

EL MERCADO INMOBILIARIO EN VENEZUELA: RENDIMIENTO, RIESGO Y OPCIONES DE FINANCIACIÓN

El problema de la vivienda en Venezuela es notorio y se manifiesta en una demanda insatisfecha que no se puede postergar. La participación del sector privado se hace indispensable. Pero, ¿cómo puede el mercado de capitales facilitar el financiamiento del mercado inmobiliario?

Urbi Garay

EL ÉXITO de cualquier instrumento de inversión negociable y dedicado a los bienes raíces requiere, en cualquier país del mundo, un mercado de capitales líquido y profundo, en el cual participe una gran cantidad de inversionistas individuales e institucionales. ¿Cuáles son las principales condiciones para incentivar los mercados de capitales?

En primer lugar, un mercado de capitales no puede desarrollarse sin estabilidad macroeconómica (Rojas-Suárez, 2014). La estabilidad promueve el crecimiento económico y el ahorro interno que, a su vez, aumenta la demanda potencial de productos cotizados en el mercado de capitales. Por ejemplo, los países que cuentan con tasas de inflación estables tienden a tener mercados de bonos nacionales más desarrollados (Burger y Warnock, 2006).

La historia de los mercados emergentes muestra innumerables experiencias en las cuales la actividad del mercado de capitales se contrae durante episodios de crisis económica. Al producirse grandes fluctuaciones en variables financieras, tales como tasa de interés y tipo de cambio, se crea incertidumbre sobre la dirección de la economía y la política económica. Cuando el presupuesto de un gobierno es muy deficitario, por ejemplo, el sector privado anticipa que el gobierno creará nuevos impuestos, aumentará los existentes o recurrirá al financiamiento inflacionario. En ciertas circunstancias, ello pudiera llevar a la contracción de la economía, la devaluación de la moneda o el control de los movimientos de capitales, lo que aceleraría la inflación y reduciría los incentivos para invertir en el mercado nacional de capitales, al reducirse la rentabilidad esperada de las inversiones. La excesiva volatilidad de las variables macroeconómicas y financieras es particularmente nociva para las inversiones que algunos inversionistas institucionales, tales como los fondos de pensiones, desean realizar en los mercados de capitales (Rojas-Suárez, 2014).

Urbi Garay, profesor del IESA.

El crecimiento del consumo, las tasas de interés reales, la estructura de las tasas de interés y la tasa de inflación inesperada afectan los precios de los bienes raíces

En segundo lugar, el desarrollo del mercado de capitales requiere un sistema bancario sólido, puesto que ambos sistemas de financiamiento se complementan. En los casos en los que los mercados emergentes han experimentado crisis bancarias el crédito se ha contraído sustancialmente y los mercados de capitales se han achicado significativamente (Rojas-Suárez, 2014).

En tercer lugar, un requisito indispensable para el desarrollo del mercado de capitales es la existencia de un marco institucional y legal sólido, en el cual unas instituciones fuertes protegen los derechos de los inversionistas (especialmente, los pequeños inversionistas) y de los acreedores, y complementan la actividad de los organismos reguladores. Los países cuyas leyes protegen los derechos de los acreedores y cuentan con políticas macroeconómicas estables disponen de mercados de bonos más desarrollados (Burger y Warnock, 2006; Burger, Warnock y Warnock, 2012).

Un marco institucional y legal sólido es, además, requisito indispensable para atraer capital extranjero de largo plazo a los mercados de capitales. Ello es particularmente importante en los mercados pequeños como el venezolano, que en sus mejores momentos (a comienzos de los años noventa) llegó a contar con una capitalización de alrededor de veinte por ciento del PIB, mientras que hoy su capitalización es inferior al uno por ciento.

Los países con leyes que promueven la inversión privada tienden a contar con mercados de capitales más desarrollados, y las acciones de las empresas que se cotizan en esos mercados suelen exhibir un mayor valor (LaPorta, López-de-Silanes, Shleifer, y Vishny, 2002). Esto es verdad también para Venezuela (incluso en medio de un ambiente poco favorable a la inversión privada): las empresas que exhibían mejores índices de gobierno corporativo tendían a gozar de mayores valoraciones de mercado (Garay y González, 2008). El establecimiento de políticas y leyes que protejan los intereses de los accionistas minoritarios es esencial para ensanchar la base de inversionistas en la bolsa y democratizar el capital. Además, la atracción de emisores de deuda y acciones le da ímpetu al mercado, al aumentar la cantidad y la calidad de los títulos disponibles para ser transados.

