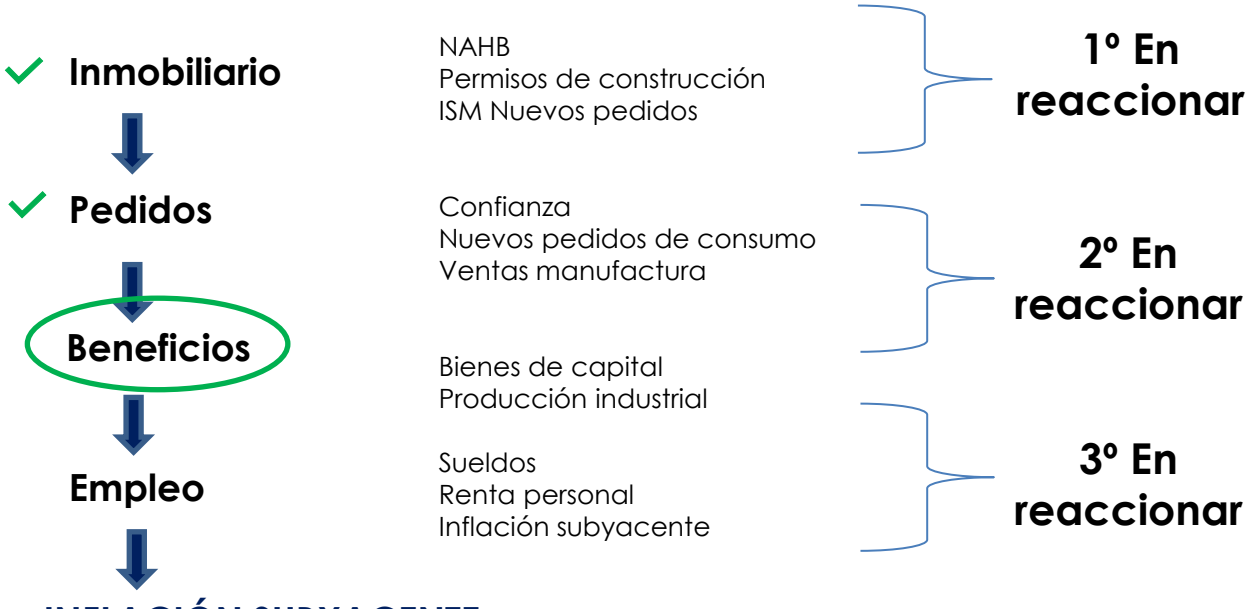
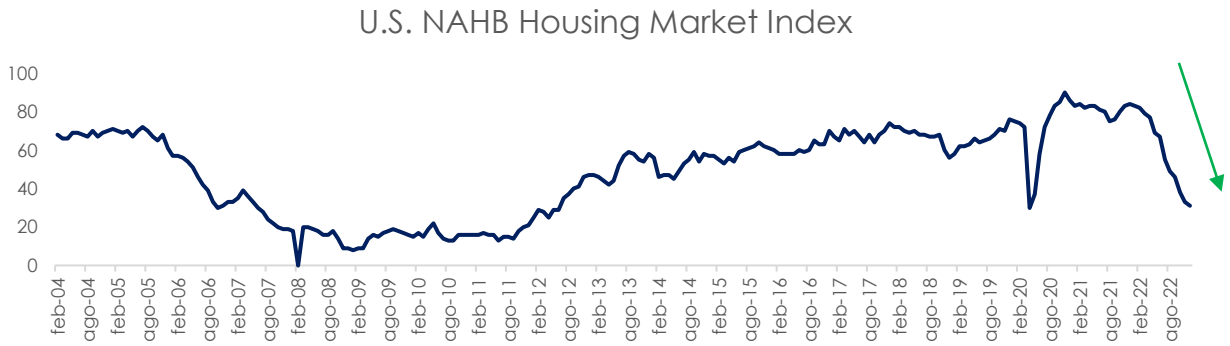
Resultados de KB Homes : 68% de cancelaciones en el cuarto trimestre de 2022 vs 13% de 2021.

Con el inicio de la campaña de resultados correspondientes al cuarto trimestre de 2022, se afianzan las dudas sobre el crecimiento económico. En nuestro último "Comité de inversiones" establecimos un plan de ruta necesario para ver una diminución de la inflación subyacente que "contentase" a la Reserva Federal (FED). Algo que comienza a manifestarse.

