LAS NUEVAS REGLAS DE LA COLABORACIÓN ENTRE BANCOS Y PROMOTORES INMOBILIARIOS

- **Taller de trabajo es una metodología de trabajo en la que se integran la teoría y la práctica.**
- **Se caracteriza por la investigación, el aprendizaje por descubrimiento y el trabajo en equipo que, en su aspecto externo, se distingue por el acopio (en forma sistematizada) de material especializado acorde con el tema tratado teniendo como fin la elaboración de un producto tangible.**
- **Un taller es también una sesión de entrenamiento. Se enfatiza en la solución de problemas, capacitación, y requiere la participación de los asistentes.**

15 de octubre de 2020

FINANCIACIÓN INMOBILIARIA

+ Formularios

FORCADELL y la Universitat de Barcelona han presentado las principales conclusiones y perspectivas del Informe del Mercado Inmobiliario, Actualidad y Perspectivas 2020, en una versión 100% digital debido al contexto de la Covid-19.

Las nuevas reglas de la colaboración entre bancos y promotores. En las dos últimas décadas, las características de la colaboración entre bancos y empresas promotoras han variado notablemente. Los principales cambios hacen referencia a la financiación para la adquisición de suelo y a la exigencia de preventas para otorgar un crédito para la construcción de un inmueble. En los años de generación de la pasada burbuja, las entidades aceptaban financiar la compra de suelo finalista en un porcentaje que normalmente oscilaba entre el 50% y 100% de su precio. No obstante, entre enero de 2004 y junio de 2007, la etapa de mayor frenesí, a algunas grandes compañías no les hizo falta invertir un solo euro en la indicada adquisición, pues unas pocas cajas y bancos incluían el IVA resultante de la operación en la cuantía del préstamo. Por el contrario, en los últimos ejercicios a nadie le financian la totalidad del importe sufragado, a muy pocos la mitad y a la inmensa mayoría ni un solo euro. Un cambio basado en la restitución del principio de prudencia, pues un solar es un activo más ilíquido que una vivienda y su precio en las crisis cae mucho más que el de aquélla.

También ha influido un criterio más selectivo en la concesión de préstamos. Ahora, los bancos no pretenden dar crédito a cualquier promotor, sino

únicamente a los que arriesgan su dinero y han tenido éxito en el pasado en la construcción y comercialización de diversos inmuebles.

Hace tres lustros, para financiar entre el 80% y 100% del gasto realizado en la edificación de viviendas, las entidades casi nunca requerían un porcentaje de preventas. En cambio, en la actualidad, es usual exigir un 50%. No obstante, éste puede llegar hasta el 80%, si el banco considera que la promoción tiene un considerable nivel de riesgo, al estar situada en una ubicación donde la demanda potencial es aparentemente escasa.

LOS INCONVENIENTES GENERADOS POR LA NUEVA LEY HIPOTECARIA

La nueva ley hipotecaria dificulta la obtención de financiación para la construcción de un inmueble. Antes de su aparición, si la empresa promotora era solvente, los bancos tenían un notable interés en ofrecerle créditos. El motivo principal no eran los beneficios directamente obtenidos, sino los generados indirectamente.

Los segundos procedían de la subrogación a la hipoteca concedida al promotor por parte de las familias que adquirían las viviendas del nuevo edificio. A través de ella, conseguían nuevos clientes o convertían en más rentables a los que ya lo eran, al poderles colocar un mayor número de productos financieros.

Los adquirentes comparaban las ofertas de otras entidades con el tipo de interés ofrecido por el banco financiador de la promoción.

No obstante, este último jugaba con ventaja, pues la subrogación no implicaba el pago por parte del hipotecado de ningún gasto adicional.

En cambio, la elección de un préstamo de otro banco suponía el desembolso inmediato del impuesto de Actos Jurídicos Documentados, gastos de gestoría, notario y registro, así como el importe de la tasación del inmueble. Para una vivienda cuyo precio ascendiera a 300.000 €, comportaba un dispendio adicional de alrededor de 6.000 € (un 2%).

Un importe que habitualmente desincentivaba la búsqueda de una nueva hipoteca, hacía más interesantes las condiciones ofrecidas por la ya vigente y generalmente permitía a la entidad que la había otorgado conseguir la subrogación de un mínimo del 70% de los compradores.

En la actualidad, con la excepción de la tasación, todos los demás gastos relacionados con la concesión de una hipoteca son sufragados por los bancos. Al tener aquélla un importe que normalmente oscila entre 400 y 600 €, su cuantía influye escasamente en la decisión de los compradores sobre si subrogarse al préstamo constituido o contratar uno nuevo.

Por tanto, éstos casi exclusivamente basan su resolución en el tipo de interés ofrecido por unos y otros. Para algunas entidades, poco competitivas a nivel de tipo fijo o con una diferencial sobre el euribor a un año superior a la media del mercado, la tasa efectiva de subrogación se sitúa muchas veces por debajo del 50%.

Un porcentaje que lleva a dichos bancos a considerar escasamente interesante la financiación de la mayoría de nuevas promociones, especialmente si las viviendas construidas no llegan a las diez unidades. Consideran que el riesgo incurrido no compensa los beneficios potenciales generados por el crédito concedido al promotor, la fidelización de antiguos clientes o la obtención de nuevos. Un argumento que dificulta especialmente la financiación bancaria de la actividad de las pequeñas promotoras.

El indicado problema no lo poseen la inmensa mayoría de las medianas y ninguna de las grandes. En los últimos años, la elevada liquidez existente en la Zona Euro, fruto de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, ha hecho que a un gran número de bancos españoles les sobre dinero. Un sobrante que deben prestarlo a otras entidades o depositarlo en el BCE, pagando en ambos casos por ello, pues el tipo de interés del Eonia (euribor a un día) y de la facilidad marginal de depósito tiene signo negativo.

En el contexto señalado, la financiación de una gran promoción les permite colocar una parte de su exceso de liquidez y percibir una remuneración. En la operación, incurren en un bajo riesgo, pues éste queda amortiguado por la exigencia de un porcentaje de preventas y la solvencia contrastada de dichas empresas. En comparación con la pasada década, poseen más fondos propios y un muy inferior ratio de endeudamiento.

Las anteriores operaciones no les proporcionan a los bancos un gran margen de beneficio por euro prestado, pero sí en términos agregados. Les permiten colocar un elevado volumen de crédito incurriendo en un escaso coste de personal, pues lo hacen a través de una única operación. Dicho coste hubiera sido muy superior si el correspondiente importe hubiera sido otorgado en diferentes préstamos a más de un centenar de familias.

En definitiva, la nueva estrategia de las entidades, al no financiar la compra de suelo y exigir un porcentaje importante de preventas, dificulta una rápida rotación del capital de las promotoras, especialmente de las más pequeñas.

Además, la nueva ley hipotecaria perjudica claramente a éstas, pues el banco que ha concedido el crédito al promotor casi no tiene ninguna ventaja respecto a la competencia para colocar sus hipotecas a los nuevos propietarios. El resultado es un escaso interés de algunos en la financiación de la construcción de unas pocas viviendas.

Por tanto, a igualdad de recursos propios, en los últimos años las empresas promotoras han podido iniciar muchas menos viviendas que hace catorce. Una

coyuntura que no cambiará si las entidades financieras no varían sus estrategia actual, siendo dicho cambio bastante improbable. Por eso, en relación a los mejores años de la década pasada, su número es muy inferior, especialmente por la desaparición de numerosas pequeñas, y el tamaño medio más grande.

INFORME DEL MERCADO INMOBILIARIO, ACTUALIDAD Y PERSPECTIVAS 2020

FORCADELL y la Universitat de Barcelona han presentado en rueda de prensa digital las principales conclusiones del Informe del Mercado Inmobiliario, Actualidad y Perspectivas 2020 en una edición, sin duda distinta, marcada por el impacto de la Covid-19 a nivel mundial. Los efectos de la pandemia no han dejado ningún sector indemne y el inmobiliario no ha sido menos, si bien con matices según el ámbito concreto.

El encuentro con los medios lo ha encabezado por Ivan Vaqué, CEO de FORCADELL, y le han acompañado Antonio López, Socio y Director del Área de Inmobiliaria de Empresa de FORCADELL, Marta Vilana, Directora del Área Residencial de FORCADELL y el Director Editorial del Informe FORCADELL-UB, el Dr. Gonzalo Bernardos, profesor titular de Economía de la UB y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción Inmobiliaria de la UB.

El informe 2020 FORCADELL - UB, una referencia para profesionales y expertos vinculados el sector inmobiliario, se adentra en la coyuntura económica nacional e internacional del 2020 para señalar los hitos clave sucedidos y el contexto que marcará el devenir de los próximos meses tras la Covid-19. Especial y extenso capítulo merece, por un lado, el mercado de la Vivienda en Propiedad y en Alquiler, así como el sector Terciario, que engloba el ámbito de las Oficinas, los Locales Comerciales y el Industrial-Logístico, además de un análisis desde el punto de vista de la Inversión.

Principales conclusiones del Informe FORCADELL – UB 2020

1) Vivienda de propiedad

Entre enero de 2020 y diciembre de 2021, el precio de la vivienda caerá un 16%. En Barcelona y Madrid, la bajada será del 12% y 13%, respectivamente. Una cifra menor que la media nacional debido principalmente a la existencia de una mayor demanda de inversión. En el ejercicio actual, las transacciones bajarán un 27% y en el próximo aumentarán un 15%.

Las ciudades donde más disminuirá el importe de venta tendrán una escasa demanda de inversión y el turismo, el comercio y la hostelería una elevada participación en el PIB municipal. Por el contrario, la bajada será más leve en las urbes preferidas por los inversores y en las que un gran número de sus

ciudadanos trabaje en la Administración Pública, la agricultura, ganadería o industria agroalimentaria.

Debido a ello, tendrán una evolución menos desfavorable Huesca, Mérida, Soria o Logroño que Málaga, Palma, Alicante o Santa Cruz de Tenerife. Una coyuntura nada frecuente pues las primeras integran la parte del país conocida como la España vaciada.

2) Vivienda de alquiler

Entre enero de 2020 y diciembre de 2021, el precio de los nuevos alquileres, pero no el de las renovaciones, caerá un 18%. En Barcelona y Madrid, lo hará por encima de la media nacional. Los dos principales motivos son dos: la conversión de viviendas turísticas y de arrendamiento de temporada en alquiler convencional y la búsqueda de los inquilinos de pisos más baratos debido a la disminución de sus ingresos.

Los distritos con peor comportamiento en las dos grandes capitales serán los del centro de la ciudad y los considerados de alto standing. En la capital catalana los que más bajarán serán Ciutat Vella y l'Eixample y en Madrid Centro, Chamberi y Salamanca.

El principal motivo será la elevada disminución de ingresos de numerosos pequeños empresarios, profesionales liberales y trabajadores cualificados que residían de alquiler en las anteriores zonas. Una bajada que no tienen visos de revertir en el corto plazo y les obliga a trasladarse a un barrio menos glamuroso.

3) Mercado comercial inmobiliario

La crisis en el mercado comercial inmobiliario será más aguda que en el de la vivienda. Es lo habitual, sino existe un gran exceso de oferta en el segundo. El segmento más afectado serán los locales comerciales y el que menos la naves logísticas.

El porcentaje de locales vacíos puede acercarse al 20% en el primer trimestre de 2021, siendo significativamente superior en el centro de las ciudades de Barcelona y Madrid que en las principales áreas comerciales de sus barrios debido a la desaparición del turismo. En los próximos seis meses, la mayoría de los locales vacíos serán imposibles de alquilar por la inexistencia de la demanda.

Las oficinas pasan por dos tipos de crisis: coyuntural y estructural. La primera es la generada por la Covid – 19, la segunda por el elevado aumento de la demanda de espacios flexibles (por m², horas o días). Esta última característica probablemente provoque un desplazamiento hacia los coworkings. A pesar de ello, éstos también sufrirán muy duramente la crisis debido al gran aumento de la oferta generado en los dos últimos años y la existencia de muchas más pymes y autónomos como clientes.

La crisis será leve para las naves logísticas. El elevado incremento del comercio electrónico y la escasez de oferta en los alrededores de Barcelona y Madrid harán que la bajada del precio del alquiler sea escasa y en la mayoría de los casos se sitúe entre un 5% y 10%.

El mejor comportamiento relativo del segmento de naves convertirá en los próximos años a las logísticas en un activo refugio, perdiendo tal condición los locales comerciales situados en el centro de la ciudad. El motivo es la elevada dependencia del turismo que tienen los negocios de los arrendatarios.

En 2020, la inversión en dichos activos será prácticamente nula. Casi solo se han vendido los que ya había un acuerdo entre comprador y propietario en febrero. Una gran rebaja de su precio y especialmente la aparición de una vacuna hará que 2021 sea un gran año para la inversión.

Webinar de presentación del Informe FORCADELL – UB 2020

La consultora FORCADELL, que lleva más de 60 años ofreciendo respuestas inmobiliarias eficaces y eficientes a sus clientes, presentará oficialmente las principales conclusiones del Informe 2020 en 1 sesión webinar prevista para el próximo día 22 de octubre.

Dado el actual marco coyuntural de la Covid-19, la presentación de la edición 2020 del Informe se ha concebido de forma digital para garantizar la seguridad de todos en lugar de celebrarse en el Auditorio AXA de Barcelona como en los años anteriores. Si bien el formato se ha actualizado, el encuentro digital concentrará una edición más expertos vinculados al sector inmobiliario entre los que se encuentran clientes, profesionales y destacados conocedores del sector. La publicación del Informe FORCADELL – Universitat de Barcelona es fruto de la colaboración entre ambas entidades, que este año celebra su 21º aniversario.

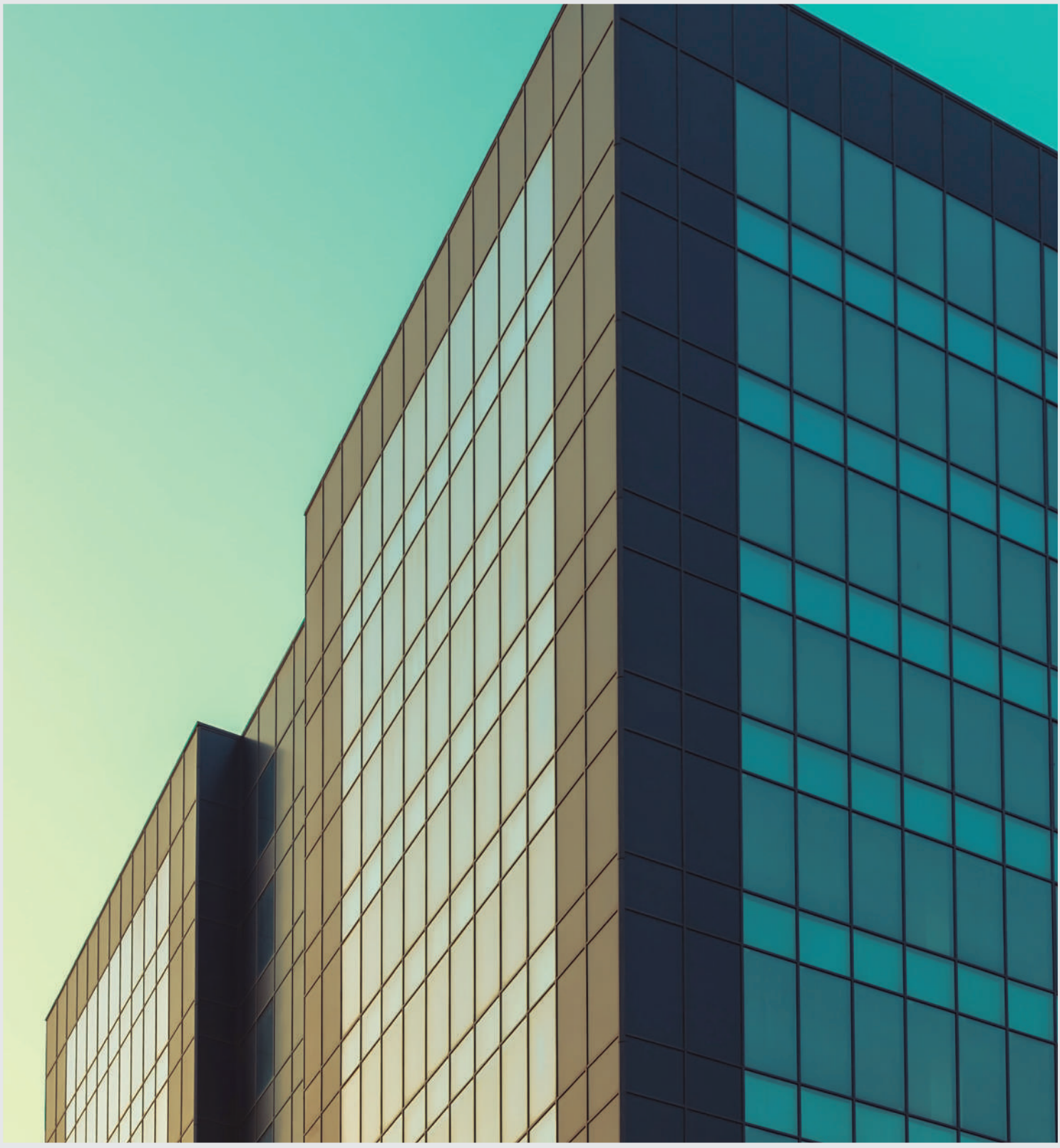
INFORME INMOBILIARIO

Actualidad y perspectivas

2020

>>15

Forcadell y Universitat de Barcelona



Universitat de Barcelona

FORCADELL
Consultores Inmobiliarios desde 1958

Editor: FORCADELL

Consejo editorial:
Carles Vila i Polls
Presidente y Consejero Delegado de FORCADELL

Ivan Vaqué Mas
Socio-Director General de FORCADELL

Laura Abadal Cabré
Directora Área Promoción de Servicios, Comunicación
y Marketing de FORCADELL

Dirección editorial:
Gonzalo Bernardos Domínguez
Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona
y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción
Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.

Análisis y redacción:
Coyuntura económica e inmobiliaria
Por Gonzalo Bernardos - *Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.*

Evolución de los precios de la vivienda en el mundo
Por Joan Alujas - *Profesor del Departamento de Política Económica y Estructura Económica Mundial de la Universitat de Barcelona.*

El mercado de la vivienda de propiedad (I)
Por Gonzalo Bernardos - *Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.*

El mercado de la vivienda de propiedad (II)
Por Gonzalo Bernardos - *Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.*

El mercado de alquiler
Por Gonzalo Bernardos - *Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.*

Commercial Real Estate: Prespectivas después de la Covid - 19
Por Gonzalo Bernardos - *Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.*

Nota:
La información contenida en la presente publicación no tiene carácter contractual, por lo que se declina cualquier responsabilidad sobre la incidencia que pudiera ejercer sobre los precios de mercado. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación sin previa autorización de la empresa editora.

Tel. 934 965 406
marqueting@forcadell.cat
www.forcadell.cat

Tirada: 2.050 ejemplares
Depósito Legal: B-25590-2005
ISBN: 978-84-09-12140-3

Índice

Coyuntura económica e inmobiliaria	5
Evolución de los precios de la vivienda en el mundo	25
El mercado de la vivienda de propiedad (I)	33
El mercado de la vivienda de propiedad (II)	47
El mercado de alquiler	59
Commercial Real Estate: Perspectivas después de la Covid - 19	69

Coyuntura económica e inmobiliaria

Por Gonzalo Bernardos

1) ECONOMÍA MUNDIAL

1) Las repercusiones económicas del nuevo coronavirus sobre la economía mundial

El impacto económico del coronavirus dependerá de la duración del brote, del número de países a los que llegue y de la cifra de personas afectada en cada uno de ellos. La primera variable está relacionada con el grado de efectividad de las medidas adoptadas. Aunque éstas puedan ser diferentes, hay una regla común: si se realizan enseguida actuaciones drásticas, menor será el número de nuevos contagiados y más reducido será el perjuicio causado a la economía nacional.

Las medidas contundentes pueden ser de dos tipos: preventivas o reactivas. El éxito de las primeras impide la extensión de la enfermedad, el de las segundas disminuye la saturación de los servicios sanitarios. Unas provocan la reducción de la actividad de algunos sectores económicos durante unos pocos días (Taiwán, Corea del Sur y Japón); otras paralizan casi todo el país durante al menos un mes (China, Italia y España).

El pasado 22 de marzo, de los 194 países reconocidos por la ONU, el nuevo coronavirus había llegado a 186. Por tanto, es muy probable que ninguna nación se libre de él. Dicha situación, unida a una gran interrelación comercial, financiera y tecnología entre la mayor parte de los estados, provocará que los efectos económicos del coronavirus tengan un alcance mundial.

a) Una afectación diferente y desigual

Los distintos países quedarán afectados de manera diferente y durante un desigual período de tiempo. Sin embargo, las repercusiones sobre ellos serán más grandes cuanto más tiempo esté operando su economía a medio gas, en mayor medida su modelo de crecimiento esté basado en las exportaciones y un elevado porcentaje de éstas sean materias primas.

A corto plazo, las más damnificadas serán las naciones cuyo tejido empresarial ha disminuido mucho su actividad, ya sea para evitar nuevos contagios, por la falta de productos intermedios necesarios para la fabricación de los finales o por una insuficiente demanda de bienes.

Como normal general, el volumen de comercio internacional varía en mayor medida de lo que lo hace el PIB mundial. Por tanto, si la economía global va bien, los países con una industria muy enfocada hacia la exportación suelen crecer más que el resto. En cambio, si va mal, sucede todo lo contrario.

En 2020, la última tendencia será la que acontecerá. Además de una menor demanda mundial de bienes, las empresas deberán hacer frente a eventuales restricciones en los medios de transporte (por ejemplo, el aéreo) y a controles más estrictos en las aduanas. En el viejo continente, los países más afectados serán los que envían sus exportaciones a naciones que no pertenecen a la Unión Europea. Entre los principales, estarán Reino Unido, Irlanda, Italia y Alemania (véase la figura 1).

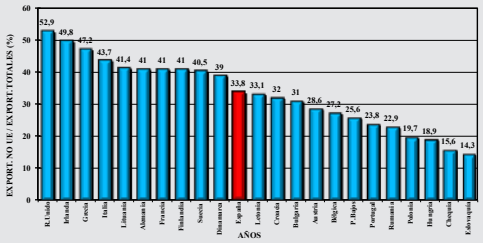
El precio de las materias primas es mucho más volátil (véase la figura 2) que el de los productos acabados, pues es mucho más fácil que haya abundancia o escasez de las primeras que de los segundos. Además, su evolución depende en gran medida del nivel de producción realizado en el Sudeste Asiático y, especialmente, en China.

En el primer trimestre de 2020, ambos factores han perjudicado a los productos básicos y han generado elevadas caídas de sus precios. En el caso del petróleo (barril Brent), el cobre y el aluminio, entre el 1 de enero y el 22 de marzo la disminución fue del 59,1%, 21,5%, 12,7%, respectivamente. Los países más afectados, además de la mayoría de emergentes, serán Australia, Rusia y Canadá.

b) Un *shock* de oferta, una posible contracción de la demanda y del crédito

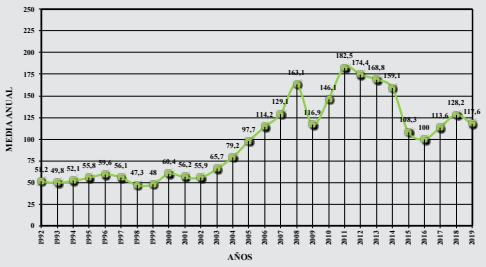
En términos económicos, la Covid – 19 ha supuesto un *shock* de oferta y es posible que genere una gran contracción de la demanda de bienes y del crédito. El primer problema era inevitable, el segun-

Figura 1. Exportaciones de bienes a países no integrantes de la Unión Europea (%) (2019)



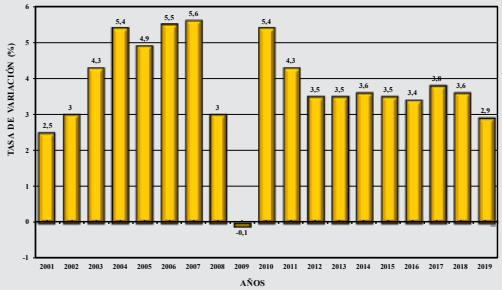
Fuente: Eurostat

Figura 2. Índice del precio de las materias primas (1992 - 2019)



Fuente: FMI

Figura 3. Evolución del PIB mundial (2001 – 2019)



Fuente: FMI. World Economic Outlook

Una vez desaparezcan los problemas sanitarios que han obligado a su contracción, el nivel de producción anterior puede recuperarse en un escaso período de tiempo.

do puede minimizarse en una sustancial medida y el tercero soslayarse de forma casi completa. Para lograr los dos últimos objetivos, es imprescindible que las autoridades económicas de los distintos países actúen de una manera rápida y atrevida y adopten medidas nada usuales. Indudablemente, la coyuntura tampoco lo es.

La disminución de la oferta viene provocada por las regulaciones sanitarias adoptadas. En mayor o menor medida, casi todos los países van a disminuir la producción realizada en el primer y segundo trimestre del año. Ésta es consecuencia de la paralización de fábricas, el cierre de oficinas, la caída del transporte de productos básicos, intermedios y acabados, así como de la reducción de los desplazamientos por motivos laborales.

A diferencia de otras ocasiones, tal y como sucedió en las crisis de primeros y finales de los 70, la caída de la oferta es posible que sea puntual. Debido a ello, una vez desaparezcan los problemas sanitarios que han obligado a su contracción, el nivel de producción anterior puede recuperarse en un escaso período de tiempo.

En consecuencia, por el lado de la oferta, la repercusión sobre la economía global será muy intensa, pero reversible. No obstante, el resultado final tendría un carácter más dañino si la disminución de aquélla se trasladara a la demanda. Una situación que podría ocurrir si unas familias y empresas más precavidas decidieran reducir su nivel de gasto y el sector público no elevara el suyo en la cuantía suficiente para compensarlo.

Si así sucediera, la recesión no finalizaría en 2020, sino que muy probablemente continuaría durante una parte o la totalidad de 2021. No obstante, el peor de los pronósticos ocurriría si, las dudas sobre la solvencia de numerosas empresas, llevaran a los bancos a restringir mucho los créditos o a encarecerlos en una elevada medida. El motivo sería una gran mortalidad empresarial y una espectacular subida de la tasa de paro.

Este último contexto, supondría la llegada de una crisis relativamente similar a la advertida en 2008. No obstante, generada por un problema diferente. Ahora, una complicación sanitaria provoca una elevada, pero transitoria, reducción de la oferta. Antes, la explosión de una burbuja inmobiliaria llevaba a numerosos bancos a la quiebra y al rescate más o menos encubierto de otros muchos. En ambos períodos, el diagnóstico final sería idéntico: una gran recesión originada por una escasa demanda de bienes.

En definitiva, en 2020 la economía global (véase la figura 3) va a entrar en recesión y la caída del PIB mundial va ser superior a la décima que disminuyó en 2009, siendo éste el peor año de toda la anterior crisis. No obstante, si las autoridades económicas han aprendido las lecciones de la última década, actúan de manera decidida, rápida y adoptan soluciones inusuales, en 2021 la economía mundial ya estará creciendo por encima del 3,5%.

2) Las repercusiones económicas del nuevo coronavirus sobre las empresas y las Bolsas

a) Repercusiones sobre las empresas

En el actual ejercicio, casi todas las empresas obtendrán muchos menos beneficios que en años anteriores y bastantes incurrirán en pérdidas. Los principales motivos serán dos: la disminución de sus ventas y la del margen obtenido por unidad vendida. El primer factor será el resultado de una reducción de su producción y una menor demanda de bienes y servicios. El segundo vendrá determinado por el exceso de oferta existente en numerosos mercados y por la sustitución, como mínimo durante un tiempo, de proveedores baratos por otros más caros.

En distintas fechas en diferentes países, en cumplimiento de las disposiciones dictadas por el gobierno, un gran número de compañías paralizará o disminuirá significativamente su producción. Las directrices no estarán relacionadas con la economía, sino con la preservación de la salud y su objetivo será dificultar lo máximo posible la transmisión del nuevo coronavirus entre las personas.

No obstante, por decisión propia y de forma temporal, un considerable número de empresas multinacionales industriales cerrarán algunas de sus fábricas. El motivo será la falta de productos intermedios, procedentes de otras naciones, necesarios para la producción de los finales. Los *stocks* que poseen de ellos son muy limitados y las plantas que los fabrican han dejado de hacerlos, pues en el país del proveedor (por ejemplo, China) la población afectada por la Covid – 19 es mucho mayor que en el del ensamblador (por ejemplo, Alemania).

Los ejemplos más claros nos los encontramos en el sector de la automoción. La cadena de suministros tienen un elevado componente internacional y distintas piezas del vehículo se realizan en diversos países. Por tanto, la paralización de la fabricación en uno de ellos origina un cuello de botella en el proceso de producción de vehículos de distintas marcas, siendo éste un problema imposible de solucionar en el corto plazo.

Una inferior demanda de bienes y servicios será consecuencia de la restricción de los movimientos de la población, la disminución de los ingresos percibidos por una parte de ella y la desconfianza de los hogares respecto al próximo futuro.

Durante el confinamiento en sus casas, las familias podrán seguir adquiriendo fácilmente los productos más básicos y los necesarios para su subsistencia diaria. No obstante, tendrán grandes dificultades para comprar bienes duraderos (electrodomésticos, muebles o viviendas) o diversos servicios de ocio (ir al restaurante, cine o teatro). Evidentemente, porque la única opción para adquirir algunos de ellos será a través de operadores *on-line*, pues los establecimientos tradicionales que los proveen estarán cerrados.