El desarrollo institucional de un país lleva tiempo y requiere consensos políticos amplios (Laeven, 2014). Con frecuencia, los anuncios de políticas orientadas hacia los mercados, tales como las privatizaciones y la liberación económica, se ven revertidos por la falta de consenso y apoyo político. El desarrollo del mercado de capitales también puede ser promovido con políticas tendientes a aumentar su tamaño. Para ello resulta de gran importancia la participación de los fondos de pensiones privados, la liberalización financiera, la apertura de los mercados a la participación extranjera y las reformas impositivas (Laeven, 2014). Por último, es necesario que los mercados de capitales cuenten con regulación y supervisión adecuadas.

Invertir en inmuebles: ventajas y desventajas

La inversión en inmuebles constituye una de las inversiones más importantes que realizan los individuos y las familias. No obstante, esta inversión se caracteriza por una serie de ventajas y desventajas. Entre las ventajas más importantes se encuentran el uso y disfrute del inmueble, la existencia de financiamiento hipotecario, la posibilidad de incrementar el valor de la propiedad mediante mejoras y la posibilidad de diversificación geográfica o por sectores. Además, la inversión en inmuebles ofrece beneficios potenciales de cobertura con respecto al riesgo de inflación a mediano plazo (Borga, Garay y Guzmán, 2004).

Entre las desventajas de la inversión inmobiliaria están la existencia de costos de mantenimiento y administración relativamente altos, baja liquidez, altos costos de obtener información, dificultad para dividir los inmuebles, altos costos de transacción y escasa homogeneidad de los inmuebles. Además, las transacciones inmobiliarias pueden llegar a tener un alto impacto en el patrimonio de los inversionistas. Los bienes inmuebles están expuestos también a externalidades negativas, tales como aumento de la criminalidad o deterioro de la urbanización en la cual se encuentran ubicados.

Los precios de los inmuebles pueden ser afectados por factores económicos locales y nacionales. Por ejemplo, una recesión causa una reducción en la demanda de bienes raíces al aumentar el desempleo. A su vez, la menor actividad económica desincentiva la construcción de nuevas viviendas. Los precios de los bienes raíces también dependen de factores relacionados con la geografía, la demografía, los impuestos y la regulación. Además, el financiamiento en el sector comercial inmobiliario se hace más costoso cuando la política monetaria se hace más restrictiva, y ello afecta negativamente el valor de los inmuebles (Bernanke y Blinder, 1988).

El crecimiento del consumo, las tasas de interés reales, la estructura de las tasas de interés y la tasa de inflación inesperada afectan los precios de los bienes raíces. Las propiedades, tanto comerciales como residenciales, gozan de posibilidad de endeudamiento significativamente mayor que las acciones. Por ejemplo, al invertir en una propiedad, con frecuencia el pago inicial representa solo una fracción del valor del inmueble (Ling y Naranjo, 1997).

La experiencia internacional: los fondos de inversión inmobiliaria

Es posible invertir en el mercado inmobiliario de manera directa o privada (mediante la adquisición y la administración de una propiedad física) o indirecta o pública, mediante la compra de acciones de fondos de inversión en bienes raíces negociables en las bolsas de valores y otros instrumentos cuyos activos subyacentes sean propiedades.

El mercado inmobiliario privado está constituido por varios segmentos: viviendas, locales comerciales, oficinas, tierras agrícolas y bosques madereros. Al invertir directamente en bienes raíces, los inversionistas pueden escoger propiedades específicas y ejercer un control directo sobre sus inversiones; además, pueden administrar en parte el pago de los impuestos correspondientes. Sin embargo, la inversión directa en inmuebles causa una concentración de riesgo en un inmueble y una concentración de inquilinos. Este tipo de inversiones implica que el dueño sea el administrador del inmueble (con los costos asociados en tiempo y dinero); además, estas inversiones son ilíquidas (vender un inmueble en el mercado puede tardar desde varios meses hasta varios años).

La inversión indirecta o pública en bienes raíces (también conocida como titularizada) puede hacerse al invertir en acciones, bonos, fondos o productos derivados negociados en las bolsas de valores. La inversión indirecta facilita la exposición de los inversionistas al mercado de bienes raíces al reducir los costos, ofrecer mayores grados de regulación y transparencia, y asegurar mayor liquidez (en comparación con la inversión directa).

Los fondos de inversión inmobiliaria (REIT, por sus siglas en inglés) son compañías que invierten de manera diversificada en carteras de bienes raíces, usualmente con la intención principal de obtener ingresos por alquileres, de los cuales deben deducirse los gastos de administración de los fondos. Las acciones de los REIT son negociables en las bolsas de valores, y pueden ser adquiridas por pequeños, medianos y grandes inversionistas. Los REIT están presentes en las bolsas de valores de una cantidad creciente de países; Estados Unidos es el país que cuenta con el mercado más grande de REIT.

