. Las empresas deben asegurarse de contar con la máxima flexibilidad de sus propiedades inmobiliarias. Ésta puede ser de tres tipos, financiera, por ejemplo, arrendando en vez de ser dueño, puede ser física, implementando un diseño modular de espacio, y podría ser organizacional, redistribuyendo el trabajo. Dentro del área financiera, las compañías que valoran la flexibilidad tienden a arrendar más y poseer menos. Cuando las propiedades financieras son propias la decisión de movilidad se ve restringida debido a la dificultad de venta a la que se afrontan. En este sentido los contratos de alquiler en muchas ocasiones ofrecen una alternativa rápida para moverse dentro de entornos cambiantes. En tiempos volátiles los costos operacionales son altos cuando se tiene demasiado espacio o muy poco, caso similar cuando el espacio es inadecuado o se está en un lugar equivocado. La flexibilidad física exige que el espacio sea fácil de subdividir y subarrendar. De nuevo esta circunstancia permite sacar la mejor ventaja en momentos de crisis, es decir, contar con edificios modulares permite arrendar a terceros aquellos espacios que no son necesarios permitiendo obtener ingresos extra. La

flexibilidad organizacional puede obtenerse mediante acuerdos con los trabajadores de las compañías para que estos desarrollen sus actividades directamente desde de sus casas, anteriormente este tipo de acuerdos estaba supeditado a cierto tipo de empleados, en la actualidad esta opción podría ser ventajosa en dos sentidos, menores costos para la empresa y mayor satisfacción para los trabajadores. Esta adecuación estratégica del lugar de trabajo es importante debido a que el capital humano es un componente muy valioso para el éxito de una compañía y eso implica una nueva forma de pensar acerca del entorno del trabajo, es decir, evaluar que tan bueno es para los empleados como para la compañía, debiendo considerar lo que los empleados quieren y como interactúan en el medio para sacar la mayor ventaja.

La flexibilidad exige un cambio en el *management*<sup>ix</sup> para responder rápida y efectivamente en la modificación de operaciones, estructura organizacional, mercados y estrategias de negocios, y es tan importante para compañías pequeñas de productos singulares como para conglomerados diversificados.

c) Cultivar la inteligencia inmobiliaria. Se debe poner mayor atención a los indicadores internos de costos, productividad y la utilización de las instalaciones que a las fluctuaciones del mercado inmobiliario. Para ello es necesario conocer los costos de ocupación por persona y por unidad, el porcentaje que estos representan con relación a los ingresos y gastos, se debe también evaluar la utilización del espacio construido y de la tierra por persona y por unidad, finalmente, se debe medir el desempeño de los activos a través del retorno sobre la inversión. Las decisiones inmobiliarias estratégicas no pueden tomarse mediante simples corazonadas, instinto o conversaciones casuales a la hora de tomarlas. Es necesario contar con datos precisos, sintetizados en información relevante, interpretados en el contexto de las realidades corporativas y competitivas.

d) Abrazar la sustentabilidad. El “enfoque verde” no debe ser una decisión altruista sino una decisión de negocios correcta y responsable y que de no tomarse en cuenta se corre con un enorme riesgo en el largo plazo. Los edificios verdes pueden ser más caros de construir pero generan retornos más altos a priori. Las políticas y los proyectos inmobiliarios verdes suelen tener éxito si cumplen con cuatro criterios. Primero, deben ser estratégicos, los ejecutivos deben poder ver cómo se conectan con la misión de la empresa. Segundo, sus beneficios deben ser medibles, si es que no son cuantificables con precisión. Tercero, las políticas deben ser operacionales, pero no deben requerir necesariamente nuevos programas. Finalmente, las iniciativas verdes deben reflejar las aspiraciones de las personas, pues aquellas son importantes para consumidores y empleados. En la medida que las empresas ingresen a un nueva era con un capitalismo más responsable y con más capacidad de respuesta, los bienes raíces serán aún más importantes para la presencia global, la estrategia corporativa y la capacidad que tenga una empresa para retener el mejor talento. Éstos pueden multiplicar el valor para el accionista o pueden reducirlo; ayudar a una organización a lograr su misión, implementar su estrategia y

competir eficazmente; o dañar su posición en el mercado, su desarrollo organizacional y su crecimiento a largo plazo.

