



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

MBA Intensivo 2015

**Metodología para que un inversor decida la
conveniencia de invertir en inmuebles o bonos, en
Argentina**

Alumno: José Ignacio Viñas

Tutor: Javier Epstein

Lugar: Buenos Aires, Argentina

Fecha: Junio 2017

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar quiero agradecer profundamente a mi esposa, Mechi, quién desde el primer día me apoyó y se esforzó muchísimo permitiéndome mi espacio de estudio y cursadas.

A mis hijos, Francisca y Vicente, no sólo les quiero agradecer por haber “soportado” muchos sábados sin la presencia de su padre, sino también, les quiero transmitir que fueron el motor principal que me motivó a finalizar esta intensa maestría.

Quiero agradecer también especialmente a mis compañeros de curso y al Grupo 6 en particular; a la UTDT, a los directivos, profesores y a mi tutor, Javier Epstein, de quienes aprendí muchísimo en estos 2 años.

Por último, y no menos importante, quiero expresar un especial agradecimiento a Gonzalo de la Serna, CFO de Consultatio, quien me ayudó a recopilar información tanto financiera como del sector inmobiliario; y a la empresa en la cual trabajo, Cushman & Wakefield, junto a todo su equipo, y especialmente al CFO, Sergio Bogliolo, quienes también me apoyaron en este camino y quienes me brindaron importante información para construir este documento.

RESUMEN

El inversor, en función a su aversión o propensión al riesgo, tiene perfiles que lo marcan al momento de armar una cartera de inversión. Los inversores conservadores y moderados vuelcan un muy alto porcentaje de sus inversiones en activos de renta fija, como son los bonos o los inmuebles.

Justamente sobre estas dos inversiones se centra el presente trabajo.

Dado que el inversor, para tomar la mejor decisión, necesita contar con información acerca de las alternativas que está evaluando, el presente trabajo describe las herramientas necesarias, tanto cualitativas como cuantitativas, para que el inversor pueda realizar un análisis profundo a la hora de decidir su inversión entre activos inmobiliarios o bonos.

Asimismo, como metodología de la investigación, se tomaron como ejemplo, para hacer el análisis, las Oficinas Clase A en la zona de Catalinas y el bono de la Nación Argentina en dólares estadounidenses Bonar 2017.

Los objetivos perseguidos por esta metodología fueron dos: en primer lugar hacer la comparativa de las rentabilidades arrojadas en el pasado y, través de ellas, extraer ciertas conclusiones que ayudan para tomar decisiones de inversión a futuro. Por otro lado, el segundo objetivo es dar las herramientas al inversor para saber qué hacer, qué preguntar y a quiénes, qué información necesita y cómo armar un *cash flow* para poder tomar una decisión de inversión futura entre Bonos u Activos Inmobiliarios. Esto no quiere decir que al tomar la decisión tiene que invertir en un activo y en el otro no (aunque puede ser así), sino que también puede ayudar al inversor a decidir los porcentajes que le aplica a cada inversión dentro de su cartera.

Para lograr estos objetivos, este trabajo recorre los conceptos y definiciones generales, se realizó un FODA de ambas inversiones, todo esto, a nivel cualitativo, para ver el grado de riesgo y liquidez de las mismas. Por otro lado, se analizó cuantitativamente cada alternativa, teniendo en cuenta sus valores, sus flujos de fondos y sus rentabilidades, se incluyeron cuadros comparativos y

finalmente se brindó al lector las herramientas prácticas y la metodología de análisis para toma de decisiones a futuro.

Por último, se llegaron a las conclusiones acerca de qué es importante tener en cuenta, como el momento de entrada-salida y la situación macroeconómica del país. Se concluyó también que hay una independencia entre ambas inversiones, que el precio de los bonos reacciona muy rápidamente ante a los cambios en el mercado y que el precio de las oficinas no se comporta de la misma manera, y por último que el bono tiene el atributo de la liquidez inmediata y las oficinas no.

Estas conclusiones ayudan a “romper paradigmas”, tanto para los que opinan que “siempre los bonos son una mejor alternativa frente a una inversión inmobiliaria” como también para los que piensan que “siempre una inversión inmobiliaria es mejor que los bonos”.

PALABRAS CLAVE

- Cartera de Inversión
- Inmuebles
- Bonos
- Rentabilidades
- Metodología

INDICE

AGRADECIMIENTOS	2
RESUMEN	3
PALABRAS CLAVE.....	5
INDICE	6
INTRODUCCIÓN	8
MARCO TEÓRICO.....	10
CAPITULO I: Inversores e Inversiones	10
1.1 Perfiles de Inversores.....	10
1.2 Armado de Carteras.....	11
1.3 Alternativas de Inversión.....	13
1.4 Conclusiones.....	14
CAPITULO II: Herramientas de decisión	16
2.1 Herramientas utilizadas a nivel cuantitativo	16
CAPITULO III: Inversiones Inmobiliarias y Bonos	20
3.1 Inversión inmobiliaria.....	20
3.2 Inversión en Bonos.....	21
METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN	23
CAPITULO IV: Análisis cualitativo de las Oficinas y los Bonos.....	24
4.1 Análisis cualitativo - Inversión en Oficinas Clase A.....	24
4.2 Ejemplo seleccionado en Oficinas	25
4.3 Análisis cualitativo - Inversión en Bonos	27
4.4 Ejemplo seleccionado en Bonos	28
CAPITULO V: Valores y rentabilidades - Últimos 10 años	30
5.1 Precios de las oficinas.....	30

5.2 Precios del Bonar 2017	32
CAPITULO VI: Información necesaria para armado de <i>Cash Flow</i> de cada inversión	34
6.1 Inversión en Oficinas.....	34
6.2 Inversión en bonos	35
CAPITULO VII: Análisis de rentabilidad de cada inversión	36
7.1 Flujos de Fondos obtenidos en una inversión inmobiliaria	36
7.2 Flujo de Fondos obtenido en los bonos.....	42
7.3 Cuadro comparativo de ambos flujos de fondos	45
CAPITULO VIII: Metodología de análisis sugerida para la toma de decisiones futura	46
CONCLUSIONES.....	49
BIBLIOGRAFIA	51
ANEXOS	53
Anexo 1 - Mercado actual de Oficinas	53
Anexo 2 - Comparativa Regional de Oficinas	56
Anexo 3 - Ejemplo de <i>Cash Flow</i> Oficinas.....	59
Anexo 4 – Encuesta realizada a 20 importantes inversores inmobiliarios	60

INTRODUCCIÓN

El inversor para tomar las mejores decisiones de inversión necesita contar con información acerca de las distintas alternativas que existen en el mercado.

Una inversión tradicional en nuestro país son las propiedades, ya que a pesar de las grandes crisis económico-financieras que atravesamos, ellas nunca fueron confiscadas por el estado. El segmento de las oficinas se convirtió en un excelente vehículo de inversión para “grandes inversores”.

Otra alternativa, que se asemeja bastante a una inversión inmobiliaria son los bonos; que si bien en el presente trabajo se tomó como ejemplo un bono en dólares emitido por el estado nacional, la presente metodología de análisis es válida para cualquier otro bono *bullet*, ya sea provincial o corporativo, en pesos o en dólares, dado que tiene un precio de compra, paga cupones (que sería comparable con la renta de una inversión inmobiliaria) y tiene un precio de venta, tal cual lo define Javier Estrada en su libro “Finanzas en Pocas Palabras”. Asimismo, consultando telefónicamente con 20 inversores inmobiliarios corporativos, es el único activo financiero con el que comparan por su riesgo moderado y poca volatilidad una inversión inmobiliaria y por la cual llegan a dudar en varias ocasiones en cuál de las dos alternativas invertir o qué porcentajes asignarles a cada inversión. (Ver Encuesta en Anexo 4).

Las alternativas mencionadas fueron seleccionadas porque, al ser de renta fija, ocupan un alto porcentaje en las carteras de los inversores conservadores y moderados (Ramallo, 2011) (Mariano Sardans, 2017) (Proficio Investment).

Dado este contexto, es que se decide realizar esta tesis con dos objetivos: por un lado brindarle al inversor las herramientas y metodología para que pueda tomar decisiones a futuro haciendo sus propias proyecciones sobre los activos inmobiliarios, como así también sobre los bonos; y por el otro, conocer cómo se comportaron estas inversiones en el pasado (tomando un ejemplo) para tomar decisiones a futuro.

Con respecto al primer objetivo, cuando se considera una inversión, el inversor debe entender cómo se relaciona cada compra potencial de un valor con

ciertas variables clave. Entre las más importantes de estas variables están la seguridad, la liquidez y el rendimiento (Van Horne, Wachowics, John, 2010), por lo que el presente trabajo explica cada una de dichas variables, brindando las herramientas correspondientes, tanto cualitativas como cuantitativas.

Con respecto al segundo objetivo, la metodología a seguir fue comparar, tomando como ejemplo, los últimos 10 años del mercado de oficinas Clase A en Catalinas con un bono emitido por el estado argentino en dólares (Bonar 2017). Para realizar esto se debe contar con ciertas herramientas cuantitativas como el manejo de *Cash Flow*, VAN y TIR (Brealy, Myers, Allen (2006).

Finalmente, se aclara que la presente investigación, se encuentra “envuelta” en un marco teórico que abarca las definiciones de cada inversión, como así también las definiciones de las herramientas utilizadas y el origen de estas inversiones dentro de la cartera de inversión de cada inversor.

MARCO TEÓRICO

CAPITULO I: Inversores e Inversiones

Este capítulo tiene como objetivo definir los distintos perfiles de los inversores y, en base a dichos perfiles y grados de aversión o propensión al riesgo, entender cómo están compuestas sus carteras de inversión.

Para esto, es necesario saber también cuáles son las alternativas principales de inversión que pueden componer una cartera; es por ello que las mismas se encuentran también detalladas en el presente capítulo.

De esta forma se entiende qué lugar ocupan las inversiones inmobiliarias y en bonos, objeto del presente estudio, en el perfil de cada inversor, entendiendo asimismo por qué estas dos inversiones son tan importantes en el mundo de las inversiones.

1.1 Perfiles de Inversores

En el Paper titulado “La Teoría Moderna – Nuevos desafíos y oportunidades” de Urbi Garay (Debates ISEA, 2010), el autor explica la importancia de diversificar en inversiones con poca correlación a fin de minimizar los riesgos.

Esta diversificación difiere de acuerdo al perfil de cada inversor.

En 1952 Harry Markowitz formuló lo que se conoce como la teoría moderna de portafolios. Basado en el supuesto de que los inversionistas tienen aversión al riesgo (es decir, sólo estarán dispuestos a asumir mayor riesgo si son compensados con mayores rendimientos esperados).

Es por ello que es importante que cada inversor conozca su perfil antes de armar una cartera. Hay distintos “test” para conocer el perfil de cada persona o inversor, por lo general dichos test los realizan los Bancos o Instituciones Financieras. Como resultado, los inversores son calificados de acuerdo a los siguientes 3 perfiles básicos (Ramallo, 2011):

Conservador: Se caracteriza por su aversión al riesgo. Valora mucho la seguridad y procura asumir el menor riesgo posible.

Prefiere las inversiones seguras, que le reporten rendimientos fijos o previsibles.

Moderado: Busca obtener buenos rendimientos, pero sin asumir un elevado riesgo. Procura mantener un balance armónico entre ganancia y seguridad. Suele buscar la creación de un portafolio que contenga cuotas de fondos comunes de inversión, acciones de empresas grandes y bonos con retornos medios.

Agresivo: Amante del riesgo, busca los mayores rendimientos posibles, por lo que está dispuesto a asumir elevadas volatilidades en sus colocaciones o incursionar en terrenos poco conocidos, como acciones que cotizan en mercados emergentes y el arbitraje entre monedas o derivados, entre otros.