Una de las ventajas más importantes de un REIT consiste en que sus accionistas solo deben pagar impuestos personales una vez que reciben dividendos; mientras que el REIT como empresa no debe pagar impuestos corporativos, al permitirle deducir el pago de dividendos a sus accionistas al momento de calcular sus impuestos corporativos. Para gozar de este estatus impositivo, en Estados Unidos un REIT debe cumplir dos requisitos (existen otros requisitos referidos a la composición accionaria): 1) al menos el 75 por ciento de los ingresos percibidos por el REIT debe provenir de actividades relacionadas con inversiones en bienes raíces y 2) el REIT debe pagar al menos el 90 por ciento de su ingreso imponible en forma de dividendos. Los REIT gozan de ventajas fiscales similares en otros países del mundo, tales como Gran Bretaña y Alemania. Estos y muchos otros países adoptaron el esquema legal y de funcionamiento de los REIT de Estados Unidos.

Los REIT de mayor tamaño constituyen empresas integradas verticalmente, cuyas actividades van desde la adquisición de terrenos para su posterior desarrollo inmobiliario hasta la administración de los alquileres de las propiedades construidas. Otra ventaja que ofrecen los REIT consiste en la posibilidad de invertir de manera diversificada en sectores específicos del mercado o en regiones específicas. En el caso de Estados Unidos, los REIT pueden invertir tanto en la parte de capital de bienes raíces como en la parte de deuda (hipotecas) del mercado de bienes raíces. En ese país, al cierre de 2015, los REIT de capital tenían una capitalización de mercado de 882.000 millones de dólares, mientras que los REIT de deuda tenían una capitalización de 52.500 millones (Garay, 2016a). En el mundo, para septiembre de 2015, había 487 REIT, con una capitalización de mercado de 1,8 billones de dólares.

En años recientes ha habido un auge mundial en el número de instrumentos de inversión alternativos dedicados al mercado inmobiliario. Estos instrumentos incluyen opciones y

futuros sobre índices de bienes raíces, fondos mutuales de capital cerrado dedicados a la inversión inmobiliaria y fondos de inversión cotizados basados en índices de bienes raíces.

La figura de la compañía de explotación de bienes raíces (REOC, por sus siglas en inglés) es similar a la del REIT, con la excepción de que la REOC reinvierte sus ganancias en el negocio en lugar de distribuirlas entre sus accionistas. Por este motivo, las REOC no gozan de la misma ventaja impositiva de la que disfrutaban los accionistas de los REIT.

La inversión inmobiliaria mediante instrumentos listados en bolsa tiene algunas desventajas potenciales. En primer lugar, con frecuencia las acciones de los REIT se negocian con primas o descuentos con respecto a su valor activo neto (valor de mercado de los activos del fondo menos sus pasivos). La existencia de descuentos sobre el valor activo neto impide que el inversionista participe en el valor total de mercado del fondo. Además, como en toda inversión en una bolsa de valores, los inversionistas deben cancelar comisiones por sus operaciones bursátiles, aunque estos gastos han disminuido con los años. Otra potencial desventaja de la inversión en REIT consiste en que este tipo de vehículos de inversión exhibe una alta correlación con los precios de las acciones de empresas que cotizan en las bolsas de valores, lo cual implica con frecuencia desatender la evolución experimentada por los valores de los inmuebles subyacentes al REIT.

La inversión en bienes raíces, como la inversión en acciones, tiene sentido en la medida en que el ciclo de negocios entre los países no está perfectamente correlacionado. Así, las pérdidas sufridas en inversiones inmobiliarias en países cuyo mercado inmobiliario se encuentre en recesión pueden ser compensadas con ganancias en países en los cuales el mercado de bienes raíces crece.

Países clasificados según el grado de desarrollo de sus fondos de inversión inmobiliaria (REIT)

1. Países con REIT listados y año de aprobación

Estados Unidos (1960)	Malasia (2005)
Holanda (1969)	Israel (2006)
Australia (1971)	Alemania (2007)
Ghana (1994)	Gran Bretaña (2007)
Canadá (1994)	Italia (2007)
Brasil (1995)	Nueva Zelanda (2007)
Bélgica (1995)	Nigeria (2010)
Grecia (1999)	México (2011)
Turquía (1999)	Tailandia (2012)
Japón (2000)	Finlandia (2013)
Corea del Sur (2001)	Irlanda (2013)
Singapur (2002)	Pakistán (2013)
Francia (2003)	Sudáfrica (2013)
Hong Kong (2003)	Dubái (2014)
Taiwán (2003)	España (2014)
Bulgaria (2005)	
2. Países cuya legislación sobre REIT está en progreso

Chile	Indonesia
Costa Rica	Lituania
Filipinas	Luxemburgo
Hungría	Puerto Rico
3. Países cuya legislación sobre REIT está en consideración

China	India
-------	-------

Fuente: Garay (2016a), basado en www.cohenandsteers.com, UBS y Cohen & Steers.

