

## El abismo entre Invertir y Comprar propiedades

### *Cómo obtener altos retornos sostenidos en Real Estate*

Por Lic. Mariano J. Capellino

Muchas personas piensan que invierten en propiedades cuando, en realidad, lo que han hecho es adquirirlas. Lo cierto es que solo una gestión global profesional activa, financiera y estratégica, aprovechando los cambios de ciclos de los mercados, con una adecuada planificación y ejecución local, permite obtener altos retornos consistentes a largo plazo.

Para poder abarcar y comprender en profundidad lo que el título propone, vamos a analizar el enorme espectro posible dividiéndolo en dos mundos: *el mundo de la inversión inmobiliaria tradicional* y *el mundo de la inversión inmobiliaria profesional*. A su vez, este segundo mundo plantea una distinción a la *inversión indirecta*, el nuevo territorio, la *inversión directa*, que ya ha demostrado su alto impacto y eficacia.

Cuando hablamos de este primer mundo, el de ***inversión inmobiliaria tradicional***, nos referimos a la compra de propiedades totales o parciales construidas o en pre-construcción con el propósito de conservarlas. En este tipo de inversión, el alquiler es la única variable que aporta rentabilidad, ya que en el largo plazo la tasa real (tasa nominal menos inflación) de apreciación promedio de una propiedad en moneda dura tiende a cero. Es por ello, que cuando se adquiere un inmueble se habla de *conservación de valor*, por lo tanto, es lógico que se estime el rendimiento de una propiedad que se conservara a largo plazo por lo que aporta el alquiler, que actualmente, en promedio a nivel global, se encuentra en torno 3% anual neto. Razonablemente, hoy se piensa que invertir en inmuebles no es un negocio atractivo y de altos rendimientos.

El servicio al comprador de bienes raíces se denomina *transaccional*, ya que quienes participan como intermediarios entre el comprador y el vendedor son brokers/inmobiliarias que están enfocados en la venta de propiedades y desarrolladores, cuyo objetivo es poder financiar sus proyectos y venderlos al mejor postor, por lo tanto, no hay una alineación con los intereses del inversor y es una inversión de riesgo.

El negocio del bróker consiste en maximizar su comisión y el valor de venta de la propiedad que un vendedor le asignó para vender. El foco del desarrollador no está puesto en satisfacer los intereses del inversor, sino en conseguir financiación

al menor costo posible, o sin costo, y reducir el riesgo trasladándose al comprador. En ambos casos existe un claro conflicto de interés con el inversor.

Adicionalmente, a estas dos formas de adquirir inmuebles se suma otra que surgió los últimos años llamada *crowdfunding*, que tiene que ver con la venta parcial de una propiedad, en donde en muchos casos el valor de venta suele ser mayor al valor de mercado, esto perjudica aun mas al co-inversor que adquiere una participación del inmueble.

El segundo mundo es el de la ***inversión inmobiliaria profesional***, la cual implica una estrategia de alcance global con ejecución local, abordada como un negocio financiero que maximiza la variable del alquiler, e incorpora dos variables que aportan mucho valor y la diferencian del sector inmobiliario tradicional.

Esta gestión de inversión profesional la llevan a cabo fondos de inversión y gestoras de fondos globales de inversión, conocidos como *asset managers*, en donde parten del perfil de riesgo de los inversores para definir la estrategia, el plan de inversión y alinear los intereses al rendimiento del inversor.

Pero, ¿cómo hacer para transformar la compra de una propiedad en una inversión con un rendimiento elevado y sostenido a largo plazo? Analicemos cómo lo hacen los *asset managers* globales.

El modelo busca aprovechar el cambio de fases del ciclo de los mercados, trasladándose de un mercado y sub-mercado (según clases y tipos de activos) a otro, procurando operar siempre en la fase de recuperación y expansión y evitando las fases de corrección y recesión. Se trata de una gestión que busca convertir un proceso que normalmente se desarrolla en forma sinuosa, con profundas subas y bajas, en un avance siempre ascendente.

A diferencia de la inversión tradicional basada en la locación del activo, se pone foco en el *timing*, es decir, en el momento de entrada y salida. Para esto es imprescindible tener equipo robusto de research, alcance global, visión objetiva y neutra en el análisis de cada segmento y fuerte foco en lograr el mejor equilibrio entre el riesgo y el rendimiento, en función del perfil del inversor.

Una de las variables claves de una real inversión inmobiliaria, es **comprar muy por debajo del valor de mercado**. La mayoría de los fondos de inversión de Real Estate, no adquieren propiedades al valor de mercado como se compran en una inmobiliaria o a un desarrollador, ya que si a este valor se le suman los gastos transaccionales de compra y venta (comisiones y escrituras), que son alrededor del 10%, empezarían perdiendo el 10% de lo invertido como le sucede normalmente a los compradores de propiedades. Los jugadores profesionales, además de ingresar a mercados oportunos que han sufrido una crisis y sus valores han caído entre 30 y 60%, logran descuentos adquiriendo de entre 20% y 30% del valor que tiene el bien en ese momento en el mercado, para empezar

ganando desde el momento cero. Y lo logran porque compran de manera sofisticada y con gran volumen, en subastas y carteras de propiedades a bancos que necesitan liquidarlos.