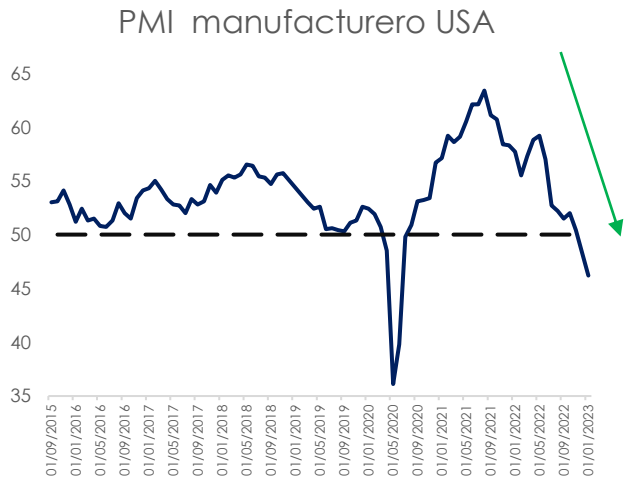


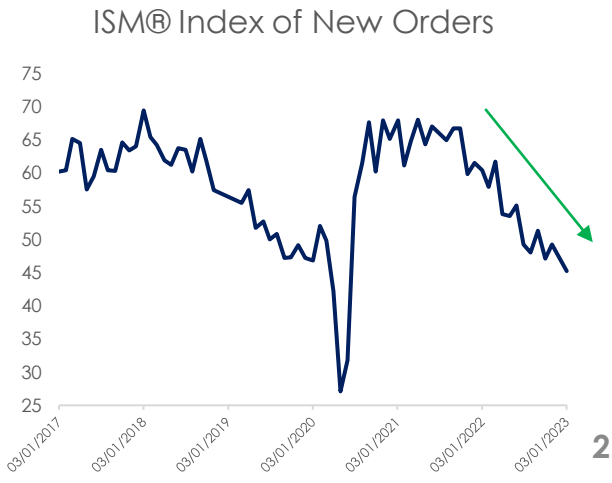
Como venimos remarcando el mercado inmobiliario estadounidense está mostrando una desaceleración evidente. El Índice del Mercado de la Vivienda ("HBI"), de la Asociación Nacional de Constructores de Vivienda ("NAHB"), el cual mide el pulso del mercado inmobiliario estadounidense, ha alcanzado niveles de marzo-abril 2020 –punto álgido de la pandemia-. Aunque hiciera un pico a comienzos de este año, ha sido a partir de marzo –coincidiendo con la primera subida de tipos por parte de la FED- cuando el indicador ha comenzado a precipitarse fuertemente.



Del mismo modo, si acudimos a otros indicadores referentes al dinamismo del mercado inmobiliario, como los nuevos permisos de construcción o el volumen de solicitudes de hipotecas, notamos el mismo comportamiento.

Si continuamos con nuestra hoja de ruta vemos como el índice ISM New Orders –refleja la variación de los nuevos pedidos de las empresas industriales- o el PMI manufacturero, se encuentran en mínimos de 10 años si aislamos los meses de pandemia.



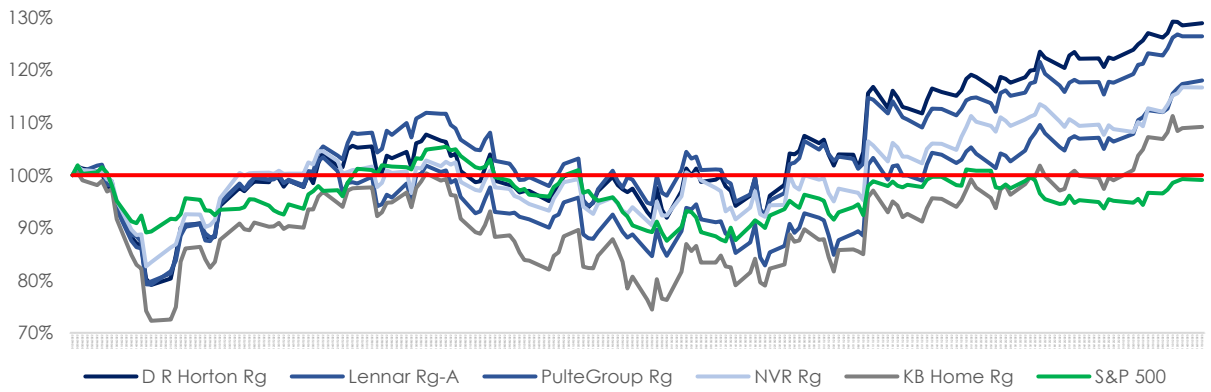


Recapitulando, podemos decir que el deterioro en la economía estadounidense es notable, aunque no quede reflejado (todavía) en su mercado laboral. Dicho esto, volvamos al titular de la nota, el incremento de la ratio de cancelaciones de uno de los mayores constructores estadounidenses y los resultados empresariales.