e) Trabajar con profesionales. En muchos casos las organizaciones no son expertas en el manejo de bienes raíces, por lo que algunas de ellas que cuentan con los recursos optan por utilizar los servicios de firmas especializadas, siempre y cuando se cumpla con las siguientes condiciones. Primero, que la organización esté dispuesta a compartir algo de control sobre sus propiedades y, la segunda es que la firma experta se comprometa a trabajar en función de los objetivos de largo plazo como la ventaja estratégica, la reducción del costo de ocupación y la satisfacción de los empleados. (Apgar, 2009)

### **3. Factores de riesgo que deben evaluarse.**

Los bienes raíces tienen dos roles, el primero como factor de producción bajo el que desempeñan un papel primordial; como segundo rol son considerados activos financieros. En esta fase han sido relegados a un papel secundario debido a que la mayoría de ejecutivos se escudan en que no constituyen el giro principal. Sin embargo, hoy en día muchas corporaciones están enfocándose y reevaluándolos en sus decisiones y como resultado están obteniendo beneficios financieros, las firmas están cambiando drásticamente la forma de hacer negocios y redefiniendo lugares de trabajo. Las decisiones sobre éstos deben estar alineadas a los objetivos del negocio como tal, creando soluciones que manejen niveles más altos de flexibilidad con menores costos de ocupación. Para lograr lo anterior es imprescindible entender cual es la relación de éstos con el negocio, el esfuerzo de planeación del portafolio de bienes inmuebles conlleva a evaluar las posibles contingencias de acuerdo a su probabilidad y potencial impacto, en este sentido, es importante comprender que hay riesgos que pueden gestionarse y otros que, probablemente, no se puedan porque en sí el giro de la empresa no es ese, en estos casos las compañías deben auxiliarse de expertos en cada una de las ramas que sea necesario.<sup>x</sup> (Buehler, 2008)

Por tratarse de un mercado dinámico es necesario desarrollar modelos que vinculen los factores macroeconómicos, empleando la misma metodología que utilizan los inversionistas en el mercado de capitales para entender las tendencias de mercado, riesgos, precios y valores futuros, estos modelos podría proporcionar una solución que no sólo sea flexible sino que logre eficiencia de costos en el largo plazo. La arquitectura de un proyecto de valor no está solo en función de reunir las necesidades de instalaciones, sino también de costos de capital, efectos contables, duración de la inversión, costos existentes, opciones para alternar la inversión y una variedad de factores de riesgo. El valor puede ser maximizado con la utilización de modelos financieros que optimicen la mayoría de compones de valor y minimicen los riesgos. (Visocky, 2005)

Es importante considerar dentro del riesgo del negocio el de los bienes inmuebles para tener presentes las consecuencias de las posibles decisiones, al tener una visión del panorama completo se debe analizar cuales de ellos están más relacionados con el objetivo del negocio y cuales

podrían ser de menor consideración para dedicarse de lleno a lo primordial. Las empresas operan en un entorno que está rodeado de variables cuyo movimiento futuro no se puede conocer con certeza, estas variables constituyen los llamados factores de riesgo; variables cuyos movimientos van a afectar a la empresa a través de un impacto en los flujos de fondos o la rentabilidad, lo que redundará en un impacto en el valor de la compañía.

En la Figura 5 podemos apreciar a la empresa simbolizada en el óvalo, rodeada de factores de riesgo exógenos que pueden, con su volatilidad, generar un impacto en sus variables clave. Como es fácil imaginar, la lista de factores de riesgo es muy extensa y cambia de una empresa a otra.