1.2 Armado de Carteras

Mariano Sardans (2017), describe algunos tips para tener en cuenta a la hora de armar una cartera de inversión:

1. No existe una cartera ideal para todo el mundo, ni diez carteras posibles para todos. Cada inversor debe tener una cartera que se ajuste a sus particularidades y necesidades.
2. Toda cartera debe incluir el componente de inmuebles, adicionalmente al de renta fija (bonos) y renta variable (acciones). Para aquellos inversores que tienen sus propias empresas o participaciones societarias, también esta parte del patrimonio debiese incorporarse en el análisis.
3. La mejor inversión para alguien es aquella que conoce, controla y maneja, o sea, es su empresa, su comercio y/o su puesto de trabajo con la que hizo y gana su dinero. Por lo tanto, su cartera debiese estar

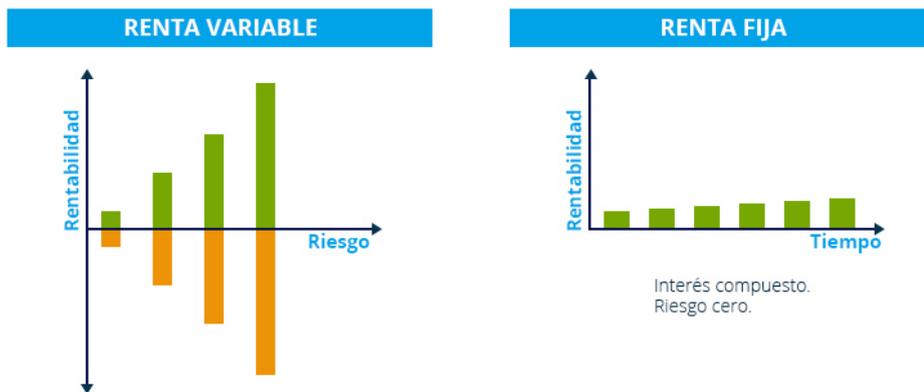
estructurada de forma tal que le permita "dormir a la noche" y al otro día poder hacer foco en su mejor inversión.

4. El inversor nunca debe olvidarse del concepto de diversificación.
5. Todo tipo de inversión tiene sus pros y contras. a) Las inversiones en acciones fluctúan de precio y aunque técnicamente es la inversión más rentable en el largo plazo, el inversor debe estar dispuesto a soportar caídas temporarias de hasta el 50% de su valor. Éstos son los momentos en los que hay que contar con estabilidad emocional ya que, al menos que haya otra alternativa en acciones más barata, jamás hay que salir/vender ya que eso significaría convalidar y realizar la pérdida. Quienes no están preparados para soportar estos momentos, no deben invertir en acciones. b) Los bonos, con fluctuaciones inferiores a las de las acciones, requieren de una metodología de inversión y reinversión que deben seguir una estrategia y una disciplina. c) Los inmuebles por otro lado, a diferencia de lo que dice el mito popular, sí fluctúan de precio, tal cual lo hace un bono. En los inmuebles se hace diferencia aprovechando los ciclos económicos.
6. La cartera debe tener en cuenta los objetivos de flujos de fondos de cada quien. Así es como se diseña y estructura un portafolio. La vida nos demuestra que estos flujos son dinámicos y cambian según las circunstancias. En ciclos, pasamos de ahorrar a gastar parte de los ahorros en gastos proyectados y/o inesperados, para luego reacomodarnos y volver a ahorrar. La clave es mantener el foco en los objetivos y saber recalcular.
7. En este mundo fiscalmente transparente, vale analizar continuamente cómo reducir el impacto impositivo futuro. Una correcta planificación financiera e impositiva permitirá evitar el camino más gravoso en lo tributario.
8. A la vez, en un mundo en el que todo se sabe o pronto se sabrá y donde la industria del juicio se agiganta, comienza a ser vital el uso de vehículos legales que permitan lograr que los activos estén a resguardo y protegidos del ataque de terceros.

1.3 Alternativas de Inversión

Como se observa en Gráfico N°1, las alternativas de inversión se dividen en dos grandes grupos: activos de renta fija y activos de renta variable.

Gráfico N°1



Fuente: Carlos Benjamín Martín (2015), Renta Fija vs Renta Variable. Las 7 diferencias.

En su artículo, Carlos Benjamín Martín (2015), menciona las siguientes definiciones de ambos tipos de activos:

- **Renta fija:** conocemos previamente el porcentaje de rentabilidad que generarán nuestros ahorros, si no es de manera exacta, con una aproximación muy cercana a la realidad, por lo que la incertidumbre es mínima y así lo es también el riesgo. Por lo general son decisiones de inversión a largo plazo.
- **Renta Variable:** el riesgo de nuestra cartera lo fijamos nosotros y la rentabilidad fluctúa en función de las cotizaciones de los activos que tenemos en la misma. El nivel de incertidumbre, aunque generalmente va muy ligado al riesgo de nuestra cartera, es aún más variable. El horizonte de inversión puede ser a corto, mediano o largo plazo.

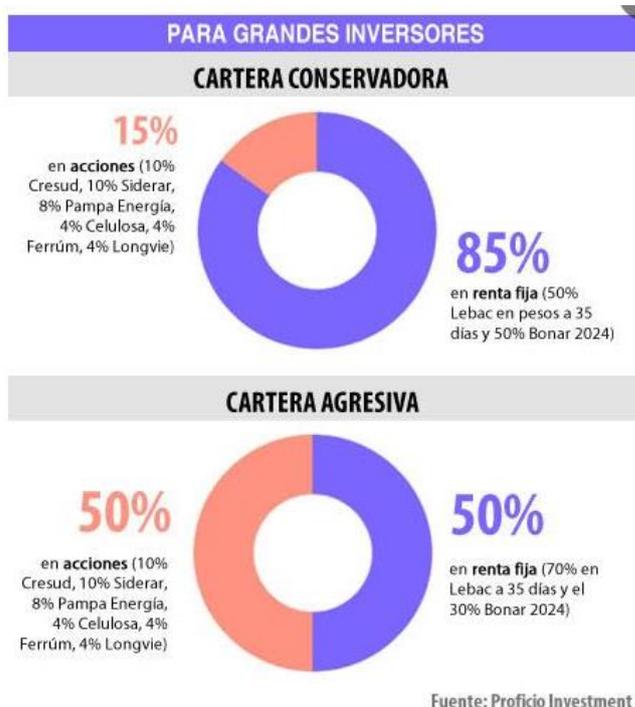
Dentro de los activos de renta fija entran los bonos y los inmuebles. En los activos de renta variable podemos encontrar las acciones, ETF, monedas y opciones.

1.4 Conclusiones

Cruzando los perfiles de inversores con el armado de carteras, y teniendo en cuenta la teoría arriba expuesta, podemos deducir lo siguiente (ver Gráfico N°2):

- **Inversores Conservadores:** suelen centrar sus inversiones en activos de renta fija, como los bonos y los inmuebles. En estos perfiles las inversiones en acciones tienden a ser nulas.
- **Inversores Moderados:** al igual que los conservadores, destinan una parte mayoritaria a activos de renta fija y se animan también a invertir un pequeño porcentaje en activos más volátiles, como las acciones.
- **Inversores Agresivos:** destinan aproximadamente el 50% de sus inversiones a activos renta variable.

Gráfico N°2



Como conclusión general, y dado que el objeto del presente trabajo es analizar la metodología para decidir la conveniencia entre invertir en inmuebles o bonos, el estudio se enfoca entonces en los dos activos de inversión mayoritarios para los perfiles de inversores conservadores y moderados. Es decir, se analiza

únicamente la parte en renta fija, y no la renta variable, dado que son activos mucho más volátiles que los bonos y las oficinas, por lo que no son comparables.

CAPITULO II: Herramientas de decisión

Cuando se considera una inversión, el inversor debe entender cómo se relaciona cada compra potencial de un valor con ciertas variables clave. Entre las más importantes de estas variables están la seguridad, la liquidez y el rendimiento (Van Horne, Wachowics, John, 2010, p. 236):

Seguridad: La prueba básica que deben pasar las inversiones se refiere a la seguridad del dinero invertido, esto es, la probabilidad de obtener la misma cantidad de dinero invertido originalmente.

Liquidez: La liquidez de una inversión se relaciona con la habilidad del poseedor para convertirla en efectivo con rapidez. Aunque es posible que una inversión sea bastante “segura” si se conserva hasta el vencimiento, esto no necesariamente significa que siempre sea posible “realizarla” con facilidad antes de que venza sin incurrir en una pérdida.

Rendimiento: El rendimiento, o retorno, sobre un valor se relaciona con el interés y/o la apreciación del principal por el valor.

Los dos primeros puntos se pueden obtener de un **análisis cualitativo** de la inversión, realizando un **FODA** (análisis de fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas) para cada una de las alternativas (Ver Figuras N° 1 y N° 2 como ejemplos).

El tercer punto corresponde a un análisis cuantitativo.

2.1 Herramientas utilizadas a nivel cuantitativo

Van Horne recomienda cuatro métodos o herramientas diferentes de evaluación y selección de inversiones (Van Horne, Wachowics, John, 2010, p. 324):

1. Período de Recuperación

2. Valor Actual Neto
3. Tasa Interna de Retorno
4. Índices de Rentabilidad

El primero es un método sencillo aditivo que nos indica simplemente la cantidad de meses o años requeridos para recuperar la inversión inicial con base en los flujos de fondos. Los métodos restantes son técnicas más complejas de flujo de efectivo descontado y en ellas nos concentramos en este análisis.

En la decisión de inversión entre bonos e inmuebles, donde se espera un determinado retorno a través del tiempo sobre el dinero invertido, se recomienda armar un *Cash Flow* (flujo de fondos) y tomar decisiones a partir de los resultados que arroja el mismo. Las definiciones de las herramientas arriba enunciadas son las siguientes:

Valor Actual Neto (VAN)

Cuánto dinero deberías pedir hoy (\$x) para que te parezca indiferente recibir \$x hoy o \$100 dentro de un año? (Estrada, 2006, p. 277) Esta pregunta tan sencilla que propone Javier Estrada, es la clave del Valor Actual Neto (VAN) y la respuesta depende de la tasa de interés.

La idea central del VAN es que el mismo monto de dinero, a lo largo del tiempo, no vale lo mismo. Para entender cuánto valen esos montos de dinero en determinado momento del tiempo, es necesario traerlos a un valor actual con una determinada tasa de descuento.

Ejemplo (Estrada, 2006):

- Monto: USD 100
- Fecha de pago: dentro de 1 año
- Interés: 10%

En el ejemplo, el hecho de aceptar USD 100 dentro de un año me termina siendo indiferente a aceptar USD 90,91 hoy (=USD 100/1,10), dado que yo hoy

podría depositar USD 90,91 a un interés del 10% y retirar dentro de un año los USD 100.

A nivel de evaluación de proyectos de inversión, se utiliza el VAN para analizar los flujos de fondos que genera el proyecto, partiendo desde la inversión inicial y pasando por las ganancias o pérdidas de cada año. El VAN nos dirá cuánto es el dinero que podríamos ganar / perder en el momento actual si nos embarcamos en dicho proyecto.

Tasa Interna de Retorno (TIR)

La tasa interna de retorno se define como la tasa de descuento a la cual VAN o VPN (Valor Presente Neto) = 0.

Esto significa que para encontrar la TIR de un proyecto de inversión que dure T años, debemos despejar la TIR de la expresión siguiente:

$$VPN = C_0 + \frac{C_1}{1 + TIR} + \frac{C_2}{(1 + TIR)^2} + \dots + \frac{C_T}{(1 + TIR)^T} = 0$$

(Brealy, Myers, Allen, 2006, p. 122)

Proceso de toma de decisiones por VAN y TIR

Para el proceso de toma de decisiones se establecen los siguientes criterios generalmente aceptados:

- Si el VAN es mayor a cero se acepta el proyecto, dado que genera valor.
- Si el VAN es menor o igual a cero se rechaza el proyecto dado que no genera valor.
- Si la TIR es menor o igual que nuestro costo de oportunidad (o tasa mínima requerida), se rechaza el proyecto.
- Si la TIR es mayor que nuestro costo de oportunidad (o tasa mínima requerida) se acepta el proyecto.

Índice de Rentabilidad

El índice de rentabilidad es la razón entre el valor presente neto de los flujos de fondos futuros y su inversión inicial. También llamado Cap Rate en inversiones inmobiliarias.

El criterio de aceptación es que siempre que el índice de rentabilidad sea 1,00 o mayor, la inversión propuesta es aceptable (Van Horne, Wachowics, John, 2010, p. 329).

CAPITULO III: Inversiones Inmobiliarias y Bonos

En el presente capítulo se definen cada una de las inversiones y se analiza por qué invertir tanto en Bonos como en una Inversión Inmobiliaria a nivel cualitativo (analizando Seguridad y Liquidez), se justifica el por qué se seleccionó cada una de ellas y se contesta, asimismo, la siguiente pregunta: ¿Por qué no se compara la inversión inmobiliaria con otras inversiones?