Estados Unidos posee 36 por ciento del mercado global de REIT, seguido por Asia-Pacífico (28) y Europa (14). Los mercados emergentes han experimentado en la última década un crecimiento acelerado, tanto en el número de REIT listados en bolsa como en su capitalización de mercado, al punto de representar actualmente 19 por ciento de la capitalización de mercado de los REIT globales (Garay, 2016b). Resalta el crecimiento del número de países en los cuales existen REIT desde hace dos décadas y, al mismo tiempo, la entrada en escena de mercados emergentes.

El rendimiento promedio anual de los REIT, entre junio de 2004 y junio de 2014, en nueve países desarrollados fue 10,6 por ciento, que es relativamente elevado cuando se considera la crisis financiera e inmobiliaria global de 2008 y 2009. La mayoría de las desviaciones estándar de los rendimientos estuvieron entre 20 y 25 por ciento.

Desempeño anual de índices de REIT en nueve países desarrollados, junio 2004-junio 2014 (porcentajes)

	Rendimiento promedio	Desviación estándar
Francia	16,46	25,64
Singapur	15,09	26,20
Canadá	14,83	20,68
Nueva Zelanda	11,07	20,68
Estados Unidos	9,58	25,79
Holanda	8,09	24,55
Japón	7,78	20,91
Bélgica	7,36	17,57
Australia	5,10	25,16

Fuente: Garay (2016a). Rendimientos de los índices de bienes raíces de Dow Jones Real Estate reportados en S&P Global Property Indices, Quantitative Analysis, Q2, 2014.

Las Fibras (fideicomisos de inversión y bienes raíces) son instrumentos de inversión inmobiliaria existentes en México, similares a los REIT. Para crear una Fibra los propietarios de los inmuebles los aportan a un fideicomiso que emite acciones en la bolsa de valores. Cuando los inversionistas compran las acciones en la oferta pública inicial, en

la cual se flota solo un cierto porcentaje del fideicomiso, la Fibra recibe efectivo y con eso financia sus planes de crecimiento. Los propietarios de los inmuebles reciben también acciones de la Fibra.

Las Fibras ofrecen las siguientes ventajas a los inversionistas: acceso al negocio de rentas de inmuebles a partir de pequeñas participaciones, pago de dividendos, potencial de alza en el precio del instrumento, diversificación, liquidez y eficacia fiscal. Las Fibras han experimentado un crecimiento saludable durante la última década y se han convertido en instrumentos de inversión inmobiliaria indirecta de referencia para el resto de los países de América Latina.

El mercado de capitales y la industria de inmuebles en Venezuela

La Ley de Mercado de Capitales aprobada en diciembre de 2015 no presenta mayores limitaciones con respecto a la potencial creación de nuevos productos financieros dedicados al sector inmobiliario, algo similar a lo que estipulaba la antigua Ley de Mercado de Capitales de 1998, de acuerdo con David Alayón (director y asesor de inversiones en Kapital Consultores), Luis Gerardo García (socio de GCG Advisors SC) y Manuel Rodríguez (socio fundador de DHQR Escritorio Jurídico), entrevistados para este trabajo. La nueva ley tipifica, además, valores tales como papeles comerciales, derivados y títulos de participación.

Cualquier producto dedicado a la inversión inmobiliaria, en el mercado de capitales venezolano, pudiera gozar de beneficios fiscales similares a los REIT o las Fibras, con la intención de estimular la construcción de nuevos bienes raíces en Venezuela (que es una fuente de empleo), y ofrecer a los inversionistas, sin importar el monto de su inversión, la posibilidad de destinar una parte de sus recursos excedentes a financiar proyectos inmobiliarios. Para ello sería necesario que el beneficio fiscal fuese otorgado mediante un decreto presidencial.

Las entidades de inversión colectiva están facultadas para crear fideicomisos y emitir unidades de inversión, estructurándolos con inmuebles y proyectos de construcción, con fines de alquiler. Sin embargo, un obstáculo potencial que pudiera tener cualquiera de estos productos radica en que es necesario que el organismo supervisor apruebe el producto. Aun cuando la posibilidad de invertir en vehículos del tipo REIT o Fibras en Venezuela es una tarea pendiente, no debería ser subestimada ni postergada, porque permitiría movilizar una gran cantidad de recursos al sector inmobiliario. El éxito de cualquier instrumento

