

Origins of the Current Real Estate Crisis and what to expect in the next few years.

Luis A. Espino, BA, UM

Quisiera enmarcar mis comentarios en un contexto cívico, que estimo adecuado para los comentarios que voy a elaborar. Contrario a la percepción común, nuestra forma de gobierno es una República, donde elegimos a nuestros representantes al gobierno democráticamente. La cuestión es que los Fundadores Patrios (The Founding Fathers) intencionalmente quisieron que se gobernara el país basado en principios legales y no por voluntad mayoritaria. Y así es que la palabra democracia no aparece en la Constitución.

Recientemente, poco a poco, nos hemos desviado de las intenciones de nuestros Fundadores y nos hemos inclinado a dejarnos persuadir por las encuestas y la percepción mayoritaria. Lo veremos en cuanto entremos en el tema.

El Mercado de Bienes Raíces tiene cuatro componentes principales: residencial, comercial, industrial y las ventas al por menor (retail). Vamos a tocarlos todos brevemente, pero comencemos por el residencial que además es la causa principal del caos económico en que nos encontramos. En realidad son tres los problemas actuales: problemas de crédito, y reducciones en el consumo y el comercio. El desempleo, es un efecto o síntoma de los problemas anteriores.

Durante el gobierno del presidente Jimmy Carter se aprobó el *Housing Reinvestment Act*. Luego, durante el mandato de Bill Clinton, se activo la participación de tres entidades gubernamentales, *FNMA*, *FredMc* y *GinnieMae*. Las dos primeras

se establecieron para competir una contra otra, buena cosa. La tercera, funciona con garantías/seguros del gobierno o sea papel generado por el *FHA* y *el VA*.

La función de FNMA y FredMc fue originalmente de servir de conducto para garantizar un mercado estable de hipotecas para todo el país; por ejemplo, para que el comprador de una casa en NY, donde hay mucho dinero, no tenga ventaja para conseguir una hipoteca sobre un individuo en Montana, donde no hay tantos bancos y/o dinero. Todo esto está muy bien y funcionó estupendamente durante muchos años, hasta que se comenzó a introducir la ingeniería social, o sea, a influir en el Mercado Libre para beneficio de un segmento de la sociedad. Me refiero a los préstamos llamados "*sub prime*". Anteriormente se les decía "*non-conforming loans*" precisamente porque no los aceptaba ni FNMA ni FredMc. Veamos.

Por qué suben y caen estrepitosamente los mercados? Naturalmente ocurren ciclos económicos decididos por varios factores y hay medidas que estimulan y/o contraen la economía. Recuerdan la famosa frase de Allan Greenspan "*IRRATIONAL EXUBERANCE*" refiriéndose al alza irracional de la bolsa *NASDC* al fin de los noventa? Y conocemos los resultados. Esto es también lo que ocurrió con los mercados de Bienes Raíces en este nuevo siglo. Lo que quiero decir con esto es que ni la formación de las "burbujas" ni su explosión es nada nuevo, ni en el mercado de Bienes Raíces ni en la Bolsa. **Es mas bien la forma natural del sistema capitalista de purgar sus excesos autónomamente.** Uds. oirán al Profesor Santos hablar de la economía específicamente, y estoy seguro de que él corroborará mi aseveración.

Cómo hemos llegado a dónde estamos? Debemos entender que nuestra política monetaria (encargada de regular el dinero en circulación) está controlada por la Reserva Federal que es

independiente del gobierno. La política fiscal (cuánto dinero gasta el gobierno y en qué) está administrada por el Congreso, aunque el Presidente propone y aprueba el presupuesto, (*Checks & Balances*).

Tradicionalmente, el mercado de nuevas residencias absorbía aproximadamente 1.2 millones de unidades anuales. Durante los últimos años esta cifra llegó a 1.7 millones, un aumento de casi el 42%. Por qué sucedió esto? Si no hubo un aumento paralelo en la tasa de crecimiento de población nacional. Es más, la tasa de crecimiento natural de población ha disminuido en los últimos años. La mayoría del aumento de población se ha debido al incremento de inmigrantes y otras minorías. Estos sí tienen una tasa de procreación mayor a los nativos, pero también tienen menos poder adquisitivo.

El crecimiento de esas minorías justifica el aumento en el número de residencias en el mercado y - sobre todo - de precio? A juzgar por la situación actual, la respuesta es un rotundo NO. Entonces, por qué se fabricó tanto? Porque hubo exceso de crédito y demanda artificial y no se contemplaron las limitaciones ni los riesgos.