3.1 Inversión inmobiliaria

Una Inversión Inmobiliaria es la compra, el alquiler, o la venta de un inmueble con el fin de obtener una ganancia o rentabilidad (Vazquez, 2017):

Invertir en bienes raíces comienza con la compra, y por lo tanto la tenencia de una propiedad.

Las tres cosas que deben realizarse antes de la compra incluyen:

- ✓ Decidir qué tipo de propiedad comprar.
- ✓ Organizar el financiamiento.
- ✓ Seleccionar la propiedad.

Con respecto a la decisión del tipo de propiedad, las mismas pueden ser terrenos, locales, oficinas, depósitos, fábricas, cocheras, campos, departamentos o casas.

Los inversores inmobiliarios, también tienen propiedades que alquilan a terceros, generando ingresos mensuales.

Invertir en propiedades de alquiler es una fuente de ingresos pasivos por los cuales los inversores generan riqueza. Las propiedades de inversión adquiridas por una sola generación pueden proporcionar flujo de caja y beneficios para las generaciones venideras, al tiempo que dejan un legado que se transmite a través de las edades.

Generar rentabilidad con propiedades en alquiler implica:

- ✓ La compra de una propiedad que generaría una buena renta a un buen precio.
- ✓ Hacer una buena remodelación a un buen precio.
- ✓ Alquilar la propiedad a un tercero y administrar la propiedad.

3.2 Inversión en Bonos

Un bono es un préstamo en el cual el emisor es el tomador y el inversor el prestamista. La fecha de vencimiento es la fecha en la que expira el bono y el emisor devuelve el dinero prestado, llamado principal o valor nominal. La mayor parte de los bonos realiza pagos de intereses periódicos desde la fecha en que se emite el bono y la fecha de vencimiento, con base en el tipo de interés (llamado también cupón) del bono, que se expresa en forma de porcentaje del valor nominal del bono (Estrada, 2006, p. 232).

Ejemplo (adaptado de Estrada, 2006):

- Plazo del bono: 5 años
- Valor nominal: USD 1.000
- Interés: 5% anual

Esto quiere decir que un inversor comprará el bono a USD 1.000 y recibirá, durante 5 años, USD 50 por año en concepto de intereses. Asimismo, al quinto año, recibirá también los USD 1.000 invertidos al principio.

Los bonos pueden ser emitidos por gobiernos, provincias, empresas, entre otros; como así también pueden tener interés fijo o variable.

Para un bono a tasa fija ya emitido, cambios en la tasa de interés afectan su precio inversamente. Por ejemplo, si sube la tasa de interés (y como el cupón se mantiene fijo), para que los inversores no se vuelquen a otras inversiones más rentables, el precio del bono se ajusta a la baja para generar una rentabilidad competitiva en el mercado.

Asimismo, el precio de bonos de mayor plazo (o más largos) es más sensible a cambios en la tasa que el precio de bonos más cortos.

METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

Para llevar adelante la metodología de la investigación acerca de la conveniencia entre invertir en inmuebles o bonos, se ha tomado como ejemplo de inmueble una Oficina Clase A ubicada en Catalinas y como ejemplo de Bono, el Bonar 2017. Esto es simplemente para poder trabajar y demostrar la presente metodología sobre dos inversiones concretas, aunque la misma se puede replicar con los otros tipos de inmuebles (locales comerciales, depósitos logísticos, cocheras o viviendas) o con otros bonos, siempre y cuando sean del tipo *bullet*.

En los capítulos subsiguientes se describe la metodología de la investigación, comenzando por el análisis cualitativo de las inversiones en bonos y oficinas (FODA), siguiendo por relevamiento de los valores y rentabilidades durante los últimos 10 años tanto para las oficinas clase A en Catalinas y para el Bonar 2017, exponiendo la información necesaria para el armado del *cash flow* de cada inversión, realizando el análisis propiamente dicho de rentabilidades de cada inversión y, finalmente, describiendo la metodología de análisis sugerida para la toma de decisiones a futuro.

CAPITULO IV: Análisis cualitativo de las Oficinas y los Bonos

En el presente capítulo se analizan cualitativamente ambas inversiones mediante los análisis FODA correspondientes.

Mediante este análisis se pueden entender dos variables claves para la toma de decisión: la Seguridad y la Liquidez.

Por último, se describen los ejemplos seleccionados de cada inversión (oficina y bono) para analizar metodológicamente.

4.1 Análisis cualitativo - Inversión en Oficinas Clase A

En el presente trabajo se habla en particular de una oficina Clase A o *Premium*. El objeto de la Inversión Inmobiliaria de la oficina, es obtener una renta a través del tiempo y obtener también una ganancia mediante la apreciación de su valor al momento de la venta. La oficina, al momento de la compra, puede estar vacía o alquilada, por lo que en el primer caso se va a tener que comercializar para alquilar.

Ejemplo:

- Precio de compra: USD 3.000.000
- Valor de alquiler mensual: USD 17.500
- Precio de venta: USD 3.600.000

En el presente ejemplo, y analizando el mismo, sólo con los datos arriba expuestos (sin incluir impuestos, gastos y otros costos), la rentabilidad bruta anual de la oficina (Gross Cap Rate), sería del 7% y la ganancia por la realización de la misma sería del 20% sobre el valor de compra.

Para realizar un análisis cualitativo de esta alternativa de inversión, es recomendable hacer un FODA, definiendo sus fortalezas y debilidades (intrínsecas al producto); y oportunidades y amenazas (exógenas al producto).

En la Figura N°1, se observa el análisis FODA de oficinas Clase A, realizado sobre la base de reuniones con distintos *brokers* inmobiliarios e inversores.

FIGURA N° 1: Análisis FODA – Inversión en oficinas

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> - Cultura argentina muy propensa a comprar inmuebles (ver en qué se invierte – en algo tangible). - Los activos inmobiliarios no han sido nunca confiscados por el estado argentino. - Pocas oficinas Clase A en comparación con otros países latinoamericanos. (Ver Anexo 2) - Las empresas hacen sus propias obras, no es necesario que el propietario invierta una vez que se va el inquilino. 	<ul style="list-style-type: none"> - Pago de impuestos, servicios y expensas si la oficina está vacía. - Altos costos de entrada: escribano, inmobiliaria, impuesto de sellos. - No tiene liquidez inmediata. - Expensas extraordinarias por mantenimiento del activo (ascensores, aire acondicionado, otros gastos) - Altos costos asociados a la herencia del bien. - Se paga ganancias al momento de vender. - La venta puede demorar entre 6 meses y 1 año.
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> - Incremento del valor a lo largo del tiempo. - Incremento de los alquileres a lo largo del tiempo. 	<ul style="list-style-type: none"> - Posibilidad de que se genere una burbuja inmobiliaria. - Que por posible exceso de oferta o disminución de la demanda, bajen los precios de compra y/o de alquiler.

Fuente: elaboración propia

4.2 Ejemplo seleccionado en Oficinas

En los últimos 10 años de Argentina, el ícono de las oficinas fueron las torres de Catalinas y Alem Plaza, construidas por Consultatio y finalizadas a fines de la década del '90. Su ubicación, su carácter, estilo y nivel constructivo, lograron que las mismas se mantengan hasta el momento como edificios "Clase A" sin perder dicha virtud en estos años.

“Las Torres Catalinas Plaza y Alem Plaza fueron construidas con sistemas tecnológicos inteligentes y servicios de última generación, incluidos ascensores de alta velocidad y un estacionamiento en subsuelo para 512 automóviles. Un detalle de construcción a destacar es que las torres están unidas por el hall de planta baja, siendo las únicas torres de estas características en Argentina. La planta baja tiene un área comercial de 863 metros cuadrados en alquiler a un restaurante y a un banco.”¹

Descripción de la Torre Catalinas Plaza:

- **Edificio de oficinas clase:** A
- **Cantidad de pisos:** 29
- **Superficie total del edificio:** 30.550 m²
- **Superficie rentable del edificio:** 25.443 m²
- **Superficie total planta tipo:** 767m² (batería baja) y 801 m² (batería alta).
- **Fachada:** Curtain Wall con DVH (Vidrio doble hermético)
- **Ascensores:** 8 automáticos marca Fujitec (con cámaras)
- **Grupo electrógeno:** 700KVA
- **Seguridad:** 24hs, CCTV. Control de Acceso (Molinetes con tarjetas magnéticas)

Fuente: Cushman & Wakefield Argentina SA

1

<http://web.archive.org/web/20110210121859/http://www.consultatio.com.ar/consultatiosa/interna.php?seccion=53>



(Fotografía de las Torres Catalinas y Alem Plaza)

4.3 Análisis cualitativo - Inversión en Bonos

Para las inversiones en bonos, también es recomendable realizar un análisis cualitativo a través del FODA, detallando sus fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas. Si el inversor está buscando, por ejemplo, liquidez, así como cualquier otra variable cualitativa, este análisis le dirá si es o no conveniente invertir en bonos.

De esta forma, en la Figura N°2, se detalla dicho análisis surgido de entrevistas a los Gerentes de Finanzas (CFO) de Cushman & Wakefield y Consultatio, como así también, de conversaciones mantenidas con inversores.

Figura N° 2: Análisis FODA – Inversión en bonos

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> - Liquidez - Vendible en cualquier país. - El Estado Argentino nunca confiscó bonos, aunque sí entró en default. - Son heredables sin costo. - No tienen carga impositiva. - Bajo costo transaccional (0,25%). 	<ul style="list-style-type: none"> - Ante cambios de tasas ajustan rápidamente su precio. - Riesgo de emisión – Supply Risk - Valor dado por el mercado. Uno no puede intervenir en dicho valor.
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> - Que bajen las tasas. 	<ul style="list-style-type: none"> - Que el Estado difiera el pago o efectúe quitas.

Fuente: elaboración propia

4.4 Ejemplo seleccionado en Bonos

Tal como hicimos con las oficinas, donde se decidió que iba a ser Catalinas o Alem Plaza, en lo que respecta a bonos, se buscó un bono que tenga las siguientes características:

- Que sea en dólares (así se compara con el alquiler de oficinas que también se estipula en dólares).
- Que sea un bono soberano Argentino, porque sería el más conservador, como la elección de Catalinas.
- Que sea un bono “bullet”, es decir, que tenga un solo pago al vencimiento, sin amortización previa.
- Que sea un bono a 10 años, porque es lo que estamos analizando.

En base a lo expuesto, se decide trabajar con el BONAR 2017 (ver Cuadro 2 para conocer sus precios), cuyo perfil es el siguiente:²

- **Símbolo:** AA17

² <https://www.ravaonline.com/v2/empresas/perfil.php?e=AA17>

- **Denominación:** Bono de la Nación Argentina en dólares estadounidenses 7% 2017 - Bonar X
- **Emisor:** Gobierno Nacional
- **Fecha de emisión:** 17/04/2007
- **Fecha de vencimiento:** 17/04/2017
- **Monto nominal vigente en la moneda original de emisión:** 5.692.838.567
- **Moneda de emisión:** Dólares
- **Interés:** Devengan semestralmente una tasa fija del 7% nominal anual, calculada sobre la base de un año de 360 días, integrado por 12 meses de 30 días cada uno. Las fechas de pago de intereses serán el 17 de abril y el 17 de octubre de cada año.
- **Fecha - Devengan intereses:** 17/04/2007
- **Primer servicio de interés:** 17/10/2007
- **Forma de amortización:** Integra al vencimiento - *Bullet*
- **Tipo:** Títulos Nacionales
- **Código ISIN:** ARARGE03F441
- **Ley:** Nacional

CAPITULO V: Valores y rentabilidades - Últimos 10 años

En este capítulo se describe un ejemplo de cómo se comportaron ambas inversiones en los últimos 10 años. Es muy importante, como herramienta decisoria cuantitativa, tener acceso a lo que sucedió en el pasado para estar atentos ante comportamientos similares futuros.

5.1 Precios de las oficinas

A continuación vemos los distintos valores de venta y alquiler de las Oficinas Clase A de Catalinas entre los años 2007 y 2016. (Ver Cuadro 1).

