



Universidad del CEMA
Maestría en Finanzas
Mercado de Capitales

“Real Estate Fund”

Autores:

Carlos Gowland
Juan Pablo Díaz Andrade
Ricardo Bento Alves

Buenos Aires, Noviembre 2009

INDICE

ABSTRACT	2
INTRODUCCIÓN.....	3
SECCION 1 – EVOLUCIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO ARGENTINO.....	4
VISIÓN SOCIO-ECONÓMICA DEL PAÍS.....	4
EL MERCADO INMOBILIARIO Y LA CONSTRUCCIÓN.....	5
VALORES DEL MERCADO INMOBILIARIO.	6
<i>CAPITAL FEDERAL.....</i>	<i>6</i>
<i>PRECIOS.....</i>	<i>9</i>
<i>BARRIOS CONSOLIDADOS.....</i>	<i>10</i>
CONSTRUCCIÓN, CRÉDITOS HIPOTECARIOS Y ALQUILERES:.....	11
<i>CONSTRUCCION:</i>	<i>13</i>
<i>FIDEICOMISOS AL COSTO Y PRECIO CIERTO.....</i>	<i>14</i>
<i>CREDITOS.....</i>	<i>15</i>
<i>ALQUILERES.....</i>	<i>15</i>
INVERSIÓN EXTRANJERA REAL ESTATE.....	16
CONCLUSIONES COMPRAVENTA DE INMUEBLES RESIDENCIALES.....	17
SECCION 2 – ANALISIS Y CREACION DEL FONDO	18
ANÁLISIS DEL FONDO	18
CREACIÓN DEL FONDO	19
<i>SELECCIÓN DE ACTIVOS</i>	<i>19</i>
<i>PLAZO.....</i>	<i>23</i>
<i>ESTRATEGIA</i>	<i>24</i>
SECCION 3 – VALUACIÓN Y RENTABILIDAD	25
ALTERNATIVAS DE VALUACIÓN.....	25
VALUACIÓN - SUPUESTOS.....	27
CONCLUSIÓN.....	29
BIBLIOGRAFÍA	30

ABSTRACT

El presente desarrollo se centra en el estudio y análisis del comportamiento histórico del mercado de Real Estate para el armado de un fondo de inversión de bienes raíces.

Se presentará el estado de situación del mercado inmobiliario argentino en la actualidad y los cambios que ha sufrido en los últimos 20 años, haciendo también algunas referencias a los mercados internacionales.

Para realizarlo se analizará la evolución socio-económica de la Argentina y como afectan al valor de los inmuebles aspectos claves como la construcción, el crédito, la inflación, el dólar y el tipo de cambio. También se estudiarán los fideicomisos, la variación de los precios tanto para venta como para el alquiler, las tasas de interés nacional e internacional y la inversión extranjera.

Finalizaremos con la selección de los activos del fondo y la definición del plazo, la estrategia para la valuación y captación de inversores, concluyendo con un análisis de la rentabilidad y conclusión sobre el fondo presentado.

INTRODUCCIÓN

El objetivo de la tesis será presentar el armado de un fondo de inversión con exposición a distintos tipos de activos reales para lograr la mayor rentabilidad posible. Se hará foco en el aprovechamiento de la gran diversificación de bienes raíces que hay en el ámbito local y las oportunidades que el país brinda por diferencia cambiaria a inversores extranjeros. Se buscará generar un estímulo para el mercado inyectando más liquidez y atrayendo inversores tanto privados como institucionales.

Presentaremos nuestro trabajo separándolo en tres secciones:

En la sección 1 se hará un repaso de la evolución del mercado inmobiliario desde los años 90, pasando por la crisis del año 2001 hasta la fecha, haciendo comparaciones con los años precedentes y algunas referencias a los mercados internacionales. Se analizará la historia, el crecimiento y el mercado actual.

En la sección 2 se desarrollará conceptos y fundamentos del fondo a crear, teoría de portafolios y valuación de activos, detección de aversión al riesgo del inversor y diversificación de riesgo, asociándolos al mercado de bienes raíces. Selección de activos e inversores.

En la sección 3 se referirá a la creación del fondo, presentaremos distintas alternativas de valuación y finalmente se analizará la rentabilidad del mismo y una breve explicación de los activos seleccionados.

SECCION 1 – EVOLUCIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO ARGENTINO

Visión Socio-Económica del País

Desde el año 1991 y hasta diciembre de 2001 la República Argentina contó con una Ley que aseguraba la convertibilidad de un peso en un dólar, conocida como Ley de convertibilidad.

Este modelo económico se fue desgastando poco a poco entre otras cosas por el aumento progresivo del Gasto Público. La mayoría las Provincias fueron obligando al Tesoro Nacional a endeudarse interna e internacionalmente (se crearon las Cuasimonedas provinciales) hasta que con motivo del megacanje propuesto por el ex Ministro de Economía Cavallo se cortó el financiamiento internacional, se pronunció la recesión con el congelamiento de los depósitos bancarios (“corralito”) y desembocó en el Default de la deuda que derivó en el abandono de la Convertibilidad que había estado vigente por una década. Una de las primeras víctimas de la crisis financiera fue la restricción del crédito para culminar en su casi completa desaparición a partir de la devaluación.

Desde aquí, la valuación de la moneda norteamericana en el mercado libre de cambios pasó rápidamente de la igualdad a un intento de devaluar el 40% llevando el valor de un dólar a \$ 1,40 pero rápidamente se fue disparando el tipo de cambio, llegando a cuadruplicar su valor y estabilizándose a partir del primer trimestre del año 2003 en la franja de los 2.85/2.95 \$ por dólar, con un leve incremento hasta los \$ 3,15 por dólar en el año 2008 y finalmente estabilizándose alrededor de los \$ 3,85 por dólar hasta fines del 2009.

La crisis fue poco a poco mutando en recuperación, producto fundamentalmente del aumento en el valor de los Commodities Agropecuarios y a un tipo de cambio más competitivo en términos internacionales. Hacia Septiembre de 2002 comenzaron a estabilizarse los principales fundamentals económicos dando origen a un incipiente crecimiento a partir de los primeros meses del año 2003 que se potenció a partir de los meses subsiguientes para dar lugar a una etapa inédita de crecimiento sostenido interrumpido por primera vez con motivo del conflicto del Gobierno Argentino con el Campo en Marzo de 2008 y culminando con la crisis internacional de fines del 2008 que generó una fuerte parálisis de todo el mercado inmobiliario hasta mediados de este 2009. Hoy con un tipo de cambio estable y una gran inflación que supera los dos dígitos, se estaría produciendo una lenta recuperación con buenas perspectivas para el 2010.

La destrucción del Mercado financiero y de la confiabilidad en los Bancos Nacionales con el “Corralito” implementado por el Ministro Cavallo y el default posterior hizo renacer la inversión en ladrillos que había sido históricamente una de las alternativas preferidas por los argentinos, cuando se habla de refugio de capital y de cubrirse del costo inflacionario. Desde la devaluación y hasta fines del 2006, la

inflación rondó algo así como el 90%. Durante el mismo período el valor de un departamento en Barrio Norte creció casi un 262%, lo que pone en evidencia que la inversión inmobiliaria se comportó como un fuerte resguardo frente a la inflación.

Con niveles de costo de vida del 20% anual, según las mediciones privadas, son pocos los instrumentos financieros que permiten ponerse a resguardo del incremento de los precios. Los inmuebles son uno de ellos.

En un contexto económico en el que las tasas de interés internacionales son extremadamente bajas y las locales con mucha suerte permiten minimizar la pérdida frente a la inflación, el dólar se ha ido devaluando frente a las demás monedas durante todo el 2009 y pierde también en términos reales contra la inflación, **no abundan alternativas de inversión rentables que no sean altamente especulativas**. Todo esto sumado a que localmente la inflación real es muy superior a la que informa el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), la inversión inmobiliaria vuelve a tentar a los inversores para el 2010 ya que surge claramente la conveniencia de buscar alguna cobertura en activos reales.

La experiencia nos muestra que en el largo plazo el valor de los inmuebles le gana a la inflación y al valor de las monedas. En este escenario, los especialistas ven que el mercado inmobiliario seguirá su desarrollo. A futuro vemos un crecimiento moderado del mercado inmobiliario, sostenido en parte por la inflación, ya que en un contexto de suba del costo de vida, tasas de interés negativas, los ladrillos seguirán siendo un buen negocio.

El mercado inmobiliario y la construcción

En los 90 con el congelamiento del tipo de cambio para lograr la estabilización de precios luego de una fuerte devaluación, se produjo un resurgimiento de la actividad de la construcción privada apoyada por la aparición del crédito inmobiliario en dólares a 10 años y con Tasas de interés razonables. Los primeros cinco años de esa década estuvieron signados por la construcción de viviendas unifamiliares y multifamiliares, en general de pequeña escala, luego los desarrollos fueron creciendo en envergadura predominando los edificios de vivienda multifamiliar de 8 a 12 pisos de altura, en terrenos urbanos. Desde mediados de los noventa con la Privatización de los Servicios de Telefonía, electricidad y Gas, sumado a la concesión de nuevas autovías y rutas se produjo también un fuerte proceso de suburbanización. Se generó una explosión de barrios privados con seguridad y servicios deportivos en derredor de la infraestructura vial mejorada. También promediando los noventa se vivió un resurgir del crédito hipotecario destinado a la compra de primera vivienda.

Durante los años 1997-2001, el promedio de hipotecas de vivienda de clase media y baja fundamentalmente llegó al 25 % del total de inmuebles transados. El ciclo de los 90 toca a su fin en realidad en 2001 con el inicio de la crisis y la posterior devaluación de enero de 2002.

Con la desprogramación del dinero de los depósitos, a partir de Noviembre del 2002, se notó un claro aumento en la demanda inmobiliaria y un incremento en los índices del nivel de actividad en la construcción, debido a que una parte de los \$ 25.000.000.000 liberados de ese candado financiero forzoso, se destinó a la compra de

unidades en ubicaciones privilegiadas o a la inversión en construcción de viviendas en barrios privados por la mayor cantidad de m² que posibilitaba edificar por la sobrevaluación del dólar con relación al costo de construcción.