Comparación entre REIT y Fibras

	REIT	Fibras
País (año de creación)	Estados Unidos (1960)	México (2003)
Mercado	Bolsa de Valores de Nueva York, Nasdaq y otras	Bolsa Mexicana de Valores
Activos subyacentes	Al menos 75 por ciento de los activos totales deben ser bienes inmuebles (deuda y capital) destinados al arrendamiento	Al menos 70 por ciento de los activos totales deben ser bienes inmuebles destinados al arrendamiento o en derechos derivados de ellos
Tipos de inmuebles	Centros comerciales, oficinas, residencias, industrias, hoteles, tierras agrícolas, bosques madereros, e infraestructura	Centros comerciales, oficinas, industrias y hoteles. No existen Fibras con inmuebles destinados a la vivienda en arrendamiento
Inversionistas	Particulares e institucionales	Particulares e institucionales
Venta de propiedades	Después de cuatro años de su construcción o adquisición	Después de cuatro años de su construcción o adquisición
Distribución de dividendos	Al menos 90 por ciento del valor equivalente del resultado fiscal del fideicomiso	Al menos 95 por ciento del valor equivalente del resultado fiscal del fideicomiso

Fuente: <http://www.economia.com.mx/fibras.htm> y Ernst and Young (2014).

de inversión dedicado al mercado inmobiliario en Venezuela y negociable en la bolsa de valores requiere la existencia de un mercado de capitales líquido y profundo, en el que participe un gran número de inversionistas individuales e institucionales.

Nota: este trabajo fue posible gracias al financiamiento del Fondo de Producción Intelectual IESA-Econoinvest. El autor agradece la colaboración prestada por David Alayón, Luis García, Manuel Rodríguez, y Alfredo Díaz Michelena, por la Cámara de la Construcción de Venezuela y por la Cámara Inmobiliaria de Venezuela. Cualquier error u omisión es de la exclusiva responsabilidad del autor.

REFERENCIAS

- Bernanke, B., Blinder, A. (1988): «Credit, money, and aggregate demand». *The American Economic Review*. Vol. 78. No. 2.
- Borga, A., Garay, U. y Guzmán, L. (2004): «Inmuebles: ¿una inversión atractiva en Venezuela?». *Debates IESA*. Vol. IX. No. 3.
- Burger, J. y Warnock, F. (2006): «Local currency bond markets». *IMF Staff Papers*. Vol. 53: 133-146.
- Burger, J., Warnock, F. y Warnock, V. (2012): «Emerging local currency bond markets». *Financial Analysts Journal*. Vol. 68. No. 4.
- Ernst and Young (2014): «Invirtiendo en bienes raíces en México». [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Invirtiendo-en-bienes-raices-en-Mexico/\\$FILE/EY-Invirtiendo-en-bienes-raices-en-Mexico.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Invirtiendo-en-bienes-raices-en-Mexico/$FILE/EY-Invirtiendo-en-bienes-raices-en-Mexico.pdf).
- Garay, U. (2002): «Dos décadas de política cambiaria en Venezuela». *Debates IESA*. Vol. VIII. No. 1.
- Garay, U. (2016a): «Listed versus unlisted real estate investments». En H. Kazemi, K. Black y D. Chambers (eds.): *Alternative investments: CAIA level II*. Hoboken: Wiley.
- Garay, U. (2016b): «International real estate investments». En H. Kazemi, K. Black y D. Chambers (eds.): *Alternative investments: CAIA level II*. Hoboken: Wiley.
- Garay, U., y González, M. (2008): «Corporate governance and firm value: the case of Venezuela». *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 16. No. 3.
- Laeven, L. (2014): «The development of local capital markets: rationale and challenges». *IMF Working Paper*. No. 14/234.
- LaPorta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1997): «Legal determinants of external finance». *The Journal of Finance*. Vol. 52. No. 3.
- LaPorta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998): «Law and finance». *The Journal of Political Economy*. Vol. 106. No. 6.
- LaPorta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2002): «Investor protection and corporate valuation». *The Journal of Finance*. Vol. 57. No. 3.
- Ling D. y Naranjo, A. (1997): «Economic risk factors and commercial real estate returns». *Journal of Real Estate Finance and Economics*. Vol. 14. No. 3.
- Rojas-Suárez, I. (2014): «Towards strong and stable capital markets in emerging market economies». *Bank for International Settlement Papers*. No. 75.

¿CUÁN RENTABLE HA SIDO INVERTIR EN INMUEBLES EN VENEZUELA?

Entre 1986 y 2011 la inversión en bienes raíces en Venezuela brindó protección contra la inflación y la devaluación a mediano y largo plazo, pero no a corto plazo.