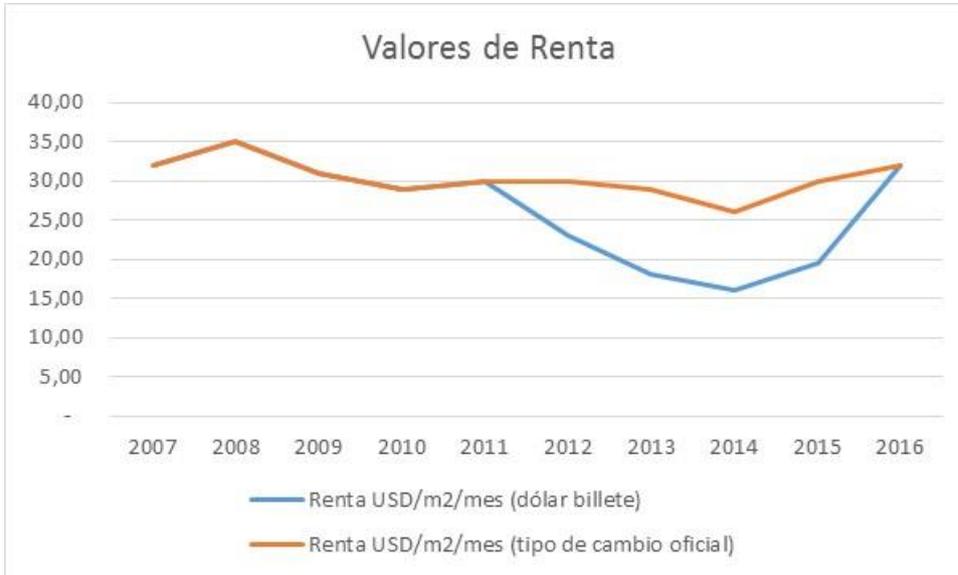
Cuadro 1

Año	Renta USD/m2/mes (dólar billete)	Renta USD/m2/mes (tipo de cambio oficial)	Tasa de Vacancia	Precio de venta USD/m2 (dólar billete)	Precio de venta USD/m2 (tipo de cambio oficial)	Cap Rate
2007		32,00	3,50%		2.900,00	13,24%
2008		35,00	4,00%		3.200,00	13,13%
2009		31,00	7,00%		3.300,00	11,27%
2010		29,00	9,00%		3.400,00	10,24%
2011		30,00	6,00%		3.500,00	10,29%
2012	23,00	30,00	6,20%	3.500,00	4.600,00	7,89%
2013	18,00	29,00	6,30%	3.600,00	5.800,00	6,00%
2014	16,00	26,00	8,60%	3.700,00	6.000,00	5,19%
2015	19,50	30,00	6,00%	3.850,00	6.000,00	6,08%
2016		32,00	5,50%		4.250,00	9,04%

Fuente: Cushman & Wakefield Argentina S.A.

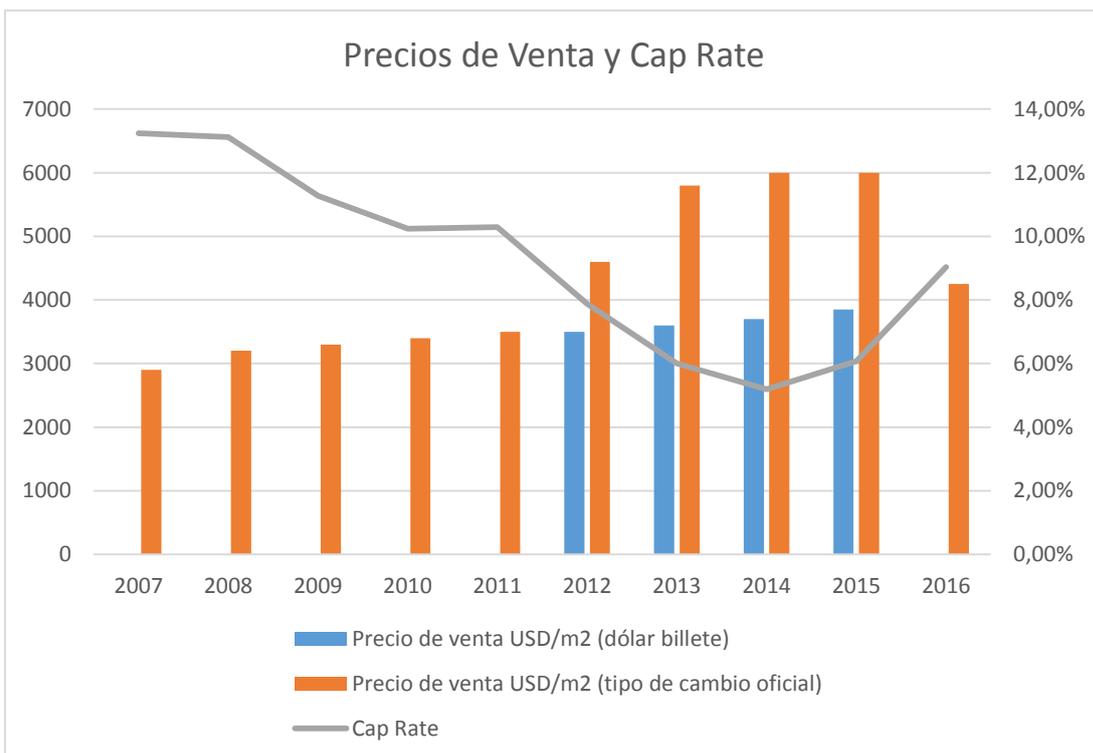
Como se puede observar en el Gráfico 3, creado en el presente trabajo a partir de los datos expuestos en el Cuadro 1, desde los años 2012 al 2015 hubieron dos precios distintos, dado que en dicho período había un desdoblamiento cambiario: existía el tipo de cambio oficial, informado por el Banco de la Nación Argentina; y existía un tipo de cambio informal, que lo daba el “contado con liqui”, que se obtenía por la compra-venta de bonos en el exterior. El valor con el que vamos a trabajar en el presente trabajo es el “dólar billete”, dado que es de la misma moneda que recibía el inversor en caso de comprar los bonos en dólares.

Gráfico 3



Los Cap Rates de Oficinas se pueden observar en el Gráfico 4, creado en el presente trabajo a partir de los datos extraídos del Cuadro 1.

Gráfico 4



5.2 Precios del Bonar 2017

Cuadro 2

Fecha	Precio promedio	Cupón
17/04/2007	91,40	
17/10/2007	81,96	3,50
17/04/2008	73,37	3,50
17/10/2008	41,68	3,50
17/04/2009	41,76	3,50
19/10/2009	72,28	3,50
19/04/2010	80,38	3,50
18/10/2010	88,27	3,50
18/04/2011	90,48	3,50
17/10/2011	80,28	3,50
17/04/2012	80,88	3,50
17/10/2012	82,17	3,50
17/04/2013	81,71	3,50
17/10/2013	87,37	3,50
17/04/2014	90,10	3,50
17/10/2014	83,08	3,50
17/04/2015	97,71	3,50
19/10/2015	98,07	3,50
18/04/2016	101,61	3,50
17/10/2016	102,25	3,50
20/01/2017	102,99	

Fuente: Bonar 2017, AA17D@BGN Govt, fecha de recuperación 20 de enero de 2017, del sitio web de Bloomberg: www.bloomberg.com

El precio que se informa es el promedio entre el precio al cual el mercado está dispuesto a comprar (Bid), y por lo tanto es el precio al cual uno puede vender; y el precio al cual el mercado está dispuesto a vender (Ask), que por lo tanto es el precio al cual uno puede comprar. (Ver Gráfico 5, el cual se creó en el presente trabajo con los datos extraídos del Cuadro 2)

Gráfico 5



CAPITULO VI: Información necesaria para armado de *Cash Flow* de cada inversión

En el presente capítulo se analizan los costos, mecanismos, tiempos y precios pagados y recibidos durante la tenencia y al momento de la entrada y la salida de cada inversión. Se sigue trabajando sobre nuestro ejemplo (Oficinas Clase A en Catalinas y Bonar 2017).

El presente análisis es importante y necesario para saber qué tengo que tener en cuenta para armar el *cash flow* y así poder tomar la decisión.

6.1 Inversión en Oficinas

Al momento de la compra de una oficina en Capital Federal, se deberán abonar los siguientes conceptos:

- Honorarios y gastos notariales: 1,50% del precio de compra.
- Honorarios inmobiliarios: 3% del precio de compra.
- Impuesto de sellos: 1,8% del precio de compra.

Al momento de la venta de una oficina en Capital Federal, se deberán abonar los siguientes conceptos:

- Impuesto de sellos: 1,8% del precio de venta
- Honorarios Inmobiliarios: 1% del precio de venta
- Impuesto a la transferencia de Inmuebles (ITI): 1,5% sobre el valor de venta.

Por otro lado, el inversor también, en los últimos 10 años, tuvo que abonar el Impuesto a los Bienes Personales, cuya alícuota fue de 1,25% sobre el valor del inmueble menos su amortización.

Con respecto a los tiempos, la venta de una oficina puede llegar a tardar entre 6 meses y 1 año, por lo cual el inversor tiene que tomar la decisión con cierta anticipación.

En lo que respecta al alquiler, se considerará en el presente análisis que la oficina se encuentra alquilada al momento de la compra, pero que se producirá, en el plazo de 10 años, una salida del inquilino existente y la entrada de un inquilino nuevo. En dicho caso, y teniendo en cuenta la vacancia informada, se tomarán 6 meses en los cuales la oficina estará vacía. Durante dicho período, el propietario se deberá hacer cargo de los siguientes costos:

- Expensas: USD 7/m²/mes
- ABL, aguas: USD 2/m²/mes

Asimismo, al entrar un nuevo inquilino, el propietario incurrirá en los siguientes costos:

- Honorarios inmobiliarios: 1% del monto total del contrato de locación.
- Impuesto de sellos: 0,25% del monto total del contrato de locación.

Durante la relación locativa, el inversor, asumiendo que es una persona física, deberá abonar los siguientes impuestos:

- Ingresos Brutos: 1,5% del monto del alquiler.
- Ganancias: 35% del resultante del alquiler menos Ingresos Brutos menos gastos (se asume que es sobre el 80% del alquiler).

Por último, aclaramos que para el siguiente análisis el IVA (Impuesto al Valor Agregado) quedaría neteado dado que lo abona el inquilino, motivo por el cual no lo incluiré en el flujo de fondos.

6.2 Inversión en bonos

El bono se puede comprar y vender casi instantáneamente, abonando una comisión, a la compra y a la venta de 0,25%. No paga impuestos y no tiene gastos por la tenencia del mismo.

CAPITULO VII: Análisis de rentabilidad de cada inversión

El presente análisis se realiza como se describe a continuación:

Se supone que el inversor tiene USD 3.000.000 para invertir, entonces se analiza la inversión inmobiliaria de la siguiente manera:

El inversor entra con USD 3.000.000 en el 2007, y al cabo de 10 años sale de la inversión y se calcula todo el dinero recaudado en el plazo de 10 años, incluyendo la venta de la oficina. Dicho análisis se realizará para cada año hasta el 2016, es decir, entrando en el 2007, 2008, 2009 y así sucesivamente y saliendo en el 2016.

Para el caso de los bonos se hace lo mismo, el inversor compra bonos por USD 3.000.000 y se estima con cuánto sale en el 2016 para cada uno de los años analizados.

Por último, cabe aclarar que se asume que no se reinvierten los excedentes (cupones en el caso de los bonos y alquileres en el caso de la inversión inmobiliaria).