La segunda variable clave es **la tasa de apreciación acelerada**. En el largo plazo, la tasa de apreciación anual real de un activo inmobiliario, es decir descontando la inflación, es prácticamente cero. Es por eso, que se dice que los activos inmobiliarios son refugio de valor. Ahora bien, quienes invierten en forma profesional, logran apreciaciones de más del 10% anual real, ya que encuentran los mercados que tuvieron una profunda crisis donde los activos sufrieron una fuerte corrección, tocaron su piso y hay evidencias de que su valor comenzó a subir para recuperar su valor histórico. En general, cuando un mercado cae 50% tiene un margen de entre un 80 y 100% de suba que se producirá en un período de 4 a 7 años, dependiendo del tipo y clase de activo.

Y la tercera variable es **la maximización de la rentabilidad por alquiler**. Cuando se adquiere una propiedad a un valor muy inferior al real, por ejemplo, 50% debajo del valor histórico en un mercado desarrollado donde los alquileres se mantienen constantes, el rendimiento por alquiler suele duplicarse. En países como EEUU o España, por ejemplo, el valor de un alquiler se mantiene constante, por lo que en las crisis no sufren una fuerte devaluación como suele pasar en Latinoamérica. Al haber bajado considerablemente el valor de la propiedad, la rentabilidad por alquiler realmente se transforma en un gran negocio. Por ejemplo, hoy en Detroit la rentabilidad que genera un alquiler residencial clase media puede superar el 10% anual neto. En zonas suburbanas de España la rentabilidad por alquiler residencial está en torno al 7% anual neto.

Estas son las diferencias que existe entre la compra tradicional inmobiliaria frente a la gestión profesional de inversión que utilizan los grandes fondos de Real Estate.

Siendo conservadores, con los descuentos en la compra, rendimientos por renta y apreciaciones, con un modelo profesional de **inversión directa** (de la cual hablaremos más abajo), se pueden superar rendimientos del 10% anual neto sin apalancamiento y del 20% apalancados, frente a casi una nula rentabilidad que deja el modelo tradicional.

Por eso decimos, que existe un abismo entre la compra de una propiedad para alquiler, con lo que verdaderamente es una inversión profesional.

Ahora bien, dentro de la inversión profesional existen dos tipos de inversiones: **la inversión directa** y **la inversión indirecta**.

La inversión más habitual para un inversor es **la inversión indirecta** a través de fondos globales públicos de inversión, por ejemplo, en Estados Unidos son

conocidos como *Reits (Real Estate Investment Trust)*. En este tipo de operación un inversor a través del mercado de valores adquiere participaciones del fondo.

El servicio de inversión que prestan los *asset managers* y fondos públicos al inversor particular es despersonalizado, pues operan sin conocer claramente ni su perfil, ni sus objetivos. Para el inversor es muy importante conocer, entender y evaluar la política de inversión del fondo y de quienes serán los gestores de las inversiones.

Los fondos se basan para sus decisiones de inversión y desinversión, principalmente, en un conjunto de políticas fijadas y son estrictos en el cumplimiento de las mismas. Esto genera algo de burocracia y rigidez operativa que no les permite desplazarse con rapidez de un mercado a otro o adquirir activos que en ocasiones presentan valoraciones muy ventajosas.

Todos los compradores de posiciones de fondos adquieren el mismo a valor de mercado por ser un activo financiero y ser transparente, no hay oportunidades de descuentos por debajo del valor de mercado, como en la inversión directa. Los fondos suelen definir el riesgo de la inversión basándose en el tipo y clase de activo y no en el *timing*. Cuando se cae el mercado financiero, los fondos también caen y esto no es algo que se pueda predecir con la antelación que se puede tener en las distintas fases del ciclo de los activos reales en el negocio inmobiliario.

La inversión en *Reit's* es de alguna manera anónima, pues no se tiene la titularidad directa de los activos, ni el manejo de los fondos y, además, en muchos de ellos, las inversiones suelen estar muy apalancadas, con lo cual, son inversiones de riesgo, es decir, que presentan un alto nivel de deuda sobre el capital invertido, en torno al 70 u 80%. Esta característica, en un mercado de tasas bajas, rindió sus frutos y tiene el potencial de incrementar la ganancia, pero el nivel de riesgo al que se expone el inversor es alto. No solamente se corre el riesgo de no lograr un retorno atractivo, sino directamente de perder buena parte o todo el capital en caso de que el mercado ajuste.

Entre 2011 y 2020, el rendimiento promedio de los fondos *Reit's* en Estados Unidos, fue del 8,5% anual. Muy por encima de los bonos de Mercados Emergentes (5,5%), los bonos de Estados Unidos (3,8%) o el oro, que pese a su reciente suba durante la pandemia, promedió 2,2% en la última década.