Una cifra cercana a los \$7.500.000.000 se destinó a compra de inmuebles en zonas centrales con buena ubicación, reconocidas por los compradores como con facilidad de colocación para obtener rentas por alquiler.

Estas premisas que motivaron a la demanda actuante provocaron una importante polarización de valores, con una baja menor en aquellas viviendas con mejor ubicación y una mayor caída en las de ubicación inferior.

Así, se incrementó la brecha de cotización por m² a valores cercanos al 65 % entre los barrios del sur y del corredor norte de la ciudad de Buenos Aires. Duplicándose la diferencia de cotización existente con relación al 2001, entre esos barrios.

El mapa de valores cambió hacia la baja en general, pero en forma inversamente proporcional a las condiciones de ubicación, es decir, que a mejor ubicación menor caída y a inferior localización mayor nivel de depreciación de valor.

Valores del mercado inmobiliario.

Luego de la salida de la convertibilidad, a mediados del año 2002, la economía y los valores de las propiedades lograron una importante recuperación. Característica que se produjo en Capital Federal y el resto de las Ciudades del Interior del País.

Varios factores facilitaron la escalada de precios de los inmuebles.

En la actualidad, los precios en los barrios de mejor ubicación se ubican ya por encima de los que alcanzaban antes de la devaluación, pese a que el peso perdió un 190 % de su valor frente a la divisa estadounidense.

Los promedios generales del mercado marcaron un crecimiento del 20 por ciento anual en los primeros años de la post-crisis, desacelerándose en 2006 al 15 por ciento siendo en el 2007 y 2008 del 10%.

CAPITAL FEDERAL

Con relación al mercado del suelo, en el año 2002 –como consecuencia de la devaluación- el valor del metro cuadrado promedio en la Ciudad registró un descenso de más del 50%. Un año después, el mercado ya había recuperado casi completamente los valores anteriores a la crisis y desde entonces el incremento del valor del suelo no se ha detenido. La variación asciende al 230% si el valor del metro cuadrado se efectúa con relación al inicio de 2002.

A continuación se podrá observar las variaciones de valores en las distintas Ciudades Argentinas, concluyendo que desde mediados de 2002 hasta fines de 2008 los precios enfrentaron subas en general.

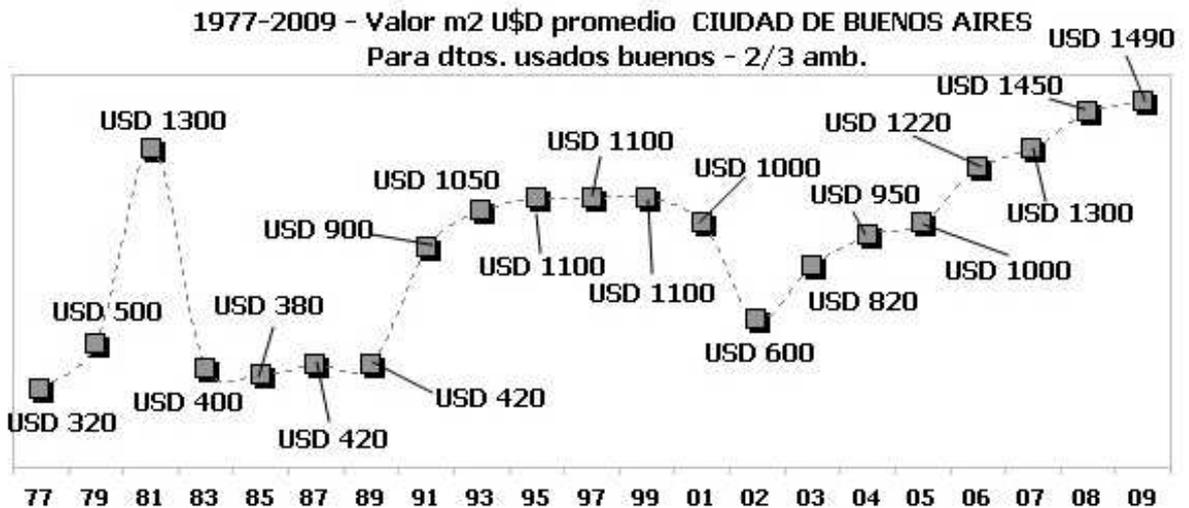
Cuadro 1: Valor de propiedades 2005 - 2008

Ciudad de Bs. As. - Valores M2 promedio deptos usado bueno 2/3 amb.													
	Ene. 2005	Jul. 2005	Dic. 2005	% VAR. 12 MESES	Jul. 2006	Dic. 2006	% VAR. 12 MESES	Jul 2007	Dic. 2007	% VAR. 12 MESES	Jul 2008	Dic. 2008	% VAR. 12 MESES
	U\$S m2	U\$S m2	U\$S m2		U\$S m2	U\$S m2		U\$S m2	U\$S m2		U\$S m2	U\$S m2	
Agronomía	635	650	685		760	820		860	950		1040	1090	
SUBA EN %		↑ 2,36	↑ 5,38	↑ 7,87	↑ 10,95	↑ 7,89	↑ 19,71	↑ 4,88	↑ 10,47	↑ 15,85	↑ 8,47	↑ 4,81	↑ 14,74
Almagro	740	740	795		875	975		1000	1100		1200	1305	
SUBA EN %		0,00	↑ 7,43	↑ 7,43	↑ 10,06	↑ 11,43	↑ 22,64	↑ 2,56	↑ 10,00	↑ 12,82	↑ 9,09	↑ 8,75	↑ 10,64
Barracas	688	695	735		800	875		900	930		1080	1085	
SUBA EN %		↑ 1,09	↑ 5,76	↑ 6,91	↑ 8,84	↑ 8,38	↑ 19,05	↑ 2,88	↑ 3,33	↑ 6,29	↑ 16,13	↑ 0,46	↑ 16,67
Barrio Norte	1040	1120	1275		1300	1400		1475	1550		1750	1940	
SUBA EN %		↑ 7,69	↑ 13,84	↑ 22,60	↑ 1,96	↑ 7,69	↑ 9,80	↑ 5,36	↑ 5,08	↑ 10,71	↑ 12,90	↑ 10,86	↑ 25,16
Belgrano C	990	1040	1150		1175	1200		1200	1325		1400	1730	
SUBA EN %		↑ 5,05	↑ 10,58	↑ 16,16	↑ 2,17	↑ 2,13	↑ 4,35	0,00	↑ 10,42	↑ 10,42	↑ 5,66	↑ 23,57	↑ 30,57
Berlgrano R	1030	1085	1200		1200	1275		1275	1390		1520	1540	
SUBA EN %		↑ 5,34	↑ 10,60	↑ 16,50	0	↑ 6,25	↑ 6,25	0,00	↑ 9,02	↑ 9,02	↑ 9,35	↑ 1,32	↑ 10,79
Boedo	655	705	775		810	890		900	1000		1090	1200	
SUBA EN %		↑ 7,63	↑ 9,93	↑ 18,32	↑ 4,52	↑ 9,88	↑ 14,84	↑ 1,12	↑ 11,11	↑ 12,36	↑ 9,00	↑ 10,09	↑ 20,00
Caballito	835	855	900		925	1075		1100	1205		1300	1373	
SUBA EN %		↑ 2,40	↑ 5,26	↑ 7,78	↑ 2,78	↑ 16,22	↑ 19,44	↑ 2,33	↑ 9,55	↑ 12,09	↑ 7,88	↑ 5,62	↑ 13,94
Colegiales	740	740	865		890	1038		1038	1100		1200	1330	
SUBA EN %		0,00	↑ 16,89	↑ 16,89	↑ 2,89	↑ 16,63	↑ 20,00	0,00	↑ 6,02	↑ 5,97	↑ 9,09	↑ 10,83	↑ 20,91
Congreso	660	715	790		825	910		915	1025		1100	1185	
SUBA EN %		↑ 8,33	↑ 10,49	↑ 19,70	↑ 4,43	↑ 10,30	↑ 15,19	↑ 0,55	↑ 12,02	↑ 12,64	↑ 7,32	↑ 7,73	↑ 15,61
Constitución	595	620	640		690	780		810	925		1000	1080	
SUBA EN %		↑ 4,20	↑ 3,23	↑ 7,56	↑ 7,81	↑ 13,04	↑ 21,88	↑ 3,85	↑ 14,20	↑ 18,59	↑ 8,11	↑ 8,00	↑ 16,76
Chacarita	645	670	695		775	870		885	990		1080	1168	
SUBA EN %		↑ 3,88	↑ 3,73	↑ 7,75	↑ 11,51	↑ 12,28	↑ 25,18	↑ 1,72	↑ 11,86	↑ 13,79	↑ 9,09	↑ 8,15	↑ 17,98
Flores	700	720	775		835	895		920	1025		1130	1210	
SUBA EN %		↑ 2,86	↑ 7,64	↑ 10,71	↑ 7,74	↑ 7,19	↑ 15,48	↑ 2,79	↑ 11,41	↑ 14,53	↑ 10,24	↑ 7,08	↑ 18,05
Floresta	585	620	635		715	815		815	925		980	1085	
SUBA EN %		↑ 5,98	↑ 2,42	↑ 8,55	↑ 12,60	↑ 13,99	↑ 28,35	0,00	↑ 13,50	↑ 13,50	↑ 5,95	↑ 10,71	↑ 17,30
La Boca	550	555	590		650	702		755	830		930	995	
SUBA EN %		↑ 0,91	↑ 6,31	↑ 7,27	↑ 10,17	↑ 8,00	↑ 18,98	↑ 7,55	↑ 9,83	↑ 18,23	↑ 12,05	↑ 6,89	↑ 19,88
Liniers	605	660	705		750	815		825	910		965	1025	
SUBA EN %		↑ 9,09	↑ 6,82	↑ 16,53	↑ 6,38	↑ 8,67	↑ 15,60	↑ 1,23	↑ 10,30	↑ 11,66	↑ 6,04	↑ 6,22	↑ 12,64
Mataderos	590	650	710		710	763		788	870		940	1050	
SUBA EN %		↑ 10,17	↑ 9,23	↑ 20,34	0,00	↑ 7,46	↑ 7,46	↑ 3,21	↑ 10,48	↑ 14,02	↑ 8,05	↑ 11,70	↑ 20,69
Núñez	850	900	1000		1025	1090		1105	1175		1280	1350	
SUBA EN %		↑ 5,88	↑ 11,11	↑ 17,65	↑ 2,50	↑ 6,34	↑ 9,00	↑ 1,38	↑ 6,33	↑ 7,80	↑ 8,94	↑ 5,47	↑ 14,89
N. Pompeya	560	600	650		715	730		760	850		940	950	
SUBA EN %		↑ 7,14	↑ 8,33	↑ 16,07	↑ 10,00	↑ 2,10	↑ 12,31	↑ 4,31	↑ 11,84	↑ 16,44	↑ 10,53	↑ 1,06	↑ 11,76
Once	600	640	695		730	820		850	935		1035	1115	
SUBA EN %		↑ 6,67	↑ 8,59	↑ 15,83	↑ 5,04	↑ 12,33	↑ 17,99	↑ 3,66	↑ 10,00	↑ 14,02	↑ 10,70	↑ 7,73	↑ 19,25
P. Avellaneda	565	580	615		675	735		775	875		940	1085	
SUBA EN %		↑ 2,65	↑ 6,03	↑ 8,85	↑ 9,76	↑ 8,89	↑ 19,51	↑ 5,44	↑ 12,90	↑ 19,05	↑ 7,43	↑ 15,43	↑ 24,00
P. Chacabuco	690	750	800		825	900		900	1025		1100	1205	
SUBA EN %		↑ 8,70	↑ 6,67	↑ 15,94	↑ 3,13	↑ 9,09	↑ 12,50	0,00	↑ 13,89	↑ 13,89	↑ 7,32	↑ 9,55	↑ 17,56
P. Patricios	645	680	690		740	825		875	935		1035	1075	
SUBA EN %		↑ 5,43	↑ 1,47	↑ 6,98	↑ 7,25	↑ 11,49	↑ 19,57	↑ 6,06	↑ 6,86	↑ 13,33	↑ 10,70	↑ 3,86	↑ 14,97