7.1 Flujos de Fondos obtenidos en una inversión inmobiliaria

Cuadro 3 – A 10 años

	Año (inicio 2007)										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Compra/venta	-3.000.000										4.396.552
Honorarios y gastos notariales	-45.000										-
Honorarios inmobiliarios	-90.000										-43.966
Impuesto de sellos	-54.000										-79.138
Impuesto a los bienes personales	-37.500	-36.750	-36.000	-35.250	-34.500	-33.750	-33.000	-32.250	-31.500		
Impuesto a la transferencia de inmueble	-										-65.948
Alquileres recibidos bruto	397.241	434.483	384.828	180.000	372.414	285.517	223.448	198.621	242.069	397.241	
Ingresos brutos	-5.959	-6.517	-5.772	-2.700	-5.586	-4.283	-3.352	-2.979	-3.631	-5.959	
Impuesto Ganancias (alquileres)	-111.228	-121.655	-107.752	-50.400	-104.276	-79.945	-62.566	-55.614	-67.779	-111.228	
Alquileres netos	280.055	306.310	271.303	126.900	262.552	201.290	157.531	140.028	170.659	280.055	
Expensas				-43.448							
ABL / Aguas				-12.414							
Honorario inmobiliario por alquiler					-13.469						
Impuesto de sellos por alquiler					-3.367						
Flujo de Fondos	-2.946.445	269.560	235.303	35.788	211.216	167.540	124.531	107.778	139.159	4.487.555	
Monto total recibido por la inversión	2.831.984										
Rentabilidad anual promedio	9,44%										

Superficie adquirida (m2) por USD 3,000,000: 1034,48

Cuadro 4 – A 9 años

	Año (inicio 2008)								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Compra/venta	-3.000.000								3.984.375
Honorarios y gastos notariales	-45.000								-
Honorarios inmobiliarios	-90.000								-39.844
Impuesto de sellos	-54.000								-71.719
Impuesto a los bienes personales	-37.500	-36.750	-36.000	-35.250	-34.500	-33.750	-33.000	-32.250	
Impuesto a la transferencia de inmueble	-								-59.766
Alquileres recibidos bruto	434.483	384.828	360.000	186.207	285.517	223.448	198.621	242.069	397.241
Ingresos brutos	-6.517	-5.772	-5.400	-2.793	-4.283	-3.352	-2.979	-3.631	-5.959
Impuesto Ganancias (alquileres)	-121.655	-107.752	-100.800	-52.138	-79.945	-62.566	-55.614	-67.779	-111.228
Alquileres netos	306.310	271.303	253.800	131.276	201.290	157.531	140.028	170.659	280.055
Expensas				-39.375					
ABL / Aguas				-11.250					
Honorario inmobiliario por alquiler					-12.206				
Impuesto de sellos por alquiler					-3.052				
Flujo de Fondos	-2.920.190	234.553	217.800	45.401	151.532	123.781	107.028	138.409	4.093.102
Monto total recibido por la inversión	2.191.416								
Rentabilidad anual promedio	8,12%								

Superficie adquirida (m2) por USD 3,000,000: 937,50

Cuadro 5 – A 8 años

	Año (inicio 2009)							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Compra/venta	-3.000.000							3.863.636
Honorarios y gastos notariales	-45.000							-
Honorarios inmobiliarios	-90.000							-38.636
Impuesto de sellos	-54.000							-69.545
Impuesto a los bienes personales	-37.500	-36.750	-36.000	-35.250	-34.500	-33.750	-33.000	
Impuesto a la transferencia de inmueble	-							-57.955
Alquileres recibidos bruto	384.828	360.000	186.207	285.517	223.448	198.621	242.069	397.241
Ingresos brutos	-5.772	-5.400	-2.793	-4.283	-3.352	-2.979	-3.631	-5.959
Impuesto Ganancias (alquileres)	-107.752	-100.800	-52.138	-79.945	-62.566	-55.614	-67.779	-111.228
Alquileres netos	271.303	253.800	131.276	201.290	157.531	140.028	170.659	280.055
Expensas			-38.182					
ABL / Aguas			-10.909					
Honorario inmobiliario por alquiler				-11.836				
Impuesto de sellos por alquiler				-2.959				
Flujo de Fondos	-2.955.197	217.050	46.185	151.244	123.031	106.278	137.659	3.977.555
Monto total recibido por la inversión	1.803.805							
Rentabilidad anual promedio	7,52%							

Superficie adquirida (m2) por USD 3,000,000: 909,09

Cuadro 6 – A 7 años

	Año (inicio 2010)						
	1	2	3	4	5	6	7
Compra/venta	-3.000.000						3.750.000
Honorarios y gastos notariales	-45.000						-
Honorarios inmobiliarios	-90.000						-37.500
Impuesto de sellos	-54.000						-67.500
Impuesto a los bienes personales	-37.500	-36.000	-35.250	-34.500	-33.750	-33.000	
Impuesto a la transferencia de inmueble	-						-56.250
Alquileres recibidos bruto	360.000	186.207	285.517	223.448	198.621	242.069	397.241
Ingresos brutos	-5.400	-2.793	-4.283	-3.352	-2.979	-3.631	-5.959
Impuesto Ganancias (alquileres)	-100.800	-52.138	-79.945	-62.566	-55.614	-67.779	-111.228
Alquileres netos	253.800	131.276	201.290	157.531	140.028	170.659	280.055
Expensas		-37.059					
ABL / Aguas		-10.588					
Honorario inmobiliario por alquiler			-11.488				
Impuesto de sellos por alquiler			-2.872				
Flujo de Fondos	-2.972.700	47.629	151.679	123.031	106.278	137.659	3.868.805
Monto total recibido por la inversión	1.462.381						
Rentabilidad anual promedio	6,96%						

Superficie adquirida (m2) por USD 3,000,000:	882,35
--	--------

Cuadro 7 – A 6 años

	Año (inicio 2011)					
	1	2	3	4	5	6
Compra/venta	-3.000.000					3.642.857
Honorarios y gastos notariales	-45.000					-
Honorarios inmobiliarios	-90.000					-36.429
Impuesto de sellos	-54.000					-65.571
Impuesto a los bienes personales	-37.500	-35.250	-34.500	-33.750	-33.000	
Impuesto a la transferencia de inmueble	-					-54.643
Alquileres recibidos bruto	186.207	285.517	223.448	198.621	242.069	397.241
Ingresos brutos	-2.793	-4.283	-3.352	-2.979	-3.631	-5.959
Impuesto Ganancias (alquileres)	-52.138	-79.945	-62.566	-55.614	-67.779	-111.228
Alquileres netos	131.276	201.290	157.531	140.028	170.659	280.055
Expensas	-36.000					
ABL / Aguas	-10.286					
Honorario inmobiliario por alquiler		-11.160				
Impuesto de sellos por alquiler		-2.790				
Flujo de Fondos	-3.141.510	152.090	123.031	106.278	137.659	3.766.269
Monto total recibido por la inversión	1.143.817					
Rentabilidad anual promedio	6,35%					

Superficie adquirida (m2) por USD 3,000,000:	857,14
--	--------

Cuadro 8 – A 5 años

	Año (inicio 2012)				
	1	2	3	4	5
Compra/venta	-3.000.000				3.642.857
Honorarios y gastos notariales	-45.000				-
Honorarios inmobiliarios	-90.000				-36.429
Impuesto de sellos	-54.000				-65.571
Impuesto a los bienes personales	-37.500	-34.500	-33.750	-33.000	
Impuesto a la transferencia de inmueble	-				-54.643
Alquileres recibidos bruto	285.517	223.448	198.621	242.069	397.241
Ingresos brutos	-4.283	-3.352	-2.979	-3.631	-5.959
Impuesto Ganancias (alquileres)	-79.945	-62.566	-55.614	-67.779	-111.228
Alquileres netos	201.290	157.531	140.028	170.659	280.055
Expensas					
ABL / Aguas					
Honorario inmobiliario por alquiler					
Impuesto de sellos por alquiler					
Flujo de Fondos	-3.025.210	123.031	106.278	137.659	3.766.269
Monto total recibido por la inversión	1.108.026				
Rentabilidad anual promedio	7,39%				

Superficie adquirida (m2) por USD 3,000,000:	857,14
--	--------

Cuadro 9 – A 4 años

	Año (inicio 2013)			
	1	2	3	4
Compra/venta	-3.000.000			3.541.667
Honorarios y gastos notariales	-45.000			-
Honorarios inmobiliarios	-90.000			-35.417
Impuesto de sellos	-54.000			-63.750
Impuesto a los bienes personales	-37.500	-33.750	-33.000	
Impuesto a la transferencia de inmueble	-			-53.125
Alquileres recibidos bruto	223.448	198.621	242.069	397.241
Ingresos brutos	-3.352	-2.979	-3.631	-5.959
Impuesto Ganancias (alquileres)	-62.566	-55.614	-67.779	-111.228
Alquileres netos	157.531	140.028	170.659	280.055
Expensas				
ABL / Aguas				
Honorario inmobiliario por alquiler				
Impuesto de sellos por alquiler				
Flujo de Fondos	-3.068.969	106.278	137.659	3.669.430
Monto total recibido por la inversión	844.397			
Rentabilidad anual promedio	7,04%			

Superficie adquirida (m2) por USD 3,000,000:	833,33
--	--------

Cuadro 10 – A 3 años

	Año (inicio 2014)		
	1	2	3
Compra/venta	-3.000.000		3.445.946
Honorarios y gastos notariales	-45.000		-
Honorarios inmobiliarios	-90.000		-34.459
Impuesto de sellos	-54.000		-62.027
Impuesto a los bienes personales	-37.500	-33.000	
Impuesto a la transferencia de inmueble	-		-51.689
Alquileres recibidos bruto	198.621	242.069	397.241
Ingresos brutos	-2.979	-3.631	-5.959
Impuesto Ganancias (alquileres)	-55.614	-67.779	-111.228
Alquileres netos	140.028	170.659	280.055
Expensas			
ABL / Aguas			
Honorario inmobiliario por alquiler			
Impuesto de sellos por alquiler			
Flujo de Fondos	-3.086.472	137.659	3.577.825
Monto total recibido por la inversión	629.012		
Rentabilidad anual promedio	6,99%		

Superficie adquirida (m2) por USD 3,000,000:	810,81
--	--------

Cuadro 11 – A 2 años

	Año (inicio 2015)	
	1	2
Compra/venta	-3.000.000	3.311.688
Honorarios y gastos notariales	-45.000	-
Honorarios inmobiliarios	-90.000	-33.117
Impuesto de sellos	-54.000	-59.610
Impuesto a los bienes personales	-37.500	
Impuesto a la transferencia de inmueble	-	-49.675
Alquileres recibidos bruto	242.069	397.241
Ingresos brutos	-3.631	-5.959
Impuesto Ganancias (alquileres)	-67.779	-111.228
Alquileres netos	170.659	280.055
Expensas		
ABL / Aguas		
Honorario inmobiliario por alquiler		
Impuesto de sellos por alquiler		
Flujo de Fondos	-3.055.841	3.449.341
Monto total recibido por la inversión	393.500	
Rentabilidad anual promedio	6,56%	

Superficie adquirida (m2) por USD 3,000,000:	779,22
--	--------

Por último, se expone un ejemplo para el caso en el que no hubiera habido Cepo Cambiario entre los años 2012 y 2015 (inclusive):

Cuadro 12 – A 10 años sin cepo

Sin Cepo	Año (inicio 2007)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Compra/venta	-3.000.000									4.396.552
Honorarios y gastos notariales	-45.000									-
Honorarios inmobiliarios	-90.000									-43.966
Impuesto de sellos	-54.000									-79.138
Impuesto a los bienes personales	-37.500	-36.750	-36.000	-35.250	-34.500	-33.750	-33.000	-32.250	-31.500	
Impuesto a la transferencia de inmueble	-									-65.948
Alquileres recibidos bruto	397.241	434.483	384.828	180.000	372.414	372.414	360.000	322.759	372.414	397.241
Ingresos brutos	-5.959	-6.517	-5.772	-2.700	-5.586	-5.586	-5.400	-4.841	-5.586	-5.959
Impuesto Ganancias (alquileres)	-111.228	-121.655	-107.752	-50.400	-104.276	-104.276	-100.800	-90.372	-104.276	-111.228
Alquileres netos	280.055	306.310	271.303	126.900	262.552	262.552	253.800	227.545	262.552	280.055
Expensas	-			-43.448						
ABL / Aguas	-			-12.414						
Honorario inmobiliario por alquiler	-				-18.248					
Impuesto de sellos por alquiler	-				-4.562					
Flujo de Fondos	-2.946.445	269.560	235.303	35.788	205.241	228.802	220.800	195.295	231.052	4.487.555
Monto total recibido por la inversión	3.162.952									
Rentabilidad anual promedio	10,54%									

Superficie adquirida (m2) por USD 3,000,000:	1034,48
--	---------

Como se puede observar, la rentabilidad, en este caso aumenta en un punto porcentual. Este punto se comenta y se describe más detalladamente en las “Conclusiones”.

