

COYUNTURA ECONÓMICA Y REAL ESTATE

LA VISIÓN DE LOS LÍDERES V

► **Juan José Cruces**

Doctor en Economía y Profesor Full Time de la Escuela de Negocios en UTDT.



► **Herman Faigenbaum**

Director General de Cushman & Wakefield.



► **Daniel Oks**

Doctor en Economía y desarrollador inmobiliario.



► **Gastón Rossi**

Licenciado en Economía y Director de la consultora LCG.



DEL ANTIGUO OIKOS A LA ECONOMÍA Y EL REAL ESTATE DE HOY: UNA MIRADA QUE ENTRELAZA

Para los antiguos griegos, el concepto de οἶκος (*oikos*) jugaba un rol muy importante en la formulación de las leyes de la sociedad civil.

En primer lugar, y en el sentido más literal y material de la palabra, *oikos* significa casa. La casa está relacionada con el carácter agrícola y sedentario de la civilización griega, con la necesidad de tener un techo bajo el que criar a los hijos.

El segundo significado de *oikos* es el de propiedades. La fuente de riqueza (como es habitual en las sociedades agrícolas) la constituyen las tierras. *Oikos* entonces hace referencia al conjunto de propiedades que permite cubrir tanto las necesidades de alimento y vivienda, como de reproducción.

Economía, por su parte, proviene del griego οἰκονομία (*oikonomía*). Surge de la conjunción de *oikos* y νέμω (*nemein*) que significa distribuir. Economía significa entonces la administración de la casa y las fuentes de riqueza de las familias.

Luego, el término se hace extensivo a la vida política. Y su saber se aplica a una casa más grande; a la de las sociedades y las naciones. Como tal, sus descubrimientos, teorías y formulaciones empiezan a definir el rumbo de comunidades enteras. Y a su

vez, a enmarcar, posibilitar y limitar el devenir de los *oikos*. **Oikos permanece así como entidad que constituye la base de la economía.**

Así de lejana es la relación entre Economía y Real Estate. Hoy, como ayer, estas esferas continúan inextricablemente unidas y jugando un rol central en nuestras vidas. La actividad inmobiliaria sigue siendo la base de grandes y pequeñas riquezas; y a su vez, el ámbito en el que trabajan miles de personas. En este sector, de capital intensivo y plazos largos, la Macroeconomía tiene un impacto determinante en los resultados a obtener.

Actualmente, el Real Estate vive grandes desafíos planteados por situaciones inéditas en la economía nacional. La mesa redonda que organizamos en Cushman & Wakefield con especialistas en Economía tiene como objetivo juntar a estos dos mundos.

Esperamos que esta nueva edición de “La visión de los líderes” aporte una mirada valiosa sobre la coyuntura actual y un posible escenario futuro, entrelazando reflexiones y hechos que normalmente forman parte de análisis separados.



► **Herman Faigenbaum**

Director General de Cushman & Wakefield, empresa líder de servicios inmobiliarios.

COYUNTURA ECONÓMICA Y REAL ESTATE

LA VISIÓN DE LOS LÍDERES V

Herman Faigenbaum (HF): ¿Cuál es la evaluación del panorama actual (último trimestre del 2014) desde el punto de vista macroeconómico?

Gastón Rossi (GR): La primera característica de la situación actual es el faltante de dólares. Eso está limitando el crecimiento y creando un escenario recesivo. Creo que el Gobierno tenía en agenda volver a los mercados internacionales pero esas intenciones se quebraron con el fallo de la Corte Suprema de Estados Unidos. El Gobierno hoy no quiere encarar una negociación con los *holdouts* y asumir el costo político de reconocer un pago superior del que hubiera correspondido con los canjes anteriores. Y esta postura tiene un efecto directo sobre la Economía.

Creo que si la resolución del conflicto no se llegara a producir en enero del 2015 y se extendiera a lo largo de todo el año, estaríamos frente a un escenario de turbulencia cambiaria (en una Economía que ya se encuentra en un entorno recesivo, con atraso cambiario y una dinámica inflacionaria que este año apunta bastante alto).

HF: Daniel ¿coincidís con este relato?

Daniel Oks (DO): En general, sí. Pero creo que hay un contexto un poco más amplio, de políticas estructurales, y que estamos al final de un ciclo económico. Se llegó a un límite de esta expansión “keynesiana”.

La escasez de divisas se debe, entre otras cosas, a la estrategia energética. El atraso cambiario, guarda una relación estrecha con el crecimiento del gasto público. Un tipo de cambio más competitivo requiere un sector público menos expansivo.

Además, el contexto internacional se ha complicado. El llamado “viento de cola” ha dejado de soplar: los *commodities* están descendiendo. Argentina ha jugado con la bonanza como si ésta fuera a durar para siempre y esto no es así.

PANORAMA PARA EL 2014 / 2015

DO: Estamos en un fin de ciclo con elevada inflación, producto de desequilibrios macroeconómicos. El atraso del tipo de cambio comercial lo avala el fuerte *spread* de las operaciones de contado con liquidación. Hay, en ese sentido, una devaluación del tipo de cambio financiero de hecho. A la caída de salarios reales quizás se suma el gasto público que empezará a caer como porcentaje del Producto Bruto (como resultado de la inflación). No hay un programa fiscal consistente y el programa monetario solo se puede aplicar dentro de los límites que provee el espacio fiscal.

Creo que si hubiera un arreglo con los *holdouts*, los capitales no van a fluir de forma rápida porque la macro está desordenada y las señales para la inversión son aún inciertas.

“Si la resolución del conflicto con los *holdouts* no se llegara a producir en enero del 2015 y se extendiera a lo largo de todo el año, estaríamos frente a un escenario de turbulencia cambiaria”.

Gastón Rossi.

Juan José Cruces (JJC): Suscribo a casi todo, con una excepción. Creo que tras la crisis del 2001 y ante una situación de enorme tensión social, los gobiernos de Duhalde y de los Kirchner priorizaron el corto plazo. Empezaron a hacer un conjunto de políticas económicas que daban un bienestar a la sociedad que no era sostenible en el tiempo.