Tras la publicación de resultados correspondientes al cuarto trimestre de 2022, KB Homes, el quinto/sexto mayor constructor de viviendas de Estados Unidos ha reflejado una tasa de cancelación del 68%. Esto significa que los compradores cancelaron 2/3 de las viviendas que se contrataron en el trimestre (frente al 13% de 2021). Por ponernos en contexto, el promedio de cancelación durante 2008 fue del 50%. En esta línea, la cartera de pedidos disminuyó un 25% en términos interanuales hasta los 3.690 millones USD –lo que supone una caída del 27% o 7.662 viviendas-. Sin embargo, y en contraste con estos datos, las acciones de KB Home han escalado más de un 10% en lo que llevamos de año. Por encima del 4% conseguido hasta la fecha por el S&P 500. Lo cierto es que, si comparamos el comportamiento bursátil de los cinco mayores constructores estadounidenses frente al S&P 500 durante los últimos seis meses, vemos que el mercado no ha "comprado" esta caída de actividad esperada en el sector.

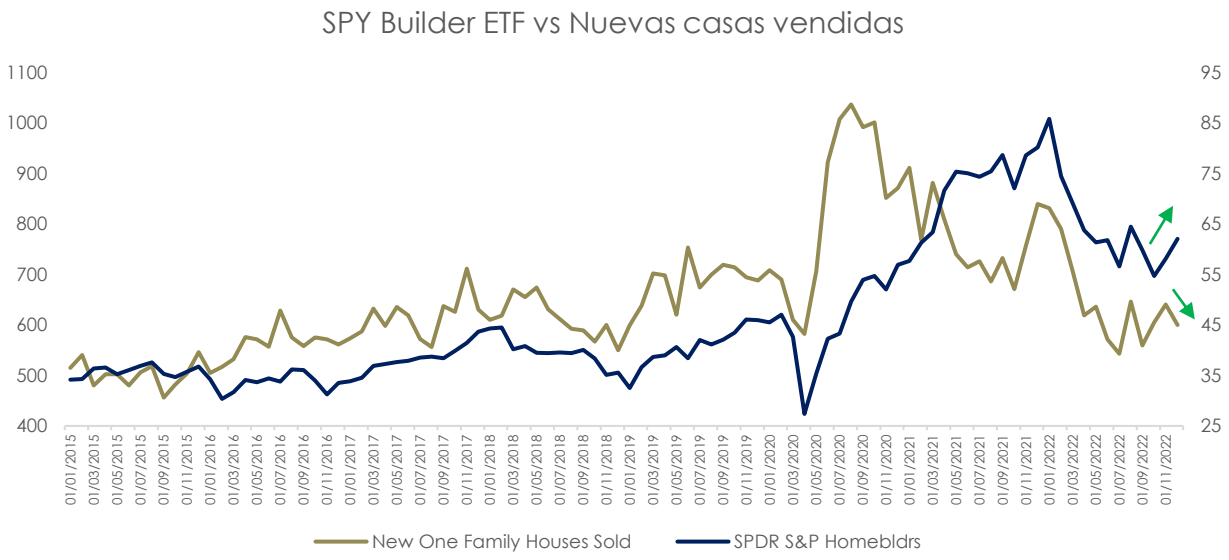
27,03%	24,05%	13,69%	13,72%	3,50%	-2,69%
D R Horton Rg	Lennar Rg-A	PulteGroup Rg	NVR Rg	KB Home Rg	S&P 500

Principales constructoras USA vs S&P desde junio 2022



La tendencia durante 2023 prevista es que la demanda de vivienda se mantenga baja (ahora mismo en mínimos de diez años), que los precios disminuyan y que las ventas de las ventas de los constructores (en línea con sus libros de pedidos y ratios de cancelación) se desplomen. Por lo tanto, podríamos decir que algo tiene que ceder. O bien:

1) **Las acciones de los constructores de viviendas están sobrevaloradas**.
2) **El rendimiento de las acciones de los constructores sugiere que el mercado inmobiliario estadounidense repuntará con fuerza en 2023.**



Históricamente, la relación entre las nuevas viviendas vendidas –datos ofrecidos por el US Census Bureau- y el precio de las acciones de constructores de vivienda -tomando como referencia el ETF SPDR Builder- ha sido muy estrecha. Antes de la pandemia, las ventas de viviendas mensuales se situaban sistemáticamente entre 550.000 y 700.000 unidades, mientras que el ETF cotizaba entre 30 y 45 dólares. Una vez la pandemia se disipó, las ventas de viviendas se dispararon y, con ellas, las acciones de constructores. Sin embargo, a finales de 2022, las ventas de viviendas nuevas se han desplomado hasta niveles de 2017-2018 (dando síntomas de continuación)

mientras que el ETF cotiza un 35% por encima de sus niveles previos a la pandemia.

Una razón por la que el mercado hayan podido favorecer las acciones de constructores de vivienda durante finales de 2022 e inicio de este año es porque sus ingresos han sido muy fuertes. Por ejemplo, DR Horton reportó 9,1 mil millones USD en ingresos en el tercer trimestre de 2022 en comparación con los 5 mil millones USD del tercer trimestre de 2019. Lo que supone un incremento espectacular del 80% en tres años. Entonces, ¿tal vez estas acciones constructoras están justamente valoradas?

- **DR Horton presenta resultados 4Q 2022 el 24/01/2023**
- **NVR presenta resultados 4Q 26/01/2023**
- **PulteGroup presenta resultados 4Q 31/01/2023**
- **Lennar Corporation presentó resultados 4Q el 14/12/2022 → Ratio de cancelación del 26% vs 12% 4Q 2021.**

El problema de basarse en las cifras existentes de ingresos y beneficios de las constructoras es que son retrospectivas. Por ejemplo, los "cierres" (un cierre se produce cuando el comprador adquiere la propiedad de la vivienda y cuando el constructor contabiliza el ingreso) durante el tercer trimestre de 2022 de los tres principales constructores estadounidenses alcanzaron las 33.309 unidades, una cifra récord, lo que explica los ingresos elevados. Todavía había muchas personas que se mudaban a sus casas de nueva construcción que compraron hace 6-18 meses. No obstante, las ventas nuevas, que se produce cuando un comprador firma el contrato de compra de la vivienda, fueron un 38% más bajas, 20.575 unidades, similares a los niveles de 2018-2019. Lo que indica que los futuros "cierres", e ingresos, van a caer considerablemente durante el 2023.

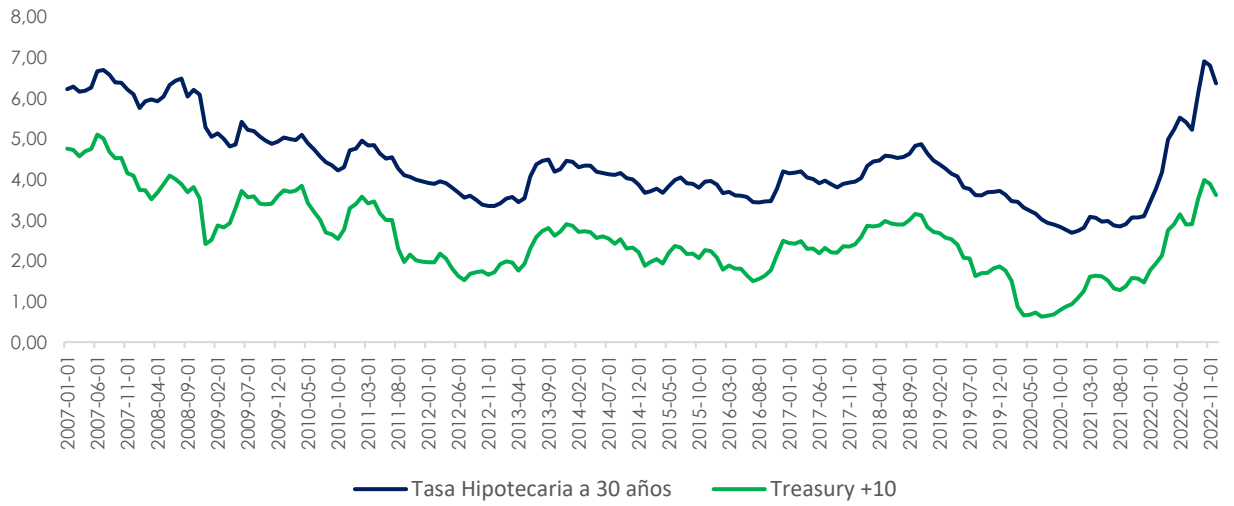
A lo que se aferra en estos momentos el mercado, lo que pone en precio, es una actuación más acomodaticia (dovish) por parte de la FED.

