

Raportul “My Home is an Asset Class” – câteva selecții

Raportul “My Home is an Asset Class” a fost publicat de Daniela Gabor și Sebastian Kohl în ianuarie 2022. Poate fi accesat [aici](#). Daniela Gabor are o experiență foarte valoroasă în cercetarea economică. De-a lungul timpului a abordat teme precum economiile țărilor socialiste (criticând narațiunile neolibérale referitoare la acestea), rolul băncilor centrale, efectele crizei financiare din 2008, spațiul îngust de manevră a țărilor periferice din UE ș.a. Sebastian Kohl analizează în cercetările sale economia politică a locuirii și a sectorului de asigurări plecând de la o perspectivă comparativ istorică. În „My Home is an Asset Class” autorii analizează relațiile dintre sectorul locuirii și actorii financiari, relații ce s-au consolidat și mai mult în perioada de după criza financiară din 2008. Această cercetare este o resursă foarte utilă pentru mișcările de dreptate locativă. Pe de-o parte, dispunând de finanțare, autorii au reușit să acceseze baze de date (aparținând în special firmelor private de consultanță financiară) care nu sunt accesibile gratuit. Pe de altă parte, acest raport este un semnal de alarmă în ceea ce privește sectorul locuirii. Accesul la locuire devine din ce în ce mai dependent de medierea actorilor financiari. Aceștia au început să trateze locuințele din ce în ce mai mult ca „active financiare” din care se poate „stoarce” profit de la chiriași și cumpărători. În același timp, producția și prețul locuințelor devin tot mai dependente de speculațiile de pe piețele financiare.

Vom face aici un foarte scurt rezumat, cu cele mai importante idei din raport care ar putea fi utile mișcării pentru dreptate locativă, precum și o selecție de citate – care pot fi puncte de plecare pentru dezbateri și pentru argumente socialiste.

1. Idei importante

Raportul este despre cum locuirea a devenit un activ pentru investiții financiare și, astfel, a ajuns să fie supusă jocurilor de pe piețele financiare. Atenția este acordată în mod principal situației de la nivel UE.

Cercetarea indică faptul că este important să operăm cu o nouă definiție a ceea ce înseamnă actori speculativi. Această nouă definiție trebuie să includă și acei actori care nu se grăbesc să cumpere și să vândă, care nu trec dintr-un teritoriu în altul căutând active ieftine, care dispun de destul capital pentru a rămâne mai mult timp într-un teritoriu, așteptând ca valoarea activelor să crească, pentru a le vinde mai apoi la un preț profitabil.

Pe piețele financiare, care sunt tot mai interesate de sectorul rezidențial, sunt enorm de mulți bani, trilioane de euro, investiți mai ales de firme de asigurări și fonduri de pensii, provenite mai ales din SUA și Olanda. Aceste firme de asigurări și fonduri de pensii – actori în categoria investitorilor instituționali – au crescut ca niște uriași după criza din 2008, fiind foarte puțin reglementați. Previziunile arată că vor mai crește, se vor extinde inclusiv în domeniile și în teritoriile unde încă nu au apărut decât timid – cum e și cazul României. Mai mult, acești actori au o mare „foame” de diversificare a portofoliului de investiții, pentru a folosi aceste sume uriașe astfel încât să aducă profituri și mai mari. Din acest motiv, aceștia caută „alternative asset classes”, deci tipuri alternative de active – în principiu cu sensul de alternative la obligațiunile de stat (care reprezintă activele standard, și cele mai stabile, în general).

Activele imobiliare fac parte din „alternative asset classes”, alături de resurse naturale, crypto-modede, investiții în proiecte/ obligațiuni pentru infrastructură și datoria privată a unor mari companii. Sectorul imobiliar rezidențial este considerat în mod special unul alternativ. Aceasta se datorează faptului că sectorul imobiliar comercial (birouri, spații comerciale și de retail, proprietăți de business), este mai adesea preferat de investitori, întrucât este mai puțin riscant decât rezidențialul: se pot investi fonduri mai mari deodată (proiecte mai mari și mai standardizate), se pot vinde mai rapid și se pot cunoaște cumpărătorii sau chiriașii instituționali interesați, încă din faza de proiect (deci risc inițial mult mai mic).