Es aquí donde se abre una nueva oportunidad dentro de este segundo mundo, un sólido híbrido que contempla lo mejor de los dos mundos y salva las mayores preocupaciones del inversor, **las inversiones directas**. Este tipo de inversión es ideal para individuos o familias que deseen conservar la titularidad de los activos y el control de la inversión, o grupo de personas con una afinidad y perfil similar que deseen co-invertir, sin perder nunca de vista el control sobre los activos que decidieron adquirir bajo la gestión de un *asset manager*. El título de propiedad

queda en manos del inversor, familia o grupo vincular que lo ha adquirido. Quien recibe una promesa futura en papel (contrato) no es el inversor, como lo es en el caso de en un fondo, sino su *Asset Manager* quien a cambio de su gestión profesional recibe un compromiso de parte del inversor por el cual se promete a abonar sus honorarios, en caso que la inversión genere el éxito proyectado, es decir, el riesgo está invertido respecto a la inversión indirecta en un fondo.

Por otro lado, la ***inversión directa*** es de bajo riesgo, pero implica un monto de inversión mínimo elevado, ya que es aquella en donde un inversor adquiere directamente las propiedades y tiene la titularidad de los activos y el control de la inversión a través de la gestión de un *Asset Manager*, el cual, a partir del perfil de riesgo y los objetivos del inversor, define la estrategia para conformar un portafolio de activos. Bajo este modelo se requiere involucramiento del inversor en la estructuración y mantenimiento de la inversión, algo que no es necesario con los fondos de inversión indirecta. En este caso, el inversor elige si se apalanca o no y fija con el *Asset Manager* un retorno preferente, en donde recién a partir de superar ese retorno, se activa un *fee* de éxito para el gestor (el contrato del cual hablamos en el párrafo anterior) y quedan alineados los intereses con el inversor, en función a los resultados alcanzados.

Ambos tipos de inversión, directa e indirecta, difieren respecto del control sobre el capital, su grado de apalancamiento, el riesgo, la estrategia, pero también en el retorno final dependiendo como se combinen estas variables.

En resumen, si bien la inversión directa tiene exigencias de mayor volumen de inversión, menor liquidez y capacidad de diversificación, el riesgo es controlado en función a lo que define el inversor, la rentabilidad suele ser mayor y el riesgo menor, ya que el inversor tiene absoluto control.

## **El ciclo de los mercados define el rendimiento en Real Estate**

La inversión en activos inmobiliarios debe hacerse sobre las mismas premisas que se hace la inversión financiera, monitoreando activamente si se mantiene la posición, si se incrementa la posición actual o si se desinvierte y reinvierte en otros mercados/activos.

Generalmente, un inversor compra una propiedad y se la queda toda la vida como una inversión a largo plazo. Pero la inversión en propiedades debe estar en permanente evaluación.

La primera clave de éxito se basa en tener una visión global sobre las oportunidades, ello implica analizar y operar en el mercado globalizado de la actualidad. El mercado es el mundo. Todo inversor debe identificar cuál es el país más atractivo, dentro del país cuál es la ciudad, y dentro de esa ciudad cuál es el

barrio y los tipos de activos más atractivos: primera vivienda, segunda vivienda, terrenos, oficinas, *retail*, hoteles, etcétera.

El trabajo es identificar en qué fase del ciclo se encuentra el mercado, cuál es el mejor momento para entrar y salir. Todo ciclo inmobiliario tiene cuatro fases: recuperación, expansión, contracción y recesión. El ciclo completo dependiendo del mercado puede durar de entre 15 a 25 años. El rol del inversor inmobiliario es identificar cuándo los precios que vienen cayendo llegan al punto más bajo para la compra de activos en *distress* (por debajo del costo de reposición y del valor de mercado), que es la segunda clave de éxito.

Es muy difícil identificar cuál es el momento en que el mercado tocará fondo. Luego de varios años de caída de los precios, al darse indicios de recuperación, hay que esperar entre dos o tres trimestres antes de entrar a un mercado para tener evidencias de que la recuperación será sostenida, porque una recuperación demora de 3 a 8 años. Los activos clase A o *Premium* pueden recuperarse entre 3 y 5 años. Los activos clase media o media baja se recuperan entre 5 y 8 años. No hay que entrar de forma anticipada, porque se corre el riesgo de que continúe cayendo de precio.

En esa fase de recuperación de 8 años, el margen ideal para operar es de entre 4 y 6 años. Este período corto es el que permite generar una apreciación significativa que suele superar los dos dígitos. La clave es entrar cuando la curva está muy baja y salir cuando la apreciación comienza a decrecer. Aprovechar el momento de alza y evitar las bajas, trasladarse de un mercado a otro, u otro segmento, es lo que permite al inversor crecer de forma más acelerada, sin quedarse estancado.