Argentina consumió reservas energéticas, liquidó stock de ganado, dañó su reputación internacional y la del sistema de estadísticas públicas; y perturbó el sistema de contratos. Este tipo de medidas, en general, hacen que la gente esté temerosa de comprometer su capital.

El problema de los últimos 2 ó 3 años es que el largo plazo finalmente llegó y tenemos que hacer muchas reformas para adaptarnos a la nueva realidad. Además, la Reserva Federal de Estados Unidos

¿Qué pasará con el futuro del crédito hipotecario?



Primer punto: para tener crédito hipotecario tenés que sanear la moneda. Esto quiere decir, una baja tasa de inflación y que los argentinos gradualmente podamos volver a confiar en el peso.

Espero que en la próxima década haya un balance más armónico entre eficiencia y equidad. El crédito hipotecario es parte de eso, sanear la moneda es parte de eso. Y en un contexto de moneda sana, con instituciones más o menos respetadas, el crédito hipotecario surge espontáneamente.

► Juan José Cruces



La inflación es la gran enemiga del desarrollo del crédito hipotecario. Creo que habrá una desinflación gradual, en el mejor de los casos, con lo cual este problema del crédito hipotecario va a persistir.

Hay una oportunidad en volver a implementar los mecanismos de indexación -más allá de que la indexación en muchas operaciones existe en el margen de lo legal-. La indexación legal y un INDEC confiable ayudarán en la transición a generar un sistema financiero viable para potenciar el Real Estate.

► Daniel Oks



Mientras haya inflación elevada no va a existir el crédito hipotecario. Y la razón es muy sencilla: como los bancos evalúan el monto al cual puede acceder el tomador en función de su salario actual -y no del salario futuro que subirá con la inflación-, actualmente sólo acceden al crédito hipotecario los estratos de mayores recursos y que probablemente no lo necesitan.

Una alternativa es pensar en esquemas con unidad de cuenta indexada (que funcionó muy bien en Chile). Pero pensando a mediano plazo es crucial volver a tener una inflación normal.

► Gastón Rossi

anunció que va a interrumpir su compra de bonos y, eventualmente, dejar subir la tasa de interés. El mundo se está preparando para eso.

HF: Si bien es cierto que vivimos frente a grandes desafíos económicos, también hay una enorme expectativa por lo que pueda pasar en los próximos 2 ó 3 años. Por ejemplo, con mercados centrales que han estado a la suba y emergentes a la baja, el Merval subió un 100% en el último año.

Hay una curva positiva marcada por expectativas optimistas y hay otra negativa marcada por las dificultades económicas actuales. ¿Dónde se cruzan las dos curvas? ¿Cuándo y cómo pasamos de una a otra?

JJC: Imaginate el índice Merval. Normalizalo para que valga \$100 el día que asumió Néstor Kirchner. La empresa argentina típica, que costaba \$100 en abril-mayo del 2003, hoy vale \$250. La empresa latinoamericana típica hoy vale \$450, pero hace

dos años valía \$550. O sea, su valor ha mermado de \$550 a \$450. Sin embargo, si comparamos con la argentina, ésta tiene un recorrido enorme para seguir subiendo.

En términos de inversiones, flujo de capitales, creación de empleo e infraestructura, América Latina tuvo una fiesta extraordinaria en los últimos años. Nosotros tuvimos también una década de muchísimo crecimiento, pero con un foco puesto excesivamente en el corto plazo. Hay un margen importante para que Argentina suba, a menos que los commodities bajen a la mitad, la tasa de interés en EEUU vaya al 5% y entonces América Latina pase de \$450 a \$250 y los activos argentinos no suban.

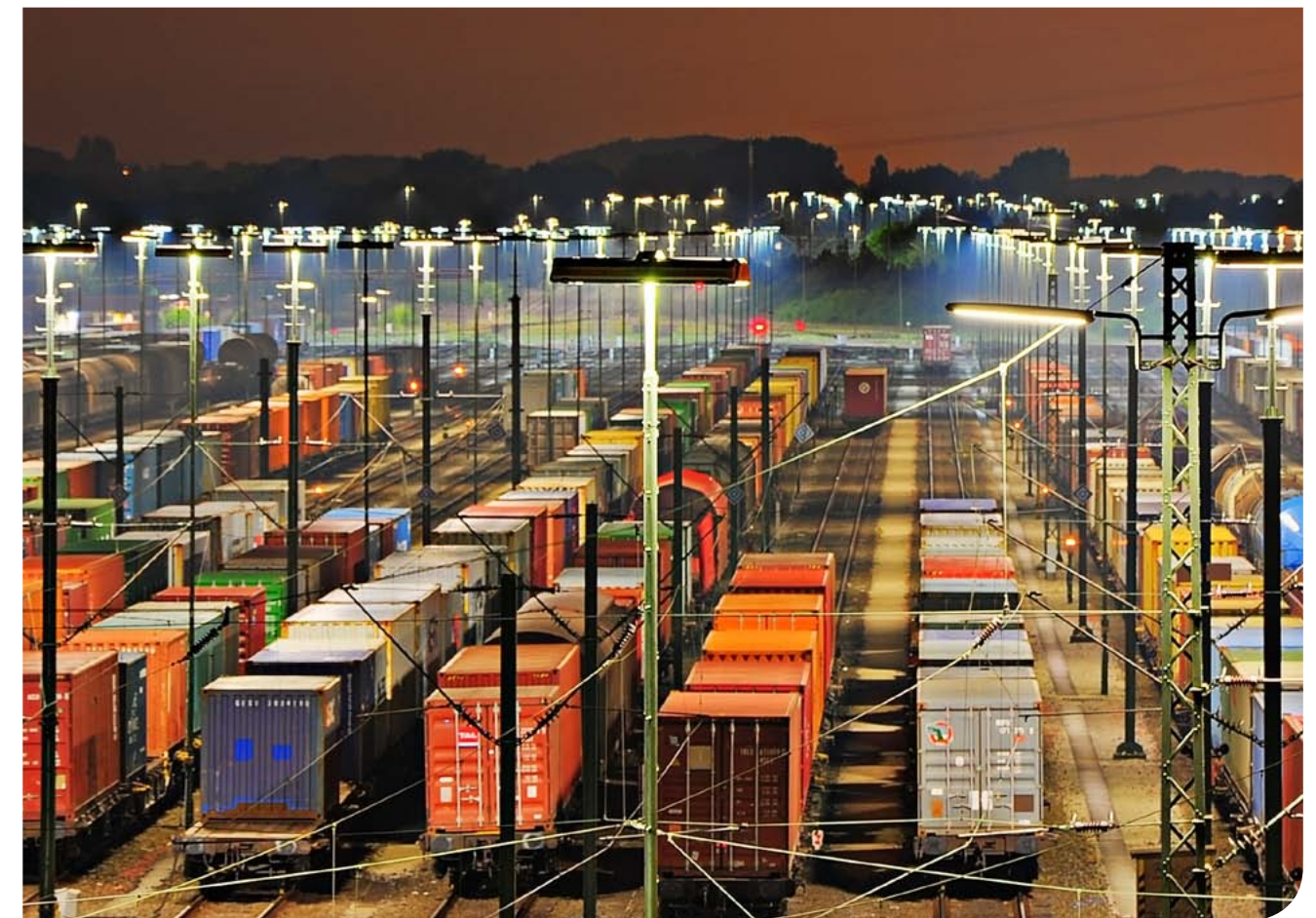
DO: Los mercados descuentan a futuro los precios de los activos financieros, de otro modo habrían descendido mucho más. Una recuperación fuerte del precio de los activos también requiere abordar una serie de materias pendientes incluyendo correcciones de precios relativos críticos