Una vez identificadas las posiciones de riesgo, éstas deberán ser cuantificadas, y la dirección deberá evaluar la conveniencia de; asumir los riesgos o, transferirlos a terceros mejor equipados para asumirlos. Por ejemplo, las variaciones en el precio de los bienes raíces son un factor de riesgo que afecta a las empresas, la manera más evidente en que esto se materializa es cuando alquilan algún inmueble, ya sea de oficinas, comercial o industrial, o cuando son dueños de algún inmueble. Obviamente el impacto de los movimientos del precio del metro cuadrado no afecta de la misma manera a todas las entidades, pero sería crítico no incluir el análisis de los riesgos en el proceso de toma de decisiones del *management*. De hecho, cuando se decide entre comprar y alquilar las fábricas, los locales comerciales o las oficinas de una empresa, se está decidiendo el perfil de riesgo de la empresa frente a fluctuaciones en el precio de los bienes raíces.

Tengamos en cuenta que una empresa que es dueña de un local tiene una posición *long*, mientras que una empresa que alquila un local está *short*. Esto quiere decir que el aumento del precio del metro cuadrado genera un beneficio en quien está *long* y una pérdida en quien está *short*. Esta diferencia no es menor, y su importancia aumenta en aquellos casos en los que los bienes raíces representan una porción importante de las operaciones de la empresa. La teoría financiera suele abogar por una disminución en el nivel de inversión, lo que sugiere que tener los locales en alquiler tiene una ventaja frente a la alternativa de tener locales propios dado que disminuye el capital necesario para el negocio. Considerando el problema desde la óptica de la gestión de riesgo. Sin embargo, se puede agregar un criterio al análisis ya que deberemos decidir si nuestra empresa quiere estar *long* (teniendo locales propios) o *short* (alquilando los locales). Las empresas que consideran los bienes inmuebles como parte integral de su estrategia toman decisiones diferentes de las que no lo consideran.

A continuación se presenta una lista de los factores de riesgo que se deben tomar en cuenta al momento de hacer evaluaciones dependiendo de la compañía algunos se podrán asumir y otros trasladarlos a un tercero.

1. Riesgo de obtener tierras adecuadas, permisos de construcción.
2. Riesgos de construcción asociado a precios de materiales que pueden variar de un momento a

- otro, cumplimiento fuera de tiempo de las obras por disputas laborales, entrega de materiales, etc.
3. Riesgo de que las proyecciones de ventas o de absorción de leasing no sean alcanzadas.
  4. Riesgo de incrementos de costos de operación variables o fijos en alguna categoría de seguros o impuestos.
  5. Riesgo de crédito que pueda impactar negativamente en el desarrollo de una obra.
  6. Riesgo del capital de mercado, es decir, que incrementos en las tasas de interés pudieran afectar el costo de construcción.
  7. Riesgo de precios, que consiste en que los ingresos esperados puedan caer por la misma dinámica del mercado o que competidores se anticipen.
  8. Riesgos eventuales, cualquier evento que afecte negativamente el valor de los Bienes Raíces ya sea por clima, contaminación del ambiente, éxodo de los principales proveedores, terrorismo entre otras. (Geltner, 2006)

### III. CONCLUSIONES

El mercado inmobiliario vive en la actualidad un momento de cambio, la desaceleración en las revalorizaciones de la vivienda está sacando del sector a muchos especuladores atraídos en los últimos años por las rápidas plusvalías que ofrecía la constante escalada de los precios, los bajos intereses y las facilidades de acceso a los créditos. Esta fase de auge de los mercados residenciales ha venido seguida de otra de declive, en la que los precios y la actividad han retrocedido arrastrando a otros sectores de la economía por la fluctuación del precio que afecta la riqueza y la capacidad de endeudamiento de los distintos agentes.