Pienso que la influencia gubernamental en el mercado - específicamente del congreso - creó la demanda artificial. En inglés "*demand pull inflation*", que el mercado de productores estuvo encantado de satisfacer, y en exceso.

Cómo se produjo ese incremento en la demanda? Tradicionalmente, para calificar para una hipoteca, un núcleo familiar tenía que tener ingresos demostrables iguales o mayores a tres veces el pago mensual de la hipoteca incluyendo impuestos y seguro, el famoso PITI: principal, interés, impuestos y seguro. La palabra operativa es demostrable; o sea, era la función de quien procesara la solicitud hipotecaria el verificar que el comprador podía pagar la hipoteca.

Aquí empieza el meollo de la ingeniería social. Para favorecer o equiparar a ciertos sectores de la sociedad considerados marginados, se empezaron a relajar los requisitos para la

calificación. Qué ocurre si en una escuela para niños gordos alguien se parece, durante el recreo sin supervisión, con un carrito lleno de bombones? Alguien cree que se mantendrán las restricciones calóricas? Pues esto más o menos fue lo que ocurrió, una orgía de hipotecas sin capacidad demostrable de reembolso. No... fue peor. Se obviaron los requisitos de demostrabilidad de pago y le pusieron "*sub-prime*" para engañar y/o confundir al mercado con un término admisible. Y quién lo hizo? El Congreso. Con esto no quiero justificar a los capitanes de la industria bancaria por su falta de supervisión o escrutinio. Ambos tienen culpa por falta de responsabilidad.

Ahora vamos a otra regla económica fundamental. Hablemos de riesgo. Riesgo, por definición, es un albur que estamos dispuestos a correr por una compensación. En el caso de las hipotecas el monto del riesgo está representado por el interés. Pero para justificar que estos compradores "*sub-estándar*" pudiesen comprar, no permitieron siquiera al mercado ajustar las tasas de interés hipotecario. Cosa que quizás hubiese causado que éstas fueran calificadas por las entidades que cuantifican los riesgos en el mercado, como Standard and Poors, etc. FNMA y FredMc empresas patrocinadas por el gobierno (*GSEs*) implícitamente garantizaban el riesgo. El riesgo además conlleva responsabilidad, las *GSE* no tuvieron ninguna, ni consecuencias para sus administradores o auspiciadores. El gobierno ostensiblemente decidió asumir el riesgo de estas hipotecas *sub-prime*, o por lo menos así lo interpretó el mercado, con la aprobación del Congreso. Funesto.

Como si esto fuese poco, otro factor muy importante entró a jugar en esta fórmula. Recuerdan de la película cuyo nombre se convirtió en lema, *A PERFECT STORM*, la tormenta perfecta? Pues simultáneamente creció la liquidez mundial y en cantidades exponenciales. Pero desafortunadamente el mayor crecimiento de

liquidez mundial ocurrió en países incapaces de consumir ese nivel de riquezas - los productores de petróleo principalmente. Los resultados fueron que ese dinero persiguió la mayor rentabilidad posible y así debuta *Wall St.* en el mercado residencial de bienes raíces. Para la galería los de Wall St. han sido los malos de la película.

La función de *Wall St.* es crear crédito para acomodar las demandas del mercado y son buenísimos en su función, aunque aquí se les fue la mano. Como dicen, "*The Best and Brightest*", los mejores y más hábiles, van a Wall St. porque es donde mejor pagan, incluso más que las carreras técnicas. *Wall St.* era uno de los pocos renglones comerciales relativamente inmunes a influencias políticas, hasta ahora. Era lo contrario: *Wall St.* influía en la política. Esos muchachos con poca experiencia pero mucho entrenamiento técnico empezaron a manejar enormes cantidades de dinero y a inventar métodos de invertirlo tratando de maximizar la rentabilidad. Como resultado se crearon nuevos instrumentos como los MBS (*mortgage backed securities*) y sus muchos derivados, "*insurance credit swaps*", etc.

Como consecuencia se emitieron miles de hipotecas se empaquetaron se "*securitized*" y luego se re-empaquetaron y se vendieron en el mercado muchas veces. Para complicar más el problema, se cambió el sistema de contabilidad para supuestamente reflejar mejor el resultado de los balances de los bancos a "*MARK TO MARKET*", o sea, al supuesto valor del mercado actual. **Dada la situación, el gran problema de hoy es determinar cuál es el verdadero valor de mercado actual en la cartera de activos en los bancos y saber quién es dueño de qué? Damas y caballeros actualmente los bancos están ciegos en lo que respecta al contenido en su cartera de inversión. Esto crea una enorme crisis de confianza. Definitivamente su valor no es 0, pero como no hay mercado/salida, cómo se cuantifica?** El asunto es

muy complicado.