(tipo de cambio, tasas de interés y tarifas), reducción del déficit fiscal y del déficit energético; y mejorar el clima de inversión en general.

A partir de la situación actual, se van a recrear condiciones de desempleo y capacidad ociosa para un nuevo ciclo. Pero para que éste se transforme en un crecimiento sostenido habrá que encarar reformas estructurales de fondo. De eso depende que se puedan cruzar las dos curvas que comentás, Herman.

“La propiedad ha sido y seguirá siendo un activo de resguardo para inversiones de mediano y largo plazo, particularmente, en ausencia de instrumentos financieros alternativos confiables”.

Daniel Oks.



¿Cómo reactivar el mercado inmobiliario?

En 2013 el Registro de la Propiedad inscribió 60.000 escrituras de compraventa de inmuebles en CABA: 36% menos que en 2011, un número inferior a las 80.000 de 2001, las 72.000 de 1989 y la menor cantidad de los últimos 40 años. Por el lado de la construcción, en 2013 se permitieron 0,6 millones de m², muy inferior al promedio de los 10 años previos, de 1,7 millones. ¿Cómo podría reactivarse el sector de esta brutal recesión?

La respuesta es simple y antipática: bajando los precios. Desde 2002 los argentinos con capacidad de ahorro se refugiaron casi exclusivamente en inmuebles. Sumando a esto las bajas tasas internacionales, los precios en dólares llegaron en 2012 a triplicar los valores de la Convertibilidad. Reporte Inmobiliario (RI) computa

anualmente la renta por alquiler de un departamento testigo en Barrio Norte. Supone que el inversor vende a los 10 años sin ganancia ni pérdida de capital. La tasa interna de retorno de ese flujo se estabilizó en valores entre el 2% y el 3% anual, muy similar a los de un bono a 10 años del Tesoro de EEUU, el mejor deudor del planeta.

Un departamento en CABA vale unos 36 años de alquileres netos. Las principales empresas argentinas valen entre 5 y 12 años de utilidades y las principales del mundo unos 22. ¿Qué tendrán nuestros departamentos?

Los inmuebles también subieron más que los salarios. Como muestra el gráfico, un depto. de 60 m² a estrenar costaba 45

meses de sueldo de un joven profesional en el promedio 1976-2001. Desde entonces cuesta 74 meses, 62% más. Los jóvenes no pueden comprar las viviendas que compraron sus padres, pese a su mayor calificación laboral. Si pueden hacerlo, es con ayuda familiar.

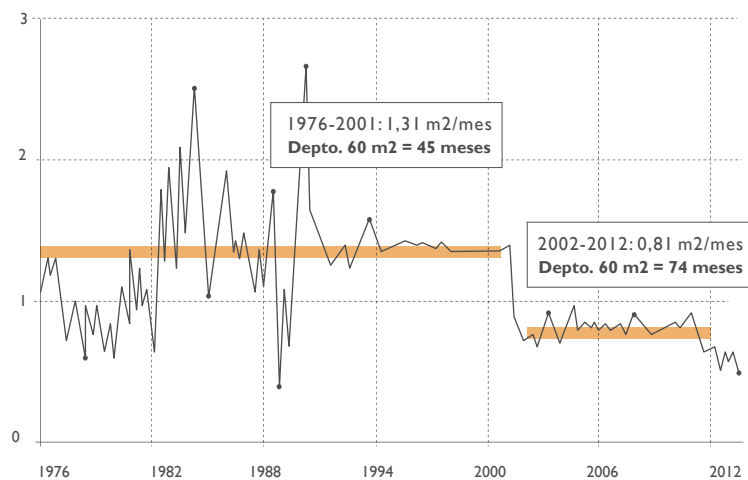
¿A qué precio podría resurgir la demanda?

Para los que compran para vivir; a uno que equipare el poder adquisitivo histórico del salario en términos de m². En el promedio 1976-2001 un mes de sueldo de un joven profesional compraba 1,31 m² de depto. a estrenar en Barrio Norte. Si pensamos en un salario mensual neto de US\$ 2.000 libres (un 30% superior al actual), tenemos un precio de 1.528 US\$/m². A este ratio, los jóvenes podían acceder, con esfuerzo, a la vivienda. Hacia allí deberían converger los precios.

Para los que invierten, podrían pensarse precios en función de una renta anual esperable para los próximos años equivalente al retorno de los bonos de EEUU más un 3%, un 5,7% anual en dólares, como los bonos de Brasil hoy.

Según RI, actualmente la renta neta por alquiler es de 2,01%, lo que para un precio de 2.625 US\$/m² a estrenar equivale a 53 US\$/m² al año. Aquí también supongamos una suba cambiaria de 30% para los próximos años tal que la renta anual sea unos 69 US\$/m². Un precio de 1.203 US\$/m² haría que tal renta fuese el 5,7% del precio.