La estrategia activa de permanecer en un mercado o segmento por 4 o 5 años, máximo 6, es la que permite obtener una rentabilidad de más del 10% anual neto por encima de la inflación, en moneda dura. Lo cual implica, prácticamente, en ese período duplicar el valor inicial del activo, mientras que de manera tradicional lleva cerca de 25 años lograrlo, es decir, que nos ahorramos cerca de 20 años para obtener el mismo resultado. Comprobamos el funcionamiento de esta estrategia en gran número de inversiones que gestionamos en América Latina, Miami, Detroit y España.

En las ubicaciones *premium*, esos ciclos tienen características particulares, diferentes del resto de las ubicaciones, donde el análisis debe ser aún más minucioso ya que los subciclos son más cortos.

Miami es un buen ejemplo. Por su seguridad, lujo y glamour, es una de las plazas predilectas para inversores de Latinoamérica, que durante décadas apostaron por

las mejores zonas de la playa como Miami Beach o Brickell. Pero esas zonas son apenas una fracción del mercado que tiene un comportamiento distinto al resto. Luego de la crisis de 2008, en 2009 y 2010, las ubicaciones *Premium* en Brickell tocaron mínimos históricos de alrededor de US\$ 2300m<sup>2</sup> pero, rápidamente, la masa de compradores que acudieron a aprovechar esas oportunidades recuperó la curva de precios en el 2013 y 2014 a US\$ 4300m<sup>2</sup>. Mientras tanto, en el resto del mercado residencial de clase media, los precios siguieron cayendo hasta el 2012 y 2013 llegando a US\$ 600m<sup>2</sup> y, recién 8 años después, están llegando a los máximos históricos US\$ 2000m<sup>2</sup>. La tasa de descuento, el retorno por rentas y la tasa de recuperación en aquellas viviendas de ingresos medios se volvió muy atractiva, y quienes invirtieron en ellas hicieron grandes negocios. Mientras que aquellos que no salieron de los activos *premium* desde el 2015 empezaron a sufrir un ajuste de precio que lleva 6 años y con rendimientos por rentas netos cercanos a cero.

Las variables para cada segmento son distintas. Por ejemplo, en las ubicaciones residenciales *prime* una de las principales variables es el ingreso de capitales extranjeros, mientras que en el resto de las viviendas depende de la recuperación de la economía, el acceso al préstamo hipotecario, la tasa de interés, etcétera. A grandes rasgos, cuando los activos *prime* ya recuperaron todo su valor, el resto del mercado apenas toca fondo y empieza a recuperar.

La crisis global de la pandemia, en algunos mercados, provocó fuertes caídas en determinados segmentos de activos, como por ejemplo en España en hoteles, locales comerciales, oficinas. La pregunta del millón es cuándo recuperarán. En ese contexto es fundamental la lectura del mercado, la experiencia, el *expertise* y el arduo trabajo profesional de seleccionar y negociar miles de activos en bancos y subastas para comprar solo algunos. El índice de adquisiciones sobre lo seleccionado y negociado en 20 años de experiencia focalizado en Estados Unidos, Europa y Latinoamérica, no supera el 2%. Para operar en el mercado hay que conocerlo. Como dice el refrán: el tiempo es dinero. El conocimiento, también.

## **Los errores más comunes de los inversores inmobiliarios**

La compra de propiedades ha sido uno de los mecanismos más utilizados por los latinoamericanos para invertir su dinero. Pero en general -como ya mencionamos-, no están invirtiendo, están adquiriendo propiedades. La elección de los compradores suele basarse en el atractivo que el desarrollador generó en el proyecto, en ciertas subas que mostró el mercado o en el precio sostenido de los últimos años de los activos inmobiliarios en lugares donde el inversor vive o conoce. Pero, ¿es eso suficiente?

Estos son los errores más comunes en los cuales suele caer el inversor cuando decide invertir en propiedades:

**1) Creer que la exitosa experiencia de comprar un bien que luego se revalorizó, se repetirá sin parar.**

No es así. Luego de varios años de apreciaciones fuertes en un determinado mercado y tipo de activo, las revalorizaciones comienzan a reducirse y a desaparecer. Para lograr sostener adecuados rendimientos, se requiere desplazarse de un mercado a otro que esté en el ciclo apropiado o ver la oportunidad de moverse de un segmento a otro en el mismo mercado. No hay magia. Este negocio lo dominan los ciclos de los mercados.

**2) Creer que nunca se puede perder capital cuando se invierte en propiedades.**

Está demostrado que, en muchas ocasiones, los activos pueden presentar fuertes caídas en sus valores y, en caso de elegir desinvertir, hay que estar dispuestos a asumir fuertes pérdidas o esperar mucho tiempo para que recupere el valor, con lo cual, en ambos casos la pérdida es irreversible. Por ejemplo, en Miami, las propiedades en Miami Beach o en Brickell, como comentábamos párrafos arriba, tuvieron en 2009 una baja en torno al 50% del valor alcanzado en 2007.