Ce au făcut și fac în continuarea acești actori uriași – investitorii instituționali – este să pună presiune pe autorități, începând cu nivelul supra-statal, cum sunt structurile UE, ca să facă sectorul de investiții rezidențiale mai puțin riscante, astfel încât să permită mai multă investiție în rezidențial; deci să facă sectorul rezidențial mai profitabil și mai deschis capitalului mare, similar cu sectorul comercial imobiliar. **În primul rând, asta înseamnă politici (anti)publice care să mențină prețul locuințelor ridicat și în continuă creștere** (astfel încât să asigure creșterea profiturilor pe termen lung).

Această presiune din ultimele decenii a condus la faptul că prețul locuințelor a crescut mai rapid decât chiriile, în orașele mari, precum capitalele europene; și asta a făcut ca locațiile mai periferice și mai puțin cunoscute – cum este Europa de Est și Centrală, România de exemplu, chiar orașe mai mici și medii din România – să înceapă să devină atrăgătoare pentru investiții imobiliare: prețul inițial de cumpărare aici este mic în comparație cu orașele nord-vestice, dar au mare potențial de creștere, sub politicile europene (și deci se pot vinde mai scump în timp).

În paralel, în ultimii ani, instituțiile UE pregătesc (și chiar au început să implementeze) noi măsuri pentru facilitarea instrumentelor de securitzare a creditelor, a ipotecilor, inclusiv pentru credite ne-performante; **deci facilitează exact extinderea acelor instrumente de investiții financiare care au condus la criza financiară anterioară!**

2. Cum s-a ajuns la folosirea locuințelor ca (parte din) active financiare alternative

În primul rând, ultimele decenii de retragere a statului din rolul său și responsabilitatea sa de producător de locuințe sociale și publice, în paralel cu implementarea de politici (anti)publice de privatizare a fondului de locuințe de stat.

Sucesiunea de bule imobiliare și de creditare, care apoi s-au prăbușit serios în anul 2008; iar cei care au cumpărat ieftin și „en gros”, atât proiecte și companii de dezvoltare imobiliară intrate în insolvență, cât și pachete de credite și produse complexe de creditare, au fost tocmai acești actori instituționali cum sunt companiile de asigurări, fondurile de pensii, anumite fonduri suverane – care erau bine capitalizate la acel moment, dar au crescut și mai mult de atunci.

În special în ultimul deceniu, măsurile macro-economice la nivel UE (dar nu numai) care au susținut creșterea prețurilor la activele imobiliare (și la locuințe în special), mai ales prin măsura cunoscută drept “quantitative easing”, care a presupus menținerea unui mediu de rate mici de împrumut.

Creșterea actorilor de pe piața imobiliară care construiesc sau cumpără „en gros” active rezidențiale pentru a le închiria, și apoi controlează piața de chirii, dar și piața de construcții, oferta de locuințe pentru vânzare, menținând astfel prețurile ridicate și în creștere.

3. Fragmente utile din raport (pentru varianta originală în limba engleză, citiți mai jos)

Pag 3

- Datele oferite de Asociația Europeană a Companiilor Imobiliare Listate la Bursă (EPRA) indică faptul că fondurile private de capital necotate la bursă dețin 30% din totalul activelor imobiliare ale zonei UE28 (2.7 trilioane de euro). Conform aceluși date, companiile imobiliare din zona UE cotate la bursă și fondurile de investiții imobiliare (REIT) dețineau, în 2020, 20% din totalul activelor. Companiile de asigurări, fondurile de pensii și fondurile suverane de investiții dețineau în mod direct 16%, având însă și participații în fonduri private de capital, fonduri publice de capital și alte tipuri de active imobiliare. Cu toate acestea, proprietarii imobiliari instituționali nu oferă date separate referitoare la valoarea activelor imobiliare pe care le dețin.

Pag 9

- Pornind de la distincția dintre o investiție pur speculativă și una pe termen lung, putem examina diferitele strategii instituționale de a transforma locuirea în clasă de active financiare.
- Să luăm cazul unei companii de asigurări. Aceasta poate pătrunde pe piața rezidențială prin intermediul mai multor instrumente financiare: poate oferi împrumuturi directe prin ipotecii imobiliare, poate achiziționa pachete de titluri cu venit fix (obligațiuni sau alte instrumente specifice pieței monetare) emise de alții investitori, poate cumpăra acțiuni emise de companii imobiliare sau fonduri de investiții imobiliare, și poate investi în fonduri private de capital care activează în domeniul imobiliar.
- De obicei, fondurile private de capital și fondurile de investiții imobiliare sunt mai degrabă interesate de proprietatea imobiliară comercială (spații de birouri, complexe comerciale ș.a.), dar există câteva zeci de fonduri de investiții imobiliare care operează exclusiv pe piața rezidențială.