Las diferentes transiciones que han pasado a lo largo del tiempo son, a todas luces, un referente de lo que sucede cuando no existe la suficiente regulación y su funcionamiento se deja en manos de entes particulares cuyos objetivos son enfocados en intereses particulares, y en específico para darle soporte al modelo económico actual.

Tanto la crisis de los años 30, la de 1970, 1987, 1998 y la actual coinciden en el hecho de que han experimentado períodos previos de bonanza favorecidos por apertura crediticia, bajas tasas de interés, inflación y expectativas positivas, la única diferencia que puede atribuirse a la actual es el hecho de que la globalización y la infinidad de productos financieros representan un valor monetario mayor que las anteriores.

Entre las lecciones que nos ha dejado la crisis se encuentra la venta de bienes raíces para poder generar capital operativo, la renegociación de contratos para mejorar plazos y condiciones, la adecuación de espacios para sacar el máximo beneficio posible, la valoración de la sustentabilidad en el largo plazo y la más importante, la necesidad de desarrollar la intuición estratégica alrededor para gestionarlos de la misma manera, enfocándose en los stakeholders y evitando caer nuevamente en la ambición desmedida que ha sacudido todas las estructuras del capitalismo.

Finalmente, se debe dejar de creer que las inversiones en este tipo de bienes son las más seguras y tener presente que invertir en el mercado inmobiliario es igual a hacerlo en cualquier otro, en el largo plazo los rendimientos no son mejores, y tener cuidado de no caer en la trampa de la burbujas que los mismos inversores se encargan de alimentar al verse influenciados por el efecto rebaño.

## REFERENCIAS

### **Bibliografía.**

Kristopher Gerardi, Harvey S. Rosen and Paul S. Willen, (2009). The Impact of Deregulation and Financial Innovation on Consumers: The Case of the Mortgage Market. *Journal of Finance*.

Richard K. Green and Susan M. Wachter, (2005). The American Mortgage in Historical and International Context. *Journal of Economic Perspectives*, 93-114.

Erin Mccune, (2008). A short history of modern finance. The Economist print edition.

Aaron J. Unterman, (2009). Perverse Incentives: Risk Taking and Reform. *Banking & Services Policy Report*, 11-23.

Michael J. Mauboussin, (2009). When Individuals don't Matter. *Harvard Business Review*.

Dani Rodrick, (2009). Reinventando el Capitalismo. *The International Economy*, 78-79.

Derek Visocky, (2005). Linking Real Estates and Strategy to Realize Gains. *Financial Executives International*, 51-55.

Mahlon Apgar, (2009). What every Leader should know about Real Estate. *Harvard Business Review*, 100-107.

Robert S. Kaplan, Anette Mikes, Robert Simons, Peter Tufano, y Michael Hofmann, (2009). Managing Risk in the New World. *Harvard Business Review*.

Kevin Buehler, Andrew Freeman y Ron Hulme, (2008). Apropiándonos de los riesgos que sí podemos asumir. *Harvard Business Review*.

David Geltner and Tod McGrath, (2006). Real Estate Finance and Investment. <http://ocw.mit.edu/OcwWeb/Urban-Studies-and-Planning/11-431JFall-2006/CourseHome/index.htm>

Wharton Financial Institutions Center y el Instituto Oliver Wyman, (2009). El nuevo papel de gestión del riesgo: Reconstruyendo el modelo.

<sup>i</sup> Un ciclo económico se compone en detalle de las siguientes fases.

Expansión.

Se caracteriza por la expansión crediticia sin aumento del ahorro, el consumo no disminuye, la banca concede masivamente nuevos préstamos y se reduce la tasa de interés, el precio de los bienes de capital sube, la bolsa sube, se alarga artificialmente la estructura productiva y aparecen importantes beneficios contables en el sector de bienes de capital.

Boom

En esta parte el sector de bienes de capital demanda más trabajadores, suben los salarios de los trabajadores, se generaliza el boom expansivo y bursátil dando paso a la especulación desenfadada.

Crisis.