7.2 Flujo de Fondos obtenido en los bonos

Cuadro 13 – A 10 años

	Año (inicio 2007)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Compra / Venta	-3.000.000									3.187.035
Comisión	-7.500									-7.968
Cupones	114.886	229.772	229.772	229.772	229.772	229.772	229.772	229.772	229.772	229.772
Flujo de Fondos	-2.892.614	229.772	3.408.840							
Monto total recibido por la inversión	2.354.401									
Rentabilidad anual promedio	7,85%									

Bonos adquiridos por USD 3,000,000:	3.282.455,28
-------------------------------------	--------------

Cuadro 14 – A 9 años

	Año (inicio 2008)								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Compra / Venta	-3.000.000								3.970.111
Comisión	-7.500								-9.925
Cupones	143.114	286.228	286.228	286.228	286.228	286.228	286.228	286.228	286.228
Flujo de Fondos	-2.864.386	286.228	4.246.414						
Monto total recibido por la inversión	3.385.627								
Rentabilidad anual promedio	12,54%								

Bonos adquiridos por USD 3,000,000:	4.088.976,12
-------------------------------------	--------------

Cuadro 15 – A 8 años

	Año (inicio 2009)							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Compra / Venta	-3.000.000							6.974.406
Comisión	-7.500							-17.436
Cupones	251.413	502.825	502.825	502.825	502.825	502.825	502.825	502.825
Flujo de Fondos	-2.756.087	502.825	502.825	502.825	502.825	502.825	502.825	7.459.796
Monto total recibido por la inversión	7.720.661							
Rentabilidad anual promedio	32,17%							

Bonos adquiridos por USD 3,000,000:	7.183.220,00
-------------------------------------	--------------

Cuadro 16 – A 7 años

	Año (inicio 2010)						
	1	2	3	4	5	6	7
Compra / Venta	-3.000.000						3.623.866
Comisión	-7.500						-9.060
Cupones	130.633	261.266	261.266	261.266	261.266	261.266	261.266
Flujo de Fondos	-2.876.867	261.266	261.266	261.266	261.266	261.266	3.876.072
Monto total recibido por la inversión	2.305.532						
Rentabilidad anual promedio	10,98%						

Bonos adquiridos por USD 3,000,000:	3.732.364,58
-------------------------------------	--------------

Cuadro 17 – A 6 años

	Año (inicio 2011)					
	1	2	3	4	5	6
Compra / Venta	-3.000.000					3.219.443
Comisión	-7.500					-8.049
Cupones	116.054	232.108	232.108	232.108	232.108	232.108
Flujo de Fondos	-2.891.446	232.108	232.108	232.108	232.108	3.443.503
Monto total recibido por la inversión	1.480.490					
Rentabilidad anual promedio	8,22%					

Bonos adquiridos por USD 3,000,000:	3.315.833,10
-------------------------------------	--------------

Cuadro 18 – A 5 años

	Año (inicio 2012)				
	1	2	3	4	5
Compra / Venta	-3.000.000				3.601.507
Comisión	-7.500				-9.004
Cupones	129.827	259.654	259.654	259.654	259.654
Flujo de Fondos	-2.877.673	259.654	259.654	259.654	3.852.157
Monto total recibido por la inversión	1.753.444				
Rentabilidad anual promedio	11,69%				

Bonos adquiridos por USD 3,000,000:	3.709.336,40
-------------------------------------	--------------

Cuadro 19 – A 4 años

	Año (inicio 2013)			
	1	2	3	4
Compra / Venta	-3.000.000			3.564.791
Comisión	-7.500			-8.912
Cupones	128.503	257.006	257.006	257.006
Flujo de Fondos	-2.878.997	257.006	257.006	3.812.886
Monto total recibido por la inversión	1.447.902			
Rentabilidad anual promedio	12,07%			

Bonos adquiridos por USD 3,000,000:	3.671.521,23
-------------------------------------	--------------

Cuadro 20 – A 3 años

	Año (inicio 2014)		
	1	2	3
Compra / Venta	-3.000.000		3.232.771
Comisión	-7.500		-8.082
Cupones	116.535	233.069	233.069
Flujo de Fondos	-2.890.965	233.069	3.457.758
Monto total recibido por la inversión	799.862		
Rentabilidad anual promedio	8,89%		

Bonos adquiridos por USD 3,000,000:	3.329.559,83
-------------------------------------	--------------

Cuadro 21 – A 2 años

	Año (inicio 2015)	
	1	2
Compra / Venta	-3.000.000	2.981.088
Comisión	-7.500	-7.453
Cupones	107.462	214.924
Flujo de Fondos	-2.900.038	3.188.559
Monto total recibido por la inversión	288.521	
Rentabilidad anual promedio	4,81%	

Bonos adquiridos por USD 3,000,000:	3.070.341,52
-------------------------------------	--------------

7.3 Cuadro comparativo de ambos flujos de fondos

De los cuadros arriba desarrollados, surge el siguiente resumen con las rentabilidades de cada inversión, comenzando a 10 años y finalizando en 2 años:

Cuadro 22 - Resumen comparativa de rentabilidades

Años	Inversión Inmobiliaria	Bonos
10	9,44%	7,85%
9	8,12%	12,54%
8	7,52%	32,17%
7	6,96%	10,98%
6	6,35%	8,22%
5	7,39%	11,69%
4	7,04%	12,07%
3	6,99%	8,89%
2	6,56%	4,81%

CAPITULO VIII: Metodología de análisis sugerida para la toma de decisiones futura

Para tomar decisiones a futuro entre las alternativas de Inmuebles o Bonos a nivel cuantitativo, se necesita realizar proyecciones para ambas alternativas para luego “cargarlas” en la *Cash Flow* y terminar seleccionando una de las dos.

Para realizar las proyecciones se podrían utilizar varios métodos estadísticos y distintas simulaciones, pero se sugiere, tanto para estimar valores futuros de bonos como de inmuebles, es más efectivo tratar de recopilar lo mejor posible la mayor cantidad de información, datos y tendencias actuales para luego sí poder armar las proyecciones.

Cómo se hace esto? Con reuniones, orientadas a recabar información y a consultar a diferentes fuentes especializadas en cada uno de los negocios.

Para el tema inmobiliario, recomiendo consultar con brokers, desarrolladores, empresas constructoras, propietarios y gerentes de real estate de empresas.

Para conocer más acerca del comportamiento futuro de los bonos, sugiero consultar con traders, brokers, fondos de inversión y economistas.

Qué preguntas hacer en cada caso:

Inmuebles:

- Cómo ven el mercado en general? A corto plazo? A mediano plazo? A largo plazo?
- Cómo ven la evolución de precios a futuro? Valores de venta, alquileres, cap rates.
- Cómo creen que las variables político-económicas futuras influirán sobre el mercado a corto, mediano y largo plazo?
- Cómo ven la demanda y la oferta (competencia)?
- Qué riesgos ven a futuro en el submercado que estoy analizando? Qué ventajas? Qué oportunidades? Análisis FODA.

Bonos:

- Cómo ven el mercado en general? A corto plazo? A mediano plazo? A largo plazo?
- Cómo ven la evolución de precios a futuro? Tasas, precios.
- Cómo creen que las variables político-económicas futuras influirán sobre el mercado a corto, mediano y largo plazo?
- Cómo ven la demanda y la oferta (tipos de bonos)?
- Qué riesgos ven a futuro? Qué ventajas? Qué oportunidades? Análisis FODA.

En base a estas preguntas, realizadas a distintos actores, a fin de poder “escuchar varias campanas”, y sus correspondientes respuestas, se podrá trazar un horizonte de valores estimados y con dicho horizonte se podrá armar un *Cash Flow* para la toma de decisiones.

Con respecto al horizonte, dado que la inversión inmobiliaria es una inversión a largo plazo, se toman 10 años. Asimismo, se recomienda que el *cash flow* de bonos, para esta comparativa, también sea realizado a 10 años. De esta forma se puede comparar “manzanas con manzanas”.

Como regla general, y tal como se indicó anteriormente, para poder decidir cuantitativamente, se va a seleccionar siempre la alternativa que mayor VAN o TIR arroje.

Para armar el *Cash Flow*, entonces, se necesitan los siguientes datos:

Inmuebles:

- Precio actual de compra
- Precio proyectado de venta
- Honorarios y gastos notariales
- Honorarios inmobiliarios
- Alícuota impuesto de sellos
- Alícuota impuesto a los bienes personales
- Alícuota impuesto a la transferencia de inmuebles (ITI)
- Valor de alquiler actual

- Valor de alquiler proyectado por 10 años
- Vacancia del mercado y muy especialmente del submercado donde se encuentra localizada el inmueble a adquirir
- Alícuota de Ingresos Brutos para calcular sobre los alquileres (si aplica)
- Alícuota de Impuesto a las Ganancias para calcular sobre los alquileres (si aplica)
- Monto actual de expensas (si aplica)
- Monto proyectado de expensas (si aplica)
- Monto actual y proyectado de ABL y Aguas
- Honorarios inmobiliarios por alquiler (si aplica)
- Impuesto de sellos por el contrato alquiler

Bonos:

- Precio actual de compra
- Precio proyectado de venta
- Comisión
- Cupón que paga y plazo de pago

Por último, un tema muy importante es qué tasa de descuento tomar al momento de calcular el VAN. La recomendación es tomar la tasa de interés de una inversión segura en dólares que el inversor realizará en caso de no avanzar por ninguna de estas dos alternativas. Por ejemplo, si dicha inversión es un plazo fijo en dólares, tomar dicha tasa de interés como tasa de descuento.

En el Anexo 3 se podrá observar un ejemplo de cuadro de *cash flow* a utilizar.

CONCLUSIONES

Como primer comentario quiero indicar que no existe, existió o existirá una respuesta concreta a la pregunta: Qué fue/es/será más rentable, invertir en bonos o en inmuebles?

Hay personas que pueden creer que los inmuebles siempre va a ser más rentables que los bonos y hay personas que opinan lo contrario, pero la realidad, como casi todo lo que pasa en la vida, es que la respuesta es "depende".

Depende de qué? Depende del momento, de los mercados, de las expectativas, de cuándo se compre, de cuándo se venda, de la macroeconomía, de la política, de los temas sociales, de los impuestos, de las inversiones y de la liquidez entre otros factores.

Así, analizando el ejemplo metodológico desarrollado, si se toman específicamente los últimos 10 años (cuadro 3 versus cuadro 13) y viendo el panorama con el diario del lunes, se puede decir que en los 10 años analizados la inversión en oficinas fue mejor, pero no se puede decir lo mismo de lo que sucedió antes (porque no se analizó), ni de lo que vendrá.

Las conclusiones más importantes que se pueden extraer de la comparativa realizada como ejemplo son las siguientes:

- El momento de entrada y el momento de salida: ambos momentos en ambas inversiones son muy importantes. Como podemos observar, durante la crisis "sub-prime" de Estados Unidos, en el año 2008, los precios de los bonos cayeron muchísimo, motivo por el cual, el que compró bonos (con un riesgo muy alto, obviamente) en dicho momento y los vendió en el 2016, ha generado una apreciación de su capital muy importante.
- La situación macroeconómica del país también es importante: por ejemplo en los últimos 10 años se atravesó una situación en el país llamada "cepo cambiario", donde coexistían en el país dos diferentes tipos de cambio (el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio no-oficial,

también llamado dólar blue o paralelo). Esta situación provocó lo siguiente en ambas inversiones:

- Inversión inmobiliaria: debido a que los alquileres estaban denominados en dólares, pero pagaderos en pesos al tipo de cambio oficial y que las compra-venta de propiedades se realizaban en dólares billete o en pesos al tipo de cambio blue, es que las rentabilidades de las inversiones en oficinas se vieron negativamente afectadas durante dicho período (Ver Gráficos 2 y 3 y Cuadro 12).
- Inversión en bonos: dado que el cupón de los bonos debía pagarse en dólares billete, dicha inversión no se vio afectada, y esto logró posicionarla muy bien frente a otras inversiones.

Estas diferencias hicieron que durante dicho período de tiempo, que fue desde el 2012 hasta el 2015 inclusive (3 años), la inversión en bonos haya logrado rentabilidades sorprendentemente mayores a las de las inversiones inmobiliarias.