Menor inflación = FED Dovish = TIRes Treasury más bajas = Tasas hipotecarias más bajas = Mayor demanda de hipotecas = Más cierres = Más ingresos para los constructores de vivienda

Narrativa que al fin y al cabo puede ser muy tentadora, ya que la sensibilidad entre las viviendas totales vendidas y los tipos hipotecarios es enorme. El mercado estuvo en equilibrio entre 2017 y 2020, cuando las tasas hipotecarias a 30 años se mantuvieron en torno al 4% y las ventas totales de vivienda (nuevas más existentes) rondaban los 6 millones anuales. Luego llegó la pandemia, los tipos hipotecarios cayeron por debajo del 3% en 2021 y el número total de viviendas vendidas superaron los 7 millones. Ahora, las ventas anualizadas han caído de los 5 millones de viviendas con unos tipos hipotecarios por encima del 6%.

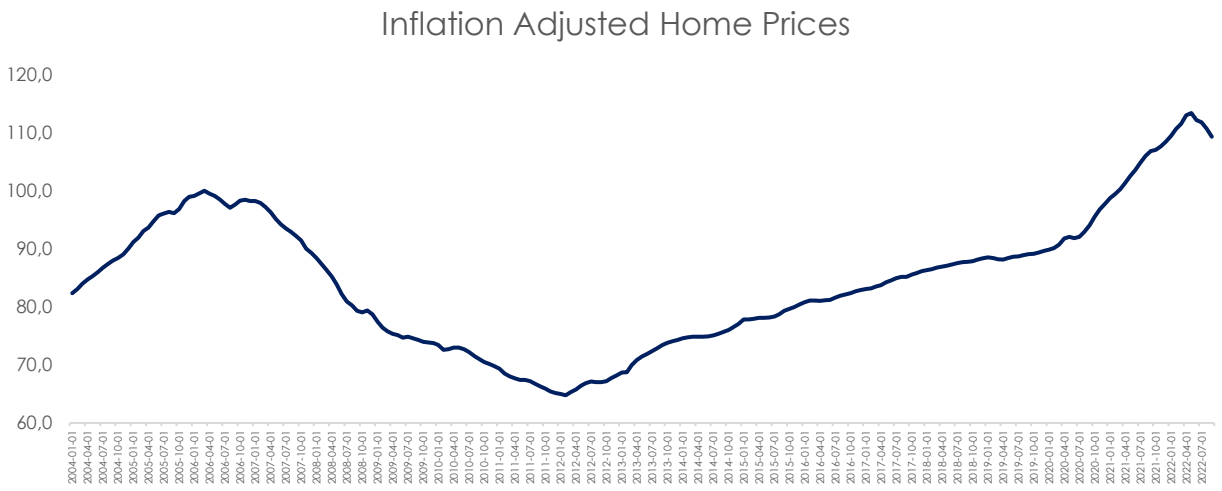
Por lo tanto, un giro de la FED que devuelvan los tipos hipotecarios por debajo del 5% soportaría lógicamente estas valoraciones actuales de mercado. Sin embargo, todavía estamos lejos de ese nivel en las tasas hipotecarias, al menos durante el 2023.