Comienza a crecer la demanda monetaria de bienes de consumo por las mayores rentas salariales al igual que las empresas se dedican al consumo, se detiene el ritmo de crecimiento de la expansión crediticia y sube la tasa de interés, cae la bolsa (crash), los precios de los bienes de consumo comienzan a crecer en términos relativos más que los salarios, bajan los salarios reales.

Depresión.

El sector de bienes de capital experimenta grandes pérdidas contables al disminuir su demanda y sus costos aumentan, la tasa de interés sube, se despiden trabajadores de las industrias de bienes de capital, se liquidan los proyectos de inversión menos importantes, se dan quiebras y suspensiones de pago, se experimenta pesimismo generalizado, aumenta la morosidad bancaria, los bancos marginalmente menos solventes tienen graves problemas, se da la contracción crediticia, hay consumo de capital, y la estructura productiva se acorta, se produce un ritmo menor de bienes y servicios de consumo, los precios de los bienes de consumo crecen aún más porque hay menos oferta y más demanda monetaria, la renta nacional y los salarios disminuyen en términos reales.

Recuperación

Producido el reajuste, puede venir la recuperación si aumenta el ahorro voluntario o puede comenzar de nuevo otra expansión crediticia.

<sup>ii</sup> Los créditos subprime surgieron en la economía norteamericana para atender un sector de la población potencialmente importante que no cumplía con los requisitos de una valoración de crédito rigurosa. Se enfocaron principalmente al mercado hipotecario, pero actualmente también existen para consumo y autos, entre otros. A clientes que por su perfil o por sus antecedentes crédito les era difícil aspirar a un préstamo, les ofrecían uno que compensaba su bajo score con una tasa alta, prestando incluso más que el valor del bien hipotecado. El sector creció en forma importante. Se otorgaban créditos hipotecarios a tasas y plazos atractivos en un período de baja inflación y con tasas de referencia también bajas.

---

Estas carteras subprime lograron, además, ingresar en la bolsa de valores al empaquetarse, siendo adquiridas por sociedades de inversión o fondos. El gran problema de este tipo de créditos, amparados en un alto ingreso por los intereses generados, fue que, desafortunadamente, se ofrecieron sin un correcto análisis del riesgo. Esto ocasionó que se otorgaran créditos por encima de la capacidad de pago, la calidad de la cartera fue muy deficiente, no se revisaba historial crediticio, llegándose a presentar casos tan extremos como falta de documentación o la no comprobación de ingresos. Como existía una garantía, no se reparaba en lo anterior, así que cuando se presentó un incremento de tasas, sobrevino el inminente atraso o impago.

<sup>iii</sup> Los Hedge Funds son fondos de inversión o de cobertura especializados en las inversiones de tipo especulativo con el fin de que una persona natural o jurídica se proteja contra las alteraciones en los precios de mercancías o acciones, el riesgo expuesto es igual o menor al del mercado en general, para lo cual se emplean técnicas de cobertura. La palabra “Hedge” significa “confeccionar un mecanismo para asegurar una parte de los beneficios o una rentabilidad”. Esto se logra principalmente mediante una combinación de distintos tipos de derivados y técnicas de Trading por ejemplo la compra de un activo contra la venta de otro no correlacionado, y por otro lado, la compra simultánea de dos activos con correlaciones inversas.

<sup>iv</sup> Stakeholders es un término que incluye a los accionistas, directores, proveedores, clientes, gobierno, empleados y cualquier ente en general que pudiese estar relacionado con la compañía.

<sup>v</sup> El "efecto rebaño" se utiliza para describir que si algún elemento de lo que se conoce como “manada” se asusta y sale corriendo, los demás lo imitarán. O en su otro efecto se produce también, sobretodo, un masivo ingreso de fondos del capital de corto plazo generando especulación.