Palermo	935	975	1090		1150	1175		1250	1400		1540	1665	
SUBA EN %		4,28	11,78	16,58	5,50	2,17	7,80	6,38	12,00	19,15	10,00	8,12	18,93
Paternal	610	645	675		700	790		790	905		1025	1090	
SUBA EN %		5,74	4,65	10,66	3,70	12,86	17,04	0,00	14,56	14,56	13,26	6,34	20,44
Recoleta-Retiro*	1700	1870	1930		2100	2175		2305	2400		2550	2660	
SUBA EN %		10,00	3,21	13,53	8,81	3,57	12,69	5,98	4,12	10,34	6,25	4,31	10,83
Saavedra	615	650	720		790	860		860	945		1030	1230	
SUBA EN %		5,69	10,77	17,07	9,72	8,88	19,44	0,00	9,88	9,88	8,99	18,42	30,16
San Cristobal	592,5	615	675		735	825		845	925		1015	1080	
SUBA EN %		3,80	9,76	13,92	8,89	12,24	22,22	2,42	9,47	12,12	9,73	6,40	16,76
San Telmo	740	800	895		975	1000		1050	1140		1245	1310	
SUBA EN %		8,11	11,88	20,95	8,94	2,56	11,73	5,00	8,57	14,00	8,21	5,22	14,91
Villa Crespo	685	740	825		875	955		975	1110		1230	1275	
SUBA EN %		8,03	11,49	20,44	6,06	9,14	15,76	2,09	13,85	16,23	10,01	3,66	14,86
Y. del Parque	680	735	770		875	930		960	1040		1130	1205	
SUBA EN %		8,09	4,76	13,24	10,64	6,29	20,78	3,23	8,33	11,83	8,65	6,64	15,87
Villa Devoto	775	800	815		890	950		1000	1100		1195	1250	
SUBA EN %		3,23	1,88	5,16	9,20	6,74	16,56	5,28	10,00	15,79	8,64	4,60	13,64
Y. Pueyredon	650	670	700		775	875		875	990		1110	1185	
SUBA EN %		3,08	4,48	7,69	10,71	12,90	25,00	0,00	13,14	13,14	12,12	6,76	19,70
Villa Urquiza	785	850	935		950	1075		1075	1125		1270	1350	
SUBA EN %		8,28	10,00	19,11	1,60	13,16	14,97	0,00	4,65	4,65	12,89	6,30	20,00
AUMENTOS PROMEDIO	año 2005	13,49		año 2006	16,44		año 2007	12,90		año 2008	17,91		

*Recoleta-Retiro: área turística, de museos y embajadas

Cuadro 2: Deptos. usados 2 y 3 ambientes.



Puede concluirse que hasta fines de 2008 los valores no sufrieron bajas, en dólares que es la moneda en la que se comercializan. Ante la incertidumbre generalizada que se presentó en 2002 y parte de 2003, eligió evitar cualquier tipo de contacto con amparos, corralito y entonces todo se destinaba al ladrillo.

Hacia fines de 2003, con mayores certezas, la población que tuvo capacidad de ahorro, observa como una muy buena y segura decisión, el invertir en activos inmobiliarios.

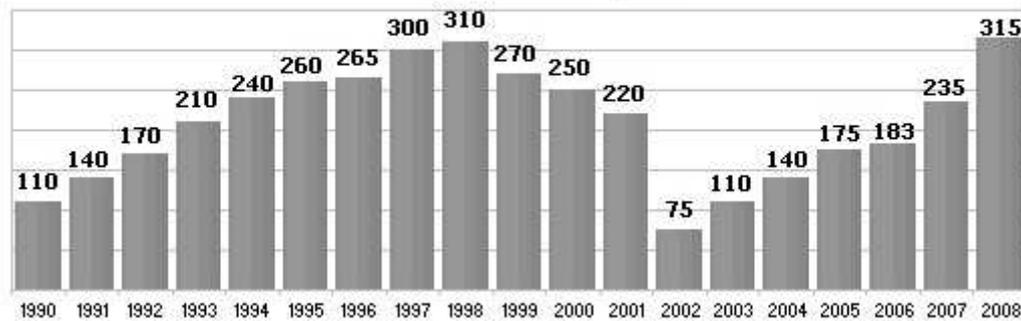
La suba de precios se ve aumentada de acuerdo a la ubicación de las propiedades, viéndose favorecida el área norte de la Ciudad, y los lugares con correcta accesibilidad y asistencia de variados medios de transporte. Similares características se observan con respecto a las propiedades de uso comercial, administrativo e industrial.

Según una encuesta realizada por Reporte inmobiliario y la Revista Mercado la seguridad representa uno de los aspectos principales y característicos del lugar.

Este fenómeno se observa no solo en Capital sino también en el conurbano bonaerense y localidades del interior del país.

A continuación se detallan cuadros donde se muestra los valores actuales de departamentos usados en buen estado en los barrios de Capital y la evolución de los precios de venta de inmuebles para uso administrativo e industrias en los últimos 20 años.

**INDUSTRIAS: evolución valor venta U\$S/M2
Buenos Aires y GBA**



Hoy se registran estos valores en las principales zonas de la Ciudad de Bs As:

DEPARTAMENTO USADO BUENO 2/3 AMBIENTES
Rango de valores M2 en u\$s a agosto 2009

Barrio	Mínimo	Máximo
Barrio Norte	1.550	2.590
Palermo	1.190	2.170
Belgrano R	1.310	2.270
Villa Crespo	1.150	1.450
Recoleta	1.740	3.080
Almagro	1.080	1.550
Nuñez	1.315	1.620
Caballito	1.080	1.650
Flores	1.000	1.580

FUENTE: Reporte Inmobiliario

PRECIOS

Las propiedades y zonas que concentran la incipiente mayor demanda, siguen siendo los inmuebles de dos y tres ambientes de las zonas más buscadas de Capital Federal, como Barrio Norte, Palermo, Botánico, Recoleta y Belgrano.

También los analistas hacen referencia a un “sinceramiento” y a un “reacomodamiento” de precios, en particular en aquellos barrios periféricos o contiguos que habían crecido gracias al efecto derrame, cuando la euforia que dominaba al sector de la compraventa, tiempo atrás, hacía que todo ladrillo que se comercializaba pronto se vendía.

Los precios de los inmuebles cayeron entre 10 y 12% en los primeros meses del 2009, pero luego no hubo mayores cambios. L.J.Ramos explicó que en el caso de los departamentos chicos, en un principio los propietarios no tenían intenciones de vender porque no contaban con opciones atractivas para invertir su dinero. En tanto, los compradores esperaban una baja en los valores. A partir de que empezó a estancarse el mercado de la compraventa, comenzaron a aceptar ofertas de menor valor que, con el correr del tiempo, llegaron a ser un 15% menos de lo pretendido. Recién ahí se pudieron concretar operaciones.

En el caso de las unidades premium, la reconocida inmobiliaria sostuvo que muchos propietarios no estaban dispuestos a convalidar esa baja, amparados en contar con productos de alta calidad. “Pero como hace un año que vienen con esta historia y no pueden vender, decidieron volcarlo a la locación. El mercado de alquileres premium se saturó y no hay demanda. Los ejecutivos no vienen, las empresas cortaron presupuesto y los costos de mantenimiento de la vivienda subieron mucho. En consecuencia, la renta luego de impuestos cayó a un 2%. Ahora se están poniendo nerviosos y comienzan a aceptar la baja de precios”, concluyó.

BARRIOS CONSOLIDADOS

Son los más tradicionales y los que tienen gran liquidez. Estos se consolidaron como los de mejor posicionamiento.

Se trata de Recoleta, Belgrano, Palermo y Barrio Norte, entre otros, donde los propietarios pudieron sostener los precios –a pesar de la presión para que éstos se reacomoden a la baja.

Así como algunos barrios recobran protagonismo en este escenario postcrisis, existen otras zonas que no correrán con la misma suerte. Y son aquellas que están fuera del foco de la clase media o media alta.