**3) Creer que las propiedades *premium* y las mejores ubicaciones son siempre las más rentables y seguras.**

Los compradores internacionales de Real Estate suelen buscar ubicaciones *premium*: lugares donde les gustaría vivir o visitar como turista. Pero ese sesgo deja afuera a más del 95% del mercado, donde generalmente se pueden encontrar las mejores oportunidades de inversión.

Miami Beach, Barrio Salamanca en Madrid, Manhattan en Nueva York, Vila Nova Conceição en Sao Paulo, Vitacura en Santiago, Puerto Madero en Buenos Aires... Para saber cuáles son las áreas más exclusivas de una ciudad, basta con Google. Invertir en el mercado inmobiliario requiere otro análisis, y aunque aquellas ubicaciones en el largo plazo puedan asegurar el refugio de valor, el éxito de una inversión inmobiliaria depende, como ya dijimos, casi exclusivamente del *timing*.

La ecuación, en realidad, es no comprar por *location*, sino por *timing*. No es una verdad absoluta la conveniencia de comprar activos *premium*, ya que el éxito dependerá de cuándo se realice la compra. Cada tipo de activo tiene su momento de oportunidad. En general, los inmuebles *Premium* en los países desarrollados, en las mejores ubicaciones, son los primeros en revalorizarse luego de una crisis, porque lo demandan los extranjeros y las personas de alto poder adquisitivo. Pero cuando llegan a su precio histórico, se amesetan, dejan de ser negocio y comienzan a generarse oportunidades en los de clase B o C –de menor valor en locaciones periféricas que generalmente, caen mas en las crisis, por lo

tanto tiene más potencial de apreciación y logran mejor rentabilidad por alquiler-. Por eso, hay que entender cuándo comprar y cuándo vender.

#### **4) Pensar que para ganar dinero en este negocio es necesario desarrollar**

Está demostrado que existe un alto costo de aprendizaje y se requieren fuertes economías de escala para poder desarrollar. Y para generar elevadas rentabilidades sostenibles en el tiempo, el inversor debería desplazar sus desarrollos de un tipo de activo a otro y de un mercado a otro, aprovechando sus ciclos. Un consejo si usted es inversor: deje el desarrollo a quien lo hace en forma habitual, de hecho, la mayoría de los inversores profesionales, grandes fondos y *asset managers* globales no desarrollan, ya que obtienen el mismo beneficio de un desarrollo que insume elevados riesgos y alrededor de 3 años, en el momento que adquieren los activos debajo del valor de mercado.

#### **5) Comprar una propiedad y no venderla nunca.**

Está demostrado que los rendimientos que se obtienen adquiriendo un activo y manteniéndolo en cartera a largo plazo, suelen ser más bajos que rotándolos. Esto se debe a que todos los mercados atraviesan distintos ciclos y al mantener el activo en forma permanente, la rentabilidad se ve castigada cuando el mercado cae y no se refleja cuando el mercado sube rápidamente. El mejor rendimiento se obtiene manteniéndolo cuando las curvas ascendentes de precio son más pronunciadas y vendiéndolo cuando se empieza a amesetar. Con lo obtenido se debe adquirir otra propiedad, posiblemente en otro mercado que, en ese momento, se encuentre en un proceso de mayor aceleración de valor.

#### **6) Creer que comprar a través *crowdfunding* siempre es negocio.**

Se debe tener cuidado con la letra chica de los *crowdfunding*. Si la operación está fuertemente apalancada con financiación bancaria, las instituciones financieras primero recibirán el pago de los préstamos y luego los participantes recibirán su capital y rentabilidad. Si el valor de los bienes al momento de venderlos no alcanza los valores proyectados y no se logran los niveles de rentabilidad proyectada, no solo que no ganará lo que le prometieron, sino que además puede perder parte o todo su capital. En los últimos años hemos visto a proyectos que construyeron marcas reconocidas, sufrir este problema y a los inversores perder su capital.

#### **7) Pensar que siempre es buen negocio comprar inmuebles a un banco, en subastas o a desarrolladores.**

Puede ser negocio, pero hay que contar con más conocimientos y experiencia que el que se requiere para una compra tradicional. Muchos inversores piensan que por el solo hecho de estar comprando de esta forma, lo hacen a precios por debajo del valor de mercado. La mayoría de las veces lo hacen comprando por encima y existen estadísticas públicas que lo demuestran.