Existe una crisis de confianza en la solvencia de las instituciones tradicionales como los *Citi Bank*, *Bank of América*, etc. Y si no hay confianza en los bancos tradicionalmente sólidos, por qué confiar en los pequeños? Y tenemos una trabazón mundial en los mecanismos de crédito tradicionales. Esto repercute no sólo en el mercado de Bienes Raíces, sino en la economía en general. Pero lo más increíble es que hasta donde yo sé, no se ha exigido una auditoria independiente de FNMA ni FredMc, con dos tercios del volumen de las hipotecas nacionales recién generadas. Insólito y en mi opinión bordea en la negligencia criminal. Uno se pregunta, dónde está la responsabilidad de nuestros Representantes?

Para agravar el problema, todo esto coincidió con el proceso electoral presidencial. Creo que la mayoría en la audiencia estará de acuerdo que la prensa estuvo muy parcial a la candidatura Demócrata. Y para asegurarse su propósito probablemente exageró la mala situación económica en los últimos meses. Como muchas veces las percepciones pesan más que los datos, el consumidor disminuyó el consumo y el inversionista disminuyó la inversión y como resultado ha disminuido el Producto Interno Bruto. Quizás más de lo requerido por las circunstancias.

Aquí en Miami además, tenemos un problema singular y es que hay una brecha muy grande entre el factor de capacidad de pagar del ciudadano promedio, "*affordability factor*". A pesar del ajuste de precios actual, casi el 80% de las unidades en el mercado están fuera del alcance del presupuesto de la familia promedio. Cosa alarmante, aunque no es noticia nueva, pero sí muy descuidada y bastante poco mencionada. Simplemente no se le ha dado importancia. Cómo se soluciona este problema? El sector privado y el gobierno deben colaborar para buscar soluciones viables, sin condiciones

preconcebidas. Por ejemplo, incentivar a quien fabrique viviendas asequibles liberándolos de impuestos incluyendo a los subcontratistas y proveedores. Existe una gran demanda de vivienda asequible. Pero es un mercado abandonado porque no hay incentivo o utilidades para quien toma el riesgo de fabricarlas. Lo mismo que subió el precio de las viviendas subió el precio de la mano de obra, los materiales, etc. Y, muy importante, las intervenciones gubernamentales. Me refiero al código de construcción, "*impact fees*", etc. Sencillamente hoy no se pueden construir viviendas costeables, ni siquiera los proyectos multifamiliares son hoy rentables.

Bueno y cuándo tocamos fondo? No se sabe, y el problema no tiene solución hasta llegar a él. Por qué? Porque no hay incentivo para comprar hoy. Todos queremos hacer una buena inversión. En este sentido la deflación de los precios es un buen síntoma al aumentar el número de personas que pueden comprar. Pero para complicar aún más el problema hemos creado un clima de falta de responsabilidad.

Los que dejan de pagar su hipoteca usan de excusa y razonan: qué es un problema nacional, qué si mi casa no vale lo que pagué por ella, o los intereses son incosteables, y etc. Hay quienes sugieren que sean los jueces los que modifiquen los términos de los contratos hipotecarios arbitrariamente. Y quién va a prestar en el futuro sin confianza en la sanción del contrato? Siguiendo la lógica de la irresponsabilidad, por qué no dejamos automáticamente de pagar todas las tarjetas de crédito u otros compromisos? Nada de lo que compramos, ni lo que pagamos para viajar, para la comida, vale ya lo que pagamos. **La única respuesta es la responsabilidad. *The rule of law*. Las excusas sobran, responsabilidad falta.**

Cuáles son las perspectivas del mercado residencial en Miami? Mi respuesta es, en que periodo de tiempo? Creo que serán muy malas de inmediato y probablemente buenas en el futuro, como siempre. Como se compara este mercado con mercados anteriores? Pienso que hay más inventario hoy que nunca en memoria reciente, pero

también pienso que hay factores favorables. El inversionista típico es más institucional, con más poder de aguante, y Miami es una metrópolis, capaz de captar un mercado internacional mayor y más diversificado que nunca.