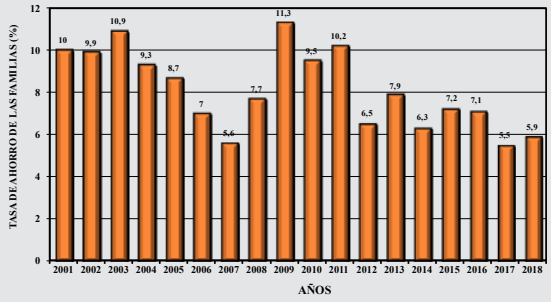
La elevada disminución de la actividad económica afectará a numerosos autónomos, provocará el cierre definitivo de algunas empresas y una subida muy elevada de la tasa de paro, durante unos pocos meses o un período de tiempo adicional. Todos los afectados, directa o indirectamente, por dicha disminución verán mermados sus ingresos. La reacción de la inmensa mayoría será reducir sus gastos habituales y especialmente los extraordinarios.

Durante los meses siguientes a la finalización del confinamiento, aunque hayan mantenido sus ingresos y dispongan de un empleo estable, muchas familias también reducirán sus dispendios y aumentarán su nivel de ahorro. Su conducta recibe el nombre de efecto precaución y es adoptada en casi cualquier período de crisis por un gran número de hogares, tanto si su origen está en la demanda, la oferta o en un problema de carácter no económico.

Es lo que ocurrió en España en 2009. En dicho año, tuvo lugar la mayor caída del PIB (3,7%), desde el regreso de la democracia. Un ejercicio en el que la tasa de ahorro de las familias alcanzó el nivel más elevado de las dos últimas décadas (véase la figura 4) y superó en más del doble el obtenido dos años antes (11,3% versus 5,6%).

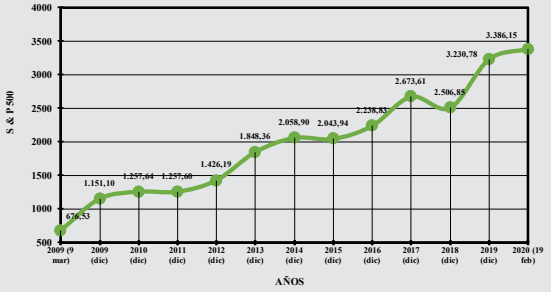
La caída del margen de beneficio unitario vendrá explicada por el exceso de oferta de algunos bienes y el cambio de determinados proveedores. La disminución de la demanda mundial hará que la mayoría de empresas prioricen mantener o aumentar la cuota de mercado de sus productos a conservar la ganancia proporcionada por cada unidad vendida. El resultado será la bajada del precio de

Figura 4. Tasa de ahorro de las familias*(%) (2001 –2019)



Fuente: INE
*sobre renta disponible

Figura 5. Evolución del S & P 500 (9 de marzo 2009 – 19 de febrero 2020)



Fuente: Investing

numerosos productos finales. Algunos debido a la reducción del de las materias primas, otros, simplemente fruto del cambio de prioridades de la dirección.

Los problemas de aprovisionamiento de componentes, padecidos por numerosas empresas del sector industrial, llevarán a algunas a modificar su política de gestión de proveedores. Preferirán tenerlos más cerca de las fábricas donde se ensamblan los productos finales, y pagar por aquéllos un importe superior, a que estén lejos y conseguir un ahorro de costes.

b) Repercusiones sobre las Bolsas

Entre el 19 de febrero y el 31 de marzo, la gran disminución de las cotizaciones bursátiles (el S & P cayó un 23,7%) tuvo como principal causa la expectativa de una elevada reducción de los beneficios empresariales. Un desplome propio de un mercado que descuenta unas menores ganancias de las compañías durante varios años y no en un único ejercicio. No obstante, a priori, este último debería ser el efecto más probable.

Debido a ello, es muy posible que a su abrupta caída también contribuyera decisivamente la elevada sobrevaloración de las Bolsas de EE.UU (el S & P alcanzó el 19 de febrero un nuevo máximo histórico – 3.386,15 puntos -) y la incertidumbre generada por un fenómeno nuevo (una crisis sanitaria mundial) completamente inesperado. En el actual siglo, otras epidemias habían asolado el Sudeste Asiático, pero sus repercusiones habían sido escasas sobre los países occidentales.

En el inicio de una crisis, la magnitud de la caída de los índices bursátiles no suele ser un adecuado termómetro de su intensidad y duración, especialmente si casi nadie la previó. Por dicho motivo, es bastante probable que la mayoría de ellos hayan sobre-reaccionado a la baja y en los meses siguientes recuperen una parte de lo perdido.

No obstante, para que así suceda, las autoridades económicas de los distintos países deben detallar las medidas que adoptarán para salir de la recesión, éstas han de complacer a los inversores y la emergencia sanitaria actual convertirse simplemente en un recuerdo.

En la pasada década, un nuevo máximo histórico del S & P 500 tuvo lugar el 9 de octubre de 2007 (1.565,15 puntos). En el siguiente año, el indicado índice bursátil disminuyó su valoración en un 38,4% y en 2009 ya subió un 23,5%. Este último fue un ejercicio para el recuerdo, pues el 10 de marzo (676,53 puntos) tuvo su inicio el ciclo alcista más largo de la historia de la Bolsa de Nueva York. Un período que finalizó el 19 de febrero y que en casi 11 años comportó una revalorización del S & P 500 del 400,5% (véase la figura 5).

Indudablemente, ni en las acciones ni en cualquier otro activo, las rentabilidades pasadas garantizan las futuras. Por tanto, en el próximo futuro, el mercado bursátil no tiene necesariamente por qué comportarse como en 2009. No obstante, mi impresión es que remontará al alza cuando los inversores estimen que la crisis ha tocado fondo y existan expectativas de aumento de la rentabilidad de las empresas.

3) ¿Y si el BCE hace una donación a los ciudadanos?

La economía de un país es como un tren del siglo XIX. Una vez se ha detenido, necesita un tiempo para volver a ir a la velocidad de crucero. En los próximos meses, éste será el principal peligro. Si las autoridades no adoptan medidas excepcionales, el ferrocarril económico irá más lento de lo que iba y el nivel de vida de una sustancial parte de la población disminuirá.

La principal actuación extraordinaria debería consistir en el desembolso por parte del BCE del coste de la crisis sanitaria generada por la Covid – 19 y de la reactivación económica de los países que forman parte de la Zona Euro.

a) Una donación del 15% del PIB

El método sería una donación a cada estado por un importe equivalente al 15% de su PIB. En el caso de España, supondría un ingreso extra para la Administración de 186.713 millones €. Una cuantía más elevada que la suma gastada en educación y sanidad pública en 2019 (alrededor de 125.000 millones €).

La aprobación de la anterior medida haría imprescindible un gran consenso entre los países del área. Para que exista alguna posibilidad de obtenerlo, la donación en términos del PIB debería ser idéntica, a pesar de que probablemente algunas naciones queden mucho más afectadas que otras. El motivo es la escasa solidaridad existente entre ellas. Un ejemplo claro fue la crisis económica y financiera iniciada en 2008.

El importe del 15% del PIB serviría principalmente para sufragar el coste suplementario de los servicios sanitarios, el impacto económico de la casi total paralización de la actividad durante un mes y el funcionamiento del país a medio gas durante dos adicionales.

Las naciones menos afectadas por la Covid – 19 no deberían devolver el capital sobrante al BCE. Serían aquéllas en las que la mayoría de sus empresas han podido seguir operando con normalidad. La mitad del dinero no utilizado podrían dedicarlo a la inversión en infraestructuras e I + D + i. La otra parte iría destinado a amortización de la deuda pública.

Durante los tres meses indicados, el capital donado por el BCE serviría para que ningún asalariado ni autónomo perdiera ni un solo euro de ingresos por la pérdida temporal de empleo o debido a la reducción de la demanda de sus productos o servicios.

También para compensar parcialmente a las pymes por los beneficios dejados de obtener, pagar las cuotas de la Seguridad Social de todos los empleados que han sufrido un ERTE y las de los que trabajan para sí mismos y han cesado temporalmente su actividad.

El objetivo de la donación sería inyectar más dinero en la economía mediante un elevado incremento del gasto de la Administración y, de esta manera, equilibrar rápidamente la caída de la demanda del sector privado con un aumento de la del público. En otras palabras, ayudar de forma decisiva a que la recuperación económica tenga forma de V en lugar de U.

La política monetaria expansiva adoptada implicaría una pérdida para el BCE equivalente al importe de la donación. No obstante, la única repercusión práctica sería un asiento contable donde aquélla quede reflejada. Ninguna Administración, ni empresa, ni ciudadano debería rascarse el bolsillo.

Evidentemente, el funcionamiento de un banco central es diferente al de una compañía. Si ésta sufre una pérdida, los perjudicados son sus accionistas. En este caso, no hay ningún damnificado porque dicha entidad es la propietaria de la máquina de fabricar dinero. Una posesión que no posee ninguna empresa ni banco comercial o de inversión.

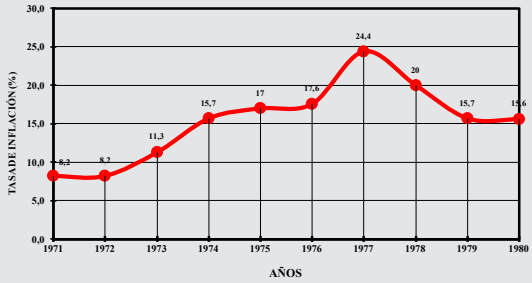
b) ¿Cuándo es una equivocación?

En una coyuntura normal, la política propuesta constituiría una gran equivocación, pues generaría una elevada inflación. El aumento del dinero en circulación provocaría un incremento de la demanda de bienes que no podría ser en seguida compensado por uno equivalente de la oferta, dada la existencia de una escasa capacidad productiva infrautilizada. El resultado sería un exceso de demanda y una excesiva subida de los precios.

El aumento de la tasa de inflación haría que las empresas nacionales perdieran competitividad. Por tanto, las exportaciones del país disminuirían y las importaciones subirían. Con mayor o menor celeridad, el PIB caería. No obstante, no lo haría el nivel de precios. Por tanto, el país padecería estanflación (recesión y elevada inflación).

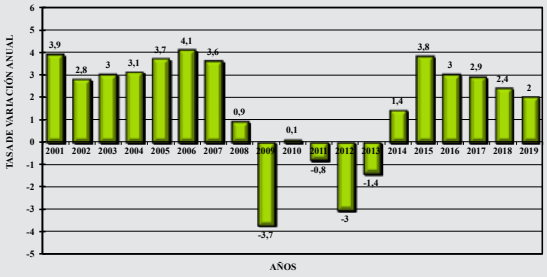
Un caso extremo de dicha combinación lo representa en la actualidad Venezuela. Una conjunción también negativa, pero en menor medida, la padecieron numerosos países de Europa a finales de la década de los 70. Entre ellos, estuvo España, cuya tasa de inflación media alcanzó o superó el 20% en dos de sus años (véase la figura 6).

Figura 6. Tasa de inflación en España (1971 – 1980)



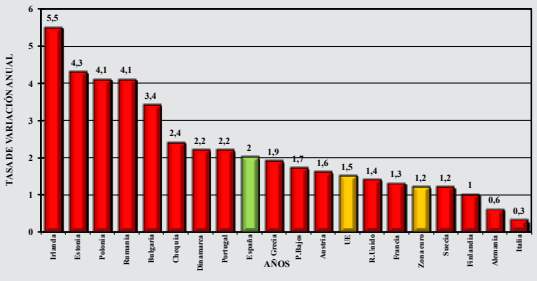
Fuente: INE

Figura 7. Evolución del PIB en España (2001 – 2019)



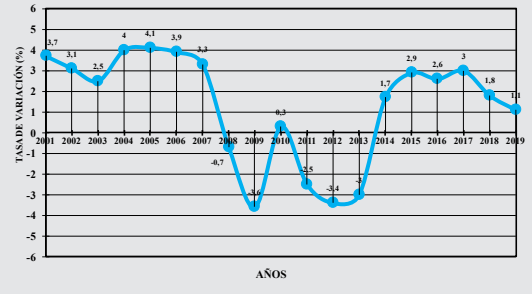
Fuente: INE

Figura 8. Evolución del PIB en la Unión Europea (2019)



Fuente: Eurostat

Figura 9. Evolución del consumo privado (2001 – 2019)



Fuente: INE

c) ¿Por qué ahora será un éxito?

No obstante, en la actualidad, no estamos delante de una coyuntura normal, sino verdaderamente excepcional. La emergencia sanitaria generará en casi todos los países de la Eurozona deflación y recesión. En dicho contexto, un gran incremento del gasto público, financiado por la donación del BCE, elevará notablemente la demanda de bienes, pero solo un poco la tasa de inflación.

La diferencia con la situación anterior radica en que ahora la mayoría de las empresas no está utilizando una importante parte de su capacidad productiva. En el nuevo escenario, la anterior combinación pasará a la historia y será sustituida por una considerable expansión del PIB y un moderado incremento de los precios.

Con la finalidad de convencer a los incrédulos, quiero recordarles que la compra de deuda pública y privada por parte de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el BCE no ha generado en la actual década en ningún momento una elevada tasa de inflación, siendo dicha adquisición una distinta manera de incrementar el dinero en circulación. Entonces, ¿por qué la ha de generar en un contexto donde la caída del PIB será más abrupta?

En definitiva, disponemos de los instrumentos necesarios para salir rápidamente de la recesión que se nos avecina. No son nuevos, sino muy antiguos. Para emplearlos, es imprescindible llegar a un consenso entre los distintos países de la Eurozona y romper un viejo tabú: la impresión de billetes por parte del banco central siempre es mala. Unas pocas veces, el helicóptero que lanza dinero es una buena opción. Ésta es una de las ocasiones.

2) ECONOMÍA ESPAÑOLA

A) COYUNTURA ECONÓMICA: EL RECIENTE PASADO

1) Las principales causas de la desaceleración económica en 2019

La globalización económica provoca que el crecimiento económico de un país dependa cada vez más de la coyuntura internacional. Una positiva lo eleva y una negativa lo reduce. En términos coloquiales, equivale a tener el viento a favor o en contra, respectivamente.

No obstante, a veces, aquélla constituye una magnífica excusa. Un gobierno que no lo hace bien, o que no adopta las medidas necesarias porque es provisional, atribuye a la situación exterior bastante más culpa de la que realmente tiene. En el pasado año, un poco de todo lo anterior pasó en nuestra nación.

En 2019, el PIB español creció un 2%. Cuatro décimas menos que en 2018 y al ritmo más bajo desde 2015 (véase la figura 7). No obstante, lo hizo muy por encima de Francia (1,3%), la Zona Euro (1,2%), Alemania (0,6%) e Italia (0,3%). Por tanto, España volvió a ejercer de motor de la economía europea (véase la figura 8).

La globalización económica provoca que el crecimiento económico de un país dependa cada vez más de la coyuntura internacional.

Las principales causas del menor crecimiento del PIB fueron tres: la desconfianza de las familias y empresas en la futura evolución de la economía, la incertidumbre generada por la existencia de un ejecutivo en funciones durante gran parte del año y la considerable desaceleración de la economía mundial.

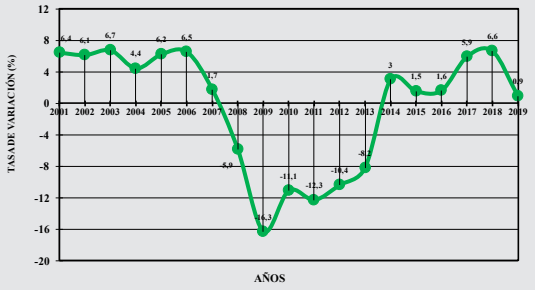
a) La desconfianza de familias y empresas y un gobierno en funciones

Los dos factores iniciales afectaron negativamente de forma directa al gasto de los hogares (véase la figura 9) y la inversión en construcción (véase la figura 10). Ambos, junto con el último, a la compra de maquinaria y herramientas (véase la figura 11). La primera partida pasó de crecer un 1,8% a solo hacerlo un 1,1%, la segunda del 6,6% al 0,9% y la tercera del 5,7% al 3,1%.

El recelo de los hogares y las compañías no estuvo basado en un elevado deterioro de las variables económicas. A lo largo del año, sin justificación aparente, fue calando en ellos el temor al retorno de una recesión similar a la de 2008. Los principales motivos fueron los efectos recuerdo y culpa, muy relacionados con la psicología, pero escasamente con la economía.

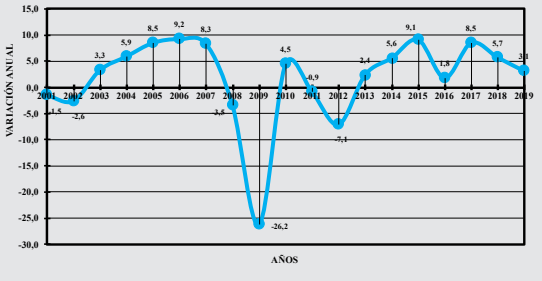
El primero vino dado por las numerosas cicatrices invisibles que la pasada crisis dejó en la mente de numerosos trabajadores y empresarios. Están convencidos de que lo pasaron muy mal porque no la vieron venir. Por eso, cuando llegó, tenían un elevado endeudamiento.

Figura 10. Evolución de la inversión en construcción (2001 – 2019)



Fuente: INE

Figura11. Inversión en maquinaria y bienes de equipo (2001 – 2019)



Fuente: INE

El segundo les llevó a ser excesivamente prudentes. Les hizo reducir su ritmo de gasto y aumentar su ahorro, al empeorar un poco las expectativas económicas por una deficiente coyuntura internacional. Una actuación no respaldada por las cifras, pues tanto a los asalariados como a los empresarios les fue mejor en 2019 que en el año anterior.

En el pasado ejercicio, la remuneración del conjunto de trabajadores por cuenta ajena, a través del aumento de los salarios y el empleo, creció un 4,8% (véase la figura 12). En cambio, en 2018 solo lo hizo un 4%. Una evolución más desigual la mostró el poder adquisitivo de los asalariados. En 2019, por término medio, subió un 1,4%, siendo el mayor incremento de la década (véase la figura 13). En cambio, en el año anterior únicamente un 0,1%.

Las empresas, aunque no diera esa impresión, también aumentaron en mayor medida sus beneficios. En el 2018 lo hicieron a un ritmo del 2,5% y en el pasado año al 2,7% (véase la figura 14). No obstante, tanto en términos nominales como reales, el incremento fue sustancialmente inferior al observado en los mejores años de la pasada década.

La gran desaceleración de la inversión en construcción fue principalmente debida a la escasa obra pública programada y a la mayor dificultad para vender viviendas. Este último un problema más relacionado con el posicionamiento de la mayoría de promociones (alto *standing*) que con la disminución de la demanda.

La desconexión entre lo sucedido y lo percibido por familias y empresas dejó en evidencia al gobierno, por provisional que éste fuera. El relato económico lo ganó la oposición, a pesar de que sus argumentos tuvieron escasamente que ver con la realidad. Lo hizo porque el ejecutivo no tuvo un discurso propio.

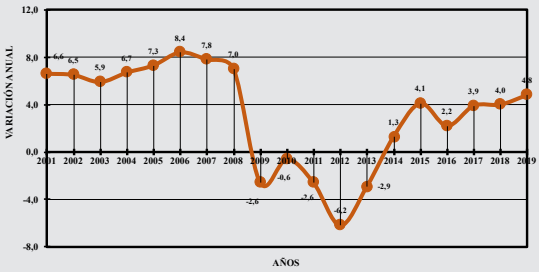
Especialmente significativo fue el papel de la Ministra de Economía, quién demostró una gran preocupación por el déficit público y una escasa por el nivel de crecimiento. En ningún momento, el ejecutivo adoptó ninguna acción para reducir la desconfianza de familias y empresas respecto al futuro próximo, a pesar de que los índices que la miden dejaban claro que se iba deteriorando mes a mes.

b) La desaceleración de la economía mundial

Indudablemente, la evolución de la economía mundial durante el último año perjudicó a la española. El PIB de la primera solo creció un 2,9%, lo hizo al menor nivel de la década y siete décimas menos que en 2018. Las principales causas fueran la guerra comercial entre China y EE.UU, la ralentización de la Zona Euro, la incertidumbre generada por el Brexit, los grandes cambios tecnológicos en la industria del automóvil y el estancamiento o recesión de algunos países emergentes.

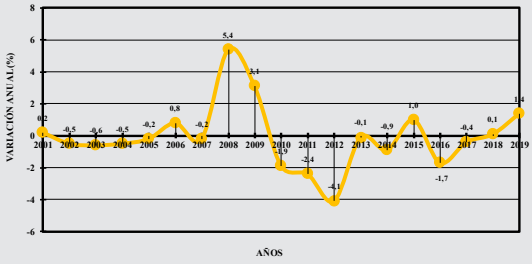
La gran perjudicada por su elevada desaceleración tenía que ser las exportaciones de bienes y servicios. No obstante, no disminuyeron y, de manera sorprendente, crecieron ligeramente por encima del año anterior. En 2019 lo hicieron a un ritmo del 2,3%, una décima más que en 2018 (véase la figura 15). La clave de la mejora estuvo en las ventas al exterior de servicios (turismo, transporte, consultoría empresarial, finanzas, seguros, etc.), pues las de mercancías flojearon.

Figura 12. Variación de la remuneración de los asalariados* (2001 – 2019)



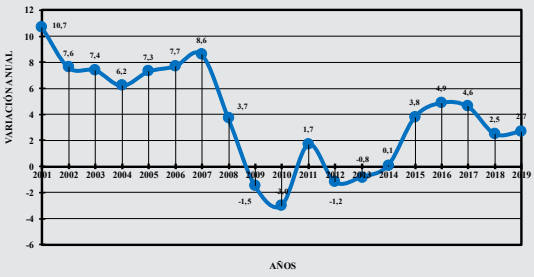
Fuente: INE
*Empleo + salarios nominales (media anual)

Figura 13. Variación del poder adquisitivo medio de los asalariados *(2001 – 2019)



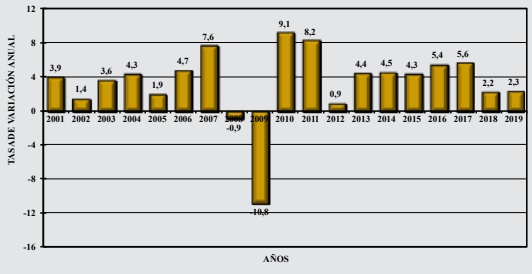
Fuente: Banco de España
*(4º trimestre)

Figura 14. Variación del excedente bruto de explotación* (2001 – 2019)



Fuente: Banco de España
*Media anual

Figura 15. Evolución de las exportaciones de bienes y servicios en España (2001 – 2019)



Fuente: INE

Sin duda, una evolución que muestra la fortaleza de nuestro sector exportador. Una robustez adquirida durante la actual década, gracias al aumento de la competitividad de nuestras empresas y al gran interés de numerosos ejecutivos por tener presencia en el exterior, para evitar una excesiva dependencia de la coyuntura económica nacional. Al principio, entraron por necesidad, debido a la caída de sus ventas en España, pero una vez recuperado en una sustancial parte el anterior nivel, casi nadie piensa en abandonar ningún mercado foráneo.

La venta de servicios al exterior más que duplicaron su tasa de crecimiento, al pasar de un aumento del 2,4% en 2018 a uno del 6% del pasado año. Un gran progreso, a pesar de que los ingresos generados por el sector turístico solo subieron 3,2%, una cifra un poco más baja que la del anterior (un 3,5% - véase la figura 16 -).

Las entregas de mercaderías al extranjero aumentaron un 1,8% (véase la figura 17), un poco menos que en 2018 (2,1%). No obstante, lo hicieron a un rimo superior al previsto del comercio mundial durante el pasado año (1,2%). En una comparación por países, el resultado obtenido fue mejor que el logrado por grandes potencias como Alemania (0,6%), China (- 0,8%) y EE.UU (-1,6%), aunque inferior al de países cercanos, tales como Francia (2,9%) e Italia (2,3%).

c) El principal culpable: la demanda nacional

En definitiva, a veces lo que parece no es. La principal culpa de la desaceleración económica en España no la tuvo una deficiente coyuntura internacional, sino una gran desconfianza en el futuro de familias y empresas. Un recelo al que contribuyó decisivamente el reciente pasado y un gobierno provisional que no supo convencer a la población de lo que realmente estaba sucediendo.

La economía mundial no ayudó, sino perjudicó a la española. No obstante, lo hizo más de manera indirecta que directa. Por eso, el fuerte viento en contra padecido por otros países, al llegar a España, se convirtió en suave brisa.

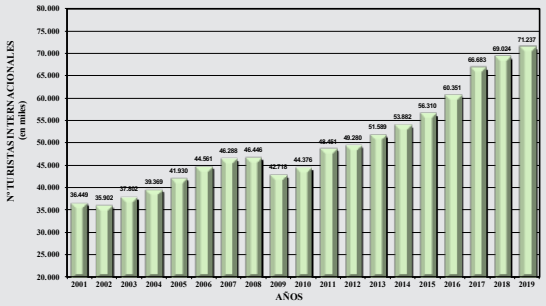
Lo deja muy claro la contabilidad nacional. En 2018, la demanda externa resto 0,3 puntos al crecimiento económico. En cambio, en 2019 sumó 0,4. En un período de expansión, la última hubiera sido una cifra imposible de conseguir, si nuestro país hubiera quedado muy afectado por la coyuntura exterior (véase la figura 18).

Por tanto, la principal culpable de la desaceleración fue la demanda nacional. Un aspecto que se observa claramente si comparamos su aportación al crecimiento económico en los dos últimos años. Hace dos sumó 2,7 puntos, en el pasado ejercicio únicamente 1,6 (véase la figura 19).

2) Las siete diferencias entre 2007 y 2019

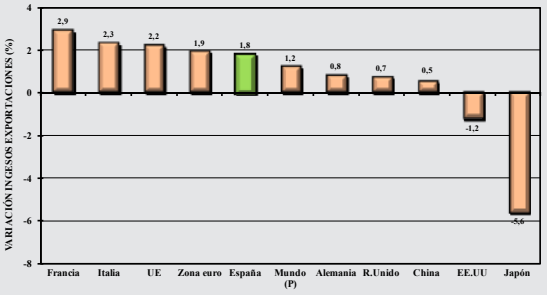
En 2019, la economía mundial y la española se parecían muy poco a cómo eran doce años atrás. Por dicho motivo, la gran desaceleración de la primera no comportó que la segunda entrara en recesión. Una coyuntura en la que si caerá en 2020, pero no por debilidades económicas propias, sino por un fenómeno completamente inesperado e inusual como es la llegada a nuestro país de una pandemia: la Covid – 19.

Figura 16. Gasto de turistas internacionales* (2001 – 2019) (en millones €)



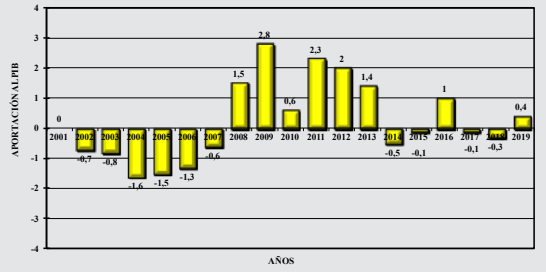
Fuente: TURESPAÑA
*Aportación a la balanza de pagos

Figura 17. Variación de los ingresos por exportaciones de bienes (2019)



Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (en dólares)

Figura 18. Demanda externa neta (aportación al PIB) (2001 – 2019)

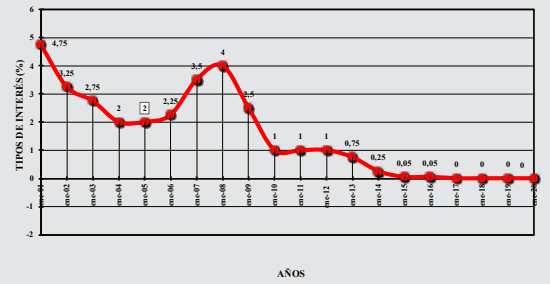


Fuente: INE

Figura 19. Demanda nacional (aportación al PIB) (2001 – 2019)

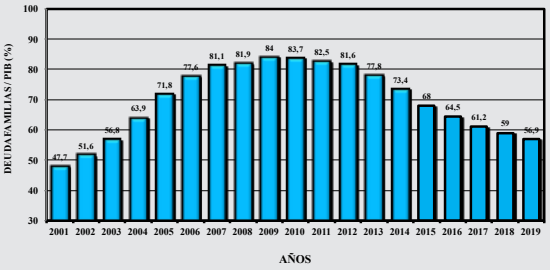
Fuente: INE

Figura 20. Evolución del principal tipo de interés de referencia Eurozona (2001 – 2020)



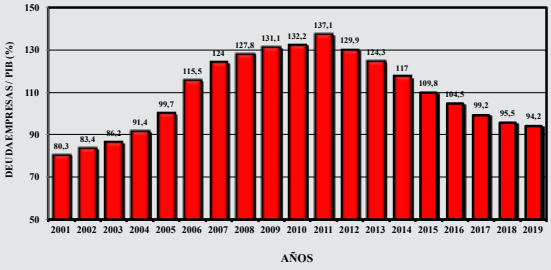
Fuente: Banco Central Europeo

Figura 21. Evolución de la deuda de las familias / PIB (2001 –2019)



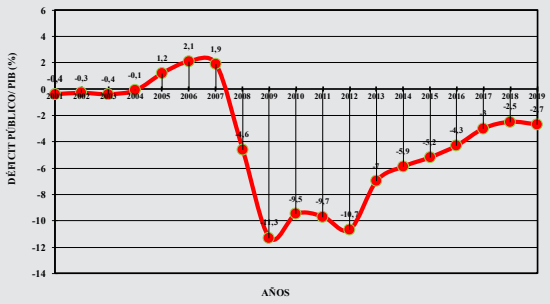
Fuente: Banco de España

Figura 22. Evolución de la deuda de las empresas / PIB (2001 – 2019)



Fuente: Banco de España

Figura 23. Evolución del déficit público / PIB (2001 – 2019)



Fuente: Banco de España
Nota: Tiene en cuenta el coste de la ayuda financiera (2012 – 2019)

Las principales diferencias entre dichos años son las siguientes:

1) **La génesis de los problemas estaba en los países desarrollados, ahora se encuentra en los emergentes.** Durante gran parte de la pasada década, un elevado aumento del precio de la vivienda en diversas naciones avanzadas generó la aparición de distintas burbujas inmobiliarias. Su explosión, junto con sus negativas repercusiones sobre el sistema bancario, provocó la mayor crisis económica desde 1973.