¿CUÁNTOS M2 COMPRO UN JOVEN PROFESIONAL CON UN MES DE TRABAJO?



Fuente: elaborado por Juan José Cruces a partir de diversas fuentes primarias.

Conclusión

En la recuperación post-2002, los inmuebles fueron refugio de ahorro, pero sus precios subieron como si se tratara de promesas de pagos fijos del mejor deudor del planeta. A esos precios, hay muy baja actividad.

Estimo que a un precio de entre 1.200 y 1.500 US\$/m² resurgiría la demanda genuina que históricamente motorizó este mercado con una actividad muy superior a la de 2013.



► Juan José Cruces

Doctor en Economía y Profesor Full Time de la Escuela de Negocios de la Universidad Torcuato Di Tella.



“En los últimos tiempos, la cantidad de dólares que se paga por m² ha bajado un poco pero los precios se mantienen altos cuando los traducimos a pesos en moneda constante”

Herman Faigenbaum.

Para eso, habrá que aprender de los aciertos y errores de los '90 y de la era K. Durante el gobierno de Néstor Kirchner se manejó el equilibrio fiscal con más prudencia que en el de Carlos Menem y el de Cristina Fernández de Kirchner. También se llevaron adelante políticas de inclusión social que hicieron al crecimiento del país y, a su vez, dejaron un derecho social adquirido. Pero para que dichos derechos sean sustentables se deberá encarar seriamente su financiamiento. Asimismo, el déficit de infraestructura – relegado durante la era K – deberá estar en agenda. Todos estos temas no se abordarán en 2015 y posiblemente recién se discutan seriamente a partir del 2016.

JJC: Hoy tenés un faltante de dólares en un mundo con precios de *commodities* aún altos y tasas de interés en niveles históricamente bajos.

GR: El Estado hoy pesa alrededor de 45 puntos, apenas por debajo de países como Dinamarca y Suiza (que en áreas como la Educación, la Seguridad y la Infraestructura, son mucho más eficientes en el uso del gasto). Es decir, tenés un sector público voluminoso que no provee suficiente infraestructura productiva. Y además, una clase política (incluyendo políticos de todos los partidos) que no visualiza la necesidad de hacer más eficiente al sector público.

Seguramente, en el futuro vamos a corregir algunas cosas que permitirán evitar las zozobras actuales, pero de ahí a pasar a un sendero de crecimiento sostenido... Todavía hay un trecho largo y cuesta encontrar alguna figura política que sea eje estructural y ordenador de ese proceso.

HF: Ante este panorama, entonces: ¿Cómo ven el 2015?

GR: Creo que el punto de quiebre será si hay o no un arreglo con los *holdouts*. Si no se llega a lograr, vamos a tener una caída del Producto Bruto y de las reservas. Me parece que, en el corto plazo, el Gobierno va a tratar de evitar una nueva devaluación porque eso implicaría el riesgo de reapertura de paritarias y generaría otros problemas asociados. Pero creo que en un contexto de contracción de las reservas y recesión, el Gobierno se va a ver forzado a implementar una corrección cambiaria.

El 75% de las importaciones entran en el proceso productivo. Si no se puede importar, no se puede crecer. Y en ese sentido, lo que sucede con la industria automotriz es un ejemplo paradigmático de cómo funciona la Economía. Este sector necesita dólares, necesita importar. Si no se soluciona este tema, se va a tener otro año de caída del producto.

JJC: Imaginate que fuiste a una fiesta y tomaste demasiado alcohol. Estás en la cama y no podés dormirte porque andás mal del estómago. Pero mañana tenés una reunión con tu jefe y sabés que te va a anunciar un aumento de sueldo importante. Creo que en esa metáfora se encuentra hoy Argentina: en una situación muy incómoda pero a sabiendas de que superadas las tensiones o cuestiones críticas de corto plazo, tenemos el potencial de estar mucho mejor...

DO: Yo creo que eventualmente habrá arreglo con los *holdouts*. Pero va a llevar más tiempo y será mucho más costoso de lo anticipado. No son los USD 1.500 millones que se mencionan, serán unos USD 15.000 millones que habrá que refinar. Por eso, y porque hay otras medidas macroeconómicas que se deberían encarar y posiblemente no se implementen, veo un 2015 más cerca del estancamiento que del rebote.

Volatilidad cambiaria y valor de los inmuebles

La pronunciada suba de los precios en dólares de las propiedades en la Argentina que tuvo lugar en la última década se explicó por factores específicos derivados de la política económica implementada por el Gobierno Nacional. Y se produjo a pesar de la irrelevancia de los préstamos hipotecarios y prácticamente sin ingreso de capitales desde el exterior.



En primer lugar,

las tasas de interés reales muy negativas en un contexto de alta inflación (desde 2005 fue siempre de dos dígitos, y a partir de 2008 se ubicó persistentemente por encima del 20% anual) implicó la falta de alternativas institucionales para la canalización del ahorro. Así, los fondos acumulados por los hogares con capacidad de ahorro se destinaron a la "inversión en ladrillos".



En segundo lugar,

y relacionado con el punto anterior, el boom en los precios internacionales de los commodities (en un contexto de mayores cantidades producidas) significó un aumento sensible en la oferta de dólares agropecuarios: el valor de la cosecha de los cinco principales cultivos pasó de US\$ 16.000 M en 2004 a US\$ 36.000 M en 2013.



En tercer lugar,

la utilización del tipo de cambio nominal como única "ancla inflacionaria" aumentó sensiblemente el poder de compra de los salarios medidos en dólares, que en el bienio 2010-11 mostró un aumento del 50% acumulado.



Por último,

desde la implementación de las restricciones cambiarias se produjeron otros fenómenos que evitaron una caída aún mayor de las operaciones inmobiliarias. La existencia de la brecha cambiaria provocó una caída en el costo de la construcción medido en dólares informales que actualmente se encuentra un 30% por debajo del valor existente en octubre del 2011 (cuando se implementaron las restricciones). Y parte de los pesos encerrados dentro del circuito formal se destinaron a la compra de inmuebles, dado el riesgo latente de una mayor licuación.