Pag 12

- Surplusul de active: Chiar dacă și acolo unde, proporția proprietarilor imobiliari instituționali este mai redusă decât cea a micilor rentieri imobiliari, ea va continua să crească, fiind alimentată de surplusul de active (adică de locuințe).

Pag 13

- [despre cum statul sprijină investitorii instituționali] Politica de reducere a riscului fiscal și monetar reprezintă o serie de măsuri macroeconomice care au ca scop menținerea inflației prețurilor imobilelor. Este ceea ce Ryan Collins (2021) numește ciclul financiar-imobiliar.

Pag 22

- În multe țări, datoria privată este mai mare decât datoria publică. De asemenea, în jurul anului 2000, datoria ipotecară a început să depășească, în medie, totalul împrumuturilor non-ipotecare acordate de bănci. Cu alte cuvinte, băncile comerciale și cele de economii și-au schimbat rolul macroeconomic de finanțatori ai afacerilor în finanțatori ai datoriei domestice, care este formată în mare parte din datoria ipotecară.

Pag 24

- [despre faptul că ritmul de creștere al îndatorării gospodăriilor nu mai co-variază cu ritmul de creștere al numărului de gospodării proprietare asupra locuințelor lor]: Avansul piețelor financiare nu a dus neapărat la creșterea numărului de gospodării proprietare asupra locuințelor lor și nici la mari avansuri în domeniul construcțiilor.
- O consecință a faptului că prețul locuințelor a crescut mai rapid decât prețul chiriilor (Hilber and Mense 2021) a fost aceea că, în orașele mari, randamentul de închiriere a fost în continuă scădere în ultimele decenii.

Colaj din mai multe pagini

- Cele mai importante motoare din spatele financiarizării locuirii în Europa sunt fondurile de pensii și companiile de asigurări din Statele Unite. Portofoliile imobiliare ale acestora (în Europa) au o valoare totală de 650 miliarde de dolari. În comparație, fondurile de pensii și companiile de asigurări din zona UE au portofolii imobiliare în valoare cumulată de 300 miliarde de dolari.
- Urbanul mare este, în mod general, atracția tranzacțiilor imobiliare masive, și în mod particular, a celor în piața rezidențială.
 - [în același timp însă] randamentul de închiriere a portofoliilor imobiliare din marile orașe europene a scăzut drastic în ultimii decenii [fiind] o posibilă explicație pentru atenția acordată orașelor mai mici.
- Distribuția geografică a investitorilor instituționali în piața rezidențială ține cont de patru mari tendințe istorice:
 1. Retragerea statutului de la responsabilitatea finanțării domeniului locuirii (Fields 2017), sub presiunea neoliberalismului și a austerității fiscale. Acest fapt a condus la privatizarea fondului de locuințe (cum s-a întâmplat de exemplu în Berlin).
 2. Prăbușirea bulelor imobiliare a dus la creșterea numărului creditelor ipotecare neperformante, care au fost mai apoi absorbite, în regim de urgență și în condiții avantajoase, de portofolii imobiliare instituționale (cum s-a întâmplat de exemplu în Spania și Irlanda) (Wijburg et al. 2018).
 3. Build-to-rent (construcția de locuințe destinate direct închirierii): Investitorii privați se implică din ce în ce mai mult în finanțarea și construirea locuințelor destinate închirierii (Nethercote 2020). Aceștia înlocuiesc astfel companiile publice, organizațiile religioase, sindicatele sau corporațiile, care primeau subvenții de la autoritățile centrale sau locale în schimbul plafonării chiriilor și alocării prioritare de locuințe.