En el pasado año, el principal peligro de la economía mundial estaba en los países emergentes. Un gran número de ellos tenía un elevado endeudamiento, ya fuera su sector público, el privado o ambos. En la mayoría de los casos, lo estaba en dólares y, en los últimos años, la divisa norteamericana había tenido una gran revalorización respecto a sus monedas nacionales.

Por otro lado, entre 2007 y 2019, su capacidad de obtener ingresos a través de las exportaciones había disminuido notablemente, pues el precio de las materias primas (sus principales ventas al exterior) había bajado un 27,9%.

2) **A finales de 2007 la banca empezó a restringir el crédito, en 2019 estaba deseosa de aumentarlo.** De manera directa o indirecta, el estallido de las burbujas inmobiliarias llevó a numerosos bancos a la quiebra y generó en muchos otros cuantiosas pérdidas. Para reducir su nivel de riesgo, las entidades financieras recortaron en gran medida el nuevo crédito concedido. La economía se quedó sin gasolina y la caída del PIB fue abrupta.

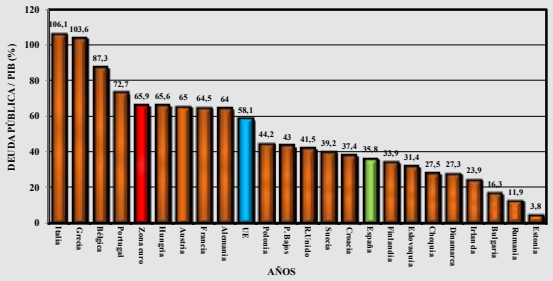
Actualmente, la banca europea está deseosa de conceder más préstamos. Los puede otorgar sin incurrir en grandes riesgos adicionales porque su nivel de solvencia es mucho más elevado que una década atrás. No obstante, falta demanda solvente, pues las familias y las empresas son ahora mucho más prudentes. El estímulo de dicha demanda es una de las razones por las que el principal tipo de referencia de la zona euro es nulo (véase la figura 20).

3) **El endeudamiento privado.** Entre 2001 y 2007, el endeudamiento en España de los hogares y las compañías creció excesivamente (véanse las figuras 21 y 22). En los primeros del 47,7% al 81,1% del PIB y en las segundas del 80,3% al 124%. Entre dichas fechas, sostuvo en gran medida el elevado incremento del gasto del sector privado y constituyó una de las principales claves del gran crecimiento económico del período. Un incremento del PIB no sustentado en grandes pilares, sino en frágiles palillos.

En la última década, ha sucedido el proceso contrario y los dos han disminuido considerablemente su nivel de endeudamiento. Entre 2007 y 2019, las familias lo redujeron del 81,1% al 56,9% del PIB y las empresas del 124% al 94,2%. Por tanto, dados los bajos intereses actuales y las magníficas ofertas a tipo fijo, el pasado año ambas tenían la posibilidad de incrementar ligeramente sus deudas sin poner en peligro su futura solvencia.

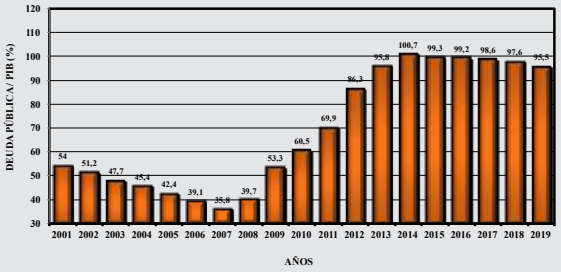
4) **El endeudamiento público.** En 2007, España obtuvo un superávit público del 1,9% del PIB (véase la figura 23) y uno de los más bajos ratios de deuda pública / PIB (35,8%) de la zona euro (véase la figura 24). No obstante, ambos datos tenían como principal soporte una muy elevada y eventual recaudación tributaria, pues ésta estaba en gran medida apoyada en un impresionante ritmo de construcción y venta de viviendas. Su abrupta caída en los años

Figura 24. Evolución de la deuda pública / PIB en la UE (2019)



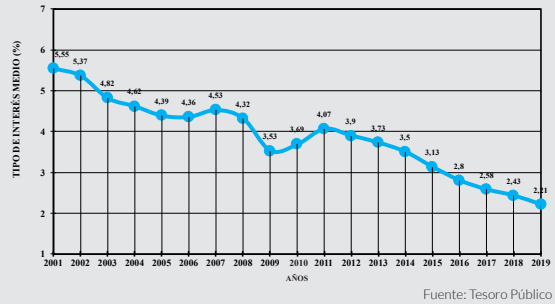
Fuente: Eurostat y FMI

Figura 25. Evolución de la deuda pública / PIB en España (2001 – 2019)



Fuente: Banco de España

Figura 26. Tipo de interés medio de la deuda pública emitida por el Tesoro (%) (2001 – 2019)



Fuente: Tesoro Público

posteriores contribuyó decisivamente a que en 2009, en relación a dos años antes, Hacienda dejara de ingresar 68.847 millones €.

En 2019, el anterior cociente se situó en el 95,5% del PIB (véase la figura 25), pues, en los peores años de la crisis, el sector público sustituyó al privado como impulsor de la economía. No obstante, no es un dato preocupante. El motivo es el escaso coste de la deuda en circulación. En diciembre de 2019, el tipo de interés anual medio se situó en el 2,21% (véase la figura 26), menos de la mitad del sufragado en 2007 (4,53%). No obstante, el dato es aún mejor, si únicamente consideramos el de la nueva deuda emitida en el pasado año: 0,19%.

5) **Las exportaciones de bienes.** Hace doce años, España tenía un sector exportador mucho menos potente que en la actualidad. El principal motivo era que la demanda nacional permitía cubrir las expectativas de negocio de la mayoría de pymes. Durante la crisis, su elevada caída hizo que las empresas tuvieran mucho más interés por vender en el exterior, lograran establecer buenos canales de comercialización y el país aumentara notablemente sus exportaciones. Entre 2007 y 2019, los ingresos por ventas de bienes al extranjero aumentaron en un 50,4%.

A pesar de la ralentización económica mundial, el pasado año el sector exterior ha tenido un buen comportamiento. Por ello, la demanda externa aportó 0,4 puntos al PIB, cuando en 2007 le restó 0,6 (véase la figura 18).

6) **La edificación residencial.** En 2007, la promoción de inmuebles estaba en pleno auge. El número de viviendas iniciadas alcanzó las 617.350 unidades y supuso el quinto ejercicio con mayor oferta del ranking histórico. Indudablemente, una cifra excesivamente elevada, pues nunca se han vendido en España más de 410.193 pisos nuevos (máximo histórico de 2006).

En cambio, en 2019 la edificación residencial aún seguía siendo una sombra de lo que fue, pues únicamente se iniciaron 108.563 viviendas. Un nivel sustancialmente inferior al promedio anual de las tres últimas décadas.

En la primera fecha, el número de pisos en construcción era excesivo, iba a generar un gran exceso de oferta y en los siguientes años a provocar una elevada reducción de los proyectos visados. En consecuencia, el país estaba a punto de perder uno de sus principales motores de crecimiento económico.

En la segunda, la oferta era escasa, dada la nula financiación otorgada por los bancos a la mayoría de promotores en la compra de suelo. Las ventas de viviendas nuevas no crecían más por el reducido número ofertado y el excesivo precio, especialmente en Barcelona y Madrid, de las destinadas al segmento de alto *standing*.

En los siguientes años, la situación más probable era un moderado aumento anual de la construcción de viviendas. Una expectativa que la crisis generada por la Covid-19 ha convertido en inviable.

7) **Del déficit exterior al superávit.** Hace doce años, España tenía un gran déficit respecto al exterior (un 9,1% del PIB – véase la figura 27 -) y sus ciudadanos vivían muy por encima de sus posibilidades. Desde la llegada de la democracia, nunca lo habían hecho en una medida tan elevada. Los españoles habían estirado mucho más el brazo que la manga, tanto que sus camisas parecían chalecos.

En 2019, el país obtuvo un superávit del 2,3% del PIB. En otras palabras, el conjunto de las familias y empresas vivía por debajo de sus posibilidades, exportaba más que importaba, ahorraba más que invertía y devolvía una parte de la deuda acumulada en los años anteriores. Así, pues les sobraba manga. Por tanto, en los siguientes años, sería posible usar la demanda nacional (gasto de las familias, empresas y Administraciones Públicas) como impulsora del PIB, una ventaja que no poseía en 2007.

En definitiva, la economía española estaba mucho mejor en 2019 que en 2007. A pesar de que durante el primer año crecimos al 2% y hace doce lo hicimos a un ritmo del 3,5%. No obstante, lo importante no es la cifra, sino su capacidad de resistencia si la economía mundial empeora. Antes éramos un flan, ahora casi un roble, ante una tendencia negativa de aquélla auspiciada por fuerzas convencionales. Evidentemente, los efectos económicos de la Covid – 19 no tienen nada de tradicionales.

B) SALARIOS

1) ¿Debe existir un salario mínimo?

El salario mínimo es una medida social que tiene importantes repercusiones económicas. Unas características que vienen definidas por su principal objetivo: proporcionar a todos los asalariados una retribución que les permita vivir dignamente. No obstante, su existencia, por sí misma, no garantiza el cumplimiento de su primordial propósito.

Un importe muy reducido impide a muchos trabajadores cubrir sus necesidades básicas, a pesar de tener un empleo a tiempo completo. Una cuantía muy elevada tampoco es la panacea, pues puede aumentar en gran medida el número de parados y las personas obligadas a trabajar en la economía sumergida, si las prestaciones de desempleo no son generosas y duraderas. Dos grupos de individuos que difícilmente disfrutarán de un aceptable nivel de vida.

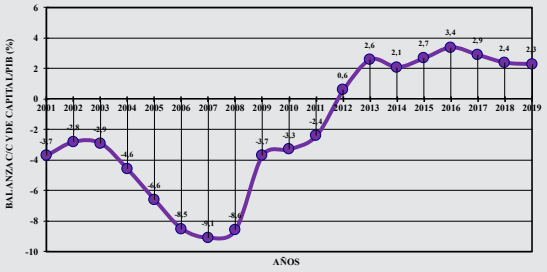
a) El salario mínimo: principales consecuencias

Si un país posee una mano de obra escasamente cualificada, los procesos productivos están poco automatizados y las manufacturas fabricadas son completamente estándar, sus trabajadores tendrán una baja productividad. En este caso, aunque la legislación laboral obligue a establecerlo, una sustancial parte de la población será pobre, pues el poder adquisitivo proporcionado por el salario mínimo será reducido.

Por el contrario, dicho salario puede desarrollar una importante función en las naciones donde la principal causa de pobreza no es una baja productividad media de los asalariados, sino una distribución de la renta cada vez más desigual. En las últimas décadas, es lo que ha sucedido en numerosos países occidentales.

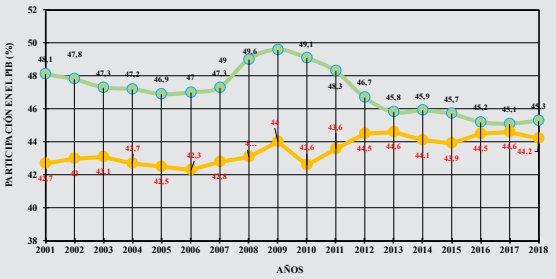
Una tendencia favorecida por el dispar acceso de la población a las nuevas tecnologías, la mayor libertad de movimientos de capital, una fiscalidad que prima la imposición indirecta sobre la directa y la progresiva des-sindicalización de los trabajadores.

Figura 27. Capacidad o necesidad de financiación / PIB* (2001 - 2019)



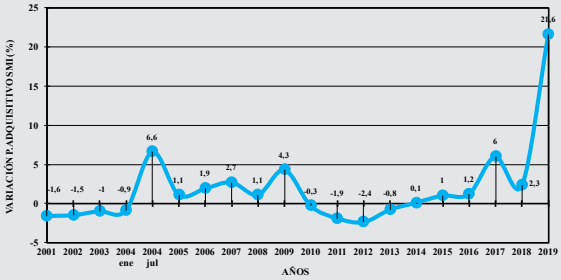
Fuente: Banco de España
*media anual

Figura 28. Participación en el PIB de los salarios y los beneficios (%) (2001 – 2019)



Fuente: INE

Figura 29. Variación del poder adquisitivo del SMI* (1997 - 2019)



Fuente: Elaboración propia
*media anual

El salario mínimo reduce la desigualdad mediante dos mecanismos: la fijación de un suelo a la retribución percibida en la economía oficial y el denominado efecto arrastre. Por regla general, éste genera una importante correlación entre sus subidas y las obtenidas por funcionarios y asalariados del sector privado. Si aquél sube, es casi imposible que los demás bajen. No obstante, los de los dos últimos colectivos suelen aumentar en una menor magnitud.

Así pues, el indicado salario puede constituir un dique de contención a la disminución de la participación de las remuneraciones de los trabajadores en la renta nacional y al aumento de los beneficios empresariales. En España, no lo ha sido debido a las escasas o nulas subidas experimentadas en el período 2012 – 2016 y al establecimiento de una legislación laboral muy favorable a las empresas (véase la figura 28).

A pesar de ello, su inexistencia no necesariamente implica que un país tenga una elevada desigualdad en la distribución de la renta, ni un menor salario medio ni un mayor número de pobres. Entre los 28 países que forman parte de la Unión Europea, solo 6 no lo poseen: Dinamarca, Suecia, Finlandia, Austria, Italia y Chipre. Los 4 primeros destacan por lo contrario de lo indicado.

En estos últimos, la retribución media de los trabajadores se sitúa claramente por encima de la media europea, la desigualdad en la distribución de la renta es más baja y existe una Administración que dispone de muchos medios para reducir la pobreza. Las claves de su éxito son una gran productividad, una elevada presión fiscal y una legislación que protege la posición de los sindicatos en las negociaciones laborales.

b) ¿Quién debería establecer el salario mínimo?

Desde mi perspectiva, el salario mínimo anual no debería ser establecido en base a razones de índole política, sino a través de un acuerdo entre los representantes de los empresarios y los trabajadores. El gobierno tendría que estar obligado a asumir la cifra resultante. No obstante, si aquéllos no son capaces de llegar a un consenso sobre su importe, el ejecutivo sería quien decidiría de manera unilateral su cuantía.

El anterior protocolo generalmente no se ha seguido en España. En bastantes ocasiones, el gobierno de turno ha oído a las organizaciones empresariales y sindicales más representativas, pero no las ha escuchado. Debido a ello, las subidas establecidas han respondido más a motivos ideológicos o de oportunidad política que a los laborales.

Dichas razones son las que explican que, en una etapa de gran bonanza macroeconómica, los gobiernos de Aznar redujeran en un 5,3% el poder adquisitivo del salario mínimo. También que entre 2008 y 2011, un período de crisis, los de Zapatero lo aumentaran en un 4,3% (véase la figura 29).

c) ¿Por qué está justificado un salario mínimo?

En definitiva, la existencia de dicho salario está justificada porque un mercado de trabajo, basado exclusivamente en la oferta y la demanda, es incapaz de asegurar un nivel de vida digno a los trabajadores laboralmente menos capacitados.

La confluencia de ambas aseguraría una tasa de paro prácticamente nula, pero también un salario medio que ocultaría una gran diferencia entre lo que perciben unos y otros. Además, aquél sería extremadamente variable. En los períodos expansivos y recesivos, subiría y bajaría más, respectivamente, que si el país tuviera un salario mínimo fijado por ley.

Para proteger a los trabajadores, pero especialmente a los más vulnerables, la Administración debe establecer dicho salario. No obstante, no lo debe hacer en base a motivos políticos o ideológicos, sino principalmente de coyuntura de mercado laboral. Por dicha razón, es esencial que quiénes lo determinen, mediante la negociación colectiva, sean las patronales y los sindicatos.

La existencia de un salario mínimo está justificada porque un mercado de trabajo, basado solo en oferta y demanda, es incapaz de asegurar un nivel de vida digno a todos los trabajadores.

La fijación de dicho salario puede convertirse en un gran instrumento para ganar votos y hacer políticas populistas. No es el caso actual de España, aunque sí ha sido muchas veces el de numerosos países de América Latina.

La subida de 900 a 950 € (véase la figura 30) hubiera constituido un gran éxito tanto en la forma como en el fondo, al ser acordado mediante una negociación entre las partes, mejorar el nivel de vida de los que perciben las retribuciones más bajas y perjudicar relativamente poco al empleo. No obstante, las repercusiones económicas de la Covid – 19 han cambiado dicha percepción y han convertido aquélla en excesiva.

C) EMPLEO

1) El empleo en 2019: mejor de lo que parece

En 2019, el número de puestos de trabajo creados en España ascendió a 402.300 (véase la figura 31). Una cifra sustancialmente inferior a los 566.200 del ejercicio anterior. En el último año, el empleo creció al menor ritmo interanual (2,1%) de la actual etapa expansiva, iniciada en 2014 (véase la figura 32). Por tanto, a simple vista, la coyuntura del mercado laboral constituyó una pequeña decepción.

No obstante, si se analizan minuciosamente los datos, el diagnóstico cambia. Desde dicho prisma, su evolución fue bastante buena, aunque peor que la observada en los años anteriores. Los principales motivos fueron los siguientes:

1) **La generación de empleo superó al crecimiento del PIB.** En términos interanuales, el primero (2,1%) aumento tres décimas más que el segundo (1,8%). Una constatación de la gran facilidad que tiene el país para crear ocupación con casi cualquier nivel de incremento del PIB y también de las características del actual modelo económico.

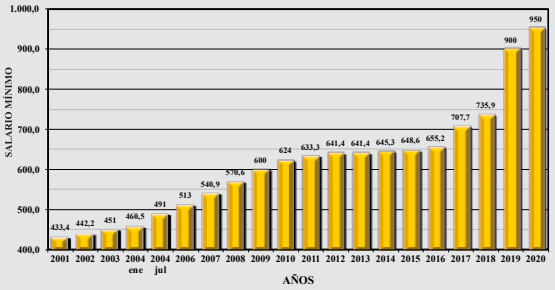
Éste posee como prioridad la generación de empleo. Una prelación completamente en línea con la opinión de los españoles. En el barómetro de enero del CIS, el paro era su principal preocupación (36,8%), muy por encima de los problemas políticos (10,9%) o de índole económica (6,4%).

No obstante, el plus del crecimiento del empleo respecto al PIB tiene una negativa contrapartida: la caída de la productividad. Ésta generalmente conlleva una disminución de la competitividad internacional de nuestras empresas. Una reducción que es posible evitar si las compañías consiguen bajar los costes laborales por unidad producida o, de manera diferenciada respecto a las empresas extranjeras, los precios de las materias primas y los productos intermedios.

2) **Una creación de ocupación virtuosa.** El año pasado, hubo elecciones municipales, autonómicas y generales (dos veces). A pesar de ello, el empleo creció bastante más en el sector privado (2,2%) que en el público (1,3%). Una coyuntura inversa a la de 2018 (véase la figura 33).

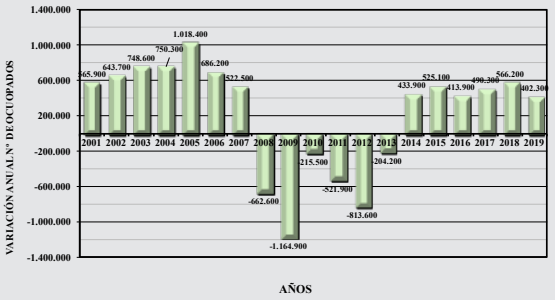
Durante el penúltimo ejercicio, el ritmo de generación de ocupación en el primer sector (2,7%) fue muy inferior al advertido en el segundo (4,4%). Unas cifras que en gran medida explican por qué la creación de empleo en 2018 (566.200) superó a la observada en

Figura 30. Salario mínimo en España (2001 – 2020)



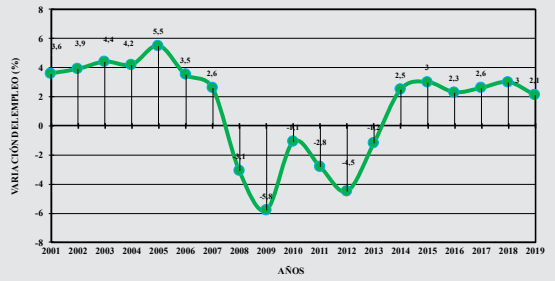
Fuente: Ministerio de Trabajo

Figura 31. Variación anual del nº ocupados en España (2001 – 2019) (en miles)



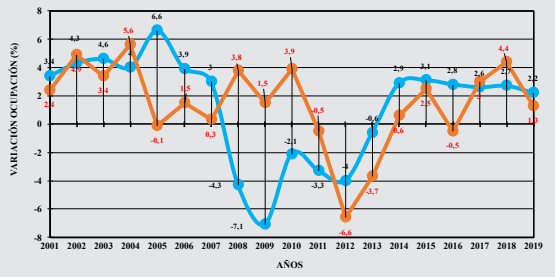
Fuente: EPA (4º trimestre)

Figura 32. Variación del empleo en España (%)* (2001 - 2019)



Fuente: Ministerio de Trabajo
* diciembre versus diciembre

Figura 33. Variación de la ocupación en el sector privado y público (2001 – 2019)



Fuente: Ministerio de Trabajo
*media anual

2015 (525.100), a pesar de que en éste el PIB creció 1,4 puntos más (2,4% versus 3,8%).

3) **Una mayor calidad del empleo.** La nueva ocupación es de mayor calidad si proporcionalmente los empleos indefinidos crecen más que los temporales y los trabajos a jornada completa lo hacen por encima de los de tiempo parcial.

En la última etapa expansiva, el pasado ejercicio fue el único en que se destruyó ocupación temporal (21.600 puestos de trabajo). Sin duda, una mala noticia en materia de generación de empleo. No obstante, constituyó una buena en términos de calidad, si las empresas optaron por ofrecer a sus nuevos trabajadores contratos fijos en lugar de temporales.

Aparentemente, es lo que sucedió durante el pasado ejercicio. El anterior dato, al ser opuesto al de 2018 (se generaron 167.300 empleos temporales), permitió un crecimiento de la ocupación indefinida en 2019 (414.200) superior a la obtenida dos años atrás (363.700).

La mayor calidad de los puestos de trabajo generados también queda patente al analizar el ritmo de creación de la ocupación a tiempo parcial y completo. En 2019, la primera (1,7%) creció por debajo de la segunda (2,1%), mientras que en el ejercicio anterior (3,2% versus 2,9%) lo hizo por encima.

4) **La ocupación solo descendió en la agricultura.** El empleo creció en todos los sectores, excepto en la agricultura. En ésta, la caída alcanzó los 31.700 puestos de trabajo y fue principalmente consecuencia de una considerable reducción de precios de numerosos productos agrícolas y ganaderos, debido a un elevado exceso de oferta. El resultado fue una disminución de la renta agraria en un 8,6%. Un importe anual nada habitual.

A pesar de la guerra comercial entre EE.UU y China y sus negativos efectos sobre el comercio internacional, la industria nacional creó 55.400 puestos de trabajo netos. Un dato francamente positivo, pues en la mayoría de los países fue el sector más afectado por la desaceleración de la economía mundial.

En el sector de la construcción, el empleo únicamente aumentó en 4.000 personas. Un escaso incremento fruto de la exigua inversión pública en obra civil y el menor dinamismo de la edificación de viviendas. En 2019, el número de pisos iniciados creció solo un 5,2%, una cifra muy inferior al 26,7% del año anterior.

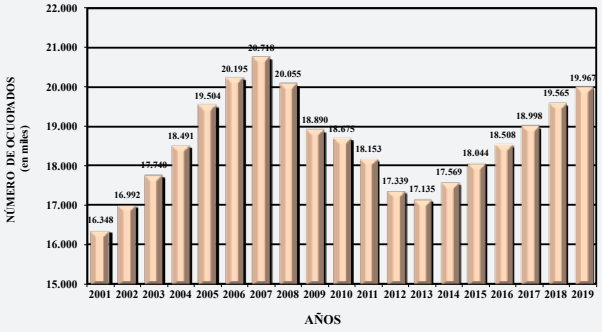
Al igual que sucedió en los ejercicios anteriores, la mayor parte de la nueva ocupación fue generada por el sector servicios (93,1% y 374.600 puestos de trabajo). Una dependencia superior a la del año anterior (75,6%), pues en 2018 la agricultura (4.900) y, especialmente, la construcción (136.300) tuvieron una mejor evolución.

En definitiva, el ejercicio de 2019 constituyó un buen año para el empleo, aunque peor que los anteriores. Destacó por la calidad del generado, el escaso aumento advertido en el sector público, la destrucción de ocupación en la agricultura y el aumento de la dependencia respecto al creado en el sector servicios.

A finales del ejercicio, el número de ocupados ascendía a 19.966.900 (véase la figura 34). Por tanto, casi rozaba los 20 millones, se situaba a un nivel parecido al del 4º trimestre de 2008 y a 786.500 empleos del récord histórico conseguido en el 3º período de 2007 (20.753.400). Un nivel que la economía española presumiblemente alcanzaría en los meses finales de 2021. No obstante, la aparición de la Covid – 19 retrasará dicho logro como mínimo dos años y medio.

Finalmente, constituyó un ejercicio donde quedó claro que, aunque la coyuntura internacional sea desfavorable, el empleo también puede crecer con un gobierno más escorado hacia la izquierda. En la pasada etapa expansiva, el promedio anual de puestos de traba-

Figura 34. Número de ocupados en España (2001 – 2019) (en miles)



Fuente: EPA (4º trimestre)

jo creados bajo la presidencia de Pedro Sánchez (484.250) supera hasta el momento los generados por Rajoy en los años anteriores (465.800).

2) ¿La derogación de la reforma laboral provocará una caída del empleo?

En gran medida, la generación de empleo está ligada a las variaciones del PIB. Sea casi cuál sea la legislación laboral, si éste desciende o aumenta muy poco, la ocupación disminuye. En cambio, si crece a un ritmo igual o superior al 2,5%, el número de asalariados incrementa.

No obstante, si la economía está en una fase expansiva, la regulación del mercado de trabajo puede estimular o desalentar la creación de empleo. Cuando más favorable sea a los intereses de las empresas, más fácil es que suceda lo primero. En cambio, cuando más proteja a los trabajadores, mayores posibilidades existen que tenga lugar lo segundo.

a) ¿Es una pócima mágica la reforma laboral del PP?

Los empresarios están contentos con la legislación si ésta favorece sus posiciones en las negociaciones con los sindicatos, facilita la contratación temporal de trabajadores y la subcontratación, permite cambiar de forma unilateral sus horarios y funciones, bajarles el salario si la empresa va mal o menos bien, despedirles incurriendo en un escaso coste o aplicarles subidas salariales inferiores a las realizadas por la mayoría de las empresas del sector.

Una gran parte de las anteriores medidas están incluidas en la reforma laboral del PP de 2012. Una legislación que, a través de la contención de los salarios y las mayores facilidades para contratar y despedir, pretendía generar en las etapas de expansión económica el mayor número de puestos de trabajo posibles para cada nivel de incremento del PIB.

Sin embargo, cuando la economía está en recesión y el PIB cae, las anteriores ventajas ofrecidas a los empresarios son contraproducentes, pues favorecen un mayor y más rápido descenso de la ocupación. Al ser más fácil y barato despedir, aquéllos actúan de forma más expeditiva. No solo son despedidos en seguida los trabajadores temporales, sino también bastantes de los indefinidos. Ahora, el coste de prescindir de unos y otros es más similar que cuando la legislación protege en mayor medida a los asalariados.

La estrategia adoptada por las empresas es de lógica pura. Ante una coyuntura donde los ingresos disminuyen de forma abrupta, la reducción de costes de personal es su respuesta más rápida y eficiente para mantener el nivel de beneficios o evitar entrar en pérdidas.

La facilitación de los despidos agudiza la recesión. El principal motivo es una más elevada disminución del gasto de las familias, pues en la mayoría de los países ésta es la variable que más influye en el PIB. Una caída basada en el descenso de la renta de los hogares con nuevos desempleados y en el incremento del ahorro, provocado por el miedo a caer en el paro, de muchos en los que todos sus miembros conservan el empleo.

Así pues, entre 2014 y 19, la reforma laboral ayudó a generar un mayor incremento de la ocupación. No obstante, en 2012 y 2013, también es cierto que impulsó una más elevada destrucción de empleo. Sin embargo, en el primer período, la principal causa fue una magnífica coyuntura económica internacional y, en el segundo, la aplicación de las políticas de austeridad.

A pesar de ello, si la reforma laboral del PP fuera similar a una pócima mágica, tal y como indican algunos economistas liberales, la ocupación en 2012 y 13 hubiera aumentado. La realidad es que en dicha etapa se destruyeron 1.017.800 puestos de trabajo.

La anterior legislación puso mucho énfasis en la generación de ocupación, pero casi nada en su calidad. A sus ideólogos no les importaba que el empleo creado tuviera una duración de días o semanas, fuera una significativa parte del mismo a tiempo parcial (en 2018 España era el quinto país de la Unión Europea con mayor porcentaje de subempleo – véase la figura 35 -) o que el salario percibido por muchos trabajadores les impidiera vivir dignamente.

Entre 2014 y 19, una etapa en la que el PIB aumentó un 2,6% anual, dicha reforma contribuyó decisivamente a que los trabajadores casi no ganaran poder adquisitivo. Durante dicho período, el incremento de la remuneración media anual de los asalariados (0,87%) fue escasamente superior al promedio de la tasa de inflación (0,6%).

b) La derogación de la reforma laboral y el nivel y calidad del empleo

En definitiva, la derogación, parcial o total, de la reforma de 2012 no constituirá la principal causa del aumento o disminución de la ocupación en los próximos años. Cualquier nueva legislación, por sí sola, no genera un incremento o descenso de la demanda de bienes, siendo ésta la primordial explicación de la creación o destrucción de empleo, respectivamente.

Tal y como ha sucedido en los últimos años, la principal importancia la tendrán el nivel de crecimiento de la economía mundial, la evolución del precio del petróleo, el tipo de cambio del euro, la política monetaria del BCE y la fiscal del gobierno español.