- Independencia en las inversiones: con este análisis se concluyó también que ambas inversiones son independientes. Ello quiere decir que los cambios en los precios de los bonos no afectaron a los precios de las oficinas, y viceversa.
- Asimismo, vemos que el precio de los bonos reacciona muy rápidamente a los cambios en el mercado, mientras que el precio de las oficinas (con tantas crisis y situaciones nacionales y extranjeras), no ha variado demasiado su tendencia, la que ha sido alcista en los últimos 10 años.
- Un último punto importante es que los bonos tienen un atributo que la inversión inmobiliaria no tiene, y es la liquidez, al existir un mercado transparente que compra y vende constantemente.

BIBLIOGRAFIA

- ✓ GARAY, URBI (2010), La Teoría Moderna – Nuevos desafíos y oportunidades, Debates IESA, Volúmen XV, Número 4.
- ✓ MARKOWITZ, H. (1952), Portfolio selection, Journal of Finance.Vol. 7. No. 1.
- ✓ RAMALLO, RUBÉN (Abril 2011), Conservador, moderado o amante del riesgo: qué perfil de inversor le sienta mejor a usted?, del website iProfesional: <http://www.iprofesional.com/notas/114877-Conservador-moderado-o-amante-del-riesgo-qu-perfil-de-inversor-le-sienta-mejor-a-usted>
- ✓ SARDANS, MARIANO (7 Mayo 2017), Cómo armar una cartera de inversiones?, Diario La Nación, del Website: <http://www.lanacion.com.ar/2021037comoarmarunacarteradeinversiones>
- ✓ MARTÍN, CARLOS BENJAMÍN (15 Septiembre 2015), Renta fija vs Renta variable. Las 7 diferencias – del Website: <http://www.cuentafacto.es/tu-interes/renta-fija-renta-variable-diferencias/>
- ✓ VAN HORNE, JAMES C., WACHOWICS, JOHN M. JR. (2010), Fundamentos de Administración Financiera (Décimo Tercera Edición), Editorial Pearson
- ✓ ESTRADA, JAVIER (2006), Finanzas en Pocas Palabras, Editorial Pearson
- ✓ BREALEY, MYERS Y ALLEN (2006), Principios de Finanzas Corporativas, Editorial Mc Graw Hill
- ✓ VAZQUEZ, JORGE (25 Marzo 2017), What is Real Estate Investing – Graystone Investment Group LLC, del Website: <http://homes4income.com/articles/real-estate-investing/real-estate-investing>
- ✓ CONSULTATIO: <http://web.archive.org/web/20110210121859/http://www.consultatio.com.ar/consultatiosa/interna.php?seccion=53>

- ✓ RAVA BURSATIL:
<https://www.ravaonline.com/v2/empresas/perfil.php?e=AA17>
- ✓ Bloomberg: Bonar 2017, AA17D@BGN Govt, fecha de recuperación 20 de enero de 2017, del website de Bloomberg: www.bloomberg.com
- ✓ Cushman & Wakefield: <http://www.cushmanwakefield.com/>

ANEXOS

Anexo 1 - Mercado actual de Oficinas



OFICINAS BUENOS AIRES

Indicadores económicos

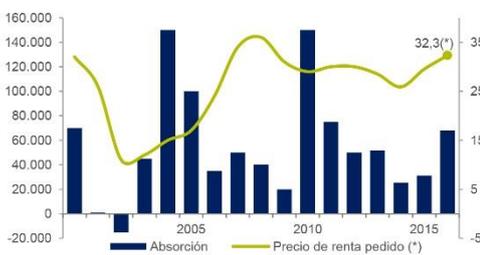
	Q4 15	Q4 16	Previsiones 12 meses
Tasa de desocupación (Q3)	5,9%	8,5%	▲
Variación PBI (Q3)	2,8%	-3,8%	▼
Índice de inflación (Acumulado Enero-Noviembre)	26,0%	38,2%	▲

Indicadores del mercado (Clase A)

	Q4 15	Q4 16	Previsiones 12 meses
Índice de vacancia	6,0%	5,6%	▼
Absorción neta (m ²)	31.170	67.990	▲
En construcción (m ²)	166.817	319.360	▲
Precio de renta pedido (USD/m ² /mes) (*)	29,5	32,3	▲

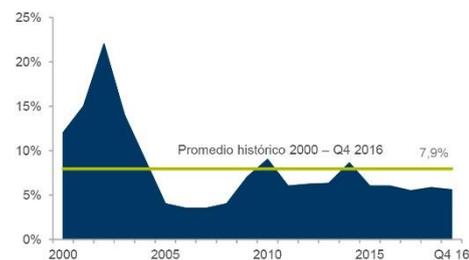
(*) corresponde al promedio de los submercados Catalinas-Plaza Roma y Retiro-Plaza San Martín.

Absorción neta (m²) / Precio de renta pedido (USD/m²/mes) (Clase A)



(*) corresponde al promedio de los submercados Catalinas-Plaza Roma y Retiro-Plaza San Martín.

Índice de vacancia (%) (Clase A)



Panorama económico

Durante 2016 la evolución de los indicadores económicos mostraron caídas generalizadas. En el tercer trimestre del año el PBI mostró un descenso del 3,8% respecto del mismo periodo del año anterior, reflejando el retroceso económico del país.

Este deterioro se refleja también en la caída del ingreso en los hogares, reducido por la elevada inflación, el incremento de las tarifas de los servicios públicos y paritarias que dejaron aumentos de sueldos de los trabajadores sindicalizados por debajo de la tasa de inflación anual.

A corto plazo los mayores desafíos del gobierno serán conseguir la desaceleración de la inflación y la recuperación del salario real, que constituye un factor clave para dar impulso al consumo interno y recomponer la actividad económica.

En septiembre pasado el BCRA lanzó su política de metas de inflación que propone alcanzar un máximo del 17% en 2017. Las consultoras privadas coinciden en que es una meta ambiciosa, aunque sin duda un mayor control sobre la inflación se traduciría en una mejora del salario real.

Con el mismo objetivo de recuperar el poder adquisitivo del salario real, y como resultado de la presión del bloque de diputados no oficialistas, en diciembre se aprobó la reforma de la Ley de Ganancias, que también aportó una mejora en el poder adquisitivo de los salarios.

Mientras la inversión extranjera tarda en concretarse, el dato positivo fue la buena aceptación que tuvo el régimen de sinceramiento fiscal que consiguió aumentar la oferta de Dólares, permitiendo cierto control sobre el precio de la divisa y el impulso de la recaudación fiscal.

Visión del Mercado de oficinas

El mercado de oficinas continúa evolucionando de manera positiva, y parece no estar afectado por el contexto económico actual.

La demanda de superficie Premium superó en 2016 a la de los últimos cuatro años, y se acercó a niveles registrados en 2011. La absorción neta acumulada anual alcanzó los 70.000 m², cifra que supuso un crecimiento del 120% respecto de 2015, validando la fortaleza y preferencia de la demanda por edificios Premium estratégicamente ubicados.

En este contexto la vacancia continuó con su tendencia a la baja descendiendo hasta el 5,6% en el último trimestre del año, reduciendo el promedio de los últimos 15 años al 7,9%.

cushmanwakefield.com

MARKETBEAT
Buenos Aires
Office Q4 2016



El índice de vacancia con tendencia a la baja en un mercado subofertado es una combinación muy atractiva para desarrolladores locales, dado que genera buenas expectativas de comercialización de nuevos proyectos.

MERCADO ATRACTIVO PARA LOS DESARROLLADORES POR LAS BUENAS EXPECTATIVAS DE OCUPACIÓN DE NUEVOS PROYECTOS

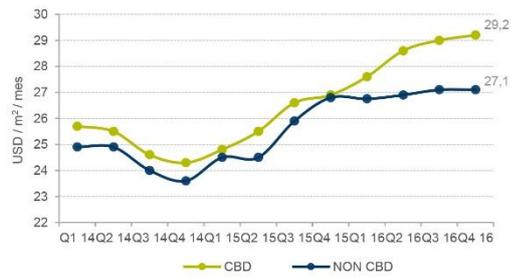
En 2016 las rentas de la zona CBD aceleraron su crecimiento como resultado de la revalorización del submercado Catalinas-Plaza Roma, que fueron impulsadas por la finalización del edificio Torre BBVA y finalizaron el año con un incremento acumulado del 8,6%.

Por el contrario, las rentas de la zona NON CBD mostraron un crecimiento más moderado quedando en promedio unos 2 USD/m² /mes por debajo de los precios pedidos en el CBD.

Este submercado fue uno de los que ha mostrado mayor dinamismo durante el año, concentrando el 67% de la absorción neta anual (45.800 m²).

La producción de nueva superficie fue récord en 2016 y superó en un 13% al promedio histórico de los últimos 15 años. Se espera que 2017 inicie con la entrega de 41.000 m² en el submercado Catalinas- Plaza Roma y que finalice con una producción acumulada similar a la de 2016.

Precio de renta pedido (USD/m²/mes) CBD / NON CBD
EL PRECIO DE RENTA PEDIDO EN LA ZONA CBD SE INCREMENTÓ UN 8,6% DURANTE EL ÚLTIMO AÑO



Superficie entregada por año (m²) / Superficie proyectada (m²)
LA SUPERFICIE EN PROYECTO Y CONSTRUCCIÓN ELEVA UN 28% EL PROMEDIO HISTÓRICO DE NUEVA SUPERFICIE



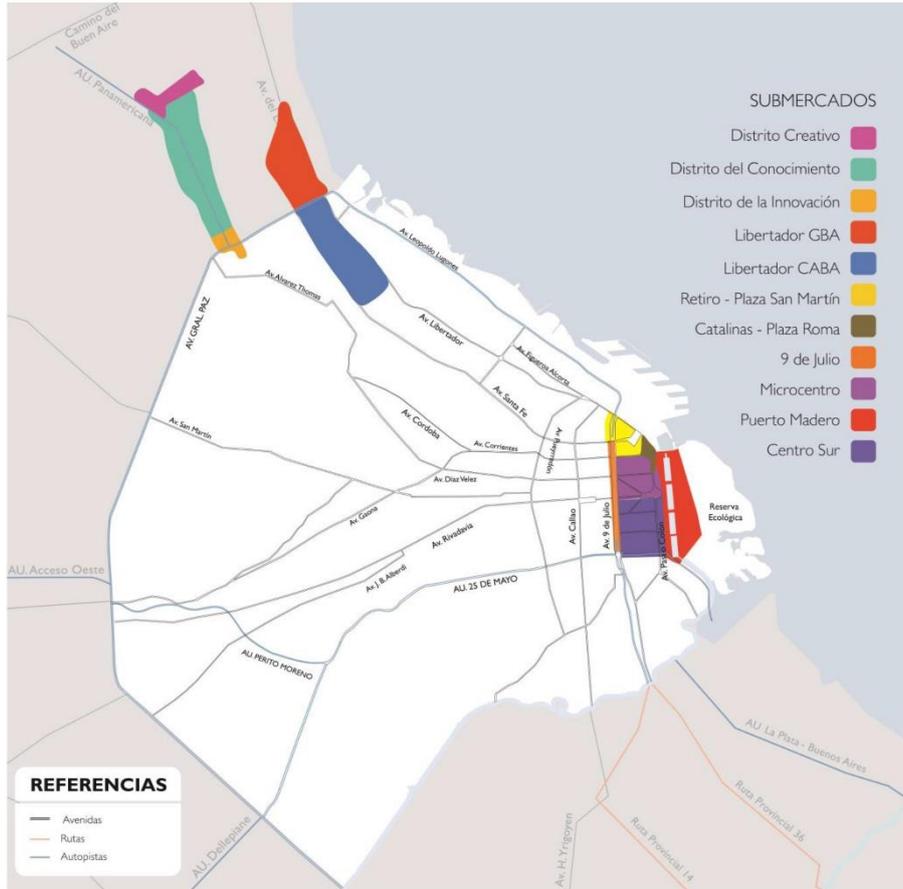
SUBMERCADO	INVENTARIO CLASE A	SUPERFICIE VACANTE (M2)	RATIO DE VACANCIA	PRECIO DE RENTA PEDIDO (USD/M2/MES)	EN CONSTRUCCION (M2)	EN PROYECTO (M2)
Catalinas-Plaza Roma	303.250	11.790	3,9%	35,0	76.000	39.900
Puerto Madero	243.170	23.550	9,7%	30,5	-	30.300
Microcentro	68.910	710	1,0%	24,5	-	-
Retiro-Plaza San Martin	77.445	3.940	5,1%	29,5	-	-
9 de Julio	73.990	7.500	10,1%	26,5	13.800	-
Centro Sur	24.160	-	-	sd	35.000	19.500
CBD	790.925	47.490	6,0%	29,2	124.800	80.700
Subtotal Panamericana + Zona Philips	222.680	10.555	10,3%	26,3	57.410	121.320
- Distrito del Conocimiento	163.260	6.930	4,3%	26,0	9.000	39.110
- Distrito de la Innovación (incluye Zona Philips)	59.420	3.625	6,1%	26,5	48.410	82.210
Libertador GBA	75.875	3.400	4,5%	28,5	56.770	82.670
Libertador CABA	12.385	-	-	27,5	50.000	-
NON CBD	310.940	13.955	4,5%	27,1	164.180	203.990
TOTAL BUENOS AIRES CLASE A	1.101.865	61.425	5,6%	28,3	288.980	293.690

cushmanwakefield.com

MARKETBEAT
Buenos Aires
Office Q4 2016



MAPA DE OFICINAS POR SUBMERCADOS
BUENOS AIRES / ARGENTINA



Cushman & Wakefield
Carlos Pellegrini 1141, 6° piso
C1009, Buenos Aires, Argentina
Tel: +11 5555 1111
Fax: +11 5555 1100
www.cushmanwakefield.com.ar