4. Politici macroeconomice destinate menținerii prețurilor locuințelor la un nivel înalt și alte forme de sprijin din partea statului pentru evitarea riscurilor din sectorul rezidențial, pentru investitorii instituționali.
- După o perioadă de contractare, politicile adoptate la nivel european au căutat să revitalizeze securitizarea creditelor ipotecare pentru locuințe, inițial prin adoptarea cadrului Simple, Transparent and Standardized în 2018/2019, iar ulterior în timpul pandemiei COVID-19, prin schimbarea reglementărilor privind securitizarea creditelor neperformante (Engelen și Glasmacher 2018).
 - În Uniunea Europeană, Olanda, Spania, Franța și Italia sunt țările în care locuințele sunt folosite cel mai mult ca garanții bancare.
 - Schimbarea regulamentelor pentru securitizarea creditelor neperformante ar putea afecta ritmul în care creditele ipotecare sunt folosite în securitizare. De obicei, băncile se debarasează de portofolii ipotecare neperformante prin vinderea acestora unor instituții private interesate de garanții (active) imobiliare sau statului (programul SAREB în Spania și programul NAMA în Irlanda). Odată cu declanșarea pandemiei covid19, Comisia Europeană și-a accelerat planurile pre-pandemice pentru securitizarea creditelor neperformante, pentru a spijini băncile să își curețe bilanțul contabil mai rapid și mai amplu decât prin vânzări directe. Dar astfel de planuri ar putea facilita accesul actorilor financiari care securitizează ipoteci neperformante către rezervele de capital ale investitorilor instituționali care au apetit pentru risc și expunere la active rezidențiale.
 - O parte din regulamente au fost deja aprobate de Parlamentul European în anul 2020!!
 - Conform datelor Băncii Centrale Europene, fondurile de investiții imobiliare din zona euro aveau în anul 2021 o valoare totală de 1 trilion de euro. În 2010 valoarea acestora era de 350 miliarde de euro.
 - De exemplu, Europa Capital controlează active (comerciale și rezidențiale) în valoare totală de 3.8 miliarde de euro. Acesta este finanțat în principal de fonduri private de pensii (2.54 miliarde de euro), organizații de caritate (0.44 miliarde de euro) și companii de asigurări (0.2 miliarde de euro).
 - Majoritatea acestor fonduri au rezidență în Statele Unite sau Marea Britanie. Fondurile de investiții germane și franceze sunt de asemenea destul de puternice.
 - De obicei, datele disponibile subestimează presiunea exercitată de către investitorii instituționali asupra cererii din sectorul rezidențial.

4. Secțiune despre Blackstone și investitori similari

Pag 8

- În octombrie 2021, compania Blackstone, cel mai mare proprietar imobiliar instituțional din lume, a anunțat cele mai mare profit și influx de capital din istoria sa.

Pag 46-48

- Fondurile private de investiții sunt finanțate de actori instituționali cum ar fi fondurile de pensii (private sau publice), fondurile universitare (endowments), companiile de asigurări. Uneori pot fi finanțate și de oameni de afaceri foarte bogați.
- Aceste fonduri imobiliare sunt atractive pentru investitori pentru că promit un randament ridicat.
- De exemplu, compania Blackstone este capitalizată în mare măsură de fonduri private de pensii și de companii de asigurări din Statele Unite. Alte surse de capital folosite sunt refinanțarea datoriei prin vânzarea de obligațiuni nesecurizate și împrumuturi bancare.
 - Din cele 47 de fonduri de investiții gestionate de Blackstone, 13 sunt concentrate în Europa ca principală zonă de interes pentru investiții imobiliare comerciale sau rezidențiale.
- În Spania, Blackstone este cel mare proprietar imobiliar rezidențial, cu 40.000 de unități locative. În contextul dezbaterilor inițiate cu ocazia adoptării unei noi legi a locuirii, compania s-a opus

propunerii conform căreia portofoliile instituționale ar trebui să aloce 30% din fondul locativ pentru locuințe sociale. În viziunea Blackstone, obligația asigurării locuințelor sociale revine statului, nu actorilor privați, aceștia putând participa la proces în cadrul unor parteneriate public-privat, în care statul oferă subvenții pentru asigurarea unui fond de locuințe de sociale.