No obstante, si tal como parece, las nuevas normas favorecen los intereses de los trabajadores y perjudican los de las empresas, en las etapas expansivas, a igualdad de incremento del PIB, el empleo crecerá en los próximos años menos de lo que lo hizo entre 2014 y 2019. Sin embargo, en los períodos recesivos, la destrucción será menor que en 2012 y 2013.

A pesar de ello, el principal reto del próximo gobierno es generar ocupación de calidad. Por ésta, entiendo una de carácter estable y bien retribuida. Las normas laborales pueden colaborar decisivamente a lograrla. No obstante, si ayudan a aumentar los salarios muy por encima de la productividad, el número de empleos generados será bastante inferior al deseable.

Por tanto, es necesaria la realización de políticas activas de ocupación que permitan mejorar la cualificación de los trabajadores y su productividad. En la actualidad, éstas están transferidas a los servicios públicos de empleo de las Comunidades Autónomas y son muy deficientes. Ni son capaces de aumentar significativamente la empleabilidad de los trabajadores ni de ofrecerles un puesto de trabajo (solo generan aproximadamente el 2% de los contratos firmados). Su reforma es un paso imprescindible.

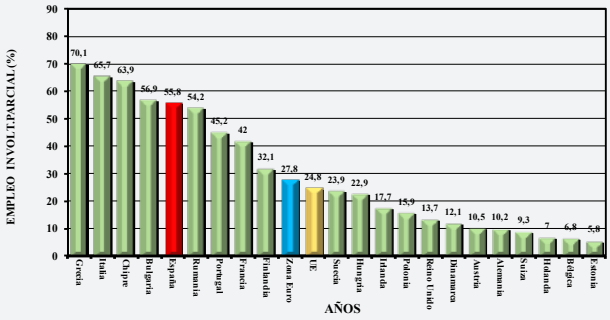
En resumen, el principal reto del nuevo gobierno es mejorar la calidad del empleo, sin perjudicar significativamente el ritmo de creación. No obstante, es evidente que hay una relación inversa entre la primera y la segunda variable.

D) COYUNTURA ECONÓMICA: EL PRÓXIMO FUTURO

1) Deflación y recesión

Desde la perspectiva española, la crisis de la Covid – 19 ha tenido hasta el momento tres fases: su irrupción y extensión en China, su llegada masiva a Italia y la declaración del estado de alarma en nuestro país. En cada una de ellas, las consecuencias sobre el PIB han sido diferentes y cada vez más negativas.

Figura 35. Empleo a tiempo parcial involuntario en Europa (%) (2018)



Fuente: EUROSTAT

Es necesaria la realización de políticas activas de ocupación que permitan mejorar la cualificación de los trabajadores y su productividad.

a) Primera fase

En la primera, el impacto estimado era únicamente de unas décimas. Así lo creía la agencia de rating Standard's & Poor's, quién en su informe del 4 de marzo indicó que creceríamos un 1,3% en 2020, en lugar del 1,7% inicialmente previsto por ella. Las repercusiones tendrían un carácter más indirecto que directo, pues nuestro país tiene una gran dependencia de la economía europea, pero relativamente escasa de la mundial.

De manera directa, España era uno de los países menos afectados por la disminución de la actividad económica en China. Los principales motivos son las escasas exportaciones de bienes realizadas (el 2,9% del total en 2019), un comparativamente reducido uso de sus importaciones como productos intermedios y una pequeña proporción de turistas recibidos (inferior al 1%).

El sector más afectado sería la industria debido a la falta de componentes en algunos sectores. Entre los más perjudicados estarían la electrónica, informática, farmacéutica y automovilística. No obstante, el mayor volumen de importaciones procedente del país asiático es de manufacturas textiles, una categoría que pertenece a los productos acabados.

b) Segunda fase

En la segunda, la repercusión aumentaba notablemente. Las razones serían tres: la enfermedad afectaba a uno de los países con los que tenemos una mayor relación económica, las principales Bolsas mundiales empezaban a caer en picado y el miedo a su extensión en España provocaba cambios en los patrones tradicionales de gasto de familias y empresas.

El primer motivo proviene de que el país transalpino es el tercer destino de nuestras exportaciones de bienes (el 8% en 2019 - véase la figura 36 -) y el cuarto que más turistas nos aporta (un 3,5% - véase la figura 37 -). Además, es una de las naciones preferentes donde se instalan nuestras empresas cuando quieren invertir en el extranjero y, viceversa.

El segundo supuso que los inversores tomaran conciencia de que la enfermedad ya no era un problema regional, sino que tenía alcance mundial. Paradójicamente, el índice bursátil S & P 500 alcanzó su máximo histórico el 19 de febrero (3.386,15 puntos), una fecha en la que la afección ya estaba extendida por todas las provincias chinas.

En la nueva coyuntura, un elevado número de inversores cambió su estrategia y adoptó una más conservadora. Recogió plusvalías, vendió acciones y bonos de los países con mayor riesgo y de las compañías con peor *rating*. Esta última actuación aumentó considerablemente los tipos de interés a sufragar por empresas con algunos problemas de solvencia. Una situación que puede llevarlas a la quiebra, si no disponen de líneas de crédito preferenciales y ayudas gubernamentales.

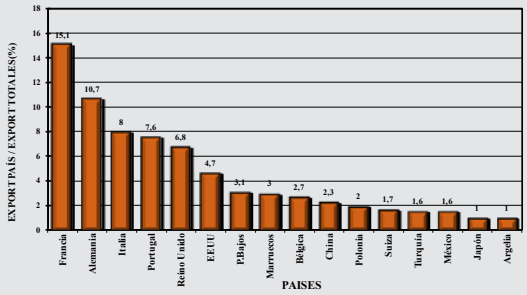
También puede conllevar la desaparición de numerosas *start ups*, la mayoría de carácter tecnológico, al serles imposibles conseguir financiación. Todo lo contrario de lo que sucedía hace unos pocos meses. Durante el pasado año, los inversores valoraron más la expectativa de rentabilidad proporcionada que el riesgo incurrido y muchas compañías pudieron fácilmente conseguir el capital requerido. Ahora, ponderan más el segundo factor que el primero.

El tercer problema repercutió especialmente sobre dos sectores: turismo y transporte. El primero es el que más pesa en el PIB (12,3% en 2018) y el segundo, junto con la logística, uno de los cinco que más lo hace. Además, aumentó la prudencia de familias y empresas. Los hogares disminuyeron un poco la compra de bienes duraderos (viviendas, electrodomésticos, mobiliario, etc.) y las compañías aplazaron o descartaron algunas de las inversiones previstas.

c) Tercera fase

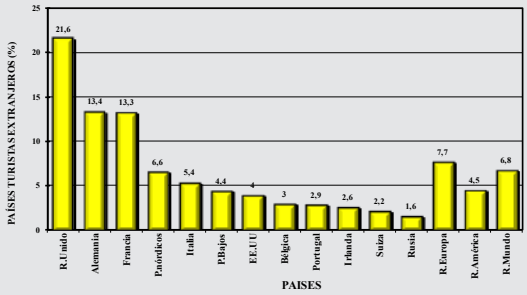
La declaración del estado de alarma ha supuesto la paralización de una gran parte del país. Los efectos sobre la oferta de bienes han sido considerables y se han trasladado a la demanda. Su disminución provocará un elevado aumento del paro, la pérdida de una gran parte de los ingresos habituales de muchos autónomos y la desaparición de algunas pymes.

Figura 36. Destino de las exportaciones de bienes de España (2019)



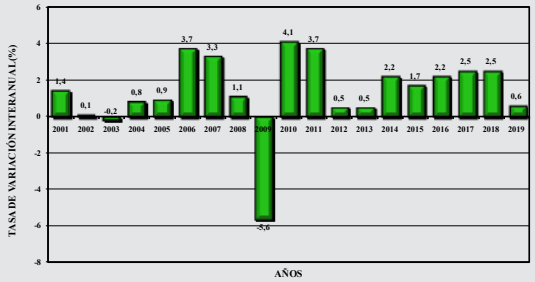
Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitvidad

Figura 37. Procedencia de los turistas extranjeros (2019)



Fuente: FRONTUR, INE

Figura 38. Evolución del PIB de Alemania (2001 – 2019)



Fuente: EUROSTAT

Debido a las anteriores razones, España entrará en recesión. En el 1º trimestre, el PIB caerá y lo seguirá haciendo en el segundo, pues muy probablemente la suspensión de numerosas actividades económicas supere los 15 días inicialmente previstos. Además, el regreso a los niveles del PIB del 4º trimestre de 2019 muy probablemente será lento, si no se toman medidas urgentes y valientes por parte de la Administración.

El cierre temporal de numerosas empresas, unido a una operatividad al ralentí de otras, provocará una gran reducción del gasto de las compañías. La restricción de los movimientos de la población, la pérdida temporal o definitiva del empleo actual de muchas personas y el miedo al futuro hará que las familias también disminuyan significativamente el suyo.

La disminución de la demanda del sector privado invertirá la tendencia habitual de los precios. En lugar de aumentar, se reducirán. Una caída a la que contribuiría una gran bajada de los de las materias primas, especialmente el petróleo y sus derivados. Una disminución provocada por la reducción de las compras a nivel mundial y las discrepancias sobre el volumen adecuado de la oferta entre Rusia y Arabia Saudita. En el mes de abril, como muy tarde, la tasa de inflación ya será negativa.

d) Deflación y recesión: ¿por qué ahora la salida de la crisis será más rápida?

En resumen, el nuevo coronavirus va a provocar que nuestro país padezca recesión y deflación. Una de las peores coyunturas económicas que existen. No obstante, desde la década de los 30 del pasado siglo, los economistas tenemos una magnífica medicina para salir con éxito de ella. Implica tipos de interés negativos, una gran disponibilidad de liquidez para familias y empresas y un elevado gasto de la Administración (un nuevo *New Deal*).

Para llevar dicho plan a la práctica, la preocupación no está en los políticos españoles, sino principalmente en los alemanes. En 2010, nos obligaron a practicar la austeridad en el gasto público y prolongaron artificialmente durante tres años el período de crisis. Espero y deseo que hayan aprendido la lección.

Antes de la llegada de la enfermedad, Alemania no estaba mejor que España. Así, en el último lustro, nosotros crecimos un promedio anual de ocho décimas más que ellos (2,6% versus 1,8%). Por tanto, la coyuntura actual es muy diferente de la que existía una década atrás. Además, es muy probable que el nuevo coronavirus afecte a la economía de las dos naciones de una forma similar.

En 2010, el país germano creció un 4,2% (véase la figura 38), mientras que el nuestro solo lo hizo un 0,1%. El primero no había padecido la explosión de una burbuja inmobiliaria y había orientado con gran éxito su economía hacia las exportaciones, cada vez más dirigidas a las naciones emergentes. La buena evolución de las ventas al exterior constituía la clave de un crecimiento tan elevado y de las magníficas perspectivas que tenían sus dirigentes. Unas expectativas que no se confirmaron en los años posteriores.

Debido a los anteriores motivos, probablemente esta vez la salida de la crisis será mucho más rápida que en la última ocasión. La Administración intervendrá en una elevada medida, lo hará enseguida, tanto la española como la europea, y la banca contribuirá decisivamente a la mejora de la economía mediante un gran incremento de sus préstamos, especialmente a las empresas.

Por tanto, a una caída abrupta del PIB, le seguirá una recuperación contundente. Una coyuntura que ya observaremos en 2021, un período en el que el crecimiento económico en España superará el 3,5%.

Evolución de los precios de la vivienda en el mundo

Por Joan Alujas

1) Introducción

El índice de precios mundiales de la vivienda del FMI, que es un promedio simple de los precios de la vivienda en 57 países, ha superado ya en 2019 su nivel previo a la crisis. Por este motivo, cabe preguntarse si es hora de volver a preocuparse por una posible caída mundial de los precios de la vivienda. En contraste con ciclos anteriores, en los últimos años la mayoría de los auges no obedecen a un fuerte crecimiento del crédito y algunas de las alzas de precios de la vivienda, particularmente en las ciudades, se deben a limitaciones en la oferta. En este sentido, el FMI ha resaltado en los últimos años la incidencia que han tenido las restricciones de la oferta en algunas ciudades de Australia y Canadá, así como en países europeos como Alemania, Francia, Países Bajos y el Reino Unido. Por otro lado, los reguladores nacionales e internacionales están más atentos a la supervisión de los incrementos de precios de la vivienda y al uso de políticas de carácter macroprudencial para evitar riesgos sistémicos si fuera necesario. No obstante, hay que tener en cuenta el aumento paulatino de la sincronía internacional en la evolución de los precios de la vivienda y un estrechamiento de la dispersión debido al proceso de globalización económica y financiera de las últimas décadas.

A la hora de analizar la evolución de los precios de la vivienda en el mundo se pueden distinguir tres grupos de países:

- El primer grupo se caracteriza por una fuerte caída de los precios durante la crisis financiera global y que no han recuperado aún el nivel previo a la misma, como es el caso de Grecia, Rumanía, Irlanda Chipre, España e Italia.

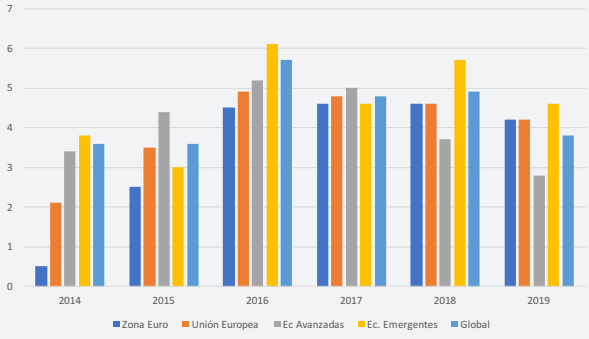
- El segundo grupo es el compuesto por aquellos países en los que la caída de los precios durante la crisis fue nula o bastante modesta y que han registrado un fuerte repunte en los últimos años. Ejemplos de este grupo son Australia, Austria, Canadá, Chequia, China, Colombia, India, México y Nueva Zelanda.

- El tercer grupo se caracteriza por un claro repunte desde 2014 y que consigue superar el nivel de precios anterior a la crisis, tras haber experimentado una drástica caída entre 2007 y 2013. Es el caso entre otros de Dinamarca, Eslovenia, Estonia, Letonia, Lituania, Países Bajos, Portugal y Estados Unidos.

2) Evolución de los precios de la vivienda por áreas geográficas

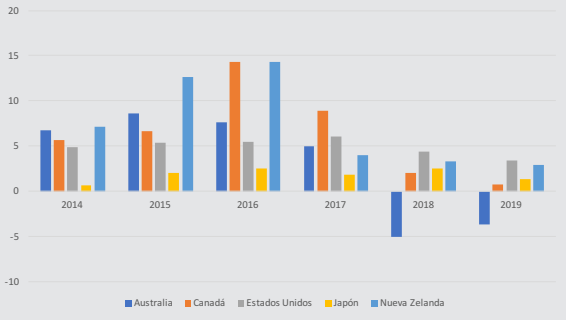
El crecimiento de los precios de la vivienda a partir de 2014 se acelera a nivel global con un alza media del 4,4% entre 2014 y 2019 y una subida acumulada del 26%. Por áreas geográficas, el mayor aumento se registra en las economías emergentes con una media del 4,6%, destacando la subida del 6,1% en 2016. En las economías avanzadas los precios crecen de media el 4%, aunque se desacelera en los dos últimos años registrando una subida de solo el 2,8% en 2019. En consecuencia, el aumento acumulado es mayor en las emergentes (28% frente al 24%). Por lo que respecta a Europa, cabe señalar las diferencias entre el conjunto de la Unión Europea y la Zona Euro. En la primera, el aumento es del 4% de media en el período analizado y similar al de las economías avanzadas. En cambio,

Figura 1. Variación del precio de la vivienda en las principales áreas del mundo



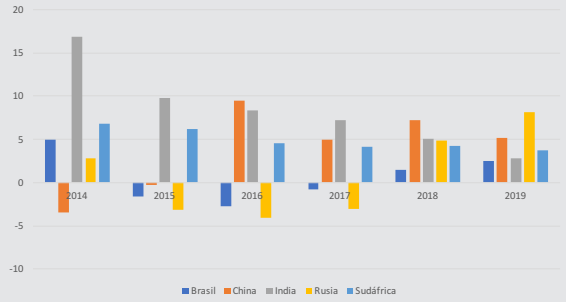
Fuente: OCDE

Figura 2. Variación del precio de la vivienda en Economías Avanzadas no europeas



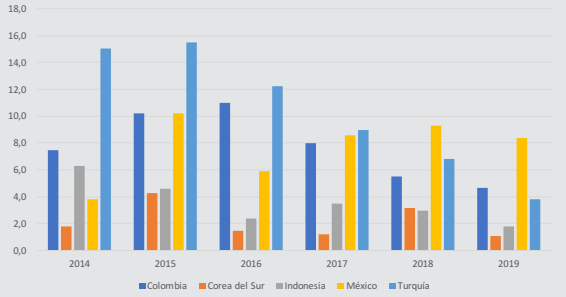
Fuente: OCDE

Figura 3. Variación del precio de la vivienda en las Economías Emergentes (I)



Fuente: OCDE

Figura 4. Variación del precio de la vivienda en las Economías Emergentes (II)



Fuente: OCDE

en la Zona Euro se registra una menor subida, sobre todo al principio, aunque a partir de 2017 el comportamiento es casi idéntico (figura 1). El resultado es un incremento acumulado del 24,1% en la UE frente al 20,8% en la Zona Euro durante el período analizado.

Entre las economías avanzadas no europeas, destacan Canadá y Nueva Zelanda con un incremento medio del 6,4% y del 7,4% respectivamente, aunque el aumento se concentra especialmente entre 2014 y 2016, registrándose una notable desaceleración a partir de 2017, sobre todo en Canadá. Por el contrario, Japón es el país que registra el menor aumento, un 1,85% de media en el período analizado. El peor comportamiento en los dos últimos años ha tenido lugar en Australia con una caída de casi el 9%. La evolución más regular se registra en Estados Unidos con una subida media del 5%, aunque se desaceleran los precios en 2018 y 2019 como también ocurre en el resto de economías avanzadas (figura 2). El mayor aumento acumulado entre 2014 y 2019 se registra en Nueva Zelanda con un 44,2%, mientras que la menor subida se la anota Japón con solo un 10,7%.

La evolución de los precios de la vivienda en las economías emergentes presenta realidades dispares. Turquía es el país que registra el mayor crecimiento, un 10,4% de media entre 2014 y 2019. India, Colombia y México registran aumentos alrededor del 8%. La diferencia es que en este último los precios crecen más entre 2017 y 2019, al contrario de lo que sucede en los otros dos países. En el otro extremo Brasil y Rusia son los que se anotan la peor evolución con una subida media inferior al 1% en el período analizado, aunque se han recuperado en los dos últimos años, especialmente Rusia que en 2019 registra uno de los mayores incrementos de las economías emergentes. Por otro lado, en China los precios incrementan a partir de 2016, situándose en 2019 entre los países con un mayor aumento y con una subida media del 3,9% entre 2014 y 2019. El comportamiento más regular tiene lugar en Sudáfrica con un incremento medio del 4,9%. Finalmente, cabe señalar que Corea del Sur e Indonesia registran un aumento moderado de los precios, del 2,2% y 3,6% respectivamente. En este último se registra una clara desaceleración desde 2017, registrando junto a Corea las menores subidas de todas las economías emergentes en 2019. Precisamente en este año se produce una desaceleración de los precios de la vivienda en todas las economías emergentes a excepción de Rusia y Brasil (figuras 3 y 4). En consecuencia, el resultado a nivel acumulado entre 2014 y 2019 muestra unos incrementos superiores al 62% en Turquía y alrededor del 50% en India, Colombia y México. Por el contrario, Brasil y Rusia registran los menores aumentos acumulados con un 3,9% y un 5,6% respectivamente.

En China los precios incrementan a partir de 2016, situándose en 2019 entre los países con un mayor aumento y con una subida media del 3,9% entre 2014 y 2019.

En conjunto, en 2019 se registra una moderación del incremento de los precios en la mayoría de los países de la Zona Euro excepto en Eslovaquia, Estonia y especialmente en Grecia, que se anota una subida del 9% después de años de caídas.

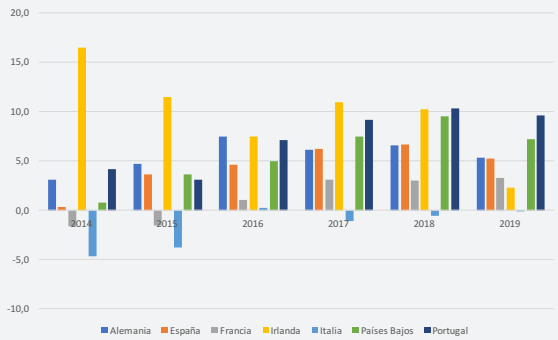
En los países de la Zona Euro destacan los aumentos de los precios de la vivienda en Irlanda con una subida media del 9,8% y en Portugal y Estonia con subidas superiores al 7% en el período 2014-2019. No obstante, en Irlanda se produce una notable desaceleración en 2019 con un aumento de tan solo el 2,3%. Por el contrario, el peor comportamiento se registra en Italia con una caída del 1,7% de media seguido de Grecia con una variación nula de los precios durante el período analizado. En general los países del Este presentan una mejor evolución de los precios de la vivienda, a excepción de Eslovenia donde el aumento medio se queda en el 3,7%. Por otro lado, Francia y Finlandia los precios se mantienen casi planos debido a la evolución registrada entre 2014 y 2016, ya que a partir de 2017 se recuperan, sobre todo en el caso francés. Alemania, España y Países Bajos se sitúan en un nivel intermedio con subidas que van desde el 4,4% de media en el caso español hasta el 5,6% en los otros dos países. En conjunto, en 2019 se registra una moderación del incremento de los precios en la mayoría de los países de la Zona Euro excepto en Eslovaquia, Estonia y especialmente en Grecia, que se anota una subida del 9% después de años de caídas (figura 5 y 6). El mayor incremento acumulado se registra en Irlanda con casi el 59%, mientras que en el otro extremo se encuentra Italia con una caída acumulada del 10% entre 2014 y 2019.

La evolución de los precios de la vivienda en los países de la Unión Europea que no forman parte del Euro presenta claras diferencias. Por un lado, Chequia, Suecia y especialmente Hungría registran entre 2014 y 2019 un incremento medio de los precios de la vivienda superior a la media de la UE. Además, en el caso de Hungría la subida en 2019 es la mayor de todo el período analizado. Por otro lado, Dinamarca y Reino Unido tienen un comportamiento similar, registrando una subida media del 4,5% y del 4,8% respectivamente, aunque en ambos países se observa una clara desaceleración en 2019. Polonia registra la menor subida media entre 2014 y 2019 (3,9%), pero la evolución de los precios es ascendente alcanzando en 2019 un incremento del 8,7%, muy por encima del 1% registrado en 2014 (figura 7). En consecuencia, el mayor incremento acumulado en el período analizado se registra en Hungría con un 72%, seguida de Chequia con un 43,2%. Por el contrario, el aumento más moderado se lo anota Polonia con un 23,6%.

El análisis de la evolución de los precios de la vivienda en el caso de la Unión Europea se completa con la distinción entre vivienda nueva y vivienda usada. La principal evidencia es que en más de la mitad de los países el crecimiento de los precios de la usada es superior al de la nueva en el período 2015-2019. No obstante, las diferencias en la mayoría de los países son inferiores al 10%. En Bélgica, Bulgaria y Francia el crecimiento es casi idéntico en ambos tipos de vivienda. Por el contrario, en Dinamarca, Croacia y Portugal se registran las mayores diferencias siempre favorables a la vivienda usada (alrededor del 15%). En el otro extremo, destaca Suecia con un crecimiento del precio de la vivienda nueva un 13% superior al de la vivienda usada, seguida de Finlandia con una diferencia del 8%. Entre los grandes países de la UE la diferencia es favorable a la vivienda usada en el caso de Alemania, mientras que el aumento de precio en el Reino Unido es mayor en la vivienda nueva. En España el crecimiento es un 4% mayor en el caso de la vivienda nueva en relación a la usada, 29% frente al 24% en el período analizado (figura 8).

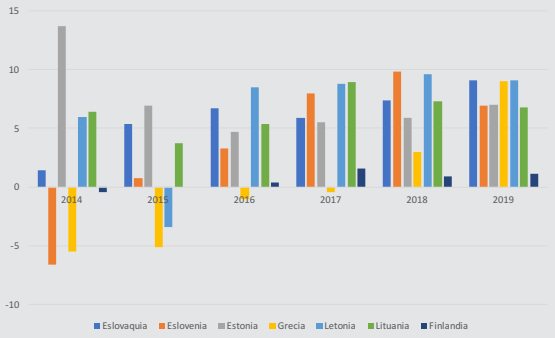
Los países con un mayor crecimiento en los precios de la vivienda nueva entre 2015 y 2019 son Hungría, Letonia, Chequia y Países Bajos. En los dos primeros el crecimiento en el caso de la vivienda usada es aún más elevado, registrando Hungría los mayores aumentos, tanto en la vivienda nueva como en la usada (60% y 67% respectivamente). Chequia, Irlanda, Portugal y Eslovaquia completan el grupo de países con mayor crecimiento en el precio de la vivienda usada con aumentos que van desde el 35% al 45%. Por contra, los países con un menor crecimiento de los precios de la vivienda nueva son Croacia, Finlandia e Italia con aumentos inferiores al 10%, especialmente en este último donde los precios suben solo el 2,2% en el período 2015-2019. En el caso de la vivienda usada los creci-

Figura 5. Variación del precio de la vivienda en la Zona Euro (I)



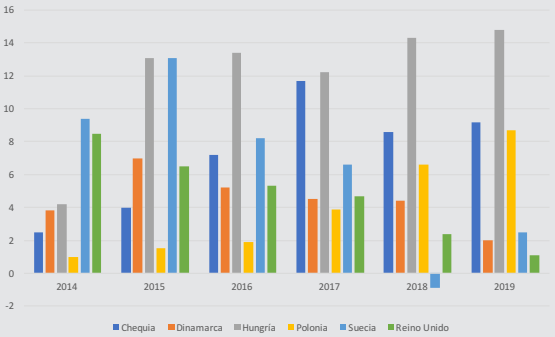
Fuente: Eurostat

Figura 6. Variación del precio de la vivienda en la Zona Euro (II)



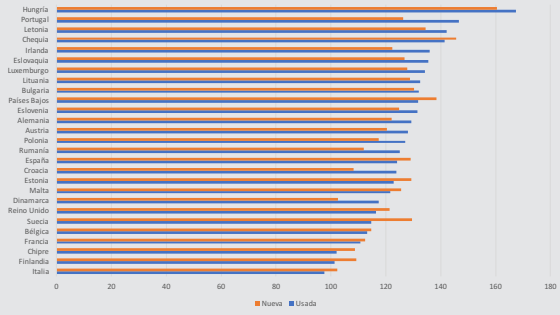
Fuente: Eurostat

Figura 7. Variación del precio de la vivienda en la Unión Europea



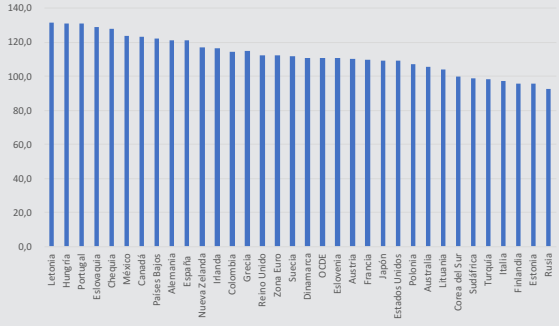
Fuente: Eurostat

Figura 8. Crecimiento del precio de la vivienda nueva y usada (2019, 2015=100)



Fuente: Eurostat

Figura 9. Crecimiento del precio de la vivienda en relación a las rentas de alquiler (2019, 2015=100)



Fuente: OCDE

mientos más moderados se registran también en Finlandia, además de Chipre, mientras que Italia es el único país que se anota una caída en el precio de la usada entre 2015 y 2019 (figura 8). A pesar de las diferencias entre países, la media en el crecimiento de los precios en la Unión Europea solo difiere en tres puntos porcentuales entre la vivienda nueva y la usada (23% frente al 26%).

3) Precios de la vivienda versus rentas de alquiler

Una de las principales limitaciones que presenta el análisis del mercado de la vivienda de alquiler es la ausencia de un índice de precios oficial de los nuevos contratos, índice que, idealmente, debería ajustar los precios del alquiler para tener en cuenta las características del inmueble arrendado. La evolución del componente de alquileres del IPC es el que utiliza Eurostat para proporcionar datos de los países de la UE. Este índice incorpora información sobre las renovaciones periódicas y las extensiones de contratos, así como los cambios en el precio cuando cambia el inquilino. No obstante, no incluye información de las nuevas viviendas que pasan a formar parte del mercado de alquiler, así como acerca de sus características en comparación con las que estaban ya en el mercado con anterioridad.

Los precios de la vivienda han crecido más rápido que los alquileres en la mayoría de los países tomando como base el año 2015 según los datos de la OCDE y teniendo en cuenta la limitación señalada. El mayor crecimiento diferencial se registra en Letonia, Hungría, Portugal, Eslovaquia y Chequia con alrededor de un 30% por encima los precios de venta en relación a las rentas de alquiler. Por otra parte, hay países con un crecimiento similar en ambas variables como Corea del Sur y Sudáfrica y otros como Italia, Finlandia, Estonia y Rusia donde las rentas de alquiler crecen más que los precios de la vivienda entre 2015 y 2019. En el caso de España el crecimiento diferencial es de un 21% favorable a los precios de venta, situándose por encima de la media de la OCDE y de la Zona Euro (figura 9).