<sup>vi</sup> La ciega persecución de beneficios privados, sin importar los costos y los riesgos a que se somete a la sociedad, puede ofrecer un período de expansión económica sólo temporal, pero cuyos beneficios pueden desaparecer en un parpadeo. La crisis fue provocada por la codicia, la irresponsabilidad, y la miopía. Toda la comunidad global debe aprender de estos errores y aprovechar esta oportunidad para lograr una reforma significativa del sistema financiero.

<sup>vii</sup> Paradójicamente, cuando se trata de pagar el costo económico de los efectos dejados por una crisis, son los contribuyentes a quienes les termina llegando la factura para sostener el modelo.

<sup>viii</sup> Un estudio dirigido por Lowe Enterprises and the University of California at Irvine concluyó que America Corporativa poseía en sus valores en libros \$ 1.3 Trillones en Bienes Raíces, de los cuales \$175 billones representan exceso de capacidad y una oportunidad para generar valor a través de una debida gestión estratégica.

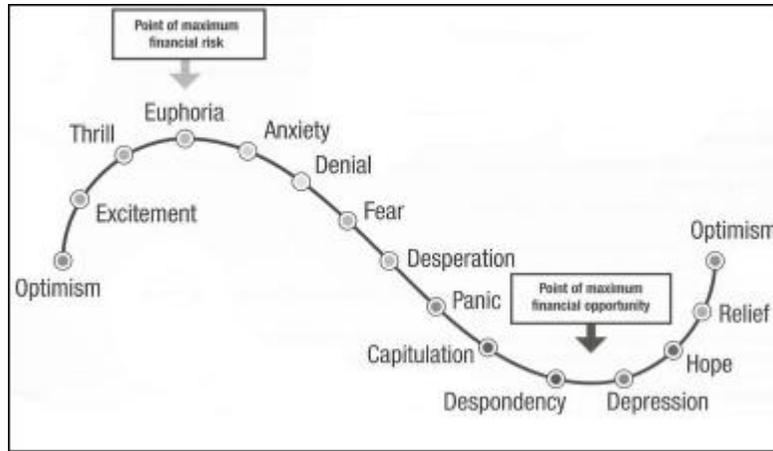
---

<sup>ix</sup> Management es la función ejecutiva de planificar, organizar, coordinar, dirigir, controlar y supervisar las actividades o proyectos empresariales con responsabilidad sobre los resultados y no esta ya únicamente reservado a los directivos, sino que se reparte en diversos grados entre todos los que, en la empresa, tiene funciones que les llevan a concebir, organizar o poner en marcha a su nivel tales objetivos.

<sup>x</sup> Las compañías deben ser capaces de reconocer que no se pueden gestionar todos los riesgos, y la tarea va sobre el orden de identificarlos, priorizarlos y delegar en terceros aquellos que no se pueden manejar, la idea es apropiarse y enfocarse de aquellos que potencialmente podrían hacerle daño a la entidad para tratarlos con prioridad.