Mirando hacia adelante,

resulta esperable que el precio en "dólares efectivos" de las propiedades tenga todavía un camino bajista por recorrer. Por lo pronto, el mercado inmobiliario sigue ajustando por cantidades: el número de operaciones realizadas en CABA es un 30% inferior al piso de 2009.

La suba de los precios acumulada en los años previos y los vaivenes cambiarios recientes hicieron que las propiedades se volvieran inaccesibles para buena parte de la población: a principios del 2000 se requerían 45 sueldos promedio para comprar un departamento de 50m² en CABA; hoy se necesitan casi 100. El tipo de cambio real multilateral se ubica un 55% por encima de diciembre del

2001, lo que parece ser un mínimo para la productividad de la economía argentina, la estructura salarial y el peso creciente del Estado. Y el próximo gobierno requerirá implementar un plan antiinflacionario creíble que, inevitablemente, significará el fin de las tasas de interés reales negativas.

Dados estos factores estructurales, la tendencia bajista difícilmente podrá ser revertida por el cambio de clima económico que genere el recambio presidencial post 2015: el ingreso de capitales (especialmente para financiar la explotación de Vaca Muerta), el desmantelamiento de las restricciones cambiarias o bien el resurgimiento del crédito hipotecario.



► Gastón Rossi

Licenciado en Economía. Fue Secretario de Política Económica, y actualmente es Director de la consultora LCG y docente de la UBA.

UNA CUESTIÓN DE VALUACIÓN

HF: Si nos centramos en temas importantes para el mercado inmobiliario ¿Cuál es la valuación adecuada del peso argentino en relación al dólar? ¿Qué pasará a largo plazo?

DO: Eso depende del acceso al financiamiento externo. El país tuvo muy poca inversión extranjera durante mucho tiempo. Si se compara con lo que pasó en Latinoamérica, recibimos una fracción mínima del total de inversión. A lo sumo, hubo reinversión de utilidades.

Pero a medida que haya una regeneración del clima de inversión y un acercamiento a los mercados internacionales a partir de 2016, se podrán generar más divisas de exportación e inversión. En cuanto al campo, si la soja se quedara en US\$D 400 pero se eliminasen retenciones, esa fuente de ingreso de divisas podría crecer.

Para el 2015 es probable que el tipo de cambio oficial termine más depreciado en términos reales que el actual. El costo social y político del desempleo y de una recesión industrial y regional (como resultado del atraso cambiario) es muy elevado.

JJC: En la visión más pesimista, si emitiésemos un bono para pagar todo lo que piden los holdouts, el coeficiente de deuda sobre el producto subiría del 45% actual al 48%. Creo que deberíamos negociar y ver la mejor forma de arreglar. Pero aún en el caso extremo de que aceptemos lo que piden, para dar vuelta la página y empezar a pensar para adelante, no es una suba terrible en nuestro endeudamiento. En ese escenario el dólar libre sería de \$9 ó \$10, a valor de septiembre de 2014. Pero eso, traería un problema de atraso cambiario en muchos sectores de la Economía y ahí se generaría otra discusión.

Ahora, si la tasa de interés internacional es de 5%, pienso en un dólar libre más parecido a lo que es el blue hoy.

GR: Si tomamos de referencia diciembre del 2001 -momento previo a la devaluación en el que teníamos un tipo de cambio de 1 a 1-, el tipo de cambio real multilateral está un 50% por encima. Creo que este valor es el piso.

Si uno plantea qué tipo de cambio requiere la Economía, se pueden hacer distintos cálculos. Por ejemplo: para retornar a la competitividad del primer trimestre del 2011 que fue cuando empezó la caída de reservas, sería necesario un tipo de cambio nominal de \$ 9.30 -si se congela la estructura de precios actual- lo cual obviamente es imposible. En última instancia, el problema central en materia de competitividad es la dinámica inflacionaria...

JJC: Tengo la ilusión de que la oposición juega al distraído y no va a afirmar en plena campaña: "voy a encargarme de cuidar el equilibrio fiscal", pero que a partir del 10 de diciembre del 2015, va a admitir: "la raíz de nuestra inflación es que tenemos un Estado que gasta más de lo que recauda. Y eso hay que resolverlo."

"El Real Estate vivió su década de gloria. Con el enorme crecimiento de la Economía y con desincentivos para invertir en vehículos de inversión tradicional, el Gobierno cuidó mucho a este mercado, al menos hasta las restricciones cambiarias"

Juan José Cruces.



Real Estate: ¿Qué se espera en materia de precios y nivel de actividad para los períodos 2014-15 y 2016-17?



La actividad de la construcción se ha mostrado muy sensible a los vaivenes de la economía, de ahí que se hable de su "volatilidad cíclica". Hasta 2008, cuando la actividad creció por encima del PBI, los precios del Real Estate (RE) estuvieron estables o con tendencia a la baja, medidos en pesos ajustados por inflación. Dicha situación se revirtió con posterioridad. A partir de 2011, en un contexto crecientemente dominado por las restricciones cambiarias y la devaluación del peso con respecto al dólar blue, la actividad exhibió una fuerte caída y los precios en moneda constante subieron.

¿Por qué esa resistencia a la baja de los precios del RE?

Dado que el stock sin vender aumentó significativamente, la explicación más plausible es la expectativa de una futura suba de precios en dólares del mercado del Real Estate en 2016 (debido a su vez a la expectativa de un abaratamiento relativo del dólar blue). También puede contribuir a ese comportamiento, la expectativa de un nuevo ciclo expansivo de actividad y la persistencia (al menos hasta 2015) del ladrillo como refugio ante la ausencia de instrumentos de ahorro alternativos, el llamado efecto "refugio".



▶ **Daniel Oks**

Doctor en Economía. Trabajó en el Banco Mundial y en el Banco Central. Actualmente, se dedica a los negocios inmobiliarios.

Partiendo de los niveles actuales, se puede esperar para lo que resta de 2014 y 2015 alguna baja de precios que acompañe una mayor retracción de la economía y del empleo, así como la reducción del ingreso disponible resultante de nuevos ajustes tarifarios. También contribuirán a la baja: el menor costo de la tierra, la sobreoferta de unidades y la competencia de propiedades construidas con costos más bajos (debido a la disparada del dólar blue).