## **8) Pensar que invertir en Real Estate es algo diferente a una inversión financiera.**

Invertir en Real Estate tiene muchas similitudes con una inversión financiera. Pero los que invierten en propiedades no lo consideran así. Si invierte en títulos o acciones en el país o en el exterior, seguramente tiene una estrategia en función a su perfil de riesgo, sabe cuánto gana con precisión al final del año, invierte en distintos mercados e industrias, rotan sus carteras, etcétera. Con las propiedades no suele tener la misma rigurosidad. De hecho, la mayoría invierte en el mismo país donde reside y en el tipo de activo que se siente más seguro, dado sus conocimientos. Y todo tiene un por qué. En el mercado financiero hay asesores, buenos y no tan buenos, pero existe esa figura. En el negocio inmobiliario tradicional, la figura con la que se relaciona un inversor es con quien le vende la propiedad, que tiene un interés principal en lograr el mayor beneficio para su compañía y su cliente (el propietario del inmueble), vendiendo el activo que tiene disponible. Si un inversor no es riguroso con sus inversiones inmobiliarias, la rentabilidad que piensa que ganó no será real. Debe ser exhaustivo, tener métricas y controles estrictos. Y así, podrá obtener una rentabilidad acorde con la inversión.

### ***Ventajas de la inversión inmobiliaria global frente a las inversiones financieras***

Los inversores normalmente incluyen en su portafolio inversiones financieras e inversiones inmobiliarias. Pero, en general, consideran que las inversiones financieras son más rentables y las inmobiliarias aportan mayor seguridad, pero con bajo rendimiento.

Eso puede ser así sólo cuando las inversiones en bienes raíces son realizadas en forma pasiva y con el objetivo de ser un refugio de valor. Pero hay otra forma de invertir profesionalmente y es la que aprovecha los ciclos de los mercados globales. En estos casos, la inversión inmobiliaria pueden tener grandes ventajas frente a una inversión financiera.

Es razonable considerar que un portafolio de inversión siempre debe contener activos financieros e inmobiliarios. El porcentaje de participación dependerá de la preferencia del inversor, su perfil de riesgo, sus objetivos, sus experiencias pasadas y de quienes lo asesoren.

### **El mito de la rentabilidad de la inversión financiera**

Ciertamente, la inversión inmobiliaria tradicional es pasiva y deja bajos rendimientos. De hecho, la rentabilidad de la inversión financiera también pende de un hilo cuando se revisan las estadísticas.

Credit Suisse publicó un estudio<sup>1</sup> que muestra que desde 1900 hasta 2016, la renta variable (acciones) tuvo un rendimiento de 5,1% anual, los bonos soberanos tuvieron un rendimiento de 1,8% y los Bonos del Tesoro 0,8%, mientras que la inflación anual durante ese período fue de 2,9% anual. En un plazo menor, de 2000 a 2016, el mismo estudio revela que las acciones tan solo rindieron 1,9% anual frente a 4,8% anual que rindieron en promedio los bonos soberanos.

Sobran ejemplos de las debacles financieras que en los últimos 100 años dejaron en la ruina a muchos inversores, especialmente a los que tomaron deuda para comprar acciones. En los últimos 40 años, aquellos inversores que optaron por una estrategia más activa, es decir, comprar y vender en los momentos más convenientes, tampoco pudieron superar el rendimiento, pues igual había una estrategia de mantener los activos en cartera.

Así lo revela otro estudio de JP Morgan<sup>2</sup>, que demuestra que el sector inmobiliario que adoptó una estrategia pasiva, desde 1900 hasta 2012, logró que la apreciación promedio anual fuera de tan solo 3,1%, lo que prácticamente se esfuma frente a un 3% anual de inflación.

En cambio, con una estrategia activa en Real Estate, es decir, aprovechando las fases de recuperación y expansión de los ciclos inmobiliarios, podemos apreciar en distintos mercados que, tan solo la apreciación del inmueble, supera los dos dígitos. Ejemplos recientes sobran: España, de 2015 a 2019; o Estados Unidos, de 2009 a 2015, entre otros. A esto se suman los ingresos por rentas, más el descuento al momento de la compra frente al valor de mercado al adquirir *distress* en subastas y bancos -como hacen los grandes fondos y *asset managers* globales-.

## **Ventajas de la inversión inmobiliaria**

De acuerdo con la gestión de inversión profesional, las ventajas de la inversión inmobiliaria superan ampliamente muchos mitos de la inversión financiera:

### **1. Precio por debajo del valor.**

En la inversión inmobiliaria se puede comprar por debajo del valor de mercado. En la inversión financiera todos los inversores pagan las acciones y bonos al mismo valor cada día, desde el que invierte un dólar hasta el que invierte 1.000 millones. Nadie consigue una acción de Amazon o de Apple a menor precio que

---

<sup>1</sup> <https://www.fundsociety.com/es/noticias/mercados/la-renta-variable-ha-sido-protagonista-en-rendimientos-en-el-ultimo-siglo-pero-los-retornos-disminuiran-en-todos-los-activos>

<sup>2</sup> [https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/structured-products-documents/2020/nov/shareholder\\_spanish\\_latam.pdf](https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/structured-products-documents/2020/nov/shareholder_spanish_latam.pdf)

su cotización en la bolsa. Pero sí, como ya mencionamos, se puede comprar un inmueble con un descuento del 30% del mercado, en ciertas situaciones en bancos y subastas.