PRECIOS PROMEDIO Y SUPERFICIES TIPO			
Según oferta publicada - CIUDAD DE BUENOS AIRES - Septiembre 2009			
	Superficie (m2)	u\$s / m2	Precio (u\$s)
1 AMBIENTE	35	1.425	50.000
2 AMBIENTES	50	1.400	70.000
3 AMBIENTES	80	1.375	110.000

FUENTE: Elaboración propia en base a datos del CII del SOM. Septiembre 2009

Esto marca a las claras la mayor fragmentación a la que se dirige el mercado, siempre que no mejoren las condiciones de acceso al crédito a largo plazo y no se logre flexibilizar la relación cuota-ingreso, una verdadera barrera para este segmento de la población.

Construcción, Créditos Hipotecarios y Alquileres:

En la Ciudad, luego del 2001, el mercado de la construcción y la actividad inmobiliaria cobraron un impulso importante. Pero este mayor dinamismo respondió a una lógica especulativa, ya que el mercado de inmuebles se transformó en la opción más segura para la colocación de ahorros. Así, la construcción se convirtió en un negocio rentable para los privados y los emprendimientos urbanos de magnitud.



Es bien conocido por todos, que el motor movilizador de la inversión inmobiliaria y la constructiva privada de viviendas fue el ahorro privado. Mirar por tanto donde se genera disponibilidad excedente de recursos y que cuestiones motiva a esas fuentes a volcarlos a la inversión inmobiliaria y cuales variables lo desincentivan sería un ejercicio primario a realizar.

Esta situación no sólo tuvo una escasa o nula incidencia en la reversión del déficit habitacional, sino que contribuyó a incrementar el valor del suelo y de los inmuebles. Esto también se vio reflejado en los alquileres, donde aumentó el valor de los cánones locativos.

La concentración de la demanda y la reducida oferta de calidad en zonas que puedan aparecer como alternativa para quien busca alquilar han generado el constante aumento de los precios de los alquileres de vivienda en los últimos años.

El precio del alquiler de una vivienda como todo precio, es la evidencia de lo que sucede en determinado mercado. Es el resultado en el cual confluyen los intereses o posibilidades de aquellos que ofrecen y de las motivaciones y recursos de quienes buscan lo que los primeros ofrecen. El valor locativo de los departamentos no es la excepción y denota la situación particular por la que atraviesa la oferta y la demanda en el particular mercado inmobiliario.

Así, por el lado de la demanda, es sabido que la dificultad de alinear el importe de una cuota de una hipoteca con el ingreso mensual para una importante cantidad de asalariados, ha engrosado la cantidad de demandantes de viviendas en locación.

Por otra parte, actualmente la demanda tiende a concentrarse en determinados barrios y zonas de barrios de la ciudad. Es así, que a partir del crecimiento y evolución diferencial del territorio en Buenos Aires, el mapa de la ciudad se redujo aún más a determinadas localizaciones juzgadas como adecuadas para fijar la residencia. Adicionalmente en algunas de esas localizaciones también salió a disputar parte de la oferta un nuevo inquilino: el turista u ocupante temporario.

Por el lado de la oferta, el crecimiento se dio también paralelamente sólo en estas últimas zonas pero cimentado casi exclusivamente en unidades nuevas, las que a su vez se incorporaron en el segmento superior de precios. Pero, así como se volcó cierta parte de los departamentos a estrenar al alquiler tradicional como contrapartida otros tantos usados y nuevos se amoblaban para destinarlos a locaciones temporarias, equilibrando y aún restando oferta al mercado tradicional del alquiler en barrios como Belgrano, Palermo, San Telmo y Barrio Norte, entre otros.

Aumentos de tasas e impuestos, también hicieron lo suyo, siendo transferidos al valor locativo mensual, colaborando también a insuflar el precio del alquiler.

Desde la óptica de la construcción, el escenario 2008 de subas permanentes de los costos que impedían la planificación ahora se ha estabilizado y ya no se producen aumentos notorios como antes. Pero lo que sí tiene mayor vigencia es la expectativa de suba progresiva del dólar a un nuevo nivel de cambio por lo cual el costo medido en dólares podría caer lo que genera oportunidades para los constructores y desarrolladores.

La actividad de la construcción tuvo una singular importancia en la recuperación y crecimiento económico del país.

El mercado se sigue mostrando atraído por proyectos apoyados en contratos de fideicomiso, que ya cuenten con las aprobaciones reglamentarias, que estén iniciados o con un horizonte claro de terminación y con costos en pesos lo más cerrados posible, dando poco margen a la posibilidad de variaciones, excepto la inflación.

En este sentido, vale la pena destacar como punto de fundamental resguardo para los inversores, la necesidad de analizar cuidadosamente quién va a cumplir con el rol de fiduciario en cada proyecto y todos los puntos que incluyen deberes y obligaciones a partir de contrato de fideicomiso.

CONSTRUCCION:

SUPERFICIE AUTORIZADA Por barrio				
Años	3 meses			Var.
	2007	2008	2009	
Puerto Madero	60.303	123.383	69.784	↓ -43,4%
Palermo	89.443	66.185	25.746	↓ -61,1%
Villa Urquiza	64.887	21.808	22.715	↑ 4,2%
Recoleta	28.357	14.267	21.467	↑ 50,5%
Caballito	69.205	55.099	17.251	↓ -68,7%

FUENTE: Abecab.com e base a DEYC de CABA

La construcción es una de las modalidades de inversión del mercado inmobiliario que más sufre cada vez que se produce una Crisis financiero/cambiaria. La incertidumbre es el gran enemigo que espanta a los desarrolladores inexpertos y a los posibles compradores.

La incertidumbre que tanto ha dañado al crecimiento económico en la Argentina tuvo un impacto directo en el Real Estate, provocando una caída del 30% en la compraventa de unidades terminadas y una caída del 50% en la proyección de nuevos emprendimientos.

Además de salir del mercado los desarrolladores sin experiencia y los inversores oportunistas, la demanda se achicó notablemente. Había una desconfianza notable en el comprador, entonces los proyectos desde pozo, especialmente cuando no tienen atrás el sello de una marca importante, se tornaban poco viables. Prácticamente no había interesados en todo el 2008. La gente sólo apostaba a los proyectos que estaban casi finalizados o a punto de estarlo.

El único repunte que se dio en la demanda, fue la que aprovechó la finalización de la ley de Blanqueo de Capitales, ya que la misma establece que las adquisiciones se deben mantener por 2 años a nombre del comprador, siendo justo el plazo que demanda este tipo de construcciones.

Septiembre 2009 La buena noticia: Pareciera que la crisis está tocando fondo. Los activos financieros, luego de su caída libre, se han recuperado mucho. En ese contexto, una vez más, los precios de los inmuebles en Argentina han demostrado que tienen una capacidad de resistencia realmente sorprendente.

En efecto, a pesar de la feroz volatilidad que se ha vivido, los bienes raíces en nuestro medio virtualmente no cambiaron su valor. Ello fue así porque acá no había endeudamiento, y el foco de la crisis pasó por allí, de manera que la brutal reducción de precios que se vio en el mercado inmobiliario norteamericano, por ejemplo, aquí simplemente no ocurrió.

FIDEICOMISOS AL COSTO Y PRECIO CIERTO

Si bien las obras a estrenar, o usadas, son las que ganan los pocos compradores que quedaron en el mercado, para darle mayor atractivo a un emprendimiento desde el pozo se deben tener en cuenta dos aspectos: la ubicación y el precio.

A eso se le debe sumar el valor agregado que atribuyen los amenities, que hoy son parte casi indispensables de la obra.

En lo que se refiere a fideicomisos como alternativa de inversión, existen dos tipos bien diferenciados: "al costo o a precio fijo". En el primero, los inversores aportan mes a mes sólo los gastos propios de la obra y el fee del desarrollador, pero se exponen a tener que abonar adicionales o cuotas extraordinarias si el proyecto sufre incrementos. En el segundo, se aseguran pagar el valor fijo de una cuota, aunque más cara.

A modo de ejemplo, desde la inmobiliaria LJ Ramos dieron cifras de una estructura al costo para una vivienda premium, ahora en curso:

MODELO DE NEGOCIO	
Fideicomiso Pacheco de Melo 2142	
Depto de 45 m2	Costo estimado u\$s95.000
	Anticipo u\$s47.000
	10 cuotas de u\$s4.739
	Valor m2 u\$s1.995
FUENTE: Datos propios en base a publicaciones de inmobiliarias	

Octubre de 2009 el dólar "dormido" vuelve a despertar el interés por refugiarse en el ladrillo de cara al futuro. El billete no se mueve y la inflación no da respiro. Este cóctel reavivó claramente al sector.

El dato que informó el Colegio de Escribanos porteño fue una bocanada de aire fresco. En agosto, la cantidad de escrituras en Capital Federal aumentó un 26,8% respecto de julio. Y, si se tiene en cuenta el monto escriturado, el repunte fue del 53 % (influyó el blanqueo de capitales impulsado por la AFIP).



CREDITOS

La destrucción del valor de la moneda producida en 2002, hizo que no exista fondeo en el sistema financiero para el otorgamiento de créditos hipotecarios a 10 años como hubo durante la convertibilidad.

Tal como se viene repitiendo en los últimos años, el crédito hipotecario es el gran ausente en el mercado. Este factor es uno de los que imposibilita que el sector cobre mayor dinamismo.

Sin embargo, nos tenemos que conformar con propuestas como la que hizo hace pocos meses el Hipotecario junto con la ANSES, al que se suma ahora el Banco Ciudad.

Ranking: El mercado de préstamos hipotecarios está concentrado en diez bancos, que son los que reúnen el 90% del total.

La participación mayoritaria queda en manos de tres entidades: el banco Nación, el Hipotecario y el Ciudad como se ve en el siguiente gráfico:

Cifras expresadas en millones de pesos

Rank	Entidad	Total	Market Share	Acum. MS
1	Nación	6.139	32,5%	32,5%
2	Hipotecario	2.074	11,0%	43,5%
3	Ciudad	1.923	10,2%	53,7%
4	BAPRO	1.828	9,7%	63,4%
5	Santander	1.496	7,9%	71,3%
6	Galicia	978	5,2%	76,5%
7	BBVA Francés	890	4,7%	81,2%
8	Credicoop	715	3,8%	85,0%
9	Macro	592	3,1%	88,1%
10	BICE	331	1,8%	89,9%

FUENTE: NB en base a cifras del BCRA

ALQUILERES

Tanto en inmuebles Residenciales como Comerciales, la demanda de los Inquilinos se ha resentido mucho fruto de la gran oferta existente de inmuebles comprados para refugio de capital.