Hacia 2016-17 se aguarda una mejora en la actividad y una recuperación parcial de los precios.

Ello es atribuible, además de a la esperada recuperación de la actividad y el empleo, a la expectativa de: la reunificación cambiaria, el aumento de la oferta de dólares impulsado por un probable acuerdo con holdouts y políticas más amigables con la inversión, un programa fiscal más sólido; y una mejora del acceso al crédito. En particular, la unificación cambiaria y el acceso al crédito internacional, al aumentar la oferta de divisas, posiblemente contribuyan a que el aumento del precio del RE medido en dólares sea mayor al aumento en pesos ajustados por inflación. Nuevos procesos de migración urbana

estimulados por el inicio de un nuevo ciclo expansivo y una mayor absorción de inmuebles contribuirán también a la mejora de precios.

Entre los factores que pueden atenuar este impulso favorable a partir de 2016 se encuentran: la disminución del "efecto refugio" debido a la aparición de instrumentos de ahorro e inversión alternativos (activos indexados por ejemplo), la reducción de subsidios y el aumento de la tasa de interés que aumentará la demanda de activos de ahorro sustitutos del Real Estate. En síntesis, los vaivenes del RE seguirán atados al comportamiento de la economía pero también serán influenciados por la evolución de precios relativos (tipo de cambio, tarifas y tasas de interés) y por el acceso al financiamiento.

Para que el crecimiento del sector sea sostenido y trascienda la dinámica del ciclo económico harán falta sumar medidas de carácter macroeconómico - como la prudencia monetaria y la regeneración de un espacio fiscal - con otras acciones de carácter eminentemente estructural tales como: mejoras en la eficiencia del gasto público (incluida mayor inversión en infraestructura), mejoras en el acceso al crédito hipotecario (indexación, menor inflación y políticas de equidad), integración a los mercados regionales e internacionales, mejor calidad de la educación y profundización de la estrategia de innovación incluido en el sector de RE (logística, planeamiento urbano, transporte público urbano, gestión de tráfico, regulaciones urbanísticas, etc.).

EL REAL ESTATE COMO ACTIVO DE RESGUARDO

HF: Daniel: sos economista pero te dedicas a la inversión inmobiliaria. ¿Por qué?

DO: A largo plazo, la inversión inmobiliaria en localizaciones adecuadas ha demostrado sostener una apreciación real significativa, más aún cuando el proceso de desarrollo potencia la localización y brinda un producto demandado. La confianza en las inversiones del sector se fundamenta en el hecho que la propiedad ha sido y seguirá siendo un activo de resguardo para inversiones de mediano y largo plazo, particularmente, en ausencia de instrumentos financieros alternativos confiables.

Hice un cálculo simple sobre los precios de los departamentos de 2 y 3 ambientes usados entre el 2006 y el 2013 (en base a Reporte Inmobiliario). Estaban en dólares así que tomé el dólar libre y la inflación del Congreso empalmada con la inflación del INDEC. Hice el análisis en moneda constante, en pesos.

En este cálculo noté que entre 2006 y 2011 el precio del metro cuadrado (m2) venía bajando: pasó de casi \$4.000 a \$2.700. Ahora bien, entre 2011 y 2013 registré una suba a \$3.900. También la renta neta del activo inmobiliario con respecto a su valor mostró una caída importante de 4-5% a 2%.

Me pregunté qué es lo que había pasado y me pareció que las restricciones cambiarias tienen mucho que ver, dado que los propietarios son reacios a disminuir los precios en dólares de sus propiedades cuando el peso se devalúa. Pero más que eso, creo que la gente se mantuvo en el Real Estate, aún sin poder vender, pues porque toma a la propiedad como un seguro o resguardo de su ahorro. Y espera mejores momentos para el tipo de cambio, de modo de poder realizar su ahorro y mantenerlo en una moneda que mantiene su valor.

JJC: Hice la misma cuenta y la puse en una serie histórica, pero tengo otra conjetura. Entre 1976 y 1989, el m2 a estrenar valía en promedio el equivalente a \$16.000 de hoy. Durante el menemismo, ese mismo m2

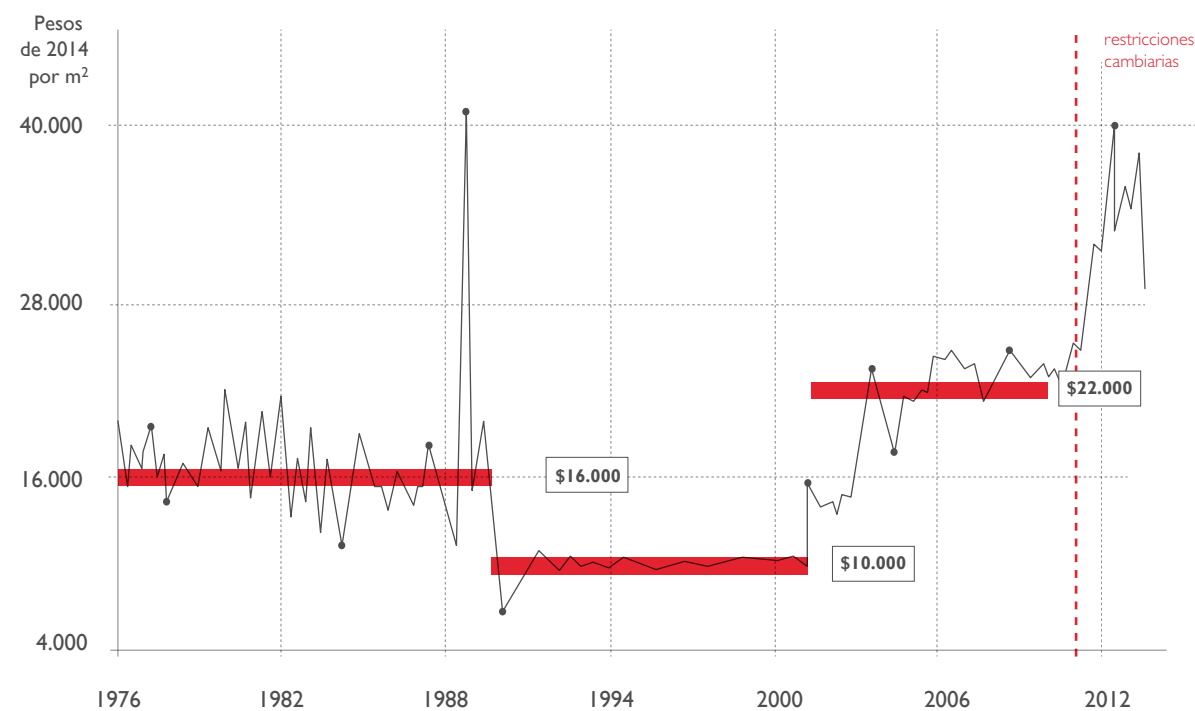
salía el equivalente a \$10.000. Y durante el kirchnerismo, es \$22.000 (más del doble). A partir de las restricciones cambiarias, los valores del índice subieron en pesos, pero creo que esto sucede porque ahora se transa en "dólar inmobiliario" que es algún promedio del blue y del oficial, mientras que mi índice supone que se pagan en dólares blue.