A la hora de explicar el crecimiento de los precios de la vivienda en relación a las rentas de alquiler cabe distinguir diversas situaciones. En primer lugar, los países donde el crecimiento de los precios y de las rentas es similar se registran diferencias en la magnitud. En el caso de Corea del Sur el crecimiento es moderado, mientras que en Sudáfrica se sitúa en el 20% y en Turquía es muy elevado en ambas variables (alrededor del 48%). En segundo lugar, las diferencias son mucho más reducidas en los países donde el crecimiento de las rentas de alquiler es superior al de los precios de la vivienda en comparación con los países donde los precios crecen más que las rentas. Además, en los primeros y a excepción de Estonia, las rentas de alquiler crecen de forma moderada, especialmente en Italia con un aumento de solo el 1,3% entre 2015 y 2019.

En el caso de España el crecimiento diferencial es de un 21% favorable a los precios de venta, situándose por encima de la media de la OCDE y de la Zona Euro.

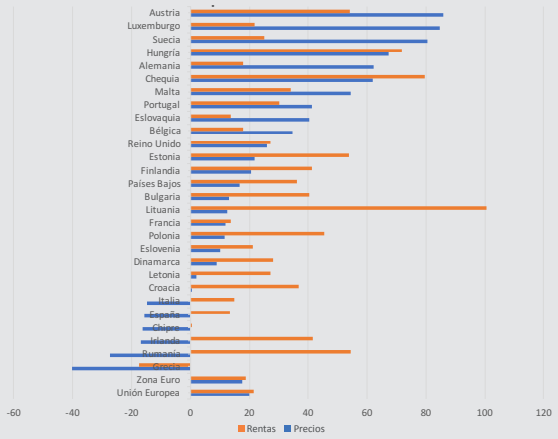
El mayor crecimiento en los precios de la vivienda a partir de 2015 se registra en Hungría, Turquía, Letonia, Portugal, y México con subidas entre el 40% y el 60%. En el otro extremo encontramos a Finlandia, Corea del Sur y Rusia con leves aumentos y a Italia con una pequeña caída de los precios. En el caso de España el crecimiento es del 25%, situándose cerca de la media de la OCDE y claramente por encima de la media de la Zona Euro. Por otro lado, las rentas de alquiler crecen especialmente en Turquía, Estonia, Hungría y Lituania con aumentos entre el 28% y el 48%. Por el contrario, en España, Australia, Eslovaquia, Italia y Francia se registran los menores incrementos, por debajo del 4%, mientras que en Japón y sobre todo en Grecia se reducen las rentas. En último término, cabe señalar que en el caso de los precios de venta la mayoría de los países registra aumentos por encima del 20%, mientras que en las rentas de alquiler más de la mitad se sitúan por debajo del 10%.

Si tenemos en cuenta las variaciones de los precios de la vivienda y de las rentas de alquiler a largo plazo en los países de la Unión Europea, la situación es bastante diferente a la analizada para el período 2015-2019. Entre 2007 y 2019 se registra un aumento medio de las rentas de alquiler ligeramente superior al de los precios de venta (21,5% frente a 19,9%). En la Zona Euro la diferencia es algo menor, pero también favorable a las rentas.

En primer lugar, las rentas de alquiler aumentan en todos los países de la UE con la excepción de Grecia, donde se registra una caída del 17,5% y de Chipre, en el que apenas hay variación. El mayor incremento se lo anota Lituania donde entre 2007 y 2019 las rentas se duplican, seguido de Chequia y Hungría con subidas superiores al 70%. Por otro lado, Austria, Estonia y Rumanía registran aumentos algo superiores al 50%. En el otro extremo se sitúan Eslovaquia, Francia, España e Italia con incrementos de las rentas de entre el 13% y el 15% (figura 10).

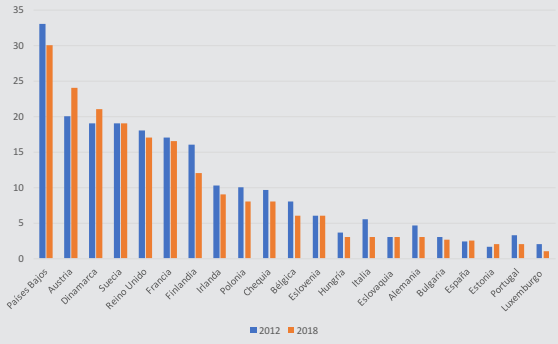
En segundo lugar, la variación de los precios de la vivienda es positiva en la mayoría de los países de la UE excepto en Grecia, Rumanía, Irlanda, Chipre, España e Italia, donde se registran caídas en el período analizado y en Croacia con una variación casi nula. Especialmente abultadas son las bajadas del precio en Grecia y Rumanía (40% y 27% respectivamente). En España la caída es del 15,7%, lo que contrasta con la subida de las rentas de alquiler en

Figura 10. Variación del precio de la vivienda y de las rentas de alquiler (2007 - 2019)



Fuente: Eurostat

Figura 11. Porcentaje de viviendas de alquiler social



Fuente: Housing Europe

un 13,5% entre 2007 y 2019. Las mayores variaciones en los precios se registran en Austria, Luxemburgo y Suecia, con aumentos por encima del 80%. Por otro lado, Hungría, Alemania y Chequia se anotan incrementos superiores al 60%. En sentido contrario, la menor variación se registra en Letonia y Dinamarca con aumentos por debajo del 10% (gráfico 10).

Finalmente, cabe señalar que en la mayoría de países de la Unión Europea (veinte de veintiocho) las rentas de alquiler aumentan por encima de los precios de la vivienda entre 2007 y 2019. Las mayores diferencias se registran en Lituania y Rumanía con más de 80 puntos porcentuales, seguido de Irlanda con casi 60 pp. Por el contrario, el menor diferencial (inferior a 5 pp.) lo encontramos en Francia, Reino Unido y Hungría. Por otro lado, entre los países con un aumento de precios superior al de las rentas destacan Luxemburgo y Suecia con una diferencia de alrededor de 60 puntos porcentuales (figura 10).

4) Vivienda pública: el alquiler social

En los países de la Unión Europea se observa desde 2007 una tendencia al crecimiento de la población que reside en régimen de alquiler. Dicha evolución se explica fundamentalmente por el incremento del alquiler a precios de mercado que ha compensado la caída del alquiler inferior al precio de mercado o gratuito, que incluye tanto el alquiler subsidiado por el sector público como las cesiones gratuitas de vivienda. Aun así, la proporción de personas que residen en viviendas de alquiler apenas supera el 30% de media en la UE, destacando Alemania y Austria con porcentajes por encima del 45%. En el otro extremo, se sitúan Eslovaquia, Hungría, Polonia, Estonia y Bulgaria con una proporción inferior al 20%.

La vivienda social generalmente se identifica con el alquiler social en la mayoría de países, aunque también comprende la provisión de viviendas asequibles en propiedad, como es el caso de España, Chipre y Grecia. Dadas las dificultades en la identificación estadística del *stock* de propiedad de una vivienda "social" a nivel internacional, el tamaño relativo del sector generalmente se ilustra con datos sobre el *stock* de alquiler social como proporción del *stock* total de viviendas.

El análisis de la importancia del alquiler social nos muestra que hay tres países que destacan a por encima del resto, Países Bajos, Austria y Dinamarca, con porcentajes entre el 20% y el 30% del *stock* de viviendas en 2018. La mayoría de los países registran una proporción de viviendas en alquiler social inferior al 10%. En España el porcentaje de vivienda en alquiler social es de los más bajos de la Unión Europea con un 2,5% en 2018. Este hecho se explica porque la política de vivienda ha priorizado históricamente el acceso a la vivienda protegida de compraventa. Por otro lado, si nos fijamos en la variación de la proporción de alquiler social entre 2012 y 2018, solo Austria y Dinamarca registran un claro aumento de la misma. Por el contrario, en la mayoría de países se reduce, especialmente en Finlandia, Países Bajos e Italia. En cambio, Suecia, Eslovenia y Eslovaquia se mantienen sin variación alguna, mientras que España y Estonia registran ligeras fluctuaciones en el peso del alquiler social en su *stock* de viviendas (figura 11).

La vivienda social generalmente se identifica con el alquiler social en la mayoría de países, aunque también comprende la provisión de viviendas asequibles en propiedad, como es el caso de España.

El mercado de la vivienda de propiedad (I)

Por Gonzalo Bernardos

1) EL MERCADO RESIDENCIAL EN 2019

a) Un mercado inmune a la desaceleración

En 2014, empezó la recuperación del mercado Residencial y, por primera vez en la actual década, aumentó el precio de la vivienda (un 1,8% - véase la figura 1 -). Además, las transacciones se dispararon, al crecer un 21,7% (véase la figura 2). Un espectacular crecimiento basado principalmente en el clásico "efecto rebote", pues 2013 constituyó un pésimo ejercicio, en el que las compraventas alcanzaron el menor nivel del siglo XXI (300.478 unidades).

En el primer año indicado, el número de viviendas vendidas fue muy similar al de 2012 (365.621 versus 363.623), siendo el último un período caracterizado por una gran contracción económica, al bajar el PIB un 3%. Asimismo, durante 2014, en diez comunidades autónomas el precio de los pisos siguió disminuyendo o aumentó en un porcentaje inferior al 1%.

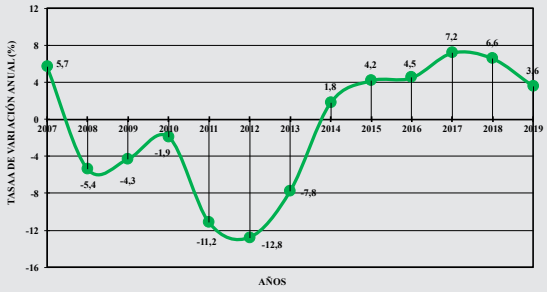
Por tanto, dicho ejercicio supuso un período de transición entre una larga crisis inmobiliaria y una nueva fase expansiva. Una etapa iniciada en 2015 y finalizada en 2019, debido a las negativas repercusiones económicas generadas por la Covid – 19.

En el siguiente año, a diferencia de 2014, la mejora del mercado de la vivienda ya fue palpable en la mayoría de las ciudades españolas. Así lo demuestran el aumento del precio de venta y de las transacciones. El primero alcanzó el 4,5% y superó con holgura a la tasa de inflación (0%). El crecimiento de las segundas se quedó a una décima de los dos dígitos (9,9%).

En 2016, la economía entró en una fase de desaceleración, una coyuntura que se extendió hasta 2019. No obstante, en la etapa 2016 – 2018, la nueva situación no perjudicó al mercado residencial, pues continuó en expansión e incluso ésta acentuó su ritmo. La anterior paradoja es explicada por cuatro motivos: las características de la desaceleración económica, la existencia de una gran demanda embalsada, unos tipos de interés muy bajos y unos precios de la vivienda asequibles en la mayor parte de los municipios del país.

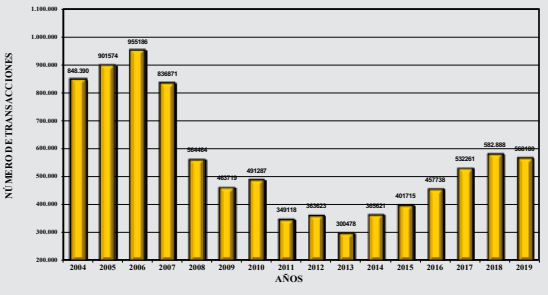
La primera tuvo un carácter muy suave, al incrementar el PIB una media del 2,8% durante el período señalado. Sin duda, una cifra muy estimable para un país desarrollado. La segunda fue consecuencia de una considerable reducción de las ventas durante la larga crisis económica advertida entre 2008 y 2013. La tercera constituyó el resultado de una política monetaria ultraexpansiva, que llevó al BCE a fijar su principal tipo de interés de referencia en el 0% y a la

Figura 1. Variación anual del precio de la vivienda (2007 – 2019)



Fuente: INE

Figura 2. Número de transacciones de viviendas (2004 – 2019)



Fuente: Ministerio de Fomento

facilidad marginal de depósito en el -0,4% (en septiembre de 2019 bajó al – 0,5%).

Finalmente, la cuarta característica la certifica el grado de esfuerzo necesario para la adquisición de una vivienda. Un ratio que indica si la vivienda está cara o barata en base a la media de los ingresos familiares, el precio de los pisos, el tipo de interés hipotecario y el plazo inicial de devolución de la hipoteca. Así, mientras en el período 2005 – 2011 aquél se situó por encima del 35% (en 2008 alcanzó el 51,2%), entre 2016 y 18 siempre estuvo por debajo del 31,5% (véase la figura 3).

Un ejemplo de la inmunidad del mercado residencial a la desaceleración económica lo ofreció 2018. Durante dicho año, el crecimiento del PIB solo ascendió al 2,4%, un nivel significativamente inferior al 3,8% de 2015. Sin embargo, el precio de la vivienda aumentó un 6,6% (el segundo mayor nivel de la década) y las transacciones lo hicieron en un 9,5%.

b) La desaceleración afecta al mercado residencial

1) Las principales causas

En cambio, en el pasado año, dicha desaceleración sí que afectó al mercado de la vivienda. A pesar de ello, éste siguió en expansión, aunque ya de forma muy atenuada, pues el precio de los pisos aumentó un 3,6% y las compraventas disminuyeron un 2,5%. Al anterior factor, le acompañaron tres más: el elevado importe de venta de los inmuebles en las dos principales capitales del país, el aumento de la incertidumbre económica generada por un gobierno en funciones durante muchos meses y la entrada en vigor de la nueva ley hipotecaria (16 de junio de 2020).

Un norma que ofrece más garantías a los compradores en las transacciones y, para cumplir con dicha finalidad, otorga al notario un papel más importante en el proceso de adquisición de una vivienda. No obstante, alarga la tramitación de la operación. Antes, el período de tiempo transcurrido entre la concesión de la hipoteca y la firma de la compraventa ante el fedatario público difícilmente superaba el mes; en cambio, ahora, puede prolongarse hasta alcanzar casi los dos.

Además, en el período inmediatamente posterior a su entrada en vigor, el trasvase de información entre las oficinas bancarias y los notarios no fluyó con la rapidez deseada. Un problema generado por la utilización de distintas plataformas informáticas por parte de unos y otros. Ambos efectos en el segundo y tercer trimestre condujeron a una disminución de las transacciones en un 7,3% y 6,2%, respectivamente. Una evolución contraria a la observada en el primero y cuarto, pues en ellos aquéllas aumentaron un 2,1% y 1,4%.

2) Un análisis por autonomías

El análisis por autonomías nos permite advertir una evolución del mercado residencial muy diferente en los dos últimos años. En 2019, el aumento del precio de venta superó a la media nacional en nueve comunidades (véase la figura 4). Entre ellas, destacaron especialmente las que no tenían ninguna ciudad con más de 300.000 habitantes, siendo éste el caso de Castilla – León, La Rioja, Asturias y Galicia. En cambio, en 2018 solo hubo dos de los anteriores territorios que lo lograron: Madrid y Catalunya (véase la figura 5).

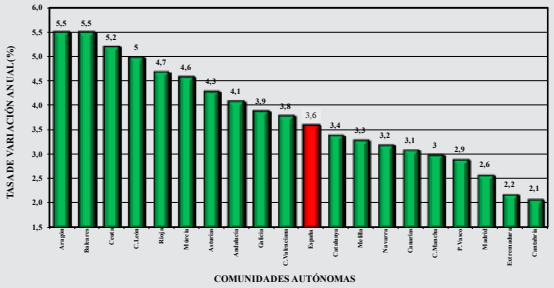
Una evolución propia del conocido principio de la mancha de aceite. Éste indica que la recuperación del mercado empieza en las grandes ciudades y se traslada progresivamente a sus periferias y al resto del país. En dicho desplazamiento, si no existen importantes diferencias en el *stock* de viviendas sin vender, primero se benefician las capitales medianas (entre 300.000 y 800.000 habitantes) y luego las pequeñas.

Cuando estas últimas se convierten en el motor del mercado residencial, la etapa expansiva ha llegado a su madurez, especialmente si en las grandes metrópolis el precio disminuye o sube menos que la tasa de inflación. No obstante, dicha etapa puede alargarse y volver los buenos tiempos a las ciudades más pobladas, si en los siguientes años el crecimiento del PIB supera claramente el de los anteriores, los tipos de interés hipotecarios bajan significativamente o incrementa en gran medida el número de inmigrantes.

Figura 3. Grado de esfuerzo bruto sobre la renta de las familias (2001 – 2019)

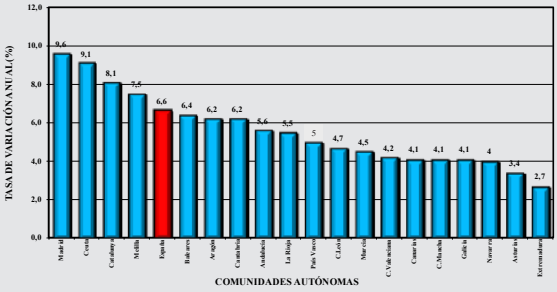
Fuente: Banco de España

Figura 4. Variación precio de la vivienda por comunidades autónomas (2019)



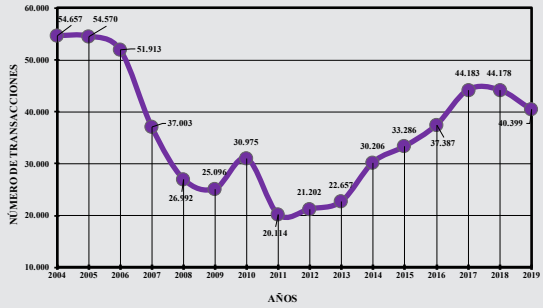
Fuente: INE

Figura 5. Variación precio de la vivienda por comunidades autónomas (2018)



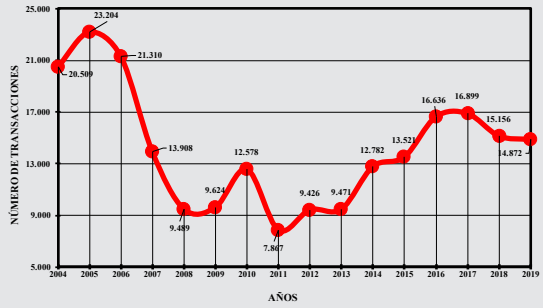
Fuente: INE

Figura 6. Número de transacciones de vivienda en Madrid (2001 – 2019)



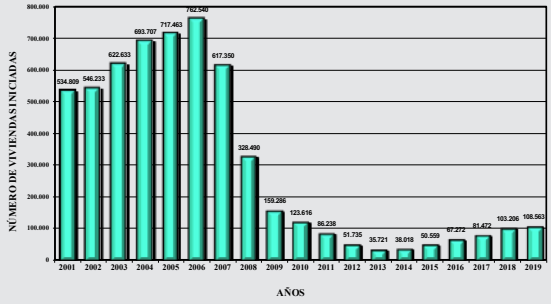
Fuente: Ministerio de Fomento

Figura 7. Número de transacciones de vivienda en Barcelona (2001 – 2019)



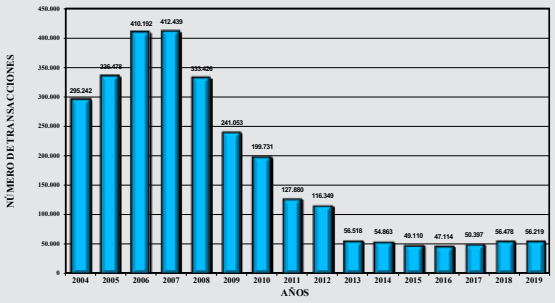
Fuente: Ministerio de Fomento

Figura 8. Número de viviendas iniciadas (2001 – 2019)



Fuente: Ministerio de Fomento

Figura 9. Número de transacciones de viviendas nuevas (2004 – 2019)



Fuente: Ministerio de Fomento

En la pasada fase expansiva, la evolución del mercado de la vivienda en el último año fue considerablemente diferente a la de los precedentes, mientras que hace dos se comportó de una manera muy similar a ellos. Entre 2015 y 2017, Madrid, Catalunya y Baleares fueron las únicas comunidades donde la subida del precio superó a la de la media nacional. Las tres constituyeron los principales motores de la recuperación del mercado, especialmente sus capitales y la periferia próxima de las dos primeras.

No obstante, en 2019, y especialmente en el segundo semestre, las dos urbes más pobladas del país ya ofrecieron síntomas de que en 2020 una ligera recesión sustituiría a la expansión observada en los años anteriores. Una expectativa que ha quedado completamente desvirtuada por la irrupción de la Covid – 19, que convertirá una presumible liviana contracción de la actividad inmobiliaria en una gran recesión.

3) La evolución en Barcelona y Madrid

En el último año, según Idealista, el precio de la vivienda usada en Madrid aumentó un 1,3%. Un incremento basado en mayor medida en una errónea expectativa de los propietarios (el importe de venta seguirá al alza) que en la evolución de los de cierre de las transacciones, pues dicho portal inmobiliario solo refleja la tendencia de los precios de oferta. Una interpretación corroborada por la disminución en un 8,6% de las compraventas (véase la figura 6), al pasar éstas desde 44.178 a 40.399 unidades.

En el caso de Barcelona, la bajada del importe de venta fue del 2,5%. Al igual que en la capital de España, el mercado se comportó peor en el segundo trimestre que en el primero. No obstante, la contracción de las operaciones únicamente alcanzó el 1,9% (véase la figura 7), al descender desde 15.156 a 14.872 unidades.

En materia de transacciones, la menor caída observada en la capital catalana merece un análisis más detallado. No viene generada por un mercado que evoluciona mejor que en la madrileña, sino que es consecuencia de su peor comportamiento relativo en 2017 y 2018. En dichos años, la coyuntura política tuvo una negativa influencia sobre el mercado residencial de la primera, pero no de la segunda.

El ratio población / ventas demuestra el anterior argumento. Dicho cociente nos indica que cuanto menor es su valor, mayor dinamismo tiene un mercado. En 2019, para Madrid y Barcelona se situó en 80,8 y 110, respectivamente. Así, mientras que en la primera se necesitaban 80,8 habitantes para realizar una venta, en la segunda eran imprescindibles 110.

Una explicación alternativa nos diría que en la capital de España en 2019 se vendieron 2,72 veces más viviendas que en la catalana (40.399 versus 14.872 unidades), teniendo la primera el doble de población que la segunda (3.266.126 versus 1.636.126).

4) Las viviendas iniciadas y vendidas

El pasado año, la actividad constructora continuó operando al ralentí. Según el Ministerio de Fomento, las viviendas iniciadas alcanzaron las 108.383 unidades, un 5,2% más que en 2018 (véase la figura 8). Es la mayor cifra del pasado período de expansión, pero únicamente supone el 14,2% del máximo histórico observado en 2006 (762.540).

Después de cuatro buenos años inmobiliarios, en el último ejercicio las empresas promotoras solo edificaron el 49,6% de los inmuebles construidos en 1991 (218.706), el primero de la serie histórica. Un período en el que el número de habitantes fue un 17,7% inferior al de 2019. Por tanto, en ambos se empezó a construir una vivienda por cada 179 y 438 habitantes, respectivamente. En términos relativos, en 1991 se iniciaron 137% más pisos que durante el pasado año.

Durante el último lustro, una oferta tan escasa ni vino explicada por una exigua demanda ni por un cambio de preferencias de los compradores. De modo general, si la ubicación y la superficie son similares, la mayoría de las familias prefieren adquirir una vivienda nueva a una usada. Los motivos principales son tres: prestaciones complementarias (zona ajardinada, piscina, etc.), menor desgaste de los elementos comunes del inmueble y apta para entrar inmediatamente a vivir (no necesita ninguna reforma).

La decisión por una u otra depende en gran medida del importe de venta. En las grandes ciudades del país, los pisos nuevos son preferidos a los usados si el plus del precio por m^2 se sitúa por debajo del 20%. En cambio, sucede al revés, si aquél supera el 25%.

En el pasado año, las viviendas nuevas vendidas llegaron a las 56.219 unidades (véase la figura 9) y representaron el 9,9% del total (véase la figura 10). Una cuantía y una cuota muy exiguas si las comparamos con las alcanzadas en 2006 (410.192 y 42,9%). No se vendieron más porque la oferta fue escasa y una significativa parte de ella tenía un precio excesivamente elevado.

Esta última estaba destinada al segmento de alto *standing* y, en especial, a los compradores extranjeros. Unos adquirentes que en 2019 disminuyeron sus compras en Barcelona y Madrid y provocaron una importante reducción del ritmo de venta de numerosas promociones, pues el comprador español suele considerar caro aquello que el extranjero estima como barato o a precio adecuado.

c) ¿Por qué es tan escasa la oferta de vivienda nueva?

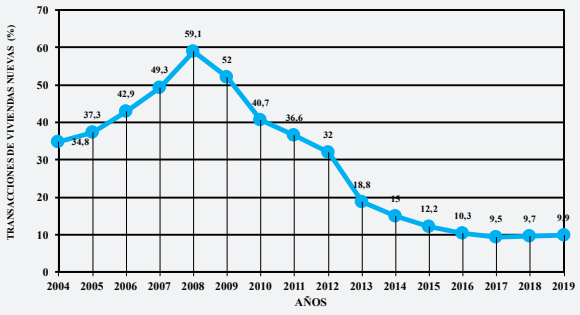
En relación a la pasada década, los principales motivos de la escasa oferta en el último quinquenio fueron tres: la desaparición de numerosos promotores, la reducida capacidad financiera de la inmensa mayoría de los pequeños y la casi nula disposición de los bancos a concederles un préstamo para la adquisición de suelo.

1) La desaparición de numerosos promotores

La explosión de la burbuja inmobiliaria provocó la desaparición de un gran número de las empresas dedicadas a la promoción de viviendas. Casi únicamente sobrevivieron las que tenían un escaso endeudamiento o un pequeño número de inmuebles pendientes de venta a finales de 2007.

Una vez regresada la bonanza, muchas de las desaparecidas no han podido volver al mercado, al no disponer ni de la materia prima ni del capital suficiente para adquirirla. Otras si poseen suelo finalista, pero éste se sitúa en una ubicación donde la empresa tiene muy difícil conseguir sus dos principales propósitos: obtener beneficios y vender todas las viviendas ofrecidas.

Figura 10. Transacciones de viviendas nuevas (%) (2004 – 2019)



Fuente: Ministerio de Fomento

La mayoría de las que han vuelto a la actividad han conseguido nuevas aportaciones de fondos de los antiguos socios o han captado dinero de terceros. No obstante, el número de compañías creadas es muy inferior al de las desaparecidas y el nivel de inversión de la mayor parte de ellas es notablemente más reducido.

En la actualidad, las empresas promotoras se agrupan en tres diferentes ligas: primera, segunda y tercera. La inicial está formada por compañías que empiezan más de 500 viviendas al año. Sus principales accionistas generalmente son entidades financieras o grandes constructoras españolas y fondos de inversión extranjeros. También pertenecen a este selecto grupo algunas que gestionan grandes proyectos en diversos municipios del país en los que los anteriores fondos han financiado la compra de suelo.

La siguiente agrupación está integrada por empresas que realizan entre 100 y 500 pisos cada ejercicio. Muchas tienen un origen familiar, poseen propiedades edificables desde hace bastantes años y recientemente han comprado suelo finalista o han conseguido convertir a éste, terrenos anteriormente calificados como rústicos o industriales.

La tercera liga la forman las promotoras pequeñas, las que producen menos de 100 viviendas al año. Es la más numerosa, ya que está integrada por más del 95% de las empresas que se dedican a la actividad. Casi todas entregan menos de 30 unidades en cada ejercicio. Su capacidad de compra depende de la liquidez disponible y ésta del número de inmuebles recientemente entregados a sus nuevos propietarios.

Casi ninguna de ellas puede permitirse adquirir suelo urbanizable, pues su compra implicaría inmovilizar una significativa parte de su capital durante un largo período de tiempo. Para ganar tamaño, necesitan rotar lo más rápido posible los fondos disponibles, una pretensión que dificulta la exigencia de los bancos de un elevado nivel de preventas, si aquéllas pretenden que éstos les financien la construcción del inmueble.

2) Las nuevas reglas de la colaboración entre bancos y promotores

En las dos últimas décadas, las características de la colaboración entre bancos y empresas promotoras han variado notablemente. Los principales cambios hacen referencia a la financiación para la adquisición de suelo y a la exigencia de preventas para otorgar un crédito para la construcción de un inmueble.

En los años de generación de la pasada burbuja, las entidades aceptaban financiar la compra de suelo finalista en un porcentaje que normalmente oscilaba entre el 50% y 100% de su precio. No obstante, entre enero de 2004 y junio de 2007, la etapa de mayor frenesí, a algunas grandes compañías no les hizo falta invertir un solo euro en la indicada adquisición, pues unas pocas cajas y bancos incluían el IVA resultante de la operación en la cuantía del préstamo. Por el contrario, en los últimos ejercicios a nadie le financian la totalidad del importe sufragado, a muy pocos la mitad y a la inmensa mayoría ni un solo euro. Un cambio basado en la restitución del principio de prudencia, pues un solar es un activo más ilíquido que una vivienda y su precio en las crisis cae mucho más que el de aquélla.

También ha influido un criterio más selectivo en la concesión de préstamos. Ahora, los bancos no pretenden dar crédito a cualquier promotor, sino únicamente a los que arriesgan su dinero y han tenido éxito en el pasado en la construcción y comercialización de diversos inmuebles.

Hace tres lustros, para financiar entre el 80% y 100% del gasto realizado en la edificación de viviendas, las entidades casi nunca requerían un porcentaje de preventas. En cambio, en la actualidad, es usual exigir un 50%. No obstante, éste puede llegar hasta el 80%, si el banco considera que la promoción tiene un considerable nivel de riesgo, al estar situada en una ubicación donde la demanda potencial es aparentemente escasa.

Ahora, los bancos no pretenden dar crédito a cualquier promotor, sino únicamente a los que arriesgan su dinero y han tenido éxito en el pasado en la construcción y comercialización de diversos inmuebles.

3) Los inconvenientes generados por la nueva ley hipotecaria

La nueva ley hipotecaria dificulta la obtención de financiación para la construcción de un inmueble. Antes de su aparición, si la empresa promotora era solvente, los bancos tenían un notable interés en ofrecerle créditos. El motivo principal no eran los beneficios directamente obtenidos, sino los generados indirectamente.