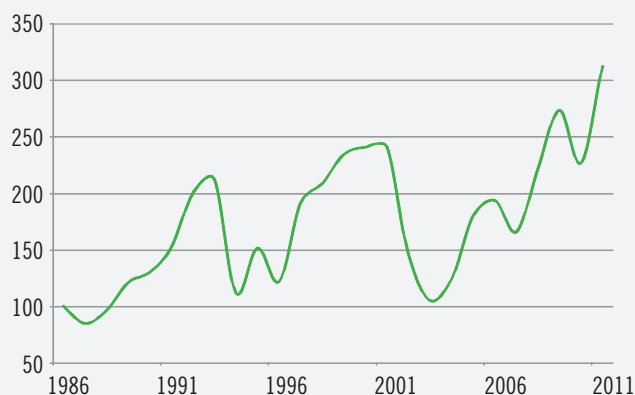
ENTRE 1986 Y 2011 los precios de los apartamentos en Caracas (expresados en dólares por metro cuadrado a la tasa de cambio libre o paralela) experimentaron una tendencia al alza, aunque con fluctuaciones amplias a lo largo de los años. Por ejemplo, en 1994 y 1995 ocurrió una caída pronunciada de los precios, que coincidió con la crisis bancaria y cambiaria, y con el control de cambios de esos dos años de merma en la actividad económica. Una vez que se eliminó el control de cambios a mediados de 1996 y la economía retomó la senda del crecimiento, los precios de los inmuebles residenciales volvieron a aumentar, para declinar nuevamente en 2002 y 2003, en medio de la fuerte recesión económica y de la crisis política de esos dos años. Al retomar el crecimiento económico en 2004, los inmuebles vuelven a aumentar de precio hasta 2011, aunque experimentaron fluctuaciones importantes en algunos años.

La depreciación del bolívar en el mercado paralelo con respecto al dólar, a partir del segundo semestre de 2012, y la profunda recesión económica entre 2014 y 2016 causaron una importante caída de los precios en dólares de los apartamentos. Lamentablemente, no se pudo conseguir información para construir una serie de precios completa de ese período.

Entre 1986 y 2011 los precios se triplicaron, medidos en dólares nominales o corrientes. Estos valores se refieren solo a la rentabilidad producida por las variaciones en los precios de los inmuebles residenciales durante este período, y no incluyen los ingresos que por concepto de alquileres hubiera recibido un inversionista en inmuebles durante cada

uno de los años. En otras palabras, los rendimientos reportados aquí subestiman los rendimientos de haber invertido en inmuebles residenciales. Estos rendimientos tampoco consideran los gastos de condominio y mantenimiento, impuestos y otros gastos relacionados con la inversión en bienes raíces.

Precios de oferta de los apartamentos en Caracas 1986-2011 (índice basado en dólares corrientes; 1986=100)



Nota: de 1986 a 1996 los datos son de Reuters, Chacón y Asociados, expresados en dólares. De 1997 a 2011 los datos son de Carvalho, Pagliacci y Chirinos (2012) y fueron reexpresados en dólares a la tasa de cambio libre o paralela del año respectivo.

Fuentes: Reuters (www.reuters.com); Chacón y Asociados Consultoría Inmobiliaria, C.A. (s/f); Carvalho, Pagliacci y Chirinos (2012).

El rendimiento promedio anual en dólares de los apartamentos en Caracas fue 8,10 por ciento entre 1987 y 2011, con una desviación estándar de 26,24 por ciento. Este rendimiento fue ligeramente inferior al de las acciones de empresas de Estados Unidos, y un tanto superior al de los bonos de ese país durante el mismo período. El rendimiento anual de los inmuebles superó con facilidad la inflación promedio en dólares durante este período: 2,92 por ciento.

Rendimiento promedio anual de varios instrumentos de inversión 1987-2011

(porcentajes basados en dólares corrientes)

	Promedio	Desviación	Máximo	Mínimo
Acciones en Venezuela	24,9	101,7	451,0	-56,7
Bonos públicos venezolanos	14,6	24,4	61,4	-39,3
Acciones en Estados Unidos	10,8	18,0	37,2	-36,5
Apartamentos en Venezuela	8,1	26,4	56,9	-47,2
Bonos públicos de Estados Unidos	7,6	9,2	23,4	-11,1

Nota: los datos sobre bonos venezolanos corresponden al período 2000-2011. El rendimiento de los bonos y de las acciones es diciembre a diciembre. El rendimiento de los inmuebles refleja un rendimiento promedio anual. El rendimiento de las acciones de Estados Unidos incluye tanto la apreciación de capital como el rendimiento de dividendos. El rendimiento de las acciones de Venezuela solo incluye la apreciación de capital debido a que no se consiguieron los rendimientos de dividendos para toda la serie. Fuente: Garay (2016c).

Estos datos de rendimiento se refieren únicamente a apreciaciones o caídas de los precios de los apartamentos, y no incluyen los ingresos que por concepto de alquiler pudiesen haber percibido los propietarios ni los gastos de haber mantenido los inmuebles (tales como depreciación, mantenimiento, condominio, seguros e impuestos). En todo caso, en casi todas las condiciones de mercado los ingresos por concepto de alquileres deberían haber sido mayores que los gastos, por lo que los rendimientos aquí reportados subestimarían el rendimiento efectivo que los propietarios de los inmuebles hubiesen obtenido de haber invertido en inmuebles. En dólares reales (es decir, al descontar anualmente la tasa de inflación en dólares de los rendimientos nominales), el rendimiento promedio real anual de los inmuebles entre 1987 y 2011 fue cinco por ciento.