Por otro lado, el Mercado Comercial (Oficinas y Locales Comerciales), presenta una muy reducida oferta de inmuebles verdaderamente buenos en venta.

La demanda en alquiler de Oficinas se ha resentido por el importante aumento de la oferta debido a la aparición de nuevos emprendimientos, sobre todo en Puerto Madero y en el Corredor de Av. Libertador y Acceso Norte, generando una baja en los valores de ofrecimiento. La demanda en alquiler de Locales Comerciales es más pujante, pero cautelosa con respecto a los valores que estén dispuestos a pagar debido a la incertidumbre con respecto a la evolución del Consumo durante 2009.

Inversión Extranjera Real Estate

Una gran parte de la sociedad, que observa para las propiedades de mayor rango un valor entre u\$s 3.000 y U\$S 4.000 en B. Norte, Palermo y Belgrano, llegando incluso a sobrepasar los u\$s 4.000 como es el caso de Puerto Madero, afirma que esas cifras resultan exageradas e infladas.

Sin embargo, muchos desarrolladores que comparan estos precios con los de otras capitales del mundo advierten que en la Argentina aún se está lejos de tocar un techo.

Por inaccesibles que resulten para gran parte de la sociedad determinados valores en el metro cuadrado de las viviendas, hay una parte del mercado inmobiliario que, a nivel mundial, sólo está apuntado a inversores globales.

En este sentido, un reciente informe de la firma Global Property Guide -referente a nivel internacional- muestra al país en el puesto número 80 en el ranking del precio del metro cuadrado promedio entre las distintas capitales del mundo:

LOS MERCADOS DE PROPIEDADES MÁS CAROS DEL MUNDO							
(Basado en los precios de departamentos de 120 m2 en el centro de la ciudad)							
	PAÍS	CIUDAD/REGIÓN	PRECIO PROMEDIO (u\$s/m2)		PAÍS	CIUDAD/REGIÓN	PRECIO PROMEDIO (u\$s/m2)
1	Monaco	Monte Carlo	47,578	28	Australia	Sydney	4,994
2	Russia	Moscow	20,853	32	Italy	Milan	4,624
3	UK	London	20,756	33	Israel	Tel Aviv	4,582
4	Japan	Tokyo	17,998	36	Germany	Frankfurt	4,407
5	Hong Kong	Hong Kong	16,125	56	Mexico	Baja California Sur	3,227
6	USA	New York	14,898	62	Germany	Berlin	3,030
7	France	Paris	12,122	76	Brazil	Rio de Janeiro	2,441
8	Singapore	Singapore	9,701	77	China	Beijing	2,362
9	Italy	Rome	9,166	80	Argentina	Buenos Aires	2,293
10	India	Mumbai	9,163	90	Uruguay	Montevideo	1,753
16	Spain	Barcelona	6,523	103	Chile	Santiago	1,221
22	Spain	Madrid	5,672	104	Peru	Lima	1,154

Fuente: Global Property Guide

Mientras que el precio de las propiedades en el mundo se derrumbó, con bajas que llegaron hasta un 50% en plazas como Estados Unidos o Europa, en la Argentina demostraron su gran fortaleza para mantenerse.

Hasta que estalló la crisis internacional, los analistas del sector daban cuenta que el 20% de las inversiones en Real Estate realizadas en algunas plazas -como Puerto Madero- pertenecían a extranjeros. Y se espera que superado lo peor de la crisis, esta avanzada vuelva con fuerza.

Conclusiones Compraventa de Inmuebles residenciales

La devaluación progresiva del Dólar EEUU frente al Euro, y los bajos rendimientos de renta fija (bonos del tesoro norteamericano) en el exterior, han ido generando durante el año decisiones de compra que estaban postergadas.

Considerando que un bien inmueble puede ser adquirido como bien de uso, como activo de inversión con expectativa de que el valor aumente, ó como refugio de capital, esta última calidad fue la que generó demanda al alicaído mercado inmobiliario post-crisis financiera internacional del 2008.

Pensamos que despejada la posibilidad de default en el mediano plazo, la demanda inversora va a mejorar durante el 2009/10, y los precios se van a mantener firmes mientras no se acelere la inflación y produzca una recesión fuerte.

Demanda para productos de calidad, de alta gama, con excelente localización, hay y habrá siempre.

En resumen el mercado actual se continuará nutriendo de:

- ✓ El usuario final que estará como siempre presente en el mercado de inmobiliario en función de su particular motivación, necesidad de mayor ó menor superficie habitable, de cambio de localización, etc., etc.
- ✓ El comprador que lo hace como refugio de capital, producto de la inseguridad financiera que resultó de la Crisis financiera internacional del 2008.
- ✓ El inversor especulativo al no tener la expectativa de un aumento de los valores inmobiliarios medida en dólares, pensamos que ha desaparecido por un largo tiempo del mercado.

SECCION 2 – ANALISIS Y CREACION DEL FONDO

Análisis del Fondo

Consideramos la constitución de un fondo de real estate en el mercado ya que en la actualidad no existe algo similar en el país, tanto para inversores institucionales o privados. Actualmente en el exterior, Estados Unidos o Europa existen fondos similares, pero no en Argentina. Se trata de un fondo invertido en real estate puro con cotización pública. Vemos que es una buena forma de diversificación de inversión para aquellos que buscan invertir en ladrillos, comprar un campo, departamento, edificio o terreno, y no tengan el suficiente dinero para hacerlo. Este fondo les dará la posibilidad de acceder a ese tipo de diversificación que buscaban en inmuebles.

Un inversor de este tipo busca básicamente obtener ganancias a través de rentas, sumado a la apreciación de los bienes que conforman el fondo, teniendo un menor riesgo que invertir en activos financieros.

El fondo esta compuesto por un portafolio o cartera de inversión. Es decir, un agrupamiento de activos seleccionados de una manera tal en que la correlación entre los componentes del mismo, arroja un resultado igual al promedio ponderado de las rentabilidades de los activos que lo conforman. El objetivo será atraer a inversores que estén en búsqueda de la interesante rentabilidad que les brindará su cuota parte del fondo en relación al riesgo asumido.

Se busco hacer un fondo con oferta pública y dirigido a todo tipo de inversores tanto institucionales como personas para poder generar más liquidez en el mercado, ya que por lo contrario los fondos de real estate existentes son fondos con poca liquidez.

La liquidez es una de las características principales que diferencia a los activos reales de los financieros que suelen ser más líquidos (especialmente que los bienes raíces). Además, en los activos reales uno tiene que luchar contra la desvalorización natural que puede tener la construcción con el paso de los años. Sin embargo la tierra no se desvaloriza y sabiendo aprovechar y observar el crecimiento de una zona es mayor el valor que se puede lograr con la revalorización de la tierra en una zona como por ejemplo Tigre que hasta hace 5 años no era ni la mitad de lo que es hoy. Estos casos siempre ocurren y es por esto que se necesita del buen ojo y conocimiento macro y micro del mercado del real estate. Casos como Puerto Madero y Nordelta son claros ejemplos de cómo un terreno puede revalorizarse exponencialmente con el crecimiento de una zona, sabiendo comprar cuando la zona aun no es conocida y vender cuando ya es un boom. El caso opuesto se dio las zonas aledañas a las Ciudades de de Moreno y Morón, donde hace 50/70 años mucha gente desarrolló quintas de fin de semana que con el transcurso de los años al construirse la Autopista Panamericana (hoy Acceso Norte) empezó a cobrar relevancia rápidamente la Zona Norte y la Zona Oeste fue perdiendo vigencia, poblándose paulatinamente con habitantes de mas bajos recursos hasta llegar a lo que es hoy, que debido a la inseguridad reinante el valor de las propiedades es mucho menor.

A futuro y como novedad, con la sanción de la Ley 2972 se proyecta desarrollar el (DT) Distrito Tecnológico de la Ciudad de Buenos Aires, se trata de una iniciativa de

200 hectáreas en la zona Sur, mas precisamente en los barrios de Parque de los Patricios y Nueva Pompeya. El DT estará destinado para la instalación y desarrollo de empresas de tecnología de la comunicación y software, además de establecimientos educativos afines. Este proyecto conjuga un gran impacto en la actividad inmobiliaria con un importantísimo impulso a estos barrios que son una de las zonas mas postergadas de la Capital y que puede generar una gran oportunidad para inversores de real estate. El objetivo que persigue el Gobierno es muy alto y apunta a posicionar a Buenos Aires como la capital tecnológica de América Latina, generando 30.000 puestos laborales. Este tipo de emprendimientos se han realizado en ciudades de la talla de Barcelona, Brasilia, México DF y Lyon entre otras. Una de las claves para lograr este impacto radica en la ley, que prevé una serie de beneficios y exenciones impositivas para la radicación de empresas por unos 10 a 15 años.

A continuación definiremos el fondo a crear y el análisis de los activos a considerar para poder generar una buena diversificación y renta con el menor riesgo posible.

Creación del Fondo

El fondo a crear será un fondo de inversión cerrado, con cotización publica y dirigido tanto a inversores institucionales como a personas. El mismo va a estar compuesto por una serie de activos, analizados de acuerdo al tipo de activo, precio, ubicación, valuación, etc. Para ello tenemos una lista de los cuales seleccionaremos algunos y armaremos el fondo con los activos seleccionados.

El criterio de selección fue hecho en la medida que la valuación sea simple o fácilmente reconocida por el sistema de valores comparables, por ejemplo, ya que los inversores institucionales deben valorar el fondo o su cuotaparte haciendo un mark to market del mismo y esto no es tan sencillo de hacer para activos reales como en el caso de los activos financieros.