- Posibilitatea fondurile de investiții de a-și crește activele rezidențiale este condiționată de disponibilitatea unor proiecte rezidențiale de amploare.
- Cel mai mare investitor instituțional european în piața imobiliară este fondul olandez de pensii ABP. Acesta cuprinde contribuțiile de pensii ale angajaților din sectorul public olandez și deține active în valoare de 344 miliarde de euro. Aproximativ 10% din aceste active (43 miliarde de euro) sunt investiții în piața imobiliară, inclusiv în piața rezidențială.
- Situația companiilor imobiliare listate la bursă după criza din 2008: au avut nevoie de aproximativ un deceniu pentru ca acțiunile lor să crească la nivelul mediu al prețului acțiunilor de pe bursă. Din anul 2018, acțiunile din acest sector au început să depășească prețul mediu al acțiunilor de pe bursă.
- În anul 1988, Comunitatea Economică Europeană a emis noi recomandări în privința tranzacțiilor cu obligațiuni garantate. Aceste noi recomandări au permis investitorilor să pună în joc mai multe active decât era inițial permis [ceea ce a însemnat] începutul extinderii produselor financiare derivate! [alte regulamente importante în acest sens]
 - Solvency II Directive – din anul 2016, care va fi re-evaluat în 2023
 - Regimul de securitizare conform regulamentului Simple, Transparent and Standardized, implementat formal din anul 2019, permite limite mai puțin stricte de capital pentru companiile de asigurări care dețin securități garantate cu ipoteci [mortgage backed securities].

.....

3. Useful quotes from the report (original version in English)

Pag 3

- “Data from the European Public Real Estate Association shows non-listed (private equity) funds owned 30% of the EUR 2.7 trillion real estate assets in the EU28, while EU listed property companies and REITs owned 20% in 2020. Insurance companies, pension funds and sovereign wealth funds directly owned another 16%, but also invested in private equity funds, public equity and other housing asset classes. However, institutional landlords do not separately report the value of the residential housing assets they hold”.

Pag 9

- “We depart from the distinction between purely speculative and long-term investment to examine a variety of institutional strategies to construct housing as an asset class”.
- “Consider an insurance company. It can be exposed to residential housing via several financial instruments: it can lend directly through residential mortgages, it can purchase fixed income instruments (bonds or money market instruments) issued by other investors to finance their portfolio of residential housing, it can purchase shares issued by real estate companies or REITs, and it can invest in private equity real estate funds”.
- “For both private equity and REITs, commercial real-estate (offices, shopping malls, business properties, etc.) are typically more important than housing as an asset class, but there are a couple of dozen REITs uniquely devoted to residential real estate.”

Pag 12

- “the global portfolio glut”: “Even if/where the share of institutional landlords is still relatively low compared to small rentier landlords, it is likely to grow in the future, powered by the portfolio glut”.

Pag 13

- [about states supporting institutional investors] “fiscal and monetary de-risking encompasses a range of macroeconomic policies supportive of house price inflation in what Ryan Collins (2021) terms a finance-housing cycle”.

Pag 22

- “Private debt exceeds public debt in several countries. In another comparison, private mortgage debt, on average, started to exceed the amount of non-mortgage lending by banks around the year 2000 (Jordà et al. 2016). Commercial and savings banks have changed their macro-economic role from financing business to financing household debt, which is largely mortgage debt.”

Pag 24

- [about the de-coupling of household debt from home-ownership levels/ coupling only with the rise of home prices] „The deepening of financial markets has thus not necessarily increased home ownership much further and it has also not necessarily led to major construction booms”
- “One result of house prices rising faster than rents (Hilber and Mense 2021) is that rental yields in [big, known] cities have been decreasing over the last decades”.