Más allá del año 2011 no fue posible obtener información de precios de inmuebles. Sin embargo, de abril de 2014 a junio de 2016 se consiguieron los precios promedios de oferta de apartamentos en cada uno de los cinco municipios de Caracas (Baruta, Chacao, El Hatillo, Libertador y Sucre). Estos precios, expresados en bolívares, fueron convertidos a dólares a la tasa de cambio no oficial del mes respectivo (Garay, 2016c), y se refieren a los precios promedio por metro cuadrado ofrecidos en diferentes portales de compraventa de inmuebles para cada municipio de Caracas. La información se obtuvo de los boletines trimestrales de la Cámara Inmobiliaria de Venezuela.

Entre abril de 2014 y septiembre de 2015 los precios de los inmuebles exhibieron una gran fluctuación con tendencia a la baja, a medida que la economía experimentaba grandes caídas (-4 por ciento del PIB en 2014 y -5,7 en 2015), el precio del petróleo caía a finales de 2014 (de 100 a menos de 50 dólares), la tasa de inflación se aceleraba hasta alcanzar los tres dígitos (68,5 por ciento en 2014 y 180,9 por ciento en 2015) y el bolívar experimentaba una pronunciada depreciación en el mercado paralelo. Hasta junio de 2016 ha habido una pequeña recuperación de los precios de los apartamentos gracias, en parte, a la estabilidad que el bolívar ha mostrado desde comienzos de año y a pesar de la profunda caída que experimenta la economía y la aceleración de la inflación a niveles cercanos a la hiperinflación (entre 300 y 700 por ciento, según sea la estimación). Sin embargo, estos son precios de oferta de inmuebles; por lo tanto, los precios a los cuales se realizan efectivamente las transacciones deberían estar por debajo. En una economía que sufre una profunda recesión es de esperar que haya mayores descuentos sobre los precios de oferta de los inmuebles que los que ha habido históricamente.

Rendimiento anual de varios instrumentos de inversión en Venezuela, 1987-2011

(porcentajes basados en dólares reales)

	Promedio	Desviación	Máximo	Mínimo
Acciones	21,0	96,7	422,8	-57,9
Bonos públicos	12,0	24,9	62,1	-41,6
Apartamentos	5,0	25,4	53,4	-48,6

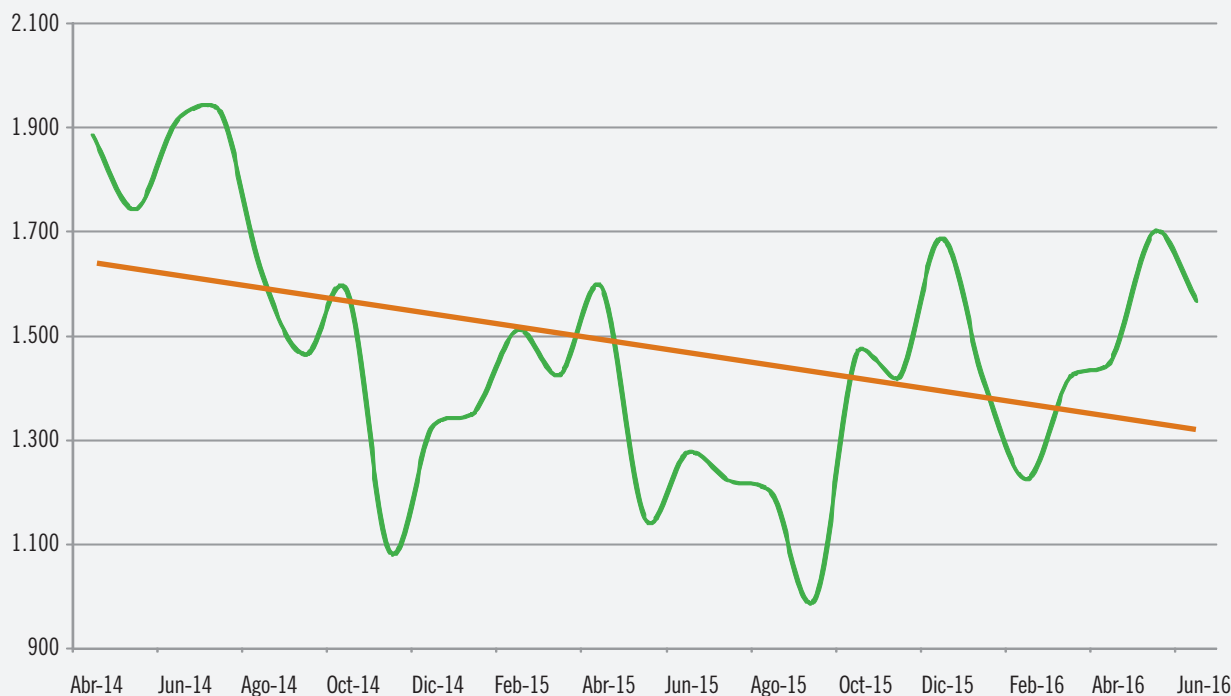
Nota: los datos de los bonos corresponden al período 2000-2011. La tasa de inflación de Estados Unidos y los rendimientos de bonos y acciones son diciembre a diciembre. El rendimiento de los inmuebles refleja un rendimiento promedio anual. Fuente: Garay (2016c).