SELECCIÓN DE ACTIVOS

La selección de activos debe concentrarse en el hallazgo de aquellos bienes que se encuentran subvaluados. Esto depende de altos costos de investigación, de cierta habilidad para realizar pronósticos e indefectiblemente de un poco de suerte. Inclusive, no hay un consenso en la industria sobre como definir un activo subvaluado. Tomemos la definición por la cual un activo se encuentra subvaluado si los retornos observados resultan mayores a los esperados. Para eso, como nos indican Brown y Matysiak debemos prestar atención a los siguientes puntos:

- a) Pronóstico de los retornos esperados por el mercado.
- b) Pronóstico del riesgo de cada propiedad.
- c) Estimación de los retornos esperados de cada propiedad.
- d) Identificación, en base a los puntos anteriores, de las propiedades que puedan encontrarse sobre o subvaluadas.

Los activos que vimos y pudimos analizar fueron los siguientes:

Departamentos residenciales de distintas categorías y zonas, Garajes, Lotes, Oficinas, Campos y Real Estate Corporativo:

- Departamentos:** *Vemos que el metro cuadrado en distintas ciudades del interior del país, ha mantenido, en líneas generales, la tendencia de los departamentos usados de rango medio en Barrio Norte de la Capital Federal. Pero no debe descartarse que en ciudades ubicadas en zonas netamente agropecuarias, por caso Pergamino, Venado Tuerto, Rosario o Junín, el alza de la soja haya generado incrementos mayores.*

De acuerdo a los datos encontrados, que muestran la evolución del valor del m² en distintas localidades del interior del país desde 2003 a 2007, la variación del valor de dichos departamentos usados ha sido superior al registrado en el barrio Norte de Capital Federal.

No debe descartarse que, luego de la crisis del 2002, las propiedades urbanas del interior del país hayan tardado algo más que las de Capital Federal en “recuperar precio” o que en el largo período de recesión (1998/02) las mismas se hayan depreciado más. Se entiende entonces que el “rebote” posterior haya sido mayor.

De una forma o de otra, la valorización de las propiedades urbanas en el interior, en un contexto de retracción de oferta y de una fuerte reactivación económica, es notable.



- Garajes:** *Las cocheras fueron las que sufrieron uno de los crecimientos de precios más vertiginosos, con aumentos promedios según el barrio de entre el 40 y el 87 % en los últimos tres años. Más cantidad de autos y el aumento de la densidad de edificación apuntalaron los valores.*

Según cifras oficiales entre enero y setiembre del corriente año se patentaron en la ciudad de Buenos Aires 68.906 automotores nuevos., sólo esa cantidad de autos que se incorporó al parque automotor existente en la ciudad demanda un espacio equivalente a 1.722.650 m², considerando las áreas mínimas que ocupan el auto estacionado y la superficie de circulación necesaria para su aparcamiento. Ese requerimiento de superficie excede en un 33,8 % al total de

metros cuadrados presentados para construir todo tipo de obras en la ciudad de Buenos Aires durante el mismo lapso del año. (1.287.181 m² por obras nuevas + ampliaciones).

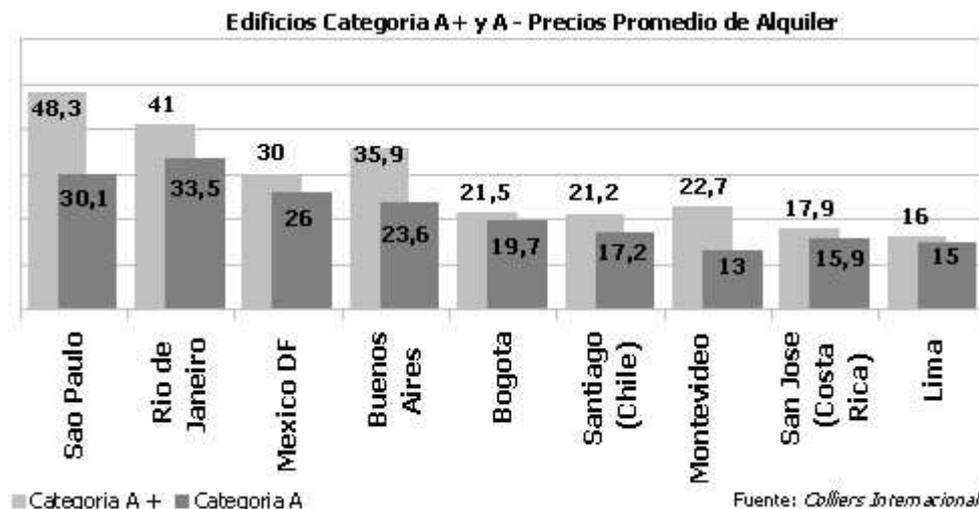
Esta situación repercute también en el ámbito inmobiliario a través de un alza en los precios de venta y alquiler de las cocheras.

Si bien la demanda de espacios de garaje ha sido creciente y la oferta de los mismos no sólo no se incrementó en la misma proporción sino que incluso se redujo ya que precisamente muchos garajes colectivos se demolieron para dejar su lugar a la construcción de obras de vivienda en propiedad horizontal, la rentabilidad bruta por alquiler es similar a la que se obtiene en el mercado por la locación de departamentos, ubicándose algo por encima del 6 % anual.

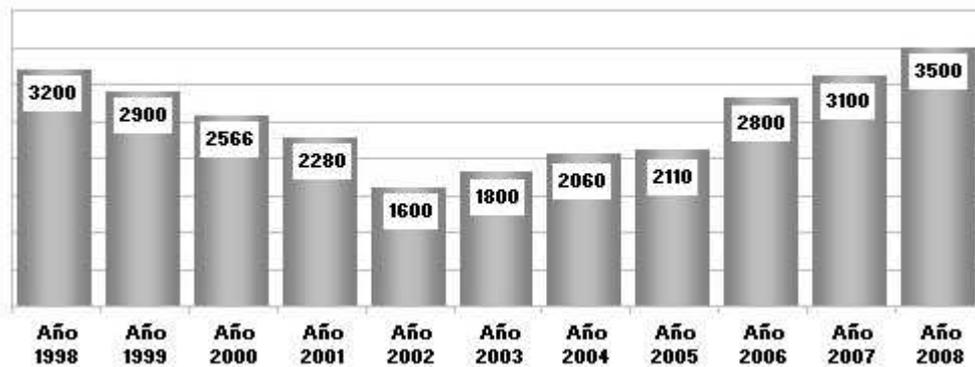
- **Lotes:** La tierra dentro de la ciudad de Buenos Aires, continúa aún con cotizaciones firmes, si bien no se han observado los fuertes incrementos que había experimentado en años anteriores fruto de la fuerte inflación de los costos de construcción que impactaron en los desarrollos durante el año 2007 y la primera mitad del pasado año 2008.

A partir del segundo semestre del 2008, comenzó a primar una mayor mesura y racionalidad a la hora de fijar los valores de la tierra, guardando una mayor coherencia con el valor de la producción de sus m² de edificación, evidenciándose asimismo una mayor flexibilidad por parte de los propietarios en las negociaciones a la luz de la incertidumbre generada a partir de las repercusiones que la crisis internacional tendrá sobre la economía en general. Por otra parte, comienzan también a verse de forma más frecuente la oferta de terrenos con planos ya aprobados y la venta de sociedades propietarias de la tierra y el proyecto.

- **Oficinas:** Del informe global anual de la inmobiliaria Cushman & Wakefield acerca del comportamiento del mercado de oficinas surge que durante el 2008 los mercados emergentes tuvieron el mejor rendimiento en cuanto a crecimiento de los alquileres. El 2008 fue un año de cambios decisivos en el mercado ocupacional global, después del sólido rendimiento de 2007. Los alquileres aumentaron un 3% en todo el mundo, un porcentaje significativamente menor que el de 2007 (14%), que constituye el menor índice de crecimiento desde 2004.



Valor venta m2/U\$S oficinas AAA en Buenos Aires



Fuente: Reporte Inmobiliario

- Campos:** *La demanda sostenida de materias primas a nivel mundial llevó el valor de los granos a cotizaciones óptimas.- La rentabilidad de la tierra en valores absolutos se incrementaba constantemente y todo hacía suponer que los contratos de arrendamiento del 2008 avalarían las cotizaciones de la hectárea agrícola.-*

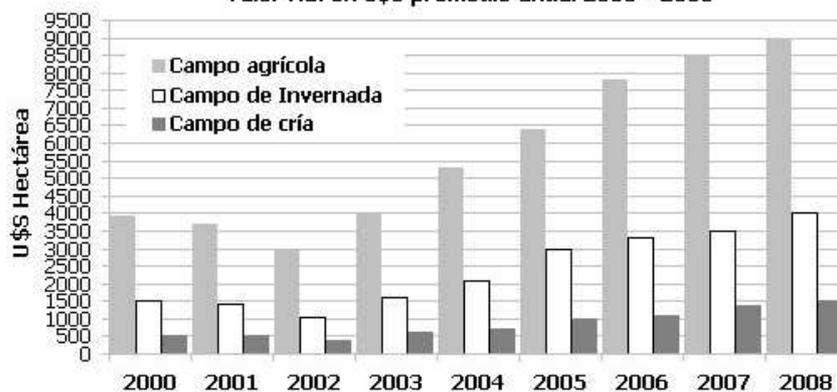
En las primeras charlas entre arrendatarios y arrendadores en los primeros meses del año, se manejaban valores de arrendamiento de 20 qq de soja por hectárea en la zona núcleo, sin que nadie saliera espantado. Y con esos ingresos a la tasa de rentabilidad promedio registrada en los últimos años, los U\$S/ha 12.000 no eran una incongruencia.

Además se registraba una demanda sostenida por campos en arrendamiento, lo que hacía suponer que la mayor porción de la torta quedaría en manos de los dueños de la tierra.

Precio de productos altos, gran demanda de tierra por parte de los contratistas que tendrían un buen rendimiento económico de la campaña 2007/08, buenas expectativas y buen humor: los ingredientes necesarios para valores de la tierra altos (lo que no quiere decir mercado activo).

No obstante, no es previsible que en el corto plazo se registre una disminución marcada en el valor de la hectárea. Los mercados inmobiliarios no reaccionan inmediatamente ante cambios bruscos en las expectativas. Es de esperar incluso que la demanda por tierras en arrendamiento se mantenga.