Para más información contacte con:
Karina Longo
Head of Market Research
Tel +11 5555 1134
Karina.longo@sa.cushwake.com

Sobre Cushman & Wakefield

Cushman & Wakefield es una firma de servicios inmobiliarios líder a nivel mundial que ayuda a los clientes a transformar la forma de trabajar, comprar y vivir. Nuestros 43.000 empleados en más de 60 países ayudan a los inversores y ocupantes a optimizar el valor de sus bienes inmuebles mediante la combinación de nuestra perspectiva global y un profundo conocimiento local con una impresionante plataforma de soluciones de bienes raíces. Cushman & Wakefield es una de las mayores empresas de servicios inmobiliarios comerciales con ingresos de mil millones de Dólares a través de los servicios de alquileres, gestión de activos, mercados de capitales y servicios de facility (C & W Services), servicios para ocupante globales, inversión y gestión de activos (DTZ Investors), servicios de proyectos y desarrollo, representación inquilinos, valoración y asesoramiento. Para obtener más información, visite www.cushmanwakefield.com o seguir @CushWake en Twitter.

Copyright © 2017 Cushman & Wakefield. Todos los derechos reservados. La información contenida dentro de este informe es recopilada de múltiples fuentes consideradas confiables. Esta información puede contener errores u omisiones y es presentada sin garantía o representación en cuanto a su exactitud.

cushmanwakefield.com

Anexo 2 - Comparativa Regional de Oficinas



COMPARATIVA REGIONAL OFICINAS

SIMILITUDES Y DIFERENCIAS

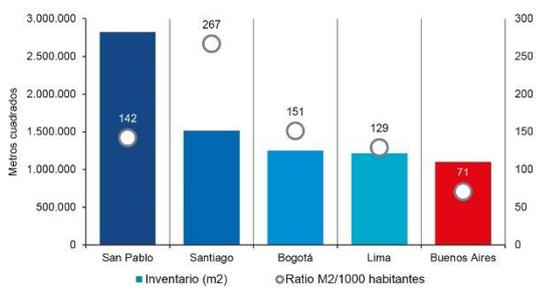
El mercado argentino está subofertado respecto de las principales ciudades latinoamericanas. La escasez de oferta de superficie Premium hace que el mercado muestre indicadores saludables, que en realidad responden más a un mercado estructuralmente pequeño. Como resultado la vacancia muestra una tendencia a la baja y el precio de renta al alza, mostrando incluso cierta disociación con la realidad económica del país.

La principal similitud entre Buenos Aires y Lima es que se trata de mercados que todavía tienen recorrido de crecimiento. Además, excepto San Pablo que es un mercado más consolidado, el resto de las ciudades tienen áreas periféricas por desarrollarse, de manera similar a lo sucedido en Buenos Aires con el corredor Panamericana y el nodo Philips. El caso de Santiago es bastante particular porque tuvo un crecimiento significativo en los últimos años de las áreas periféricas, lo que dejó un mercado sobredimensionado.

El ratio de metros cuadrados cada mil habitantes muestra las dimensiones de cada mercado y la necesidad de crecimiento de cada uno. Santiago tiene 267 metros cuadrados de oficinas cada 1000 habitantes frente al extremo contrario que es Buenos Aires con un ratio de 71 metros por 1000 habitantes.

Sin embargo es importante destacar que Latinoamérica está en el foco de las grandes corporaciones multinacionales y seguramente la llegada de las mismas a la región motive el desarrollo de superficie Premium y derive en nuevos polos ó submercados.

INVENTARIO Y RATIO M² /1000 HABITANTES OFICINAS CLASE A - Q3 2016



COMPARATIVA REGIONAL OFICINAS

RENTAS Y DISPONIBILIDAD

Los indicadores muestran a Buenos Aires como uno de los submercados más saludables, con una vacancia baja, con tendencia a continuar bajando y precios al alza. Chile se encamina hacia el equilibrio con una vacancia que se ha reducido por primera vez en un año y precios que tienden a recuperarse. Por el contrario, San pablo y Lima destacan con una vacancia por encima de la media.

Respecto de los precios de renta, Lima y Santiago se ubican entre las ciudades más baratas. En el extremo contrario, Buenos Aires y San Pablo se ubican por encima del promedio, más allá de la amplitud que muestran ambas ciudades entre las rentas máximas y mínimas.

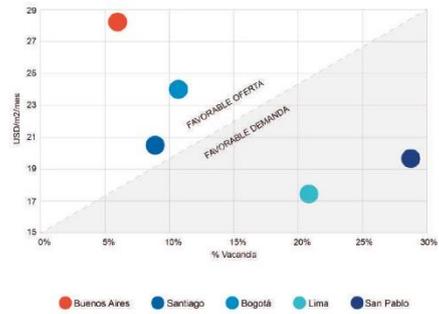


Submercado El Golf, Santiago, Chile



Torre Costanera Office, Santiago, Chile

RENTAS Y DISPONIBILIDAD OFICINAS CLASE A - Q3 2016



Fuente: Cushman & Wakefield

COMPARATIVA REGIONAL OFICINAS | DICIEMBRE 2016

CUSHMAN & WAKEFIELD

2

COMPARATIVA REGIONAL OFICINAS

PRODUCCION NUEVAS SUPERFICIES

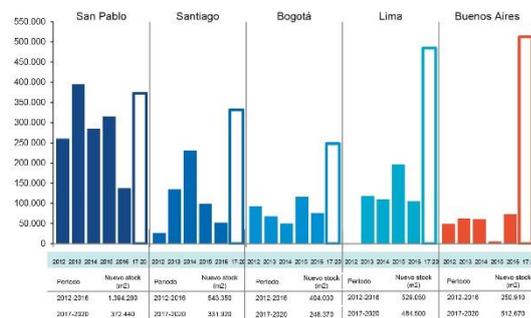
En términos de superficie San Pablo es el mercado de oficinas más consolidado de la región y fue la ciudad que más volumen incorporó durante el período 2012-2016, con 1.394.000 m² Premium que duplicaron el stock del mercado.

Santiago también fue una de las ciudades con más producción. Chile cuenta facilidad de acceso a créditos e inversores a largo plazo, condiciones que impulsaron el crecimiento del mercado. Durante el período 2012-2016 incorporó 543 mil metros cuadrados que representan el 36% del mercado.

El mercado de oficinas de Buenos Aires muestra características exactamente opuestas a las de Santiago. La falta de crédito para financiar estos proyectos, y la incertidumbre económica y política resultan factores poco atractivos para afianzar inversiones a largo plazo como el mercado de oficinas. Durante el mismo período, en Buenos Aires se produjeron 251 mil metros clase A que representaron un crecimiento del 23% sobre el inventario actual.

Lima desarrolló 529 mil metros de nueva superficie Premium, lo que supuso un crecimiento del 44% del stock clase A. En Bogotá se construyeron 404 mil m² Premium, que elevaron la oferta del mercado un 32%.

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE NUEVA SUPERFICIE (M²) OFICINAS CLASE A 2012-2020



Fuente: Cushman & Wakefield

COMPARATIVA REGIONAL OFICINAS | DICIEMBRE 2016

CUSHMAN & WAKEFIELD

3

COMPARATIVA REGIONAL OFICINAS

MAPA REGIONAL SUPERFICIE NUEVA Y FUTURA 2012-2020 OFICINAS CLASE A



“LATINOAMÉRICA ESTÁ EN EL FOCO DE LAS GRANDES CORPORACIONES MULTINACIONALES Y SEGURAMENTE LA LLEGADA DE LAS MISMAS A LA REGIÓN MOTIVE EL DESARROLLO DE SUPERFICIE PREMIUM Y DERIVE EN NUEVOS POLOS Ó SUBMERCADOS.”

CUSHMAN & WAKEFIELD



COMPARATIVA REGIONAL OFICINAS

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO

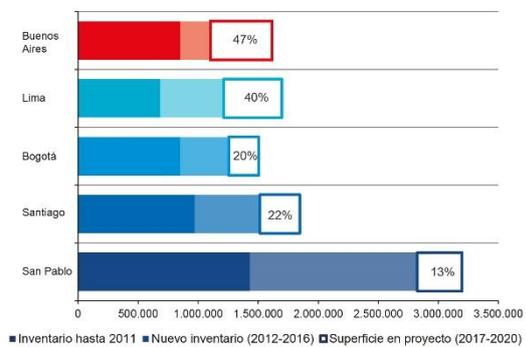
A futuro se espera que en la ciudad de Buenos Aires se construyan 512.670 m² de superficie Premium, lo que duplicaría el stock actual. La escasa disponibilidad de espacio clase A en un mercado subofertado, y las expectativas de un entorno económico más estable podrían estar impulsando el desarrollo de nuevos proyectos. La ciudad de Lima también continúa en pleno desarrollo y proyecta construir 484.500 m², un 44% más de su stock actual.

“LA CIUDAD DE LIMA TAMBIÉN CONTINÚA EN PLENO DESARROLLO Y PROYECTA CONSTRUIR 484.500 M², UN 44% MÁS DE SU STOCK ACTUAL.”

En el extremo contrario, San Pablo con un mercado de oficinas Premium consolidado muestra una proyección de crecimiento más moderada y de acuerdo con su dimensión e indicadores. Estiman una producción futura del 13,2% que supone de su inventario actual. Por su parte, Santiago que actualmente cuenta con un mercado sobredimensionado proyecta un crecimiento futuro del 21,9%, en línea con la búsqueda de un mayor equilibrio en la oferta.

CUSHMAN & WAKEFIELD

INVENTARIO DE OFICINAS CLASE A PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO 2017-2020



Fuente: Cushman & Wakefield
COMPARATIVA REGIONAL OFICINAS | DICIEMBRE 2016

Anexo 3 - Ejemplo de *Cash Flow* Oficinas

	Año									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Compra/venta										
Honorarios y gastos notariales										
Honorarios inmobiliarios										
Impuesto de sellos										
Impuesto a los bienes personales										
Impuesto a la transferencia de inmueble										
Alquileres recibidos bruto										
Ingresos brutos										
Impuesto Ganancias (alquileres)										
Alquileres netos										
Expensas										
ABL / Aguas										
Honorario inmobiliario por alquiler										
Impuesto de sellos por alquiler										
Flujo de Fondos										
Tasa de descuento										
VAN										

Anexo 4 – Encuesta realizada a 20 importantes inversores inmobiliarios

Pregunta 1:

En los últimos 10 años, invirtió más de USD 3.000.000 en la compra de un inmueble comercial?

Respuestas: el 100% de los entrevistados contestó que sí.

Pregunta 2:

Cuál es la inversión financiera que mejor se compara con una inversión inmobiliaria?

Respuestas: el 100% de los entrevistados contestó que son los bonos.

Nota aclaratoria: por temas de seguridad y confidencialidad no se detallan en la presente los nombres de dichas personas, las cuales son clientes de Cushman & Wakefield y justamente se las llamó ya sabiendo que habían comprado propiedades comerciales importantes en los últimos 10 años.