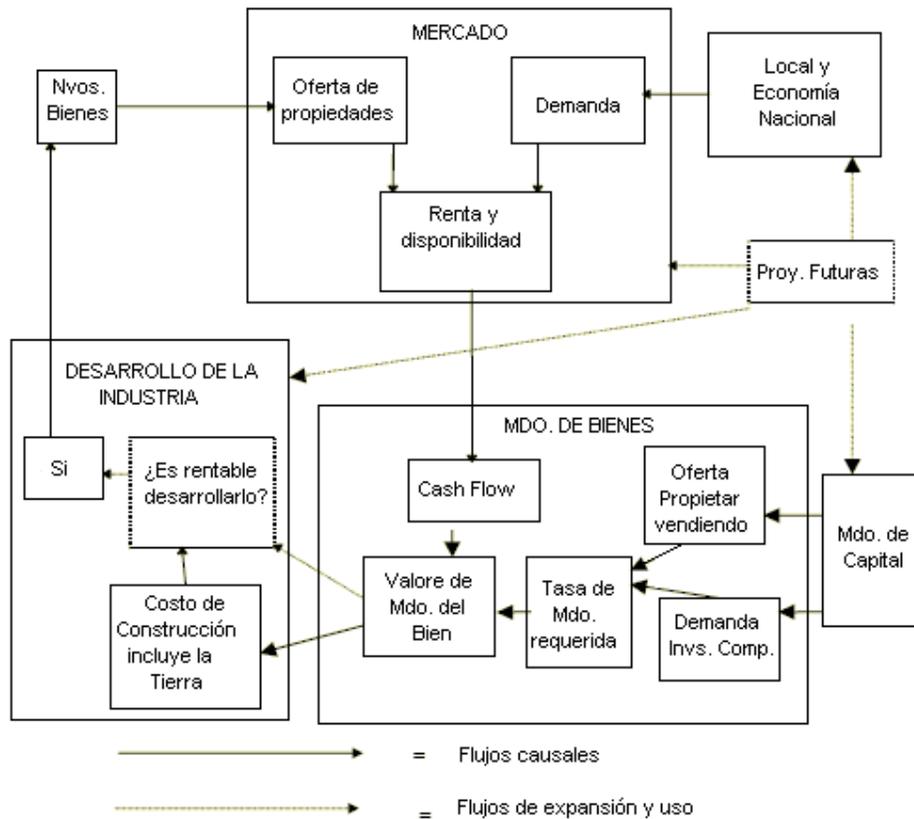
## ANEXOS

Figura 1



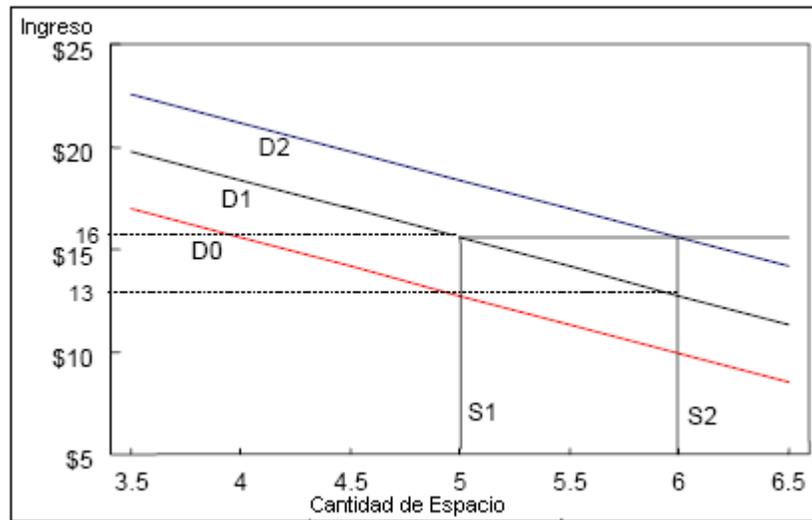
Fuente: [www.bloginmobiliario.com](http://www.bloginmobiliario.com)

Figura 2



Fuente: Open Course "Real Estate Finance & Investments 1"

Figura 3



Fuente: Open Course "Real Estate Finance & Investments I"

Figura 4

	Características	Consecuencias
<b>Mercado de Compradores</b>	Muchas propiedades en venta	La vivienda toma mas tiempo en venderse
El inventario de propiedades excede la demanda	Aumenta el tiempo que toma en venderlas	El precio de venta lo determina el comprador
	Bajan los precios de las propiedades	
<b>Mercado de vendedores</b>	Pocas propiedades en venta	La venta es rápida
La demanda excede el inventario de propiedades	Muchos compradores	El vendedor fija el precio de venta
	Precio aumenta	
<b>Mercado Balanceado</b>	Misma cantidad de propiedades y compradores	La venta tomará un tiempo normal dentro de un ambiente mas relajado
La demanda y el inventario son iguales	Tiempo de venta razonable	El precio de venta será uno justo para ambos
	Precios estables	