HF: Según mi experiencia en el mercado inmobiliario las transacciones se hacen en dólares billete. Por otro lado, si te fijás en la cantidad de escrituras anuales que se realizaron en la crisis de la hiperinflación y en la del 2001, la cifra se mantuvo más o menos estable. En la Ciudad de Buenos Aires siempre hubo 70.000/80.000 escrituras por año. Y lo que se registra hoy es que han bajado a partir del 2011.

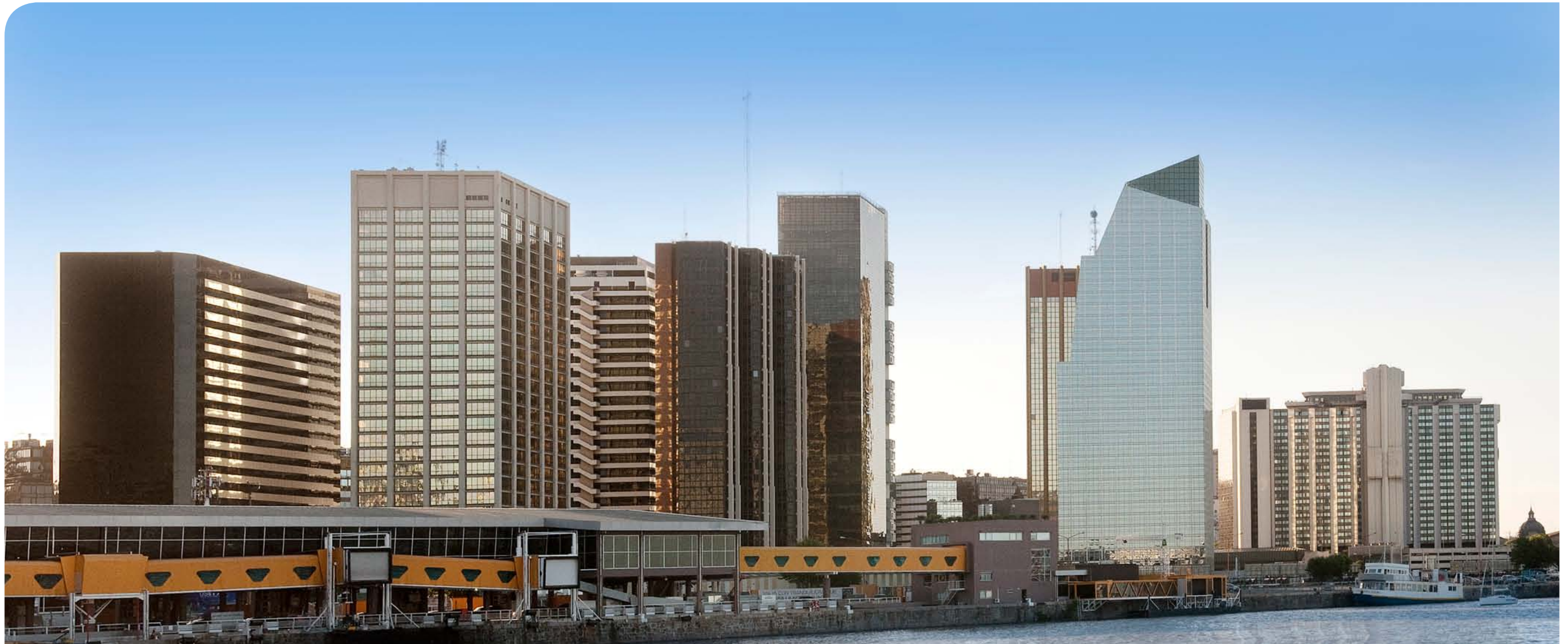
Creo que hoy existe un ajuste por cantidades. Es decir, hay una muy menor cantidad de transacciones que se hacen a esos valores porque hay pocos compradores que están dispuestos a validar esos precios a largo plazo.



PRECIO DEL METRO CUADRADO (en pesos ajustados por inflación)



Fuente: elaborado por Juan José Cruces a partir de diversas fuentes primarias.



GR: El punto, quizás, es que tenés una cierta caída en los precios medidos en dólares informales pero con un nivel de escrituras que está 30% por debajo del mínimo del 2009. Es decir, hay un *mismatch* entre oferentes y demandantes. Probablemente, haya demandantes puntuales que tienen ingresos en dólares y pueden realizar la operación.

HF: Creo que los demandantes tienen ingresos en pesos y usan el Real Estate para canalizar sus excedentes. Esto tanto para los individuos como para las empresas. Existen grandes transacciones y proyectos en que se usaron dividendos que en otro momento quizá hubiesen transferido a casa matriz o invertido localmente de alguna otra forma.

Los que compran son pocos, pero validan estos precios porque piensan: aun cuando el inmueble esté caro, no tengo una mejor

inversión y no sé lo que va a pasar a futuro. A lo mejor estos precios se mantienen.

Hay otro efecto interesante. El costo de la construcción medido en dólares está en un nivel bastante bajo en la serie histórica. Quienes tienen excedentes, aun los que tienen en dólares guardados, ven como una buena posibilidad de inversión la de transformar esos dólares en pesos y ponerlos en costo de construcción. Eso sí lo ven como una buena oportunidad.