Treasury +10 vs Tasa hipotecaria a 30 años



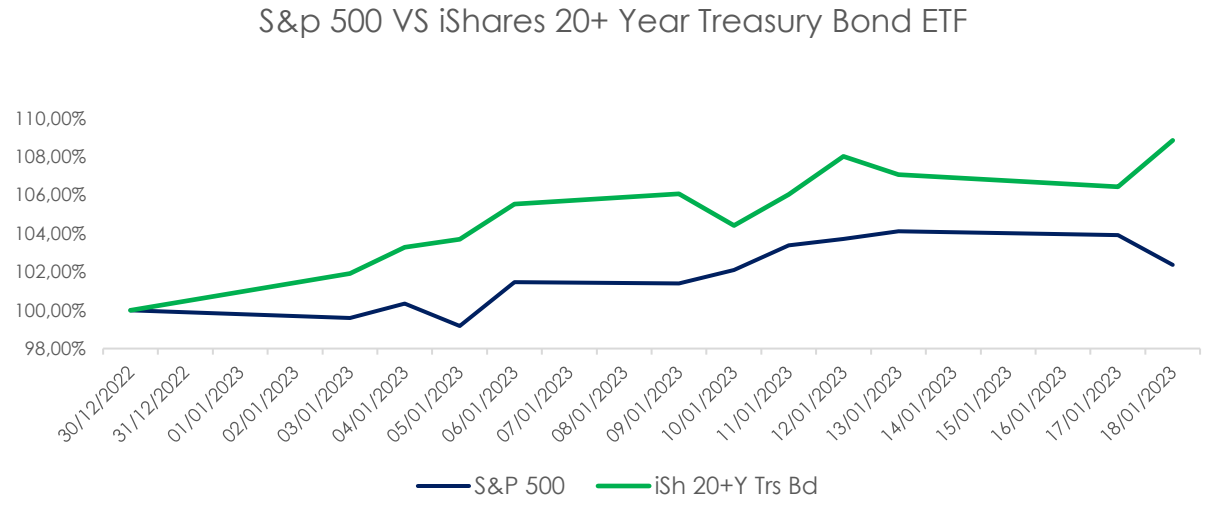
La tasa hipotecaria a 30 años se mantiene actualmente sobre el 6,33%, lejos del pico alcanzado en el 7% pero también de ofrecer el tipo de asequibilidad necesario para que los compradores "vuelvan al mercado". El diferencial promedio entre la tasa hipotecaria a 30 años y el Treasury a 10 años es del 1,91% a 5 años, del 1,80% a 10 años y del 1,80% desde 2007. Contando con esto, para volver a ver una tasa hipotecaria "cómoda" del 4,5% la TIR del Treasury a 10 años debería caer por debajo del 2,87% (a día de hoy en el 3,4%).

Otra variable que determina la asequibilidad es el precio, los cuales continúan elevados. Incluso con el reciente descenso de los precios, el índice Case Shiller de precios de la vivienda ajustados a la inflación sigue estando en su nivel más alto de la historia. Incluso más alto que el pico de la burbuja inmobiliaria de 2007.



A menudo (con una elevada frecuencia), el mercado bursátil –los movimientos de las acciones- son un indicador útil de lo que va a suceder en el futuro en la economía, y en el mercado de la vivienda en este caso. Sin embargo, a día de hoy, la realidad es que para este 2023 se espera que las tasas hipotecarias van a continuar relativamente elevadas, la demanda de vivienda va a caer y, los precios, aunque retrocedan, continuarán altos.

Por lo tanto, es más probable que las acciones de los constructores de vivienda se encuentren sobrevaloradas a que estemos ante una señal que indique un repunte en el mercado de la vivienda durante 2023. Los resultados empresariales cobran especial relevancia este año, y, más aún las previsiones o *guidance* que realicen las compañías. El comienzo de año está siendo muy positivo para los activos bursátiles, donde Europa está marcando su mejor inicio de ejercicio en los últimos diez años, con un comportamiento superior a la de las plazas estadounidenses. Con todo, el mercado parece obviar una caída en los beneficios empresariales que parece inevitable, hecho que está dejando valoraciones sobrexcitadas durante estas primeras semanas. En este sentido, creemos que las acciones tienen un potencial alcista limitado hasta que veamos que las estimaciones de los BPA (Beneficios por acción) comienzan a aumentar nuevamente. Por ello, en este sentido, venimos de incrementar paulatinamente el peso en renta fija de nuestras carteras, donde consideramos que una posición larga de bonos es la mejor estrategia para esperar un pivote por parte de los Bancos Centrales, un aterrizaje suave (*soft landing*) o una recesión.



**** Hay que tener en cuenta que, a pesar del buen inicio de los mercados bursátiles, los bonos de más largo plazo estadounidenses están consiguiendo batir al S&P 500.***