ARGENTINA: evolución del valor de la tierra
Valor Ha. en U\$S promedio anual 2000 - 2008



Fuente: Reporte Inmobiliario

Pool de Siembra: Es una modalidad contractual, también conocida como agrupamiento rural, que tiene por objeto lograr un resultado económico a partir de la unión de los aportes y esfuerzos de los distintos actores que lo componen. La mayoría de los pooles suelen conformarse a través de fideicomisos.

La denominación se ha puesto muy en boga en los últimos años, pero no es nueva, ya que los agrupamientos rurales empresarios tienen una larga tradición, si bien es cierto que últimamente han proliferado como una consecuencia directa de la necesidad de los distintos intervinientes de aunar sus capacidades y especialidades para lograr un beneficio.

Si bien tales actores pueden ser muchos, esencialmente puede decirse que un pool de siembra ha de contar con un administrador, uno o varios propietarios del campo, contratistas, posiblemente un gestor y también inversores, que pueden no ser gente de campo, sino terceros interesados en el negocio. Es aquí donde ingresa nuestro fondo. Básicamente, se trata de una operación financiera cuyo rendimiento y plazo dependen del tipo de producto sembrado. Destacamos esta modalidad de inversión ya que es una buena manera de ingresar a pooles con calificación alta que minimicen el riesgo y acceder a la mayor renta se puede obtener de los campos en la Argentina que es con la explotación agrícola.

- **Real Estate Corporativo:** *Los valores de alquiler no cayeron por el momento tanto como en otras ciudades. En el caso de la peatonal Florida con un valor por m² de U\$S 112 en 2008, solo cayó a U\$S 109 en la actualidad. Muchos locales comerciales que quedaron vacantes por la estatización de las AFJPs y la crisis del 2008 pero lentamente se ve como en este 2009 se están volviendo a ocupar.*

Dentro de estos activos tomamos una diversificación por producto y por zona, es decir invirtiendo en el mismo activo en distintas zonas para lograr una mejor estrategia de diversificación siguiendo el consejo del Libro “A Capital Market Approach”.

PLAZO

En el último año en Argentina se vio un comportamiento poco normal de las propiedades con respecto a otras partes del mundo como Miami, New York, España, etc. El volumen de ventas cayó considerablemente pero los valores y las pocas ventas que se hicieron en el último año se mantuvieron constante o con una baja de no más de un 10%. Es importante el término de plazo a considerar ya que en general un inversor tanto particular como institucional de real estate estaría dispuesto a dejar su inversión por un plazo más largo que el habitual. En Argentina se presenta una situación particular ya que en el último tiempo se han visto crisis cíclicas cada 10 años. En esos lapsos los departamentos tuvieron oscilaciones del 50% en su valor pero en la última crisis los valores de los inmuebles se mantuvieron como un refugio de valor ya que no había opciones alternativas de inversión. En este punto Argentina se ve favorecida con respecto al resto del mundo ya que los inmuebles mantuvieron su valor y esto dio más confianza a los inversores de real estate.

ESTRATEGIA

La estrategia de inversión esta relacionada con decisiones ex ante, siendo la performance de la estrategia ex post.

En primera medida nos dirigimos hacia proyectos en los que el valor agregado tenga una proporción reducida con relación a la inversión total de cada uno, ingresando mediante precios de compra bajos y donde la inversión potencie de manera muy significativa el valor final del bien. Otro criterio de selección será establecido por zonas, privilegiando a aquellas donde la recuperación de los valores se encuentre rezagada y que ofrezcan un potencial de crecimiento alto.

El fondo atenderá atentamente la participación en subastas judiciales, en particular aquellas donde taxativamente no se admita la compra en comisión o la cesión de boletos y donde los valores totales sean de significación, ya que sabemos que en estas subastas se puede adquirir una propiedad a un valor mucho menor al que tienen en el mercado, pudiendo lograr una buena rentabilidad con su posterior venta o con los alquileres del mismo. La adquisición de inmuebles en remates judiciales constituye una oportunidad de obtener retornos extraordinarios. No debe perderse de vista que generalmente los tiempos de puesta a disposición del adquirente de la propiedad rematada suelen exceder aquellos de las operaciones normales, factor que impacta en una reducción de los retornos en términos de tasa anual.

También en el proceso de toma de decisiones se otorgará mayor importancia a aquellos inmuebles a ser remodelados o refaccionados con rápida posibilidad de reventa, entendiéndose que la circulación de los bienes puede producir mejores utilidades que la demora en su reventa para la obtención de un precio mayor.

A fin de buscar la mayor liquidez posible dentro de una clase de activos que no se destacan por ello como son los reales, apuntaremos a fideicomisos para la construcción de vivienda clase A en terrenos urbanos, ya que se obtiene con ellos una muy buena rentabilidad en 24 meses, plazo estimado en que se termina la obra y se puede lograr la venta del inmueble. Distinto es el caso de la construcción de oficinas en el cual es mucho más difícil encontrar compradores ya que la mayoría de las empresas buscan un alquiler.

De acuerdo con Brown y Matysiak en “Real Estate Investment – A Capital Market Approach”, el mercado de bienes raíces no es, como suele creerse, un mercado ineficiente. Al contrario, en promedio, la mayoría de las propiedades suelen estar correctamente valuadas, cosa que no implica que no existan oportunidades de obtener retornos extraordinarios aunque, según los autores mencionados, el costo de investigación necesario para obtenerlos, suele ser alto.

Otra cuestión a tener en cuenta es el horizonte de decisión y el de tenencia. Una vez mas, citando a Brown y Matysiak, ellos ponen en duda la creencia de que las inversiones en bienes raíces deban ser a largo plazo. Nosotros estamos en línea con este concepto ya que en el mediano plazo (5 años) consideramos que se pueden obtener excelentes retornos siempre y cuando se realice la correcta evaluación ex-ante.

SECCION 3 – VALUACIÓN Y RENTABILIDAD

Los métodos generalmente utilizados para la valuación de activos de Real Estate no son comunes con los métodos de distintos activos financieros. En general varía de acuerdo al activo a valorar. Por ejemplo en la mayoría de los casos, departamentos, oficinas o cocheras se valoran por el precio a alquilar, así se saca la TIR correspondiente con el valor de mercado del inmueble.

Para valorar correctamente un activo real es necesario primero tener en cuenta distintos criterios.

- a) **Riesgo:** Los riesgos más visibles a los que está expuesta una inversión en bienes raíces son la falta de liquidez y la vulnerabilidad a los cambios impositivos y tipo de cambio ya que la propiedad se encuentra en dólares
- b) **Horizonte de inversión:** Evaluar bien el horizonte y plazo de inversión ya que los bienes raíces pueden generar flujos negativos por su mantenimiento, expensas, impuestos, etc.
- c) **Tasa de Retorno:** Se estima una tasa de descuento basada en el riesgo y horizonte de inversión.
- d) **Flujo de Fondos:** Éstos están dados básicamente por la renta (alquiler) en el caso de departamentos, oficinas, y locales comerciales, o por el arrendamiento en el caso de campos y lotes. Para estimar estos flujos, hay cuatro factores a tener en cuenta principalmente la inflación, el tipo de cambio real y la tasa de interés. Otros factores a tener en cuenta es la demanda y oferta de espacio de cada bien. Este es un punto particularmente importante dado que el porcentaje de “vacancia” debe ser proyectado para descontarlo de los ingresos totales considerando ocupación plena. El tiempo en que las propiedades que conforman el portafolio no generarán renta. Es decir, el lapso estimado necesario para alquilar o arrendar el bien, dado que durante ese periodo no producirá ingresos. Otro punto a tener en consideración entre los flujos son las contingencias. Entre ellas especialmente la de morosidad que no solo impacta en la interrupción o retraso de ingresos (flujos positivos, disminuyendo la tasa de retorno) sino que puede derivar en mayores egresos a causa de costos por juicios de desalojo, intimaciones etc.

Alternativas de valuación

Una manera alternativa de valorar el fondo es haciendo una relación con la Security Market Line (SML). Según este modelo, la decisión de compra estará compuesta por criterios macroeconómicos y coyunturales así como por la premisa que los activos adquiridos por el fondo deberán tener los retornos observados (resultado de la evaluación histórica de ingresos y egresos) mas altos que los retornos esperados. O sea deberán estar por arriba de la SML.

Según un informe del Dr. Rodolfo Aprea 2009, la SML es una máquina de predecir retornos esperados. Para lo tanto la metodología aplicada a SML, lleva en consideración la observación histórica de los retornos del bien como la construcción de un beta que usa como principal subsidio el comportamiento dichos activos en función del comportamiento de un portafolio de mercado en el mismo periodo. Prediciendo así el riesgo sistemático de este activo.

A pesar presentar y recomendar el uso combinado de un análisis Topdown conjuntamente con el uso de la SML para la decisión de adquisición de un activo, vale mencionar que A. Damodaran en *Investment Valuation*, menciona un método alternativo de valuación que esta mas alineado con nuestra manera de ver el mercado y valorar los activos reales para conformar el fondo.

El método consiste que el mercado de real estate, usualmente encuentra la tasa de retorno esperada a través de una investigación sobre potenciales compradores (o inquilinos) de activos y el retorno esperado para cada clase de activo. Según el autor el valor de los activos está dado por el cash flow que pueden generar y el riesgo de que ese cash flow esperado no se obtenga. A iguales condiciones, cuanto mayor sea el crecimiento de la generación de cash flow y más bajo sea el riesgo, mayor será el valor del activo.

A. Damodaran ofrece otra alternativa que nosotros hemos remarcado también como muy útil a lo largo del trabajo, que es el método de “valuación por comparables”. Éste sirve especialmente para valorar aquellos bienes que no producen flujos de fondos para descontar y consiste en tomar algunos indicadores que hagan a un bien inmueble comparable con otro. Algunas de estas características son objetivas como pueden ser las dimensiones del terreno, la tecnología con la que cuente el inmueble, los materiales con los que se realizo la construcción, etc. y otras son mas subjetivas como puede ser el valor de la ubicación, considerado lo mas importante por muchos brokers inmobiliarios.