Los segundos procedían de la subrogación a la hipoteca concedida al promotor por parte de las familias que adquirían las viviendas del nuevo edificio. A través de ella, conseguían nuevos clientes o convertían en más rentables a los que ya lo eran, al poderles colocar un mayor número de productos financieros.

Los adquirentes comparaban las ofertas de otras entidades con el tipo de interés ofrecido por el banco financiador de la promoción. No obstante, este último jugaba con ventaja, pues la subrogación no implicaba el pago por parte del hipotecado de ningún gasto adicional.

En cambio, la elección de una préstamo de otro banco suponía el desembolso inmediato del impuesto de Actos Jurídicos Documentados, gastos de gestoría, notario y registro, así como el importe de la tasación del inmueble. Para una vivienda cuyo precio ascendiera a 300.000 €, comportaba un dispendio adicional de alrededor de 6.000 € (un 2%).

Un importe que habitualmente desincentivaba la búsqueda de una nueva hipoteca, hacía más interesantes las condiciones ofrecidas por la ya vigente y generalmente permitía a la entidad que la había otorgado conseguir la subrogación de un mínimo del 70% de los compradores.

En la actualidad, con la excepción de la tasación, todos los demás gastos relacionados con la concesión de una hipoteca son sufragados por los bancos. Al tener aquélla un importe que normalmente oscila entre 400 y 600 €, su cuantía influye escasamente en la decisión de los compradores sobre si subrogarse al préstamo constituido o contratar uno nuevo.

Por tanto, éstos casi exclusivamente basan su resolución en el tipo de interés ofrecido por unos y otros. Para algunas entidades, poco competitivas a nivel de tipo fijo o con una diferencial sobre el euribor a un año superior a la media del mercado, la tasa efectiva de subrogación se sitúa muchas veces por debajo del 50%.

Un porcentaje que lleva a dichos bancos a considerar escasamente interesante la financiación de la mayoría de nuevas promociones, especialmente si las viviendas construidas no llegan a las diez unidades. Consideran que el riesgo incurrido no compensa los beneficios potenciales generados por el crédito concedido al promotor, la fidelización de antiguos clientes o la obtención de nuevos. Un argumento que dificulta especialmente la financiación bancaria de la actividad de las pequeñas promotoras.

El indicado problema no lo poseen la inmensa mayoría de las medianas y ninguna de las grandes. En los últimos años, la elevada liquidez existente en la Zona Euro, fruto de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, ha hecho que a un gran número de bancos españoles les sobre dinero. Un sobrante que deben prestarlo a otras entidades o depositarlo en el BCE, pagando en ambos casos por ello, pues el tipo de interés del Eonia (euribor a un día) y de la facilidad marginal de depósito tiene signo negativo.

En el contexto señalado, la financiación de una gran promoción les permite colocar una parte de su exceso de liquidez y percibir una remuneración. En la operación, incurren en un bajo riesgo, pues éste queda amortiguado por la exigencia de un porcentaje de preventas y la solvencia contrastada de dichas empresas. En comparación con la pasada década, poseen más fondos propios y un muy inferior ratio de endeudamiento.

Las anteriores operaciones no les proporcionan a los bancos un gran margen de beneficio por euro prestado, pero sí en términos agregados. Les permiten colocar un elevado volumen de crédito incurriendo en un escaso coste de personal, pues lo hacen a través de una única operación. Dicho coste hubiera sido muy superior si el correspondiente importe hubiera sido otorgado en diferentes préstamos a más de un centenar de familias.

En definitiva, la nueva estrategia de las entidades, al no financiar la compra de suelo y exigir un porcentaje importante de preventas, dificulta una rápida rotación del capital de las promotoras, especialmente de las más pequeñas.

Además, la nueva ley hipotecaria perjudica claramente a éstas, pues el banco que ha concedido el crédito al promotor casi no tiene ninguna ventaja respecto a la competencia para colocar sus hipotecas a los nuevos propietarios. El resultado es un escaso interés de algunos en la financiación de la construcción de unas pocas viviendas.

Por tanto, a igualdad de recursos propios, en los últimos años las empresas promotoras han podido iniciar muchas menos viviendas que hace catorce. Una coyuntura que no cambiará si las entidades financieras no varían sus estrategia actual, siendo dicho cambio bastante improbable. Por eso, en relación a los mejores años de la década pasada, su número es muy inferior, especialmente por la desaparición de numerosas pequeñas, y el tamaño medio más grande.

2) UN NUEVO RIESGO PARA LA VIVIENDA: LA "OKUPACIÓN"

En la actualidad, la "okupación" constituye un magnífico negocio. Lo es para muchos que la practican y también para las empresas que reciben el encargo de liberar los pisos "okupados". No obstante, aunque existe desde hace bastantes décadas, únicamente en los últimos años supone una fuente de ingresos para las dos anteriores partes.

Históricamente, la indicada actividad era casi exclusivamente desarrollada por el "movimiento okupa". Tenía como propósito la posesión (entrada y permanencia) de pisos vacíos, cuyo estado de conservación solía ser deficiente. A diferencia de ahora, casi nunca las viviendas nuevas, las recién reformadas o las que cambian de inquilino constituían su objetivo.

Para dicho movimiento, la "okupación" era un acto político. A través de ella, pretendían denunciar la especulación inmobiliaria y la falta de vivienda asequible para los jóvenes. Por regla general, su desalojo implicaba la intervención de un juez, con el apoyo de la policía. El ofrecimiento de dinero a los "okupantes" casi nunca lograba que abandonaran el inmueble.

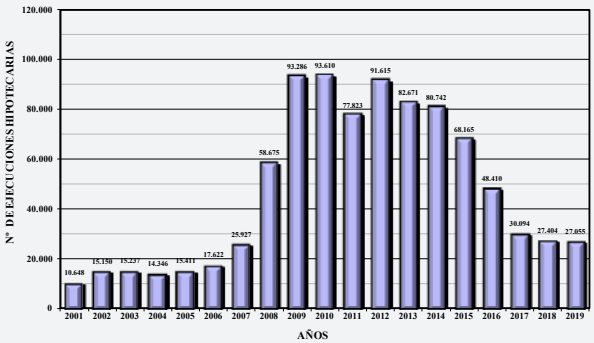
a) La conversión de la "okupación" en un negocio

1) La escasa sensibilidad social de los bancos

Entre 2008 y 2013, un excesivo nivel de endeudamiento, un gran aumento del número de desempleados y una importante reducción del poder adquisitivo de los salarios constituyó un cóctel explosivo que impidió a numerosas familias sufragar las correspondientes cuotas hipotecarias.

En dicha etapa, la sensibilidad social de bancos y cajas fue escasa. Las daciones en pago, acompañadas de un contrato de alquiler de reducido importe, tuvieron un carácter minoritario. Las quitas de deuda aún más. Para evitar los desahucios de los deudores con menos recursos, el gobierno impulsó en marzo de 2012 un Código de Buenas Prácticas Bancarias. Una buena iniciativa que no logró su objetivo, pues tuvo un escaso éxito.

Figura 11. Ejecuciones hipotecarias (2001 – 2019)



Fuente: Consejo General del Poder Judicial

En el período analizado, no hay datos oficiales sobre desahucios, pero sí en relación a las ejecuciones hipotecarias (véase la figura 11). No es lo mismo, pues ni mucho menos todas las segundas se convierten en lanzamientos, pero constituye una razonable aproximación a la magnitud del problema. En 2007, según el Consejo General del Poder Judicial, su número fue de 25.943. En cambio, entre 2008 y 2013, la media ascendió a 82.698. Sin duda, el incremento fue muy notable.

La mayoría de las viviendas desahuciadas, propiedad de las entidades financieras, quedaron vacías, pues aquéllas no fueron capaces de venderlas ni tampoco de encontrar un arrendatario. Ni el personal de las oficinas bancarias, que durante un tiempo intentó venderlas, ni los departamentos creados a tal efecto consiguieron buenos resultados.

En una etapa de recortes de personal, el escaso número de empleados asignados provocó que cada uno de ellos tuviera que gestionar un gran número de inmuebles. En numerosas ocasiones, en lugar de vender o alquilar, tuvieron que dedicarse a “apagar fuegos”. Un ejemplo de la deficiente gestión realizada fue la morosidad generada por bancos y cajas en numerosas comunidades de propietarios.

2) La visión diferente de los ciudadanos

Los desahucios indiscriminados instados por las entidades financieras, la existencia de numerosos pisos vacíos propiedad de ellas y la ola de solidaridad de los españoles con las familias sobre las que más había impactado la crisis económica hicieron que una sustancial parte de los ciudadanos contemplara de una manera diferente las "okupaciones".

En plena recesión económica, la mayoría de los "okupas" no eran jóvenes rebeldes de extrema izquierda, sinos familias que numerosas veces tenían hijos pequeños. La pasada crisis económica hizo que perdieran el empleo y fueron desahuciadas por los bancos. Para evitar vivir en la calle, decidieron "okupar" pisos vacíos. A diferencia del pasado, no formaban parte de un minúsculo grupo social escasamente significativo, sino de uno cada vez más representativo.

Un considerable y creciente número de ciudadanos empatizaba con su nueva situación y cambiaba de opinión acerca de la "okupación". Antes, la inmensa mayoría la consideraba una actividad reprobable; de repente, muchos de ellos la veían con simpatía o comprensión. Consideraban que era reparadora de una injusticia, pues nadie vivía en las viviendas "okupadas", éstas pertenecían a las entidades financieras y sus "okupantes" no disponían del dinero necesario para sufragar un arrendamiento en el mercado libre.

3) La permisividad de los políticos

El escaso parque público de viviendas de alquiler impidió a las autoridades municipales y autonómicas realojar a la totalidad de las familias desahuciadas. Para evitar un problema social y político de más calado, como hubiera sido un gran aumento del chabolismo, los principales partidos consintieron la "okupación" de viviendas como nunca antes lo habían hecho. Al no vivir nadie en ellas y ser propiedad de los bancos, les pareció un mal menor.

Uno de los resultados de su cambio de criterio fueron las nuevas instrucciones recibidas por la policía. Debían consentir las "okupaciones", siempre que no existiera un mandato judicial que permitiera desalojar a los "okupantes" o aquéllas afectaran a la vivienda principal de las familias. Aunque el motivo fuera muy diferente, debían dispensar a todas el mismo trato.

Al disponer del consentimiento implícito de los políticos y los agentes de la autoridad, algunos vieron la oportunidad de convertir la "okupación" en un gran negocio. Una situación a la que también contribuyó la lentitud de los desahucios y su consideración por parte del Código Penal como un delito leve de usurpación, si la vivienda ocupada no constituía la habitual del propietario. La condena impuesta implicaba el pago de una multa irrisoria que generalmente los condenados no procedían a pagar, pues se declaraban insolventes.

b) Las claves del negocio de la "okupación"

El objetivo de los "okupas" profesionales consiste en lograr una compensación económica por abandonar el piso "okupado". En las grandes ciudades, la mayoría de las veces oscila entre 3.000 € y 6.000 €. El importe es más elevado cuanto mayor dificultad tiene el desahucio y, por tanto, más tiempo tardará en llevarse a cabo. Una situación que sucede si entre los "okupantes" hay niños o personas de avanzada edad, estos últimos con problemas de salud.

Para lograr una indemnización, los "okupas" realizan al propietario un razonamiento similar al siguiente: “te compensa pagarnos ahora 5.000 € y evitar tener "okupado" el piso al menos un año. En dicho tiempo, dejarás de obtener 12.000 € de alquileres (1.000 € por mes), deberás pagar honorarios a tu abogado y el coste de una reforma completa del piso, pues, si no llegamos a un acuerdo, quedará "destrozado”.

Para evitar un problema social y político de más calado, como hubiera sido un gran aumento del chabolismo, los principales partidos consintieron la "okupación" de viviendas como nunca antes lo habían hecho.

Algunos propietarios negocian directamente con los "okupas" y, después de una pequeña rebaja en el precio, les abonan una compensación. Otros contratan a empresas especialistas en echarlos. Los caseros les ordenan pactar en su nombre la menor indemnización posible o ejecutar la expulsión de su vivienda, sin darles ni un solo euro.

La principal técnica utilizada supone situar a uno de sus empleados delante de la puerta del piso. El propósito es impedir que, cualquiera que salga, vuelva a entrar. Una actuación que dificulta mucho una larga "okupación", pues complica notoriamente el aprovisionamiento de alimentos.

También hace difícil que unas pocas personas puedan "okupar" varios pisos a la vez, pues el profesional de la empresa de "desokupación" procede a cambiar la cerradura, cuando se da cuenta que no hay nadie en el inmueble "okupado". Una vez instalada, el propietario puede denunciar a los "okupas" por robo, si previamente no lo había hecho por entrar en su vivienda.

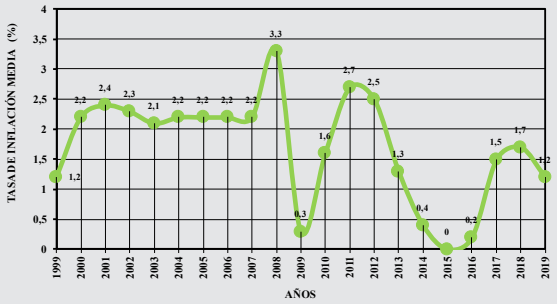
El coste de la intervención de las anteriores compañías oscila entre 2.000 € y 3.000 €. Un importe más bajo que el solicitado por la mayoría de "okupas" y también inferior al de la vía legal, al ser aquélla más rápida. La mayor celeridad comporta la incursión en una menor pérdida en concepto de alquileres no percibidos.

En definitiva, en los últimos años, el perfil de los "okupas" ha cambiado notablemente. A finales del siglo XX la mayoría actuaba por ideología, durante la pasada crisis por necesidad y en la actualidad por afán de lucro. Según la Delegación de Gobierno de la Comunidad de Madrid, en 2017 había en su territorio 3.994 viviendas "okupadas". Aproximadamente el 75% de ellas lo estaban por "okupas" profesionales.

En numerosas ocasiones, éstos están organizados en grupos y sus miembros realizan una distinta función. Como mínimo, siempre hay uno que conoce perfectamente la legislación e instruye al resto sobre lo que pueden hacer y lo que nunca deben realizar. Hay otros que actúan como captadores, entendiendo por tales los que averiguan los pisos de alquiler que acaban de quedar vacíos o los recientemente reformados, que aún no tienen inquilino.

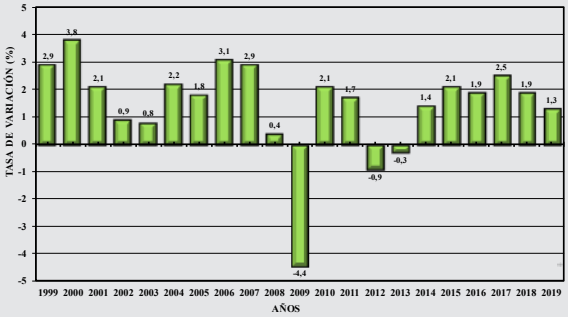
No obstante, la mayor parte actúan únicamente como "okupas". Su misión es asegurarse de que siempre haya una persona en el piso. Aunque empiezan la negociación con el propietario o persona en que delegue, muchas veces la finaliza alguno de los anteriores miembros del grupo. El motivo radica en que éstos disponen de una mayor formación o son más espabilados.

Figura 12. Tasa de inflación media en la Zona Euro (1999 – 2019)



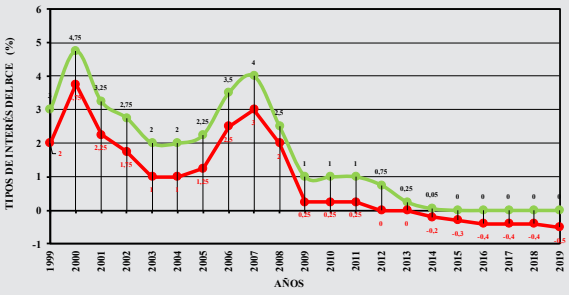
Fuente: EUROSTAT

Figura 13. Evolución del PIB de la Zona Euro (1999 – 2019)



Fuente: EUROSTAT

Figura 14. Tipos de interés del BCE (1999 – 2019)



Fuente: EUROSTAT

Por las razones anteriormente indicadas, la "okupación" es en la actualidad un problema importante y va a serlo aún más en el futuro. Para evitarlo, creo conveniente la realización de cambios legislativos que penalicen en mayor medida la actividad de los "okupas", permitan intervenir rápidamente a la policía y otorguen a los propietarios una mayor seguridad jurídica.

3) FINANCIACIÓN HIPOTECARIA

a) ¿Por qué las hipotecas son tan baratas?

1) La importancia del tipo de interés REFI

La política monetaria del BCE es el factor primordial que determina en la Zona Euro si las hipotecas están caras o baratas. Por regla general, las encarece cuando cree que la tasa de inflación es excesiva y las abarata si estima que es escasa.

En los últimos años, la clave está en el 2%. Es la cifra mágica de nuestro banco central. Si la anterior tasa supera de forma constante dicho valor, el BCE normalmente incrementa su principal tipo de interés de referencia. En cambio, si la economía no va bien y la inflación está significativamente por debajo del indicado nivel, procede a bajarlo.

Aquél, también conocido como REFI o central, es el tipo mínimo que pagan los bancos al BCE por los préstamos que éste les facilita durante una semana. En una coyuntura normal, es el menor precio que pagan por endeudarse a dicho plazo con una entidad financiera, pues los otros bancos suelen cobrarles más que el BCE.

En la mayoría de las ocasiones, el tipo REFI es el componente que más influye en el valor adoptado por el Euribor a un año, siendo éste la referencia más importante de los préstamos hipotecarios a tipo de interés variable. Expresa en % el coste en que incurren los mayores bancos de la zona euro por pedir prestado a otros a un plazo de 12 meses. La diferencia entre ambos tipos generalmente es pequeña y ambos suelen variar en el mismo sentido.

Así, por ejemplo, en mayo de 2004, el primero llegó al 2% y el segundo al 2,297%. La diferencia era esencialmente debida al superior riesgo que supone prestar a un año respecto a una semana. En cambio, en julio de 2008, el tipo REFI se situó en el 4,25% y el Euribor a un año en el 5,393%. El incremento del plus tenía como principal causa una escasa liquidez y como secundaria la expectativa, mayoritaria entre los banqueros, de una próxima subida por parte del BCE de su principal tipo de interés de referencia.

2) Repercusiones de una política monetaria muy expansiva

No obstante, especialmente desde marzo de 2015, la política monetaria del BCE no ha sido nada convencional, sino completamente excepcional. Ha adoptado un carácter ultraexpansivo. El motivo es que aquélla ha asumido en gran medida la responsabilidad de que la Zona Euro supere el estancamiento económico de los primeros años de la década. La política fiscal, el otro gran instrumento para expandir la economía por el lado de la demanda, ha sido contractiva.

Una inflación muy baja (véase la figura 12) y un crecimiento económico decepcionante (véase la figura 13) han hecho que el BCE ofrezca incentivos a los bancos para que éstos abaraten el crédito e incremente la demanda de préstamos por parte del sector privado. A través del crecimiento del endeudamiento de familias y empresas, el banco central pretende que ambas aumenten su gasto, el PIB crezca a un mayor ritmo y la inflación vuelva al nivel deseado.

Los principales incentivos han sido dos: fijar el tipo REFI en el 0% y el de la facilidad marginal de depósito en el -0,5% (véase la figura 14). El primero significa que el crédito semanal del BCE es gratis; el segundo que, en lugar de pagarles por los depósitos que tienen en él, les cobra diariamente un 0,5% anual.

No obstante, no lo hace por todo el dinero que tienen depositado en el banco central, pues nunca ha impuesto ninguna penalización a los fondos (técnicamente reservas mínimas) que las entidades financieras están obligadas a dejar en él. Además, desde el pasado 30 de octubre, con la finalidad de contribuir a la mejora de resultados de la banca, la anterior tasa no se aplica a un volumen de capital equivalente a seis veces las reservas mínimas obligatorias.

La liquidez que poseen los bancos la utilizan principalmente para prestar dinero al sector privado y público, comprar valores de renta fija y conceder crédito a otros bancos. A diferencia de las familias, la que les sobra no la pueden dejar "debajo del colchón", si no les gusta la retribución que les paga el BCE. Deben depositarla en él.

En los últimos años, dicha obligación ha llevado a los bancos más arriesgados (los que necesitan dinero para aumentar el crédito concedido) a realizar una "oferta irresistible" a los más conservadores (los que tiene exceso de liquidez). Consiste en cobrarles, en lugar de pagarles como era habitual, un tipo de interés inferior al que el BCE percibe por el dinero depositado en él. Sin duda, un mal menor.

En el pasado mes de diciembre, la anterior coyuntura hizo que el Euríbor a 1 día (-0,456%) se situara solo un poco por encima del tipo de la facilidad marginal de depósito (-0,5%). El carácter negativo del primero es el que determina que el Euríbor a un año, desde febrero de 2016, también posea dicho signo y constituye la principal explicación de por qué las hipotecas destinadas a la compra de vivienda han sido tan baratas en los últimos ejercicios.

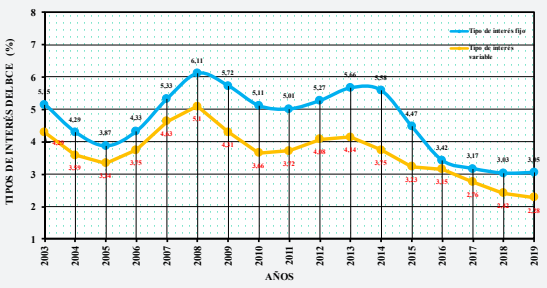
Desde la creación de la Zona Euro, nunca lo habían sido tanto. Ni en los primeros años, ni durante la etapa de generación de la burbuja inmobiliaria, ni tampoco en la crisis posterior. Una tendencia que ha afectado a las dos principales clases de dichos préstamos: fijos y variables. No obstante, ha abaratado más a los primeros que a los segundos. Entre diciembre de 2009 y 19, el tipo de interés inicial de los nuevos disminuyó desde un 5,03% hasta 3,06% y del 3,83% al 2,20% (véase la figura 15).

Las hipotecas cuya cuota mensual es invariable supondrían un gran riesgo para los bancos, si éstos no se protegieran de las posibles subidas de los tipos oficiales del BCE. Con la finalidad de evitarlo, proceden a contratar instrumentos de cobertura que permiten que dichos préstamos les otorguen siempre el mismo margen unitario de beneficio, sea cuál sea el nivel de aquéllos. Los más utilizados son las opciones sobre tipos de interés.

El coste de la cobertura depende principalmente del nivel de los tipos de las obligaciones a largo plazo de escaso riesgo, tal y como serían las emitidas por la mayor parte de países de la Zona Euro a 15, 25 o 30 años. Unos tipos que también están relacionados con los oficiales del BCE. Dado que éstos son los más bajos de la historia, aquéllos también lo son.

En definitiva, los bajos tipos de interés de los préstamos hipotecarios convierten en una auténtica oportunidad la adquisición de viviendas. Al ser la coyuntura actual excepcional, un nivel tan escaso tendrá una limitada duración. El tiempo depende del período que la Zona Euro tarde en conseguir una recuperación económica completa y la tasa de inflación se sitúe en un nivel igual o superior al 2%. No obstante, si quieren disfrutarlos durante muchos años, está muy claro lo que deben hacer: elegir una hipoteca fija.

Figura 15. Tipos de interés medio al iniciode la vida de la hipoteca (2003 – 2019)



Fuente: EUROSTAT

El mercado de la vivienda de propiedad (II)

Por Gonzalo Bernardos

1) EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN 2020

a) Perspectivas económicas

La suspensión de la mayor parte de las actividades económicas durante dos meses, unida a las negativas consecuencias que aquélla conllevará en los siguientes sobre el empleo, los salarios y los beneficios empresariales, comportarán en 2020 la entrada de España en una profunda crisis.

La magnitud de la caída del PIB dependerá de cuatro principales factores: la duración de la emergencia sanitaria, la disponibilidad de capital por parte del gobierno español para compensar a los trabajadores y empresarios afectados por el parón de la actividad, el acierto en las medidas adoptadas y la rapidez en ejecutarlas.

En relación a los anteriores factores, no hay ningún tipo de certidumbre. Por tanto, hacer predicciones es más complicado que nunca. No obstante, se prevé que en la opción más favorable el PIB disminuirá un 8% y en la peor la bajada será del 12%. Unas estimaciones basadas en que la Covid – 19 no regresa con virulencia el próximo otoño. Si así lo hiciera, la caída de la producción superaría con casi total seguridad el peor de los anteriores augurios.

En cualquier caso, en comparación con el año previo, el actual ejercicio muy probablemente supondrá el mayor descalabro económico desde 1945. Durante él, el PIB bajó un 8,1%, debido a las malas cosechas y a la autarquía. No obstante, su comportamiento por semestres será muy diferente, pues a un primer y segundo muy malos, le seguirán un tercero y cuarto donde se iniciará una recuperación que cogerá velocidad en 2021. Un período en el que el PIB crecerá al mayor ritmo de las dos últimas décadas (más del 6%).

Dada la estrecha vinculación entre crecimiento económico, precio de la vivienda y transacciones, el mercado residencial padecerá en 2020 la mayor crisis de los últimos 60 años. En dicho período, desaparecerán un elevado número de agencias inmobiliarias, especialmente las más pequeñas, algunas promotoras optarán por la hibernación y unas pocas irán a concurso de acreedores.

En el sector inmobiliario, la mortalidad empresarial será sustancialmente inferior a la observada en la crisis de la pasada década. La anterior duró seis ejercicios, la actual será mucho más corta, pues en 2021 la economía ya crecerá a un elevado ritmo. Por dicha razón, muy probablemente las ventas de viviendas también aumenten, aunque no lo haga el precio. No obstante, las transacciones anuales aún no llegarán al nivel de 2019.

b) Crisis inmobiliarias anteriores

En los últimos 60 años, en España han existido dos largas crisis inmobiliarias: 1978 – 1985 y 2008 – 2013. En relación a la primera, no hay datos anuales disponibles fiables. No obstante, dada la elevada inflación de la época (una media del 14,1%), es posible asegurar que en ningún ejercicio el precio disminuyó en términos nominales, pero también que muy probablemente en más de uno lo hizo una vez descontada la inflación.

Desde la perspectiva económica, los peores años de la segunda fueron 2009 y 2012, en los que el PIB se contrajo un 3,8% y 3%, respectivamente. No obstante, el mercado residencial se comportó en ellos de una manera distinta. En ambos, el precio disminuyó, pero lo hizo en un porcentaje muy desigual: un 4,3% y 12,8%, respectivamente.

En materia de transacciones, la evolución fue contrapuesta. En el primero disminuyeron un 17,8%, mientras que en el segundo aumentaron un 4,2%. Aparentemente, este último es un dato muy sorprendente, pues en los años donde hay una gran crisis económica casi nunca aumenta el número de viviendas vendidas.

No obstante, dos diferentes motivos permiten explicar la sorpresa. Por un lado, un mejor encaje entre oferta y demanda. Durante dicho año, las elevadas bajadas del importe de venta hicieron que un mayor número de demandantes se decidieran a comprar una vivienda. Por el otro, la finalización de la desgravación fiscal por la

adquisición de la vivienda habitual. Un incentivo que hizo que algunas compras, inicialmente programadas para 2013, se adelantaran unos meses.

La elevada diferencia en la disminución del precio en ambos años viene explicada por la distinta perspectiva de los vendedores. Desde la llegada de la democracia, el importe de venta en términos nominales solo disminuyó en 1992 y 1993 y lo hizo escasamente: un 1,3% y 0,4%, respectivamente. Además, desde 1998 hasta 2007, las alzas en términos reales fueron muy elevadas (una media del 8,2%).

Una tendencia que hizo creer a numerosos promotores y propietarios que el precio de la vivienda en España no podía bajar significativamente. Por ello, al ser 2009 el segundo año de la crisis, ambos mostraron una resistencia notable a la disminución del importe de venta. A ésta también contribuyó la esperanza, completamente infundada, de una pronta recuperación del mercado residencial.

Por el contrario, en el ejercicio de 2012 casi nadie confiaba en ella, pues la aplicación de la austeridad en el gasto público y las subidas de impuestos hicieron que la economía volviese a empeorar (en 2011 el PIB bajó un 0,8%). En dicho año, entramos plenamente en la segunda parte de la crisis que empezó en 2008 y tocó fondo en 2013. Una coyuntura que popularmente recibió el nombre de W.

Para comparar el ejercicio actual con uno previo, analizaremos 2009. El contexto no es el mismo, pues el detonante de la crisis es diferente. Además, antes había un gran exceso de oferta de viviendas y ahora no lo hay. A pesar de ello, los principales motivos para su elección son dos: ambos años forman parte del período inicial de una recesión inmobiliaria y el mercado en 2012 no se comportó como suele hacerlo en una etapa de crisis, especialmente en materia de transacciones.

En el ejercicio de 2009, las ventas de pisos cayeron en España en 100.745 unidades (17,8%). En Madrid, bajaron en 896 (3,3%) y en Barcelona subieron en 135 (1,4%). Así pues, en materia de compraventas, las dos grandes capitales del país tuvieron una tendencia diferente una de otra y se comportaron sustancialmente mejor que el conjunto de España.

Según Idealista, el importe de venta de la vivienda usada en 2009 bajó en el conjunto del país un 2,5%. En Barcelona y Madrid lo hizo menos, pues en la primera disminuyó un 0,3% y en la segunda un 1,6%. Por tanto, la evolución del precio también fue mejor en las dos urbes más pobladas que en el resto de la nación.

La disminución de la demanda de bienes y servicios, consecuencia de la reducción de la actividad económica y el aumento de la incertidumbre, hará perder el empleo a un gran número de trabajadores, especialmente a los que tenían un contrato temporal.

c) Crisis inmobiliaria actual

1) ¿Quiénes desistirán de comprar una vivienda?