Hablemos un poco del mercado comercial, los edificios de oficina. Me refiero primordialmente al mercado local, aunque esto aplica a los mercados primarios nacionales, con sus excepciones. También debido a la abundancia de dinero, en los últimos años se han pagado cifras estratosféricas por lo que se llaman "*trophy properties*". Esto ha ocasionado que los inversionistas exigieran una reevaluación de sus entradas, la renta. Localmente, en los mercados del CBD y CG, las rentas subieron casi un 30% entre el 2006 y mediados del 2008; en los mercados más marginales algo menos, pero también bastante. Por la gran demanda global los precios de materiales subieron estrepitosamente y el volumen de construcción residencial local subió la mano de obra y costo de los terrenos, **así es que construir nuevos edificios de oficina no era justificable en términos de rendimiento.** Pero al conocerse las nuevas rentas, de repente solamente en el CBD se están construyendo dos millones de pies cuadrados en edificios "Clase A" para entregarse entre fines de este año y el próximo, aproximadamente un incremento del 22.5 % al mercado; esto en un mercado que tradicionalmente absorbe 350,000 pies cuadrados por año. Parece de locos, no? Otro factor que escasamente se menciona son las oficinas en condominios - un verdadero desastre. En un momento hace dos o tres años, la conversión o construcción del "*office condo*" se consideraba como la invención del bombillo eléctrico o la solución de todos los males del mercado. Gran error. Hay un buen número de propiedades que han regresado al mercado para la renta que fracasaron como condominio. Las cifras son altas pero no confiables, los fracasos no se publican. En resumen habrá un excedente de espacio de oficina por un buen rato. Ojalá me equivoque.

Sin embargo, aleluya por la situación en el mercado industrial, almacenes y depósitos. Este mercado sigue vibrante, aunque con menos crecimiento que anteriormente pero sin grandes problemas. No ha habido la exuberancia de los otros renglones, aunque hay muchos planes postergados.

Por último, la ventas al por menor (*retail mkt*), es el que menos conozco ya que tiene sus peculiaridades muy idóneas y lo he trabajado poco. Los factores que lo dominan son los demográficos, con mucha consideración al poder adquisitivo en su área de servicio. En general, los propios detallistas anclas, identifican donde quieren ubicarse y ya tienen desarrolladores quienes se encargan de las edificaciones y contratar los espacios menores basado en el poder de atracción de los ancla. Este mercado también está relativamente sufrido porque su crecimiento depende del aumento del poder adquisitivo del consumidor y/o número de consumidores, ambos han declinado últimamente.

Volviendo al principio, cómo afectará a los mercados la política de la administración de Obama? Hasta ahora no me gustan las perspectivas. No veo que la causa de la crisis, el "*déficit spending*", sea diferente de las propuestas de incentivo en discusión. Las medidas populistas propuestas hoy no son nuevas, se han tratado antes pero con resultados todavía debatibles. El gasto del gobierno no crea riquezas, "*0 sum policy*". Yo preferiría incentivar el sector privado a invertir más, "*positive sum*". La cuestión es, qué medidas serán más eficaces y que además sean políticamente aceptable a esta Administración y al Congreso.

Glosario

(En el orden que aparecen)

| | |
|--|--|
| <i>FNMA:</i> Association. | Federal National Mortgage |
| <i>FredMc:</i> Corporation. | Federal Home Loan Mortgage |
| <i>Ginnie Mae:</i> Association. | Government National Mortgage |
| <i>FHA:</i> | Federal Housing Administration. |
| <i>VA:</i> | Veterans Administration. |
| <i>Sub Prime/</i> | |
| <i>Non Conforming Loans:</i> | Hipotecas que no cumplen requisitos normales. |
| <i>NASDAQ:</i> Dealers Automated | National Association of Securities |
| Quotation system. | |
| <i>Demand Pull Inflation:</i> incremento en los precios. | Exceso de demanda ocasiona un |
| <i>GSE:</i> <i>Wall Street.</i> valores en NY. | Government Sponsored Entities. Se refiere al centro de tráfico de |
| <i>MBA:</i> Instrumentos comerciales colateralizados por hipotecas. | Mortgage Backed Securities. |
| <i>Mark to Market:</i> | Sistema de contabilizar valores que impone actualizar regularmente el valor de los activos en la cartera de inversión. |

Affordability Factor: Estimado del porcentaje de población que puede pagar la hipoteca residencial de costo promedio en el área.

Impact Fees: Imposición gubernamental sobre nuevas fabricaciones para mitigar costo de infraestructura.

CBD, CG: Central Business District, incluyendo a Brickell y Coral Gables.

Trophy Properties: Edificios iconos en una metrópolis.

FIFO: Método de contabilizar costos suponiendo se gasta lo primero a entrar en inventario.

Davis-Bacon Act: Medida tomada durante la depresión que impone salarios federales a toda obra financiada con asistencia federal.