GR: A mi juicio, hay distintas razones que explicaron la suba de los precios de las propiedades en dólares en la última década, a saber:

1. Una tasa de interés real negativa
2. Falta de alternativas de inversión
3. Contexto inflacionario
4. Exceso de dólares agropecuarios no intermediados vía el sistema financiero
5. Una suba del salario en dólares

“El punto, quizás, es que tenés una cierta caída en los precios medidos en dólares informales pero con un nivel de escrituras que está 30% por debajo del mínimo del 2009. Es decir, hay un mismatch entre oferentes y demandantes”

Gastón Rossi.

6. Una ampliación de la brecha cambiaria (con la consiguiente baja del costo de construcción en dólares informales)
7. Los pesos excedentes de las empresas multinacionales que se posicionan en activos de Real Estate (ver este análisis en detalle en el apartado de la página 8). Y creo que ninguno de estos factores que enumero rápidamente va a estar presente a partir del 2016.

JJC: Creo que el Real Estate vivió su década de gloria porque en una época de enorme crecimiento de la Economía, y con desincentivos para invertir en vehículos de inversión tradicional, el Gobierno cuidó mucho a este mercado.

Hoy el sector es víctima de su propio éxito. Le fue tan bien que quedó con un nivel de precios demasiado alto. Y en macroeconomía sabemos que es muy difícil bajar los precios de los bienes de capital. La manera de ajustar en estos escenarios suele ser por menores cantidades pactadas. Ello es, socialmente, muchísimo más grave pero es la manera de operar de una economía capitalista. La mano invisible de Adam Smith -que es tan eficaz para la micro- se acalambra cuando tiene que arreglar la macro.

En cuanto al precio del mediano plazo, lo razonable sería que fuese más bajo. Pero como los vendedores no están apalanca-

dos (no tienen que devolver un crédito tomado para construir), si no quieren vender, lo único que va a suceder es que no va a haber transacciones.

HF: En los últimos tiempos, la cantidad de dólares que se paga por m² ha bajado un poco pero los precios se mantienen altos cuando los traducimos a pesos en moneda constante. Los vendedores suelen tomar decisiones pensando en el mediano y largo plazo, es decir, en la expectativa de valor futuro. Sin embargo, hoy hay muchos compradores que no están dispuestos a validar esos precios.

EL FUTURO Y SUS OPORTUNIDADES

HF: ¿Qué cosas son rescatables y hablan de las oportunidades a futuro?

JJC: En lo estructural, si podemos tomar responsablemente el tema fiscal que señaló Gastón, creo que se abre una oportunidad de mejora.

GR: Quiero destacar dos puntos. Por un lado, tenemos el proyecto de Vaca Muerta que brinda la posibilidad de ir cerrando la brecha energética que hoy tenemos que solucionar. Y por otro, se encuentran los precios de los *commodities*. Es cierto que actualmente se hallan complicados, pero en términos históricos, están altos.

Creo que es vital aumentar la productividad. Eso requiere del sector privado, del



COYUNTURA & EL FUTURO DEL ECONÓMICA REAL ESTATE

“Creo que los demandantes tienen ingresos en pesos y usan el Real Estate para canalizar sus excedentes. Esto tanto para los individuos como para las empresas. Existen grandes transacciones y proyectos en que se usaron dividendos que en otro momento quizá hubiesen transferido a casa matriz o invertido localmente de alguna otra forma”

Herman Faigenbaum.

público y de mejorar la Educación. Con un sector público que pesa entre 45 y 50 puntos pero no es eficiente, va a ser difícil mejorar la productividad. Tenemos que apuntar a que el sector público se vuelva más productivo y brinde servicios públicos e infraestructura de mayor calidad.

DO: En la medida en que se reconstruya el sistema financiero como un sistema de canalización de ahorros caerá la demanda de Real Estate residencial, al menos como refugio financiero. Por otro lado, es inevitable que en algún momento se internalice la tasa de interés como un dato del mercado. Estuvimos mucho tiempo con una tasa de interés real negativa. Parte del saneamiento será una tasa de interés real positiva que también afectará negativamente al Real Estate.

En contraposición a eso, el desarrollo del

sistema financiero posibilitará el crecimiento del crédito hipotecario que es el gran ausente del último ciclo del Real Estate. Pero esto último requiere la regeneración del espacio fiscal para combatir la inflación y crear condiciones de estabilidad macroeconómica para el resurgimiento del crédito. Al mismo tiempo, si llegáramos a un escenario de unificación cambiaria también contribuirá a la recuperación del Real Estate.

-
Las opiniones vertidas en los artículos firmados así como durante el encuentro son responsabilidad de los autores/ entrevistados y no coinciden necesariamente con la opinión de la empresa.

NUESTRA EMPRESA

Cushman & Wakefield, empresa global de servicios inmobiliarios, se fundó en New York en 1917. En el año 2000 se estableció la filial Argentina que ofrece una amplia gama de servicios premium orientados a corporaciones e inversores. La compañía se distingue por la excelencia en la atención al cliente, regida por estándares de calidad internacionales y un equipo de profesionales altamente capacitados.

LOS SERVICIOS

BROKERAGE	Representación de inquilinos / compradores Representación de propietarios / vendedores Oficinas Industrias y distribución Locales comerciales Terrenos
PROJECT MANAGEMENT	Gestión de proyectos Sustentabilidad - Green Buildings
GESTIÓN Y OPERACIÓN DE PROPIEDADES	Property Management Facility Management Administración de consorcios Clase A Mantenimiento edilicio
CAPITAL MARKETS	Valuaciones Investigación de mercado Gestión de inversiones inmobiliarias
CLIENT SOLUTIONS	Consultoría estratégica Consultoría en proyectos inmobiliarios



**CUSHMAN &
WAKEFIELD®**

(54.11) 5555.1111

Carlos Pellegrini 1141, 6º, CABA

argentina@sa.cushwake.com

[in](https://www.linkedin.com/company/cushman-and-wakefield-argentina) /cushman-and-wakefield-argentina

www.cushmanwakefield.com.ar