## **2. Correlatividad ante crisis financieras**

Las inversiones inmobiliarias suelen resistir mejor las crisis financieras que sufren los mercados. Los activos financieros corrigen en forma importante, incluyendo fondos y acciones de empresas inmobiliarias. Fiel reflejo de esto fue Latinoamérica en el 2008 en donde los activos inmobiliarios, a pesar de la crisis financiera global, no ajustaron.

## **3. Liquidez de fácil acceso.**

Sin duda, los activos financieros son más líquidos que los inmobiliarios. Pero si se opera en mercados internacionales como Estados Unidos o Europa, se puede acceder a préstamos hipotecarios a tasas bajas. En tan solo 45 días, se obtiene liquidez con financiación sobre los activos en cartera. Esto es ideal cuando uno tiene una necesidad puntual y ha decidido mantener los activos y maximizar el rendimiento.

## **4. Mejor ecuación riesgo vs retorno.**

Cuando se están operando activos inmobiliarios en mercados en fases de recuperación, hay gran cantidad de activos en *distress*. De esta forma, -como ya mencionamos- se pueden lograr retornos superiores a 10% neto anual en moneda dura, sin apalancamiento. Mientras que con apalancamiento moderado de 50%, el retorno puede ser de en torno al 20% anual, con bajo riesgo de pérdida del capital. Para lograr estos retornos en activos financieros, se debe estar dispuesto a operar en activos que implican alto riesgo de pérdidas de capital y elevados niveles de apalancamiento.

## **5. Menores riesgos de pronóstico.**

El pronóstico de correcciones y cambios de ciclos en los mercados de activos inmobiliarios son mucho más predecibles que en los activos financieros. Esta es una de las grandes ventajas de la inversión inmobiliaria.

Mediante un tablero de control con variables institucionales, macro y micro del sector, se puede predecir con bastante anticipación, cuándo las curvas de crecimiento empiezan a decrecer y a amesetarse y estimar en cuánto tiempo comienza un proceso de corrección y cambian las fases del ciclo. En cambio, en el sector financiero, a pesar de poder vislumbrar una corrección del mercado, nunca se puede estimar cuándo, en qué medida y cuál será la causa de la corrección. Como ejemplo, anuncie la corrección reciente de Miami, en los

condominios residenciales situados en Brickell y Downtown desde el 2016 al 2019.

#### **6. Baja afectación al tipo de cambio.**

Generalmente, cuando se invierte en el sector financiero y no se tiene cobertura del tipo de cambio, la afectación puede ser muy alta ante un alza del tipo de cambio. En cambio, si bien a los activos inmobiliarios también les afecta un alza en el tipo de cambio, no tienen la misma correlación.

#### **7. Baja correlación de las crisis en los distintos mercados.**

Cuando un mercado inmobiliario entra en crisis, no necesariamente afecta a otro mercado ya que en el sector inmobiliario el efecto generalmente está localizado en donde se manifiesta la corrección. Un ejemplo de esto es el mercado inmobiliario argentino, que en la crisis del año 2008, no se vio afectado.

#### **8. Rendimientos proyectados más acertados.**

Generalmente, las proyecciones de los rendimientos de los activos inmobiliarios suelen ser más ciertas que la de los activos financieros de renta variable y con un nivel de riesgo muy bajo y, muchas veces, con rendimientos superiores.

### **Los principales desafíos de las familias latinoamericanas para invertir en Estados Unidos y Europa**

Una mirada global es requisito fundamental para conservar e incrementar nuestro patrimonio inmobiliario. A la hora de invertir en el extranjero, sin embargo, se necesita una estrategia.

La inversión inmobiliaria durante décadas fue una inversión segura para conservar el patrimonio en tiempos de inestabilidad, que en muchos de los países de la región es la norma. Esta forma de “poner los pies sobre la tierra” hoy está en crisis dado el largo ciclo de caída económica que se verifica en Latinoamérica. A la caída del PBI y la recesión que se observan desde hace años (con sus particularidades) en países como México, Brasil o Argentina, se suma la inestabilidad política y las dudas respecto del marco jurídico y fiscal para realizar una inversión sólida.

¿Qué variables hacen atractivo a un mercado? El crecimiento económico, en primer lugar, pero también el acceso al financiamiento, la estructura impositiva y el derecho a la propiedad privada. No es casual que los fondos de inversión más grandes del mundo en Real Estate inviertan el 83% de su capital en Europa y

Estados Unidos y tan solo el 1% en Latinoamérica en Brasil, México, Chile, Colombia y Perú. Esa mirada global, con el asesoramiento de profesionales con experiencia, no es exclusiva de los grandes fondos.

La primera pregunta que debe hacerse un inversor es si desea conservar o incrementar su patrimonio. Una estrategia defensiva es tan válida como una agresiva, pero lógicamente sus beneficios son diferentes. Para conservar el patrimonio, los agentes inmobiliarios tradicionales ofrecen soluciones tradicionales. Para incrementar el patrimonio, ya no se trata de “comprar” una propiedad sino “invertir” en Real Estate, que es muy diferente.