Para adquirir una vivienda, la mayoría de las familias se exigen a sí mismas el cumplimiento como mínimo de tres condiciones: disponer de unos ingresos relativamente estables que les permitan vivir sin apuros económicos y sufragar la correspondiente cuota hipotecaria, encontrar un banco dispuesto a concederles un préstamo y tener confianza en el futuro, especialmente en el próximo.

a) Incremento del paro y disminución del salario

Desde el mes de marzo, la primera condición la dejarán de cumplir un gran número de hogares. Los principales motivos serán tres: el despido de muchos asalariados, la reducción del salario de numerosas personas (afectadas o no por un ERTE) y unos ingresos menores y más volátiles por parte de la mayoría de autónomos.

La disminución de la demanda de bienes y servicios, consecuencia de la reducción de la actividad económica y el aumento de la incertidumbre, hará perder el empleo a un gran número de trabajadores, especialmente a los que tenían un contrato temporal.

En diciembre de 2019, la tasa de paro alcanzó el 13,78%. A finales de 2020, siempre que el nuevo coronavirus no tenga un importante rebrote en otoño, se situará en el 19,5%. Si así sucede y no varía la población activa, el número de desempleados alcanzaría los 4.515.966 y en un solo año aumentaría en 1.324.066. Una cifra incluso superior a los 1.128.200 que fueron al paro durante 2009. Hasta el momento, el peor año del mercado laboral desde la llegada de la democracia.

En los próximos meses, aunque haya desaparecido la alerta sanitaria, muchas empresas tendrán en vigor un ERTE parcial. Éste permite a las compañías reducir la jornada laboral de sus trabajadores entre un 10% y un 70%. Al no poder trabajar a tiempo completo, la Seguridad Social les pagará una prestación. No obstante, su cuantía será inferior a la parte de salario que dejarán de recibir de la empresa. Por tanto, sus ingresos mensuales disminuirán.

A la vez, bastantes pymes bajarán el salario a sus trabajadores. Algunas lo harán para evitar despedir a los trabajadores fijos de la plantilla, otras simplemente porque será la única manera de subsistir bajo las nuevas condiciones del mercado. La disminución de la demanda y las rebajas de precios realizadas por la competencia les obligarán a reducir el importe de venta de sus productos. Por tanto, el ajuste de los costes de personal se convertirá en una imperiosa necesidad.

Los ingresos de los autónomos se verán perjudicados de forma directa e indirecta por la menor capacidad de compra de las familias. Además, en los períodos de salida de las crisis presentan una mayor variabilidad e incertidumbre, pues el gasto de los hogares no aumenta proporcionalmente mes a mes y las empresas les hacen encargos a muy corto plazo. Por consiguiente, la cartera de pedidos, a satisfacer en los próximos trimestres, estará por debajo de lo habitual durante bastante tiempo.

b) Más dificultades para obtener una hipoteca

En los próximos meses, las entidades financieras se volverán más reticentes a la financiación de autónomos, empleados de pymes y familias humildes, aunque destinen al pago de la cuota hipotecaria un porcentaje de sus ingresos que no supere el 35%. No se fían de que las remuneraciones actuales las puedan conservar en el futuro y pretenden evitar un aumento elevado de su morosidad.

Antes ésta era una prioridad, ahora casi se convertirá en una obsesión. Un énfasis habitual cuando la economía entra en crisis. Por tanto, los criterios de concesión de préstamos serán más rigurosos, a pesar de que disminuya el tipo de interés de las hipotecas fijas y en algunas entidades también lo haga el diferencial sobre el Euribor a 1 año con el que se otorgan las variables.

3) Un problema de confianza

Finalmente, un elevado número de familias postergará o desestimará la adquisición de una vivienda, a pesar de que posean la suficiente riqueza o ingresos mensuales para comprar una a través del endeudamiento. Lo harán por miedo al futuro o a cometer una equivocación. En numerosas ocasiones, la primera característica es fruto de su imaginación, pues su posición económica es sumamente confortable y muy probablemente lo seguirá siendo.

Un buen ejemplo lo constituye una familia que tiene más de 400.000 € en depósitos, letras del Tesoro o fondos de inversión de renta fija y ninguna deuda. Hasta ahora, todos los meses sus ingresos superaban a los gastos. Uno de los miembros adultos es funcionario público y el otro trabaja en una gran empresa farmacéutica. La posibilidad de que el primero sea despedido es insignificante y la del segundo muy baja. No obstante, si así sucediera, este último cobraría una gran indemnización.

La actual coyuntura les permitiría adquirir una vivienda a un buen precio y obtener una rentabilidad por alquiler en Barcelona y Madrid entre un 3,5% (Zona *Prime*) y un 6% (los distritos con menor renta per cápita). Unas rentabilidades muy superiores a cualquiera de las ofrecidas por los productos financieros que tienen en cartera.

La segunda aparece por el temor a pagar un precio excesivamente elevado. Argumentan que su decisión está basada en el sentido común. No obstante, en materia de inversión, hacen exactamente lo contrario de lo que éste indica.

Cuando hay una crisis, las anteriores familias creen que el importe de venta bajará hasta casi cero. Por tanto, muy pocas compran una vivienda durante ella. En cambio, en las etapas de expansión, piensan que se acercará al infinito. Por consiguiente, en escasas ocasiones consideran que el precio de mercado valora adecuadamente sus viviendas, pues estiman que puede subir mucho más en el próximo futuro. Casi nunca encuentran el momento oportuno para venderlas.

Su principal problema no es el inmovilismo, sino la falta de una adecuada estrategia. Actúan muchas veces guiadas por impulsos. La mayoría compran después de que el importe de venta lleve bastante tiempo subiendo, orientadas por una confianza indebida, y algunas venden cuando aquél ya ha bajado significativamente, guiadas por el miedo. Es exactamente lo contrario de lo que deberían hacer, pues el sentido común inmobiliario les indica que deben vender en el primer contexto y comprar en el segundo.

De manera general, cuando llega una crisis, los hogares recortan su nivel de gasto, especialmente en bienes duraderos, y aumentan su ahorro. Es lo que sucedió en 2009 y probablemente vuelva a pasar en 2020. Si así ocurre, en el actual año, por miedo o excesiva prudencia, una gran parte de la demanda pudiente se esconderá.

En 2009, la tasa de ahorro de las familias sobre la renta disponible aumentó desde el 7,7% al 11,3% y alcanzó el nivel más elevado del actual siglo. Por el contrario, durante dicho período, sus menores porcentajes correspondieron a 2017 (5,5%) y 2007 (5,6%). Dos ejercicios en los que numerosos hogares estaban convencidos de que el próximo futuro sería más próspero que el reciente pasado, especialmente en el segundo año.

En definitiva, ya sea por estrechez económica o dificultad para obtener un crédito, un gran número de familias dejará de buscar una vivienda para adquirirla. Por precaución, otra parte de la demanda potencial postergará la decisión o desestimará la compra. No

De manera general, cuando llega una crisis, los hogares recortan su nivel de gasto, especialmente en bienes duraderos, y aumentan su ahorro.

obstante, aunque ni mucho menos serán la mayoría, algunas continuarán entrando regularmente en los principales portales inmobiliarios por si suena la flauta. En otras palabras, por si encuentran la vivienda soñada a un precio muy interesante y al alcance de sus posibilidades.

2) ¿Quiénes tendrán interés en comprar una vivienda?

Entre abril de 2020 y diciembre de 2021, la demanda de vivienda estará integrada primordialmente por tres grupos: inversores patrimonialistas, especuladores y familias que viven de alquiler. Las principales fuentes de atracción serán la expectativa de una elevada bajada de precios y la esperanza de encontrar una o varias oportunidades en el mercado.

La demanda de mejora, consistente en la venta de la actual vivienda para adquirir una mejor ubicada y de mayor superficie, tendrá una escasa importancia. Dos serán los principales motivos: la gran reticencia de numerosos hogares a enajenar la suya a un precio inferior al de febrero de 2020 y la elevada incertidumbre existente.

Para ellos, una excelente estrategia inmobiliaria consistiría en vender el piso donde residen, alquilar otro y esperar como máximo un año y medio a adquirir el deseado. De esta manera, en lugar de padecer la bajada de precios, se aprovecharían de ella. No obstante, el miedo a lo desconocido, mucho más elevado que en una coyuntura normal, hará que muy pocas familias actúen así.

El volumen de compras efectuado por los tres anteriores grupos será sustancialmente inferior al perdido como consecuencia de las repercusiones económicas de la Covid – 19. Por tanto, el resultado final consistirá en una gran disminución del número de transacciones. En el año 2020, la caída será del 27%, siendo la segunda más elevada de la historia reciente. La mayor corresponde a 2008, un ejercicio en el que las compraventas bajaron un 32,6%, al pasar de 836.871 a 564.464 unidades.

a) Inversores patrimonialistas

De los tres principales grupos de adquirentes, el primero será el que realizará un mayor volumen de adquisiciones. Los inversores patrimonialistas aparecerán en todas las capitales del país, pero especialmente en Barcelona y Madrid. Las compras efectuadas las destinarán al arrendamiento y la mayoría no tendrá ninguna intención de proceder a su enajenación ni a corto ni a medio plazo.

En las dos grandes metrópolis españolas buscarán las oportunidades prioritariamente en los barrios más céntricos o emblemáticos, así como en los de más alto *standing* de la periferia próxima. No obstante, en la capital catalana también les interesarán las viviendas en primera línea de mar o muy cerca de ella. Unas ubicaciones que igualmente explorarán en los municipios cercanos.

Sin embargo, las anteriores viviendas son las que ofrecen una menor rentabilidad por alquiler. A pesar de ello, les gustan mucho, pues valoran más su seguridad que la renta proporcionada. La primera es una cualidad derivada de la facilidad para encontrar un inquilino en cualquier coyuntura inmobiliaria. Una característica que les lleva a calificarlas como activos de adquisición preferente.

En comparación con aquéllas, las situadas en los distritos de menor renta per cápita de ambas ciudades, o en los municipios de su cinturón donde hay más población obrera, suelen ofrecer una rentabilidad extra entre 1 y 2,5 puntos. Incluso, en algunas grandes recesiones, como es el caso de la actual, la diferencia puede llegar a 3,5 puntos.

No obstante, serán un minoría los que buscarán en dichas zonas una oportunidad inmobiliaria. Ente ellos, estarán los inversores que casi como único criterio tienen la obtención de una elevada rentabilidad por alquiler y a los que les importa poco el estado de conservación de la vivienda, su distribución o las características de su entorno.

En cambio, casi ninguno adquirirá una en un barrio marginal de la periferia donde la posibilidad de "okupación" del activo es elevada. En los dos últimos años, éste ha sido el motivo que ha llevado a numerosos inversores a descartar la compra de cualquier piso en el Raval. Incluso, si su precio se situaba entre un 5% y 10% por debajo del de mercado.

La mayoría de los inversores patrimonialistas mostrarán un escaso interés por las viviendas cuyo precio no ha bajado recientemente. Las consideran sobrevaloradas y estiman que, en uno u otro momento, sus propietarios rebajarán el importe establecido. No tienen ninguna prisa por comprar ninguna y son perfectamente conocedores de que el tiempo juego a su favor. Creen que en noviembre tendrán un precio inferior al de mayo y aquél será superior al de marzo de 2021.

En las mejores calles de las grandes ciudades y su periferia próxima, por las viviendas cuyo precio ha disminuido significativamente, realizarán una oferta. Evidentemente, solo si les gustan. Como norma, la rebaja adicional demandada será de alrededor del 10%, siendo ésta el punto de partida de una negociación entre ambas partes.

Cuanto más le guste el piso al potencial comprador, menor será el descuento que deberá realizar el propietario, pues más temor tendrá el inversor a perderla, si en la negociación se muestra intransigente. En la cuantía de la rebaja solicitada, influirán las características de la vivienda, pero mucho más su localización.

Debido a ello, los inmuebles de alto *standing* situados en las calles más céntricas, o en las mejores de los barrios más selectos, serán los que menos necesitarán bajar su precio para ser vendidos. En determinadas ocasiones, al estar afectado por el efecto capricho, el inversor pagará un sobreprecio, siendo éste generado por su entusiasmo por la vivienda y su entorno. No obstante, los que lo sufragarán constituirán una minoría.

No sería extraño que, para acabar comprando uno o dos pisos, algunos inversores realizaran cinco o más ofertas. Dada una similar calidad de la ubicación, la preferencia por adquirir una vivienda en lugar de otra dependerá en gran medida de la magnitud de la rebaja obtenida. Por un mismo inmueble, las reducciones de precio logradas por los interesados serán diferentes, pues estarán directamente relacionadas con su capacidad negociadora.

b) Especuladores

Los especuladores son los compradores que tienen como objetivo efectuar un pase del piso adquirido. La mayoría actúan principalmente en las coyunturas alcistas, excepto algunos grandes fondos de inversión y empresas muy especializadas. Éstos tampoco lo hacen casi nunca al inicio de una crisis, sino cuando piensan que ésta ha acabado o está a punto de finalizar y el precio del activo es de derribo.

Su negocio ideal consiste en comprar un piso en mal estado de conservación en una buena ubicación, pagar un precio inferior a su valor de tasación, reformarlo completamente y venderlo por un importe equivalente o superior al de mercado. Tienen dos potenciales fuentes de ganancia: la subida del precio, debido a una mejora de la coyuntura inmobiliaria, y el valor añadido proporcionado al inmueble por la reforma realizada. La primera suele ser bastante más elevada que la segunda.

Existen dos principales clases de especuladores: los que buscan realizar una rápida rotación de activos y los que pretenden conseguir en cada operación una plusvalía muy elevada. Casi siempre el número de los segundos supera al de los primeros.

No obstante, en la etapa inicial de una crisis inmobiliaria, hay muy pocos de unos y otros. Los partidarios de la rotación porque difícilmente podrán vender las viviendas con plusvalías en el corto plazo. Los que tienen más paciencia porque las caídas de precio son insuficientes para obtener el nivel de beneficios deseado.

Los primeros buscan minimizar el tiempo que poseen el inmueble. De manera habitual, pretenden que el período transcurrido entre la compra y la venta no exceda del año. Quieren evitar a toda costa que una recesión inmobiliaria les sorprenda con numerosas propiedades pendientes de venta.

A diferencia de otros, son muy conscientes del elevado riesgo en que incurren. Por tanto, si creen que la tendencia del mercado va a dar un giro de 180 grados, se conforman con obtener una plusvalía inferior a la esperada e incluso están dispuestos a asumir pequeñas pérdidas. Esta última constituye una actuación guiada por el pragmatismo, pues creen que si venden más tarde las minusvalías serán mayores.

Por regla general, su expectativa mínima de ganancia se sitúa en el 20% de la suma formada por el coste de adquisición del piso y el importe de su reforma. No obstante, aquélla es más elevada si el cálculo realizado es sobre el capital invertido, pues la mayoría de los especuladores recurren al endeudamiento para aumentar la rentabilidad obtenida en la operación.

Los segundos se centran principalmente en el importe de la plusvalía obtenida. No tienen ningún problema en esperar dos o más años para vender el inmueble, si creen que el ciclo alcista del mercado residencial continuará durante bastante tiempo más. Están convencidos de que han comprado a un precio muy bajo y, por tanto, son poseedores de un verdadera oportunidad inmobiliaria. En relación al capital invertido, difícilmente se conforman con una ganancia inferior al 70%.

En los dos últimos años, en Barcelona y Madrid, un elevado número de especuladores compraron pisos para actualizarlos y venderlos.

En el presente ejercicio, los especuladores serán una minoría. Los motivos primordiales son cuatro: un gran número están atrapados en un mercado bajista, tienen más dificultades para conseguir una elevada financiación bancaria, dudan del atractivo de los precios actuales y desconfían de la realización de una rápida venta.

En los dos últimos años, en Barcelona y Madrid, un elevado número de especuladores compraron pisos para actualizarlos y venderlos. No obstante, no se dieron cuenta del cambio de tendencia del mercado (de la expansión a una ligera recesión) advertido en ellas, ya visible al inicio del segundo semestre de 2019 en las dos grandes capitales. Por tanto, no rebajaron a tiempo sus expectativas de plusvalía y perdieron la oportunidad de deshacerse de sus inmuebles por un importe superior al invertido.

Una muestra de ello la constituye el gran número de pisos completamente reformados ofrecidos en la actualidad en los portales inmobiliarios. Entre ellos, destacan los bajos y los entresuelos, dos de sus compras prioritarias. Muchos de los primeros eran antiguamente locales comerciales. Algunos se venderán con cédula de habitabilidad y otros sin ella. Los segundos eran oficinas o las viviendas que tenían un menor precio del edificio. En ambos casos, especialmente en los primeros, el cambio de uso aumenta la expectativa de rentabilidad de la operación.

La mayor prudencia de los bancos les llevará a disminuir el riesgo incurrido con los préstamos concedidos a especuladores. En consecuencia, la mayoría de ellos dispondrá de menos financiación. Si antes les daban el 80% del precio de adquisición, ahora muchas entidades les ofrecerán entre un 50% y un 70%. A unos pocos les negarán el préstamo, siendo el motivo aducido su excesivo endeudamiento.

En el segundo trimestre de 2020, la escasa bajada del precio de la vivienda hará muy poco atractiva la compra por motivo especulación. Para conseguir la plusvalía buscada, necesitan que aquél disminuya bastante más o el mercado ofrezca síntomas de que está a punto de tocar fondo. No obstante, si el inmueble está bien situado, los propietarios necesitados de liquidez podrán venderlo a un inversor patrimonialista, sin necesidad de disminuir tanto el importe de venta.

A medida que pasen los meses y las caídas sean más elevadas, el número de especuladores aumentará. Los pacientes crecerán mucho más que los buscadores de una rápida rotación de activos, pues éstos generalmente entran cuando ven que la economía da señales de recuperación.

En cualquier caso, aunque los precios hayan disminuido sustancialmente, su número será mucho más reducido que en un mercado alcista. En éste, tienen más facilidades para financiarse y la "mochila" (los pisos pendientes de venta) con que cargan suele ser bastante menos pesada.

c) Familias que viven de alquiler

En las grandes ciudades, muy pocas familias cambiarán una vivienda de alquiler por otra de propiedad. La restricción provendrá de la práctica desaparición de los préstamos que financian la totalidad del precio de la vivienda. En otras palabras, de las hipotecas por el 100%. Por tanto, en ellas solo podrán adquirir una, las que dispongan de un elevado ahorro o sean ayudadas por sus progenitores.

Un ejemplo permite visualizar claramente el problema. En Barcelona, un piso valorado en 250.000 € supone para el comprador un coste de 277.160 €, pues éste debe hacer frente al ITP (10%), el importe de la tasación y los gastos derivados de la adquisición (notario, registro y gestoría). Si el banco le concede un préstamo por el 80% del precio de compra, el importe financiado es de 200.000 €.

Así pues, para poder adquirirlo, la familia debe tener ahorrados 77.160 €. Un importe que casi ninguna pareja joven (menor de 40 años) dispone. Por consiguiente, para aprovechar la disminución del precio de la vivienda y pagar menos de cuota hipotecaria que de alquiler, necesitan que sus progenitores dispongan de unas finanzas muy saneadas. Solo si así sucede, les podrán prestar o donar una sustancial parte del importe no financiado por el banco. Sin duda, una alternativa únicamente al alcance de una minoría.

En una pequeña capital de provincia, un municipio situado muy cerca de una mediana o en la periferia de una grande, el anterior traslado es mucho más factible. La clave está en un precio de los pisos mucho más bajo y, por tanto, en una inferior diferencia entre el coste de la vivienda y el importe financiado por el banco. Según Idealista, el 15 de junio en Barcelona el 1,1% de la oferta no superaba los 100.000 €; en cambio, en Huesca el porcentaje ascendía al 42,2%.

La moratoria hipotecaria ofrecida por los bancos, notablemente más generosa que la legislada por el ejecutivo, permitirá pagar durante un año únicamente los intereses del préstamo.

En la capital oscense, la adquisición de un piso usado por el anterior importe implica incurrir en un coste adicional de 9.967 € (el ITP es del 8%). Si el banco concede al comprador un préstamo por valor de 80.000 €, el importe que la pareja joven debe disponer para adquirirlo es de 29.967 €. Una cuantía más fácil de conseguir que la anterior.

No obstante, ya sea en las grandes ciudades o en otras más pequeñas, el paso de una vivienda de alquiler a otra de propiedad solo lo realizarán los que consideren una oportunidad de compra la actual crisis inmobiliaria, superen la incertidumbre generada por una recesión tan profunda y posean un trabajo seguro y unos ingresos relativamente estables.

En las principales metrópolis del país, la mayoría de los que realizarán el cambio trabajarán en la Administración Pública o en grandes empresas. En las pequeñas urbes, además de los que tengan un empleo en ellas, también es posible que lo hagan quienes vivan de la agricultura, la ganadería o la industria agroalimentaria.

3) ¿Quiénes venderán sus viviendas?

Entre abril de 2020 y diciembre de 2021, la cifra de viviendas ofrecidas aumentará sustancialmente. Así sucederá porque las nuevas superarán a las retiradas. Casi todas las primeras aparecerán debido a la necesidad de liquidez de sus propietarios o a la recepción de una herencia. Las segundas por su venta o a la imposibilidad de enajenarlas al precio fijado.

Entre los vendedores por necesidad distinguimos dos principales tipos. Por un lado, empresarios, autónomos y profesionales liberales. Por el otro, familias cuyos dos miembros adultos trabajaban por cuenta ajena y uno o ambos han perdido su empleo.

Algunos de los primeros venderán porque necesitarán liquidez para volver a dar un impulso a sus negocios o financiar las pérdidas que éstos les generarán en los meses siguientes a la finalización del confinamiento. Otros debido a la elevada probabilidad de obtener unos ingresos mensuales sustancialmente inferiores a los conseguidos en febrero de 2020. A estos últimos, la gran incertidumbre existente les generará grandes dudas sobre si en un próximo futuro les será posible hacer frente a sus compromisos financieros y, a la vez, mantener un buen nivel de vida.

La mayoría de ellos no pondrán a la venta la vivienda donde residen, sino alguna de las que integran el patrimonio familiar. La intención inicial será enajenar una localizada en un municipio de playa o montaña, sea o no utilizada ocasionalmente, o un piso ubicado en uno de los barrios más humildes de las principales metrópolis españolas.

No obstante, la necesidad de obtener a través de su venta una elevada cuantía o la dificultad para vender las viviendas situadas en las anteriores ubicaciones, es probable que les obligue a desprenderse de una de las que consideran sus "joyas de la corona": un piso en una zona de alto *standing* de la gran ciudad. En Barcelona estará preferentemente situado en los distritos de l'Eixample, Les Corts – Pedralbes o Sarrià – Sant Gervasi. En Madrid, en los de Retiro, Salamanca, Chamberí o Chamartín.

Una gran parte de los que enajenarán la vivienda donde residen, como consecuencia de la pérdida del empleo, lo harán en los barrios más humildes de las urbes más pobladas o en los municipios más pobres de su periferia. Las cuentas ya no les salen y, por ello, les es imposible satisfacer la cuota hipotecaria mensual. Antes de que se la embarguen, preferirán venderla en el mercado, pues muy probablemente el precio obtenido superará claramente la deuda pendiente de pago.

El incremento de la oferta realizado por ambos grupos no será rápido, sino bastante lento, pues la mayoría de los empresarios, trabajadores por cuenta propia y ajena no necesitarán urgentemente dinero. No obstante, es posible que bastantes si lo precisen a lo largo de 2021.

En el caso de los primeros, los ERTE por fuerza mayor han impedido que a la mayoría les cueste dinero el mantenimiento de la plantilla durante el período de cierre de la empresa. A ellos y a los segundos, los préstamos ICO les han proporcionado abundante liquidez. Sin embargo, pueden tener problemas económicos importantes cuando finalicen los anteriores ERTE y sus generosos sucesores, los créditos hayan de empezar a devolverse (abril de 2021) y los ingresos derivados del ejercicio de su actividad se sitúen bastante por debajo del nivel de febrero de 2020.

La moratoria hipotecaria ofrecida por los bancos, notablemente más generosa que la legislada por el ejecutivo, permitirá pagar durante un año únicamente los intereses del préstamo. Un importe muy bajo, al tener en la actualidad los tipos de interés un nivel mínimo. Por tanto, al disminuir durante dicho período en una gran cuantía el importe de la cuota hipotecaria, solo a partir de abril de 2021 muchas familias empezarán a padecer grandes estrecheces económicas.

Las viviendas que con mayor celeridad ajustarán su precio a las nuevas condiciones del mercado serán las provenientes de herencias. Dada la elevada letalidad de la Covid – 19 entre las personas mayores, el incremento de su oferta en los próximos meses será muy superior al habitual. La mayoría tendrán un estado de conservación deficiente y constituirán el producto más buscado por los especuladores que pretenden comprar, reformar y vender rápido.

Si los herederos son varios hermanos, casi siempre habrá al menos uno que en los próximos meses necesite disponer del dinero o le venga muy bien. Por tanto, éste tendrá prisa en enajenar el inmueble, siendo en la mayoría de las ocasiones él quien fijará el precio. Si el beneficiario es una única persona, la principal alternativa no está tan clara. No obstante, si goza de unas finanzas saneadas, le gusta la vivienda y su entorno, es muy probable que haga una gran reforma y la ofrezca en alquiler.

Finalmente, también aparecerán viviendas de uso turístico en el mercado. Lo harán por la necesidad de liquidez de sus propietarios y la menor rentabilidad que creen que les proporcionarán en el futuro. El primer motivo es por la obtención durante bastantes meses de unas rentas de alquiler notablemente inferiores a las conseguidas en un año normal. El segundo porque están convencidos de que en los próximos años disminuirán los turistas que visitan la ciudad donde se sitúan.

La mayoría saldrán al mercado en Barcelona y Madrid, especialmente en los distritos de Ciutat Vella y Centro Ciudad, respectivamente. En relación a las viviendas convencionales, lo harán con un plus por m² sustancialmente inferior al de 2019. El suplemento es consecuencia de su licencia turística y de la imposibilidad de conseguir una nueva en ambos distritos. No obstante, si antes solía ser de alrededor del 75%, en los próximos meses es posible que bastantes transacciones se cierren con un extra que no llegue al 50%.

Las principales razones de la gran rebaja de precios serán la recesión inmobiliaria actual y la disminución de la seguridad de la inversión. Antes, constituía una de las más seguras, pues si estaba bien situada, era fácil que alojara a turistas al menos durante ocho de los doce meses del año. Además, especialmente en Madrid, la expectativa mayoritaria era que el número de turistas y su dispendio aumentaría durante la próxima década.

Ahora, su rentabilidad futura es incierta, pues un rebrote de la Covid – 19, la llegada de una nueva pandemia o una lenta salida de la crisis puede en los siguientes años transformar en escasa o negativa una elevada conseguida en el pasado.

d) El lento ajuste entre la oferta y la demanda

Históricamente, el precio de la vivienda siempre se ha ajustado más lentamente que el de las acciones o casi cualquier otro activo financiero. La principal explicación está en la visibilidad diaria que tiene la valoración de los segundos y la escasa que posee el primero, incluso en períodos de tiempo mucho más largos.

En los mercados financieros, todos los inversores saben diariamente si el valor de mercado de sus títulos ha subido o bajado. Es una medida objetiva. En cambio, no sucede así en el de la vivienda. Por tanto, un propietario puede optar por engañarse a sí mismo y pensar que la mayoría de pisos deben bajar de precio, pero el suyo no. El motivo es que es distinto a cualquier otro.

Si así sucede en la renta variable, la cotización de las acciones deja claro que una empresa vale más que otra. En cambio, no pasa lo mismo en el mercado residencial, pues en la vivienda usada es el propietario quién la mayoría de las veces acaba estableciendo el precio y determina éste en base a parámetros más subjetivos que objetivos.

En la actual crisis, ocurrirá como en las anteriores y la bajada masiva del precio de las propiedades será lenta. No obstante, llama mucho la atención que, en el trimestre comprendido entre marzo y mayo, la Bolsa haya bajado mucho y la vivienda casi nada. En concreto, el IBEX 35 ha perdido un 18,6% y, según Idealista, el precio de la vivienda usada en España solo un 1,3%. Una excepción a dicha caída han sido Barcelona y Madrid, pues en ellas el importe de venta aumentó un 2,6% y un 1,5%, respectivamente.

Los principales motivos de la aparentemente sorprendente evolución son los siguientes:

1) **Idealista recoge la evolución de los precios de oferta.** En primer lugar, los importes reflejados en el portal inmobiliario no son los de transacción, sino los que pretenden obtener los vendedores. Por norma, en cada coyuntura existe una diferencia entre el segundo y el primero. No obstante, ésta es más elevada en la crisis que en los períodos alcistas. Por tanto, en el inicio de las recesiones inmobiliarias es compatible, aunque extraño, una subida del precio de oferta y una bajada del de mercado.

En segundo lugar, la positiva evolución del primero es posible que sea parcialmente consecuencia de un mayor incremento relativo de las viviendas situadas en los distritos más céntricos y de alto *standing*. Aunque el precio en ellos sea un poco menor, su mayor oferta puede hacer subir el promedio de la ciudad.

2) **Los ciudadanos no son conscientes de la magnitud de la crisis económica.** Una sustancial parte de ellos tiene una gran preocupación por la crisis sanitaria. No obstante, infravaloran la económica. Estiman que la desaparición de la primera provocará la de la segunda. A partir de septiembre, ésta se verá con mucha mayor crudeza y es muy probable que las bajadas de precio sean más numerosas y por un mayor importe que las realizadas hasta el momento. En Barcelona y Madrid, a 15 junio, solo un 1,6% de los pisos ofrecidos en Idealista había disminuido el importe de venta al menos en un 10%.

3) **Los propietarios creen que su piso es especial.** Da al interior de un patio de manzana, tiene poca luz, muchos metros de pasillo y una mala distribución. A pesar de ello, es probable que su propietario lo considere especialmente bonito y esté convencido de que alguien lo valorará como lo hace él. En otras palabras, busca un mirlo blanco que tenga un gusto horroroso y no sea consciente de la actual crisis. La especie ha desaparecido.

4) **Los propietarios no se quieren precipitar.** Prefieren esperar a ver qué sucede en los próximos meses. En concreto, a qué los medios de comunicación les informen de que la caída del precio de los pisos es muy elevada. Cuando así suceda, decidirán bajar el del suyo. No obstante, probablemente seguirá estando caro, pues el de mercado habrá disminuido más. En el momento que llega una crisis, el propietario debe realizar una rápida bajada del importe de venta. Si así lo hace, lo podrá vender a un precio superior al que lo haría seis meses después.