Este método se fundamenta en los siguientes pilares:

- Las encuestas no están basadas en modelos abstractos de riesgo y retorno que podrían llegar a ignorar riesgos peculiares del mercado inmobiliario. En cambio se fundamentan en la oferta y demanda del mercado, es decir lo que los inversores exigen de retorno por la percepción de riesgo que tenga la inversión.
- La encuesta permite la estimación de tasas de descuento para categorías de activos específicos, así como para regiones específicas, sin requerir la dependencia de datos de precios y rentas históricas como hacen los modelos de riesgo y retorno. Existe relativamente grandes inversores directos del mercado inmobiliario, sin necesidad del empaquetamiento de un activo financiero. Por lo tanto existe masa crítica de investigación.

Valuación - Supuestos

- Horizonte de inversión: 25 años
- Monto a invertir: USD 43.800.000
- Cantidad de propiedades del portafolio: 200
- Rentabilidad Anual del Portafolio: 8.79%

A continuación podemos ver el cuadro del fondo a considerar. El total del fondo serían aproximadamente unos 44mm de USD, considerando los productos anteriormente mencionados. Analizada la información de mercado pudimos llegar a la conclusión de una rentabilidad promedio anual de 8.79%, en dólares, siendo esta conservadora con niveles actuales de precios y rentabilidad sin tener en cuenta el resultado por tenencia de las propiedades.

	Cantidad	Valor Unitario	Valor Total	%	Rentabilidad anual
Alquileres					
<i>Deptos</i>	30	150,000	4,500,000	10%	4.2%
<i>Oficinas</i>					
<i>Categoría A+</i>	3	3,000,000	9,000,000	21%	10%
<i>Categoría A</i>	3	2,000,000	6,000,000	14%	8%
<i>Fideicomisos para la construcción de vivienda clase A en terrenos urbanos</i>	10	500,000	5,000,000	11%	12%
<i>Fideicomisos de Pooles de siembra AAA en Campos Agrícolas</i>	4	3,000,000	12,000,000	27%	8%
<i>Explotación de Garajes Urbanos</i>	150	20,000	3,000,000	7%	7.11%
<i>Oportunidades de inversión en Remate Judiciales de Departamentos</i>			2,500,000	6%	20%
<i>Cash (Money Market en el exterior)</i>			1,800,000	4%	0.34%
TOTAL	200		43,800,000	100%	8.79%

montos expresados en U\$S

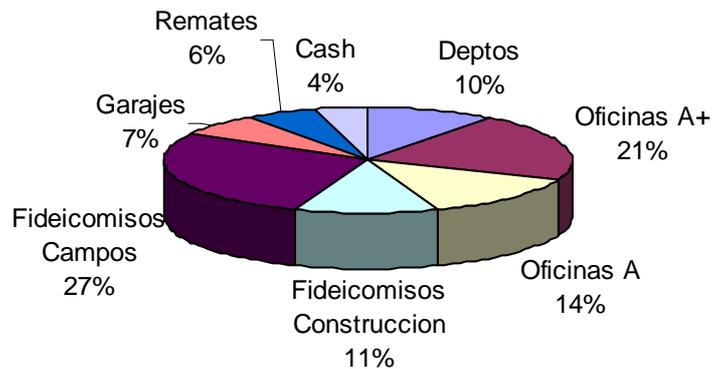
Si vemos en resumen producto por producto podemos decir:

- *Alquileres*: Nos enfocamos en alquileres tanto de deptos residenciales como oficinas de categoría A+ y A. Las oficinas son un porcentaje alto del fondo ya que vimos una oportunidad a largo plazo con los nuevos edificios y una rentabilidad promedio alta, aproximadamente del 8% al 10% siendo alta con respecto a otros inmuebles. Esto generara un flujo de fondos positivo con cierta regularidad.
- *Remates*: Los remates suelen tener un premio en la compra de un 20% aproximadamente, según datos de mercado. Estos son una oportunidad de obtención de retornos extraordinarios pero de un riesgo más alto con respecto a las demás propiedades ya que la ley argentina no es clara con respecto a este tema y hay mucho movimiento interno desconocido en la ejecución del remate. Tienen una rentabilidad promedio alta del 20% aproximadamente, pero un riesgo alto en cuanto a la propiedad que se compra.
- *Fideicomisos pooles de siembra (campos)*: Destinando una proporción mayor al resto, un 27% ya que en Argentina existen buenos campos y el precio del arrendamiento va atado a valores de commodities, como la

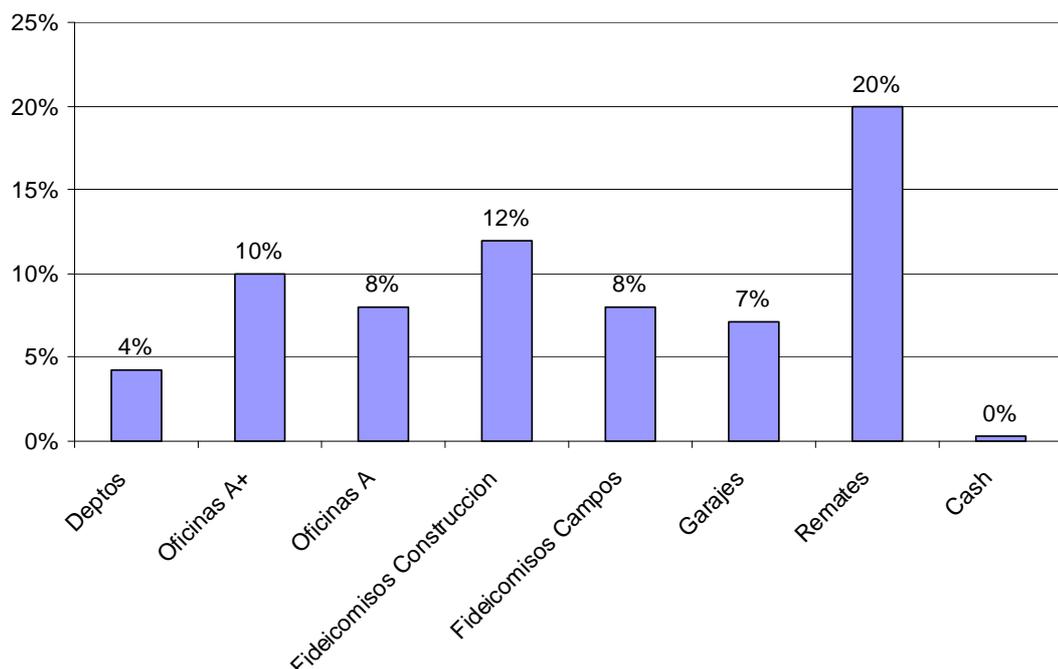
soja etc. Esto puede generar una rentabilidad más alta con el correr del tiempo.

- *Construcción y Garajes*: Destinando un 11% y 7% del fondo. Vemos una oportunidad en la construcción ya que el costo es en pesos y obtenemos una rentabilidad del 12% en dólares.
- *Cash*: Se destina una mínima porción del capital total del fondo como reserva para eventuales gastos de emergencia o aprovechamiento de oportunidades para la adquisición de inmuebles en momentos de escasa liquidez. También en caso de rescates del fondo para poder afrontarlos sin problema y sin tener que liquidar las propiedades en momentos que no son óptimos y así mantener la cartera homogénea.

% Activos Fondo



Rentabilidad por activo



CONCLUSIÓN

Expuesto todo este análisis vimos que no existe algún fondo similar con cotización publica sobre bienes raíces. En primera medida intentamos dar un panorama general del mercado inmobiliario de la Argentina, sus problemas a través del tiempo y las oportunidades que existen de inversión. Debido a la inestabilidad política y económica no es un mercado consolidado y fácil para la obtención de datos y su análisis. Habiendo analizado el mercado local y los demás mercados inmobiliarios del mundo, aunque con un panorama muy general vimos durante esta ultima crisis un mercado fuerte a las bajas aunque con poca liquidez.

Dada la escasa liquidez, precios dolarizados y difícil acceso al crédito inmobiliario vemos la posibilidad de la creación de un fondo con buenos activos y una valuación transparente para aquellos que desean invertir en propiedades. Se analizaron distintas estrategias y elegimos una de ellas compuesto por una combinación de activos para generar una rentabilidad anual del 8,79% en dólares con una inversión total de 44 millones de dólares aproximadamente

Esperamos una recuperación del mercado inmobiliario a nivel mundial y por lo tanto a nivel local también, esto nos deja una oportunidad sabiendo que ante la crisis internacional los precios de Argentina no han bajado. Con estos datos y la creación de un fondo es nuestra intención generar nuevos productos financieros para que el argentino que no pueda invertir en bienes raíces por un tema de precios, pueda hacerlo en una menor proporción. Esto podría generar un mejor desarrollo tanto en los departamentos, campos como en la construcción, generando mas inversión y liquidez.

BIBLIOGRAFÍA

Libros – Apuntes - Periódicos

- Real Estate Investment, a Capital Market Approach Gerald Brown y George Matysiak – Financial Times / Prentice Hall -Investment Valuation
- Aswath Damodaran – John Wiley & Sons. Inc. Modern Portfolio Theory and Investment Análisis – Fifth Edition Edwin Elton and Martín Gruber - John Wiley & Sons. Inc.
- Apuntes de clase de Teoría de Valuación de Activos Financieros – Master en Finanzas, Orientación Mercado de Capitales-UCEMA – 2009 - Prof. Dr. Rodolfo Apreda.
- Revista Fortuna – Nov 2009 – Nota sobre los DT.
- Diario La Nación. (21 de Marzo de 2009) – Evolución de los Valores.

Websites

www.reporteinmobiliario.com

www.lanacion.com.ar

www.colegio-escribanos.org.ar

www.argenprop.com.ar

www.iprofesional.com

www.bcra.gov.ar

www.ages.org.ar

www.clarin.com

Inmobiliarias Consultadas

- LJ Ramos.
- Gowland Acosta y Cia S.A.
- Toribio Achaval.

Tesis y trabajos de investigación

- “Residential Development Opportunities in Buenos Aires” By Esteban Edelstein Pernice - Master of Science in Real Estate Development - Columbia University – Mayo de 2004.