### **¿Por qué Real Estate a nivel global sigue siendo una enorme oportunidad de inversión?**

La crisis global de la pandemia potenció una tendencia que ya era clara en Estados Unidos y Europa: las tasas de interés y el rendimiento de instrumentos de renta fija son los más bajos de la historia. La Reserva Federal continúa con su política de mantener tasas bajas con la tendencia observada tanto en Europa como en Japón. Los bonos del Tesoro a 10 años tuvieron un rendimiento promedio de casi 3% en 2018 y en 2021, si bien se recuperaron del 0.89% registrado en 2020, todavía no superan el 1,5%. El instrumento equivalente en España llegó al 0,05% durante la peor etapa de la pandemia, su pico de los últimos 5 años fue 1,6% y actualmente se ubica por debajo de 0.50%.

La política fiscal de los grandes países centrales es expansiva y aquello se observa con total claridad en el mercado de Real Estate. En Estados Unidos, los créditos hipotecarios bajaron alrededor de un punto, de 3,75% a 2,75%, y se produjo un boom inmobiliario. Mucha gente que no estaba pudiendo acceder a la vivienda, pudo hacerlo. O, frente a la reducción de la cuota, pudo mudarse a un lugar mejor. La solicitud de hipotecas aumentó un 24% pero todavía es mayor el incremento en refinanciaciones que llegó al 80%. Muchas familias cambiaron su préstamo original para acceder a más dinero o para pagar menos tasa y reducir sus cuotas mensuales. El stock de viviendas tocó su nivel más bajo en décadas, 1.9 meses, y el volumen de venta de viviendas aumentó 22% a pesar del Covid. Lógicamente, aquello disparó los precios. Se calcula que el incremento del precio del sector residencial llegó al 11%, lo cual no se observaba desde 1968.

A su vez, la reducción de las tasas de interés impulsó a los grandes fondos globales de inversión a aprovecharlo, invirtiendo fuertemente en activos multifamiliares y logísticos, los cuales ya superan sus máximos históricos.

Conclusión, EEUU tuvo un boom y los precios están en un nivel donde las oportunidades ya son muy escasas.

En Europa el fenómeno tuvo sus particularidades, pero los resultados que se esperan a partir de la salida de la pandemia a finales del 2021 y en 2022 son similares a lo que está aconteciendo en Estados Unidos. Es decir, Europa se presenta como la oportunidad del momento ya que aún no se produjo la recuperación.

El salto en los precios de los inmuebles en EEUU, sin embargo, no tendrá su correlato en su rentabilidad por alquiler, ya que los precios de los alquileres suelen estar atados al poder adquisitivo de la clase media, crecimiento de la economía, la tasa de inflación, entre otros. Por eso es que la inversión tradicional en Real Estate está cerca del piso de la rentabilidad por alquiler, en un mundo que tardará en recuperarse plenamente de la crisis del coronavirus y con tasas de interés que permanecerán bajas durante varios años. En el caso de Europa, y especialmente España, al no recuperarse aún el valor de los inmuebles, la rentabilidad de alquiler seguirá siendo atractiva hasta que se produzca la revaloración esperada.

Ahora bien, el margen de rentabilidad siempre es relativo, la diferencia entre el rendimiento por renta de los activos inmobiliarios y el retorno de un bono sigue siendo muy superior. Históricamente, la renta inmobiliaria era como máximo el doble que un bono del tesoro soberano. Actualmente, dependiendo del país, rinde entre cuatro y 10 veces más esto generara una fuerte apreciación de los activos inmobiliarios en los países desarrollados los próximos 3 años.

Si bien esperamos que la tasa de rentabilidad por alquiler permanezca baja, también sabemos que hay 16 trillones de dólares colocados a renta fija negativa, que buscan otros activos que tengan seguridad y allí es donde se hace muy atractivo el mercado inmobiliario ya que tendrá una fuerte apreciación. Por eso creemos que los precios seguirán subiendo. Con una estrategia oportunista para encontrar activos por debajo del valor de mercado, hoy las inversiones sofisticadas en Real Estate en Europa son una enorme oportunidad para lograr retornos de 2 dígitos sin apalancamiento.

Por todo lo antedicho, no dudamos en asegurar que la inversión directa es la ideal para individuos y familias que quieren invertir estratégica y profesionalmente acorde a su perfil, preferencias y objetivos, manteniendo el control de sus activos, pero requieren un *partner* alineado a sus intereses con visión global y ejecución local, que sea capaz de advertir oportunidades en distintos países, ciudades y segmentos y conformar un portafolio de activos en función del perfil de riesgo del inversor. La inversión en Real Estate necesita gestión integral, con la convicción de que no se está simplemente comprando una propiedad, sino gestionado activamente una inversión compleja para la cual se requiere una gran experiencia profesional.