Los hallazgos reportados aquí son consistentes con los conseguidos por Carvalho, Pagliacci y Chirinos (2012). Estos autores analizaron el mercado de apartamentos en Caracas entre 1996 y 2011 y encontraron que los precios de los apartamentos se incrementaban significativamente al depreciarse el bolívar, aumentar el otorgamiento de créditos hipotecarios por parte de la banca y ocurrir expansiones monetarias de origen fiscal.

La correlación entre los rendimientos de la inversión inmobiliaria y la tasa de inflación de Venezuela es ligeramente negativa (-0,20), lo cual es un hallazgo sorpresivo puesto que la experiencia internacional sugiere que la inversión en bienes raíces ofrece una buena cobertura contra la inflación (Donahue y otros, 2009). Una posible explicación es que, históricamente, la inflación venezolana ha aumentado al producirse devaluaciones del bolívar, que pudieron a su vez ocasionar caídas del valor de los inmuebles (al expresarlos en dólares). También resalta la relativamente alta correlación entre los rendimientos de los bienes raíces y la tasa de crecimiento de la economía (0,44), lo cual es consistente con la existencia de un fuerte componente cíclico (de precios y de actividad) del sector de bienes raíces en Venezuela. Este hallazgo también se ha reportado internacionalmente (Donahue y otros, 2009).

Evolución de los precios de oferta de los apartamentos en Caracas, abril 2014-junio 2016

(dólares corrientes por metro cuadrado)



Nota: los datos fueron reexpresados en dólares a la tasa de cambio libre o paralela del mes respectivo.

Fuente: cálculos basados en los datos de los boletines trimestrales de la Cámara Inmobiliaria de Venezuela.

Correlaciones entre instrumentos de inversión y variables macroeconómicas 1987-2011

	Acciones Ven	Inmuebles CCS	Acciones EEUU	Bonos públicos EEUU	Inflación Ven	Inflación EEUU	PIB Ven
Acciones en Venezuela	1,00	-0,01	-0,03	-0,12	0,10	0,38	0,13
Inmuebles en Caracas		1,00	0,22	0,34	-0,20	0,17	0,44
Acciones en Estados Unidos			1,00	-0,01	0,29	-0,17	-0,09
Bonos públicos de Estados Unidos				1,00	-0,14	-0,04	0,12
Inflación de Venezuela					1,00	0,20	-0,36
Inflación de Estados Unidos						1,00	0,33
PIB de Venezuela							1,00

CCS: Caracas. Ven: Venezuela.

Fuentes: Reuters (www.reuters.com); Chacón y Asociados Consultoría Inmobiliaria, C.A. (s/f); Carvallo, Pagliacci y Chirinos (2012).

Una decisión compleja

Invertir en inmuebles es un proceso complejo que requiere el análisis de variables tales como rendimientos esperados, aversión al riesgo, liquidez actual y esperada, horizonte de inversión, aspectos fiscales y legales, y conocimiento del mercado inmobiliario (Garay y Llanos, 2007). Del análisis de esas variables resultará la recomendación sobre cuánto invertir en bienes raíces y el porcentaje que se dedicará a inversiones directas e indirectas en esta clase de activos.

REFERENCIAS

- Carvallo, O., Pagliacci, C., y Chirinos, A. (2012). «¿Qué determina los precios del mercado inmobiliario en Venezuela? Una historia sobre renta petrolera y fragilidad financiera». Banco Central de Venezuela. Colección Economía y Finanzas, Serie de Documentos No. 138.
- Chacón y Asociados Consultoría Inmobiliaria, C.A. (s/f): «Precios del metro cuadrado de los apartamentos en Caracas». Caracas.
- Donahue, M., Garay, U., Jaffarian, E., Lhabitant, F., Mathonet, P-Y., Meyer, T., Spurgin, R. y Stevenson, S. (2009): *CAIA level II: advanced core topics in alternative investments*. Hoboken: Wiley.
- Garay, U. (2016c): «La relación riesgo-retorno en ambientes de elevada volatilidad: el caso de Venezuela». Papel de trabajo inédito. Caracas: IESA.
- Garay, U. y Llanos, J. (2007): *Invertir a largo plazo*. Caracas: Ediciones IESA.