Quotes from different pages

- The most important drivers of the financialization of European housing are US pension funds and insurance companies, where European-focused RE portfolios with housing allocations amounted to USD 650 bn. In comparison, EU pension funds and insurance companies together held around USD 300 bn in RE assets that include housing.
- Larger cities are generally more likely to be the site of big portfolio deals in real estate in general, and residential real estate in particular
 - [but, at the same time] the average rental yields of major residential real estate portfolios in major European cities and their remarkable decline over recent decades [are] maybe a cause for second tier cities becoming attractive, respectively less known cities in EU!
- The geographical distribution [of institutional investors in housing markets] reflects the relative importance of four broad historical tendencies:
 1. the withdrawal of the state from the provision of affordable housing provision (Fields 2017), under secular (neoliberalism) and cyclical pressures (fiscal austerity), that resulted in the privatization of housing stock (as for example in Berlin);
 2. collapsing housing bubbles that lead to a rise in non-performing mortgage loans that are absorbed by institutional portfolios through distressed buying (see Wijburg et al. 2018) (as for example in Spain and Ireland);
 3. build-to-rent: the growing, often direct, involvement of private investors in the development of new rental housing (Nethercote 2020), replacing housing companies owned by state or local government, churches, unions, or corporations that typically received federal and municipal subsidies in exchange for rent ceilings and allocation priorities;
 4. macroeconomic policy regimes supportive of housing prices (quantitative easing) and other forms of state de-risking HAC for institutional investors.
- In Europe, after a period of retrenchment, European level policies have sought to reinvigorate the securitization of residential mortgage loans first through the Simple, Transparent and Standardized (STS) regime introduced in [2018]2019, and during the COVID19 pandemic, through the changes in the rules governing the securitization of non-performing loans (Engelen and Glasmacher 2018).
- In the EU, the big four – Netherlands, Spain, France and Italy – remain dominant as sources of housing collateral.

- The changing rules around the securitization of Non-Performing Exposures may impact the pace of mortgage loans securitization. Typically, banks dispose of non-performing mortgage portfolios through bilateral sales, either to private institutions that are interested in the housing collateral, or to the state (as in the case of Spain's SAREB or Ireland's NAMA 'bad housing banks'). In the wake of the COVID19 pandemic, the European Commission accelerated its pre-pandemic new plans for the securitization of NPEs, ostensibly to enable banks to clean their balance sheet at a faster pace and scale than through bilateral sales (see EBA 2019). But such plans may also enable securitizers of non-performing mortgages to tap into institutional cash pools with an appetite for risk exposures to housing assets.
 - Regulations approved by the EU Parliament in 2020!!
- In the Euro area alone, data from ECB shows that real estate funds have reached EUR 1 trillion in 2021, from around EUR 350 bn in 2010
 - For example, Europa Capital had EUR 3.8bn real estate assets under management, in both commercial and residential housing. Its top three investors were pension funds (EUR 2.54bn), charities (0.44bn), and insurance companies (EUR 0.2bn).
 - A majority of funds are legally domiciled in the US or UK, but German and French funds are quite sizeable.
- The available data typically underestimates the pressures of institutional demand for residential housing across Europe.

4. Section about Blackstone and similar investors

Pag 8

- In October 2021 Blackstone, the world largest institutional landlord, reported the best ever profits and inflows in its history.

Pag 46-48

- Private equity firms/funds raise capital from institutional investors such as public and private pension funds, endowments, insurance companies, fund of funds, and high net worth individuals.
- Real estate funds are attractive for institutional investors because of the promise of high yield.
- Blackstone raises capital from (mostly) US pension funds and insurance companies, and additionally relies on debt financing by issuing unsecured notes and borrowing from banks
 - [from the 47 funds it manages] 13 funds are focused on Europe as the primary region for investment in commercial and residential property.
- In the debates around Spain's new Housing Laws in early 2021, Blackstone, Spain's largest landlord with 40.000 housing units, opposed plans for a 30% target for social housing in institutional portfolios, arguing that the provision of social housing was entirely the domain of the state, and that policies to involve institutional landlords should take the form of private-public partnerships, where the state subsidizes rather than mandates the private provision of social housing.
- [The funds'] ability to increase their housing assets is constrained by the availability of residential housing at scale.
- The largest allocation to real estate from European institutional investors comes from the Dutch public pension fund ABP, which manages the contributions of employees in the government and education sector (see Figure 3.18). Of its EUR 344 bn of assets under management, around EUR 43bn, or 10% of total assets, are in real estate, including residential housing.
- Listed real estate companies, after the 2008 crisis: have taken about a decade to catch up with average stock development. Since about 2018, the sector has started to outpace the market.
- In 1988, the European Union created guidelines for covered bond transactions that allowed bond market investors to put more of their assets in them than was previously allowed [witch meant] the start of the expansion of derivatives! [other important regulations in this domain]

- Solvency II Directive – since 2016, up for review in 2023
- the STS securitization regime, formally in place since 2019, provides significant capital relief for M-B-S [mortgage backed securities] held by insurance companies.