5) **Las agencias inmobiliarias se sorprenden de la demanda existente.** En la reapertura se han encontrado con una positiva sorpresa: hay muchos interesados en sus pisos. No obstante, éstos constituyen un elevado número para dos semanas, pero ni mucho menos para los dos meses que como mínimo han estado cerradas.

Han confundido una demanda embalsada con una nueva. Por eso, muchas no han recomendado a sus clientes una bajada del precio de sus viviendas. Sin embargo, tener numerosos interesados no siempre equivale a logar grandes ventas. En la primera semana de junio, una de las mayores franquicias del país vendió el 20% de los pisos que en el mismo período de 2019.

6) **A los agentes inmobiliarios les cuesta recomendar bajadas de precios.** En el mercado residencial, cuesta mucho captar una vivienda. Por tanto, cuando un agente lo ha conseguido, no quiere que la retire de la venta su propietario o se la dé a otro. Para no contrariarle, espera un tiempo a decirle que la vivienda es invendible al precio establecido. Le indica que casi no hay interesados y, los pocos que ha habido, consideran excesivo su importe de venta.

En definitiva, el mercado residencial ajusta sus precios de forma más lenta que el bursátil o casi cualquier otro de carácter financiero. Por las razones indicadas, la mayoría de las bajadas las veremos a partir de septiembre, después de que los propietarios reflexionen durante el verano y la crisis económica quede mucho más patente.

Por la misma razón, también el importe de venta se recuperará más tarde de lo que lo hará la economía. Históricamente, primero empieza a subir el PIB, después el empleo y finalmente el precio de la vivienda. Por tanto, en ninguna o en muy pocas ciudades, éste subirá en 2021.

De las caídas no se librarán los pisos nuevos. Aunque los promotores digan que su oferta es escasa, también acabarán bajando su precio. Si la diferencia entre uno nuevo y otro antiguo, para una idéntica superficie y localización, llega al 25%, el primero queda fuera de mercado. Desgraciadamente, están volviendo a cometer el mismo error que en 2008.

e) Análisis de precios y transacciones

En 2020, el precio de la vivienda en España bajará un 12% y las transacciones un 27%. En ninguna ciudad, el primero subirá. No obstante, existirá una gran variación en la caída del importe de venta entre unas y otras. Una dispersión principalmente causada por los distintos motores económicos de los municipios, la desigual participación de la demanda de inversión y el diferente volumen relativo del *stock* de viviendas pendientes de venta.

La gran reducción de las transacciones será principalmente causada por cuatro factores: la disminución de la renta de los hogares, un criterio más selectivo de concesión de hipotecas por parte de los bancos, un elevado incremento de la incertidumbre económica y el cierre de las agencias inmobiliarias durante más de dos meses.

Las ciudades donde más disminuirá el importe de venta tendrán una escasa demanda de inversión y el turismo, el comercio y la hostelería una elevada participación en el PIB municipal. También caerá sustancialmente en las que su economía dependa directa o indirectamente de una o varias grandes empresas industriales, especialmente del sector del automóvil, si aquéllas reducen significativamente su producción.

Por el contrario, la bajada será más leve en las urbes preferidas por los inversores y en las que un gran número de sus ciudadanos trabaje en la Administración Pública, la agricultura, ganadería o industria agroalimentaria. La primera característica beneficia claramente a Madrid y Barcelona, las restantes mucho más a numerosas ciudades pequeñas que a las medianas y grandes.

En consecuencia, el mercado residencial se comportará mejor en las dos grandes capitales que en el conjunto del país. En el período inicial de una crisis inmobiliaria, no constituye una nueva tendencia, sino una muy habitual, pues para la inversión nacional e internacional son las dos ciudades españolas más atractivas. Ambas juegan en la *Champions Inmobiliaria Mundial*, una posición que está muy lejos de alcanzar cualquiera otra del país.

Por las anteriores razones, también tendrá una evolución más favorable en Huesca, Mérida, Soria o Logroño que en Málaga, Palma, Alicante o Santa Cruz de Tenerife, a pesar de que las segundas han atraído históricamente a la demanda de inversión mucho más que las primeras.

En la capital catalana, el precio caerá un 8,5% y en la de la nación un 9,5%. La anterior evolución es la prevista en el importe de cierre de la transacción, pero no en el de oferta, siendo el último el que aparece en los portales inmobiliarios. Muy probablemente la bajada de éste será bastante menor, pues en la parte inicial de una crisis crece notablemente la diferencia entre uno y otro.

El motivo es la resistencia inicial del vendedor a aceptar las nuevas condiciones del mercado. Unos requisitos que al final acabará aceptando, si realmente quiere vender su vivienda. Por eso, los descuentos logrados por el comprador serán muy superiores a los conseguidos en un período donde el precio de la vivienda es estable o tiene tendencia al alza.

La menor disminución del precio en Barcelona vendrá determinada por las características de su oferta. En relación a Madrid, aquélla tiene un mayor porcentaje de viviendas de alto *standing*. No lo es en cifras absolutas, pero si en relativas. La explicación a la diferencia entre una y otra está principalmente en la distinta extensión de ambas. La segunda (604,3 km²) tiene una superficie casi seis veces mayor que la primera (101,9 km²).

En ambas ciudades, en los distritos más céntricos y de alto *standing*, la evolución del precio y de las ventas será menos mala que en los más humildes. La principal razón es que los primeros son los preferidos por los inversores. La mayoría de ellos prefiere una mejor ubicación de la vivienda a una más elevada rentabilidad por alquiler. La primera se consigue en los barrios de mayor renta per cápita y la segunda en los que la tienen más baja, siempre que no estén ubicados en el centro de la ciudad o en sus proximidades.

Debido a las anteriores razones, considero que en 2020 el precio de la vivienda en l'Eixample, Sarrià – Sant Gervasi o Les Corts Pedralbes disminuirá entre un 5% y 6%. En cambio, en Horta – Guinardó, Sant Andreu y Nou Barris entre un 11% y 14%. En el resto de distritos, la caída estará entre el 7% y 10%.

En definitiva, en 2020 la bajada de precios de la vivienda será histórica. No obstante, una parte sustancial de dicha disminución no se observará en los portales inmobiliarios, pues tendrá lugar en una larga negociación entre propietarios e interesados. Dicha negociación será más corta en octubre que en julio, pues en el primer mes las familias ya notarán bastante más la crisis económica que en el segundo.

A pesar de que la economía española se recuperará vigorosamente en 2021, en casi todas las ciudades del país el importe de venta de los pisos seguirá disminuyendo. Una mayor resistencia a la baja al inicio de una crisis comporta también una mayor dificultad para regresar a las alzas, cuando la expansión macroeconómica sustituye a la recesión.

En 2020 la bajada de precios de la vivienda será histórica. No obstante, una parte sustancial de dicha disminución no se observará en los portales inmobiliarios.

El mercado de alquiler

Por Gonzalo Bernardos

1) LA INTERVENCIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN

a) El alquiler social: una regulación equivocada

El pasado 23 de diciembre, la Generalitat de Catalunya aprobó un decreto – ley de medidas urgentes para mejorar el acceso a la vivienda. Una norma excesivamente intervencionista, claramente populista y contraproducente. No solucionará ninguno de los problemas actuales, agudizará algunos de los existentes y generará otros nuevos.

Dicho decreto – ley tiene cuatro objetivos: combatir las situaciones de emergencia habitacional y evitar el mayor número posible de desahucios, crear un nuevo modelo de vivienda protegida de propiedad, aumentar las destinadas al arrendamiento y contribuir a la moderación de los alquileres en el mercado libre.

El primer propósito es loable y propio de las Administraciones Públicas. Sus ingresos vía impuestos deberían permitir a todas las familias con rentas muy bajas residir en pisos dignos. No obstante, si un insuficiente parque de vivienda pública lo impide, constituye un error desarrollar una legislación que obligue a una parte del sector privado a realizar tal función.

Los obligados son los grandes tenedores de vivienda, entendiendo por tales cualquier empresa o persona física que posea más de 15 viviendas. Entre ellos, se encuentran las entidades financieras, los fondos de inversión, de capital riesgo y de titulación de activos, así como la mayoría de los *family office*.

Los anteriores deben ofrecer un contrato de alquiler social a familias con muy bajos ingresos que se encuentren en alguno de los tres siguientes supuestos: su contrato de arrendamiento ha finalizado recientemente, están afectadas por un proceso de desahucio o utilizan el piso, sin disponer de ninguna autorización por parte de su dueño, desde hace más de seis meses.

Por tanto, constituye una legislación claramente protectora de los "okupas" y sumamente perjudicial para los grandes tenedores de viviendas, pues supone un evidente ataque a la propiedad privada. No tienen derecho a elegir sus inquilinos, ni poseen la posibilidad de fijar el importe del alquiler que deseen.

Aquéllos, además de obtener una menor rentabilidad por su arrendamiento, soportarán un mayor riesgo de ocupación futura. Si la realizada en el pasado la ha procedido a legalizar la actual norma, los "okupas" tendrán la expectativa de que una próxima ley vuelva a declarar lícita la próxima. Además, padecerán una superior probabilidad de deterioro del activo, al ser en bastantes ocasiones deficiente el grado de conservación realizado por los indicados inquilinos.

La posibilidad de quedar atrapados en un contrato social de alquiler de muy larga duración llevará a los grandes tenedores a realizar una selección mucho más estricta de sus arrendatarios. La mayoría preferirá tardar más en arrendar sus pisos que hacerlo rápidamente a familias cuyos miembros tienen bajos ingresos o una escasa estabilidad laboral.

Dichos propietarios, si la Administración no les compensa adecuadamente mediante deducciones fiscales o subvenciones, obtendrán una escasa rentabilidad por su cartera residencial. Una situación que hará que vendan una parte o la totalidad de la misma. Por tanto, la oferta de viviendas de alquiler bajará y su precio aumentará.

El segundo nunca habría de ser un objetivo para ninguna Administración. Las viviendas protegidas jamás deberían ser destinadas a la venta. En el pasado, y volvería a repetirse en el futuro, la última modalidad comportó que todos los ciudadanos otorgaran un subsidio a los compradores, al permitirles la ley adquirir un piso por debajo del precio de mercado.

Una subvención que hizo que muchos consiguieran una mayor plusvalía al poderla vender, después de unos años, en el mercado libre. Una posibilidad que teóricamente impide la presente norma, al extender indefinidamente la vigencia de la protección. No obstante, seguirá siendo posible que comprador y vendedor acuerden saltarse la ley y una parte de la transacción se realice con dinero negro.

El destino de las viviendas protegidas era la población con menores recursos económicos. No obstante, solía ser bastante habitual que se hicieran pasar por tales, personas que no tenían tal condición. Por ejemplo, autónomos que ocultaban al fisco una sustancial parte de sus ingresos o jóvenes de familias pudientes que solo se independizaban legalmente. Lo hacían con el único objetivo de tener derecho a adquirir una, pues cumplían con el criterio de renta, pero seguían viviendo en el domicilio de sus padres.

Además, la inmensa mayoría de las viviendas adjudicadas implicaba el compromiso por parte del nuevo propietario de utilizarlas como domicilio habitual y vivir en ellas. No obstante, una significativa parte de los nuevos propietarios no lo hacía y las destinaba al mercado de alquiler. Por tanto, ni mucho menos su concesión significaba siempre una transferencia de los que más tienen o ganan a los que menos.

El decreto – ley avanza que la próxima aprobación del Plan Territorial de Vivienda aumentará considerablemente los terrenos destinados a vivienda protegida. En los municipios donde exista una elevada demanda, los inmuebles edificados sobre el nuevo suelo creado, procedentes de un uso agrícola o industrial, deberán dedicar a la anterior tipología de vivienda al menos el 50% de los m² construidos. La mitad de ellos destinados a la venta y el resto al alquiler regulado.

Se plantean dos discrepancias al proyecto. La primera es que asigna los recursos de manera ineficiente, la segunda que dificulta notoriamente la actividad de los pequeños y medianos promotores.

El cambio de calificación de un suelo agrícola o industrial a urbano comporta un gran incremento de su valor de mercado. Por tanto, su venta genera a sus propietarios una considerable plusvalía, sin haber hecho nada para merecerla. Debido a ello, sería completamente legítimo gravar su transacción con un elevado tipo impositivo y destinar por ley la recaudación obtenida a la compra de terrenos o a la construcción de vivienda protegida.

Si se aplicara dicho tipo impositivo, los fondos recaudados permitirían aumentar en mayor medida la construcción de pisos de las anteriores características. No obstante, también incrementarían los destinados al mercado libre, al ser bastante más fácil para los anteriores promotores obtener financiación bancaria, al no tener que destinar ninguna parcela a construir vivienda protegida.

La mayoría de los pequeños y medianos promotores destinan la casi totalidad de sus recursos a la compra de suelo y no tienen capacidad financiera para poseer una gran cartera de inmuebles. Por tanto, es muy dudoso que tengan ningún interés en realizar promociones donde estén obligados a quedarse una parte de las viviendas construidas o a venderlas a inversores con un elevado descuento.

En consecuencia, al anterior plan muy probablemente hará que desistan de comprar numerosos solares en Catalunya y les incentivará a adquirirlos en otras autonomías. En especial, en aquéllas donde existan más facilidades para edificar vivienda libre y no estén obligados a destinar al arrendamiento una sustancial parte de los pisos protegidos.

Finalmente, con el objetivo de reducir el precio del alquiler en el mercado libre, la nueva norma obliga a la aparición del Índice de Referencia de Precios del Alquiler en los anuncios donde se publicitan las viviendas y en los contratos de arrendamiento. Una medida casi completamente inútil, pues difícilmente su mayor conocimiento alterará las decisiones de arrendador y arrendatario.

En definitiva, a simple vista, el decreto – ley constituye un texto que perjudica a propietarios de viviendas y promotores, beneficia a los inquilinos y permite adquirir una vivienda, a un precio significativamente inferior al de mercado, a las familias con rentas bajas y medias. En otras palabras, una legislación propia de un moderno Robin Hood. En la realidad, no es nada de lo que parece, pues lesiona los intereses de todos ellos.

b) La limitación de los alquileres: un desafortunado y peligroso antecedente

Una de las propuestas estrella de la coalición gobernante en España es la limitación de los alquileres. En la actualidad, no hay ningún borrador de la nueva normativa, pero si la reciente aparición de un índice de precios a nivel estatal. En principio, el paso previo para desarrollar la legislación prometida.

Un precedente lo constituye el decreto ley de la Generalitat sobre contención de los alquileres, aparecido en el Diario Oficial el 23 de mayo de 2019 y derogado por el Parlament el 26 de junio, al votar por distintos motivos la oposición de forma unánime en contra de él. Por tanto, no está vigente y constituye un intento fallido de legislación sobre el establecimiento de precios máximos en los alquileres.

El anterior decreto tenía muy poco de original y mucho de copia. Estaba más que inspirado en las leyes alemana y francesa de limitación del precio de los arrendamientos de junio y agosto de 2015, respectivamente. Unas normas que tienen como antecedente el control de rentas establecido en Nueva York en los años 90.

En la ciudad norteamericana, así como en las grandes urbes de Alemania y Francia, el resultado fue descorazonador: los alquileres siguieron subiendo después de su aplicación. Por tanto, ¿por qué copiar lo que ha funcionado mal? La respuesta no la tiene la economía, sino la política. En la actualidad, los ciudadanos piden soluciones fáciles y rápidas a sus problemas. Algunos políticos, afectados por un ataque de populismo, les dan lo que quieren, en lugar de explicarles por qué lo que pretenden no funcionará y ofrecerles soluciones alternativas.

La futura imitación de los alquileres repercutirá sobre la oferta y la demanda. Muy probablemente la primera disminuirá y la segunda subirá. Por tanto, el número de ciudadanos descontentos no se reducirá, sino que crecerá. Éstos tendrán una decepción inmensa, pues se sentirán discriminados. No solo no dispondrán del piso deseado al precio pretendido, sino que verán como otros, con un nivel de renta similar al suyo, lo consiguen. La discriminación recibida radicalizará su posición.

La mayoría de los pequeños y medianos promotores destinan la casi totalidad de sus recursos a la compra de suelo y no tienen capacidad financiera para poseer una gran cartera de inmuebles.

Es lo que ha sucedido en Berlín. Una organización de arrendatarios (Deutsche Wohnen Enteignen), similar al sindicatos de inquilinos de Barcelona, ha realizado una "propuesta bolivariana": expropiar 200.000 viviendas a las grandes compañías inmobiliarias y dedicarlas al alquiler social.

Según diversas encuestas, la propuesta tiene el apoyo de aproximadamente el 50% de los berlineses. No obstante, ésta ya no es del agrado del alcalde. El motivo es que Alemania no es Venezuela, sino un estado de derecho donde las expropiaciones comportan el abono de un justo precio. Un capital que dudo muchísimo de que disponga el ayuntamiento.

La caída de la oferta de alquiler se deberá a dos motivos: inseguridad jurídica y escasa rentabilidad. Será generada por los propietarios más legales. En otras palabras, aquéllos que no quieren hacer trampas ni emplear la picaresca. Algunos de ellos dejarán los pisos vacíos, otros los venderán y unos pocos los destinarán al arrendamiento de temporada.

Casi ninguno decidirá reformarlos, pues el incremento del alquiler permitido probablemente no será suficiente para compensar el coste de las obras. Así sucedía en la norma derogada. Ésta solo permitía incrementar, durante un período de cinco años, el importe del arrendamiento en un 9,1% respecto al precio más elevado resultante de la aplicación del índice. Por tanto, la calidad de la oferta de arrendamientos disminuirá.

No obstante, numerosos arrendadores intentarán que la nueva legislación no afecte negativamente a sus bolsillos. Es lo que ha sucedido en Berlín y París. Si la coyuntura económica lo permite, algunos obligarán al inquilino a sufragar el Impuesto de Bienes Inmuebles y los gastos de la Comunidad. Otros exigirán un elevado importe inicial a fondo perdido y también habrá quién pretenda percibir un suplemento en negro del alquiler mensual.

Además de perjudicar a los propietarios, la nueva legislación probablemente decepcionará a muchos inquilinos, si es muy parecida a la catalana derogada. Después de su aplicación, estos últimos creen que les resultará fácil encontrar en Barcelona viviendas a 400 € y 600 € mensuales y la realidad les demostrará que casi no habrá ninguna de las primeras y muy pocas de las segundas.

Al decreto ley de 23 de mayo de 2019, le acompañaba un índice de alquiler que fijaba tres precios para cualquier ubicación: alto, medio y bajo. En el contrato de arrendamiento, la normativa establecía que las dos partes debían llegar a una acuerdo respecto a cuál de ellos adoptaban como referencia. Si la elección era el primero, para una vivienda usada y no recientemente reformada, ambos podían pactar aplicar un plus máximo sobre él del 10%.

En las etapas expansivas, como la observada entre 2015 y 2019, en las ciudades más grandes del país suele existir un exceso de demanda. En otras palabras, por cada piso ofrecido hay más de un interesado y el propietario puede muchas veces escoger a quién de ellos se lo alquila. Por tanto, en la mayoría de ocasiones éste es el que fija el precio.

Debido a ello, no resultaría nada extraño que la referencia elegida sea la de nivel más elevado. En dicho caso, en numerosas ocasiones, la diferencia entre el precio permitido por la normativa y el fijado por la libre confluencia de la oferta y demanda sería escasa. Por tanto, en relación al importe del alquiler, la nueva ley estatal, si es muy parecida a la catalana derogada, perjudicaría a corto plazo poco o nada al arrendador. En cambio, a medio plazo, el menoscabo sería notorio, si los precios de referencia del índice no tuvieran una adecuada actualización.

En la actual crisis, al existir un importante exceso de oferta, el arrendatario tendrá bastantes más posibilidades de influir en el precio. Por tanto, es más probable que el precio de referencia adoptado sea el medio y, si el estado de conservación deja bastante de desear, puede incluso ser el bajo.

Si así sucede, sería injusto indicar que la anterior normativa ha tenido un gran éxito, pues el importe del arrendamiento ha disminuido. La relación entre causa y consecuencia es falsa, dado que el motivo de su reducción sería una menor capacidad de pago de la inmensa mayoría de los inquilinos por la bajada de salarios y el aumento del desempleo.

En definitiva, si la legislación española es similar al derogado decreto ley catalán, sus efectos beneficiarán a unos pocos ciudadanos y perjudicarán a muchos. No solo a los propietarios, sino también a un considerable número de inquilinos actuales o potenciales. Por

Además de perjudicar a los propietarios, la nueva legislación probablemente decepcionará a muchos inquilinos, si es muy parecida a la catalana derogada.

dicha razón, la nueva norma durará poco, pues su escasa efectividad y sus considerables efectos secundarios probablemente provocarán su rápida derogación. No sería de extrañar que ésta la realice el gobierno que sustituya al que la cree.

2) LA RENTABILIDAD DE UNA VIVIENDA DE ALQUILER

a) ¿De qué depende la rentabilidad de una vivienda de alquiler?

En cualquier ciudad, la rentabilidad proporcionada por el arrendamiento de una vivienda recién adquirida depende principalmente de la zona donde se sitúa, su estado de conservación y superficie. Cuanto mejor es la ubicación, menos reformas necesita el inmueble y mayor su extensión, más reducida es la rentabilidad obtenida.

1) La búsqueda de la seguridad

La mayoría de los inversores anteponen la seguridad a la rentabilidad. Consideran que obtienen la primera cuando compran un piso en un barrio del centro de la ciudad (por ejemplo, Sant Antoni en Barcelona) o de alto *standing* (Sant Gervasi Galvany). No obstante, por regla general, prefieren el primero al segundo, excepto si viven en éste o muy cerca.

La adquisición les suele parecer una inversión segura si cumple dos condiciones: la localización de la vivienda facilita mucho la rápida consecución de un inquilino y, en la mayoría de las recesiones económicas, para lograr uno solo es necesario disminuir un poco el importe del arrendamiento.

Por tanto, el piso siempre les proporcionará dinero y, excepto si se ven obligados a realizar una gran reforma, el dispendio realizado nunca superará al ingreso recibido. Dentro del mercado residencial, ésta es una cualidad que convierte a los anteriores inmuebles en los activos más similares a los bonos del Estado a largo plazo.

No obstante, en una ciudad como Barcelona, en los últimos años el concepto "seguridad inmobiliaria" ha sufrido una transformación. Ahora, es bastante más amplio que una década atrás. Una variación que no se ha observado en otras metrópolis del país, al menos en una magnitud similar. En la capital catalana, los inversores conservadores también consideran la de las personas físicas en el barrio o distrito donde se sitúa y la posibilidad de "okupación".

Evidentemente, cuanto más baja es la primera y más elevada la segunda, menor es la seguridad proporcionada. El aumento de los delitos contra las personas ahuyentan a una sustancial parte de los potenciales inquilinos y obligan a los propietarios de los inmuebles a arrendarlos por un importe inferior o a hacerlo a arrendatarios con menores garantías de pago. La "okupación" impide la percepción de alquileres y, si es prolongada, comporta generalmente un deterioro del equipamiento de los pisos.

Las dos anteriores características afectan al valor de sus patrimonios, pues provocan en los siguientes años una revalorización de sus viviendas por debajo de la media del mercado. En Barcelona, ambos problemas los tiene actualmente el barrio del Raval. Por dicha razón, los inversores que las adquieren allí cada vez más tienen un perfil arriesgado y algunos que ya las poseían, cansados de los problemas que les han generado, decidieron venderlas.

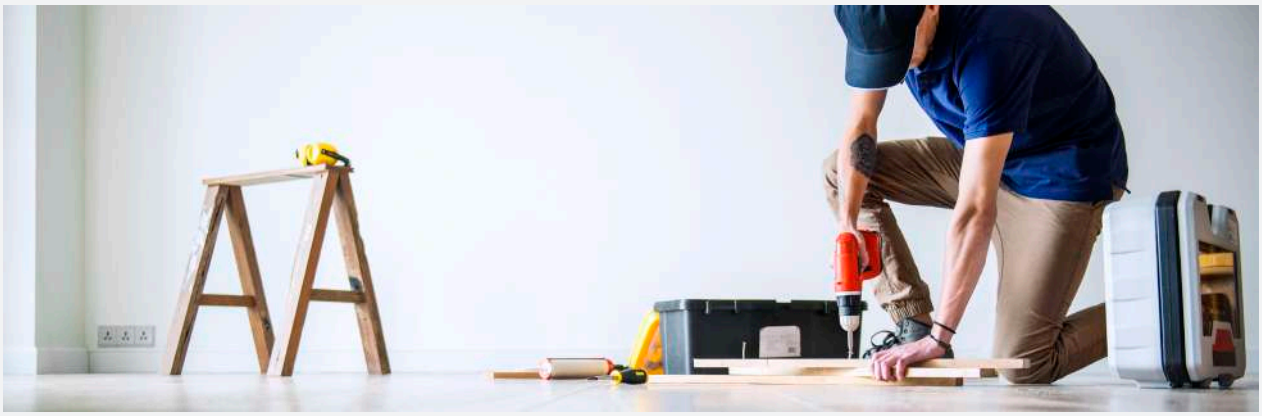
2) Los mejores barrios son los menos rentables

Además de ser muy atractivos para los inversores conservadores, los barrios que ofrecen una elevada seguridad inmobiliaria también lo son para los que quieren adquirir una vivienda para residir en ella. Los céntricos principalmente por su privilegiada ubicación y el gran número de servicios ofrecidos, los de alto *standing* por la elevada calidad de la oferta y la tranquilidad del entorno.

No obstante, también lo son para los que desean comprar para alquilar y su principal objetivo no es realizar ni una inversión segura ni muy rentable, sino incrementar a medio y largo plazo el valor de su patrimonio. Para ellos, la compra es acertada, si el piso es precioso, aunque el precio sea claramente excesivo.

Debido a ello, en una coyuntura normal, la gran demanda existente lleva a las viviendas situadas en ellos a cotizar con prima en el mercado de compraventa y las sitúa entre las más caras de la ciudad en términos de precio por m². Un plus que el propietario únicamente puede trasladar parcialmente al importe del arrendamiento.

Por tanto, la rentabilidad bruta del alquiler obtenido en ellos está entre las más bajas de la ciudad, entendiendo ésta como el cociente entre la cuantía recibida del inquilino y el coste de adquisición de la vivienda (el precio más los impuestos y otros gastos derivados de la compra). En el caso del barrio de Sant Antoni, la ofrecida por la mayoría de los pisos está entre un 3,5% y 4%, mientras que en Sant Gervasi - Galvany oscila entre un 3% y 3,5%.



3) Una comparación entre las tres clases de viviendas

En el mercado de compraventas, podemos distinguir tres clases de viviendas: las inhabitables, las que solo necesitan pequeñas mejoras y las nuevas o completamente reformadas. Las primeras cotizan con un importante descuento, las segundas al precio de mercado de la zona y las terceras con una significativa prima.

Los inversores que priorizan a medio plazo la obtención de una rentabilidad más elevada generalmente optan por las primeras. Realizan una reforma estándar y dotan a los pisos de una confortable habitabilidad, pero de ningún equipamiento de alto *standing*.

En relación a las segundas, la cifra gastada en su actualización es superior, pues en éstas la mayoría de los inversionistas solo pinta, reforma completamente el baño y ligeramente la cocina. No obstante, si contabilizamos el importe total comprometido en ambas, la adquisición y reforma de las primeras les lleva a invertir entre un 10% y 15% menos que en las otras.

Los inversionistas que adquieren algunas de las terceras lo hacen por comodidad o para lograr un mayor efecto apalancamiento. A ambos tipos les atrae la posibilidad de alquilar la vivienda de forma inmediata. No obstante, la prioridad de los primeros es evitarse complicaciones y la de los segundos pagar de su bolsillo el menor dinero posible por su compra, pues la inmensa mayoría de los bancos no incluye en la hipoteca el coste de las reformas efectuadas.

A igualdad de m², una vez el inversor ha realizado obras en las viviendas pertenecientes a las dos primeras categorías, las que le han costado más caras son las inmediatamente disponibles para el arrendamiento y las más baratas las inicialmente inhabitables.

El importe extra porcentual gastado en los inmuebles pertenecientes a la segunda y tercera categoría, el propietario solo lo puede trasladar, mediante un incremento del precio del alquiler, en una pequeña parte al inquilino. El motivo estriba en que la inmensa mayoría de los arrendatarios prefiere un piso barato y mal equipado a uno caro y con grandes prestaciones.

La única gran excepción a la anterior conducta la constituyen los inquilinos que buscan arrendar una vivienda de lujo. En este caso, es imprescindible que el inmueble ofrezca muchos servicios y la reforma efectuada haya empleado los materiales más caros y lujosos. No obstante, dicha tipología de viviendas constituyen un segmento muy pequeño en el mercado de alquiler.

Debido a las anteriores razones, la rentabilidad ofrecida por las viviendas inicialmente inhabitables es significativamente superior a la proporcionada por las otras dos tipologías. Un ejemplo lo constituye el barrio de la Guineueta. En él, la generada por las que no necesitan ninguna reforma se sitúa alrededor del 4,5%. En cambio, la mayoría de las que inicialmente tenían una muy deficiente conservación alcanzan al menos el 5,5%.

4) Las preferencias de los inquilinos: repercusión sobre el importe del alquiler

Cuando quieren arrendar un piso, un gran número de arrendatarios establece previamente el importe máximo que pueden gastar en un alquiler. Si buscan una superficie entre 50 y 90 m², aquél determina los barrios de la ciudad en los que económicamente les conviene vivir. Una vez elegido uno, deben decidir si prefieren ahorrar con el alquiler o gozar de las mejores condiciones posibles en la nueva vivienda.

La mayoría se decanta por la primera opción. Por tanto, los pisos más pequeños son los más demandados y su precio por m² es superior. Solo unos pocos valoran especialmente sus prestaciones externas, tales como la calle donde está situado, su altura (mejor un cuarto que un entresuelo), la existencia o no de balcón y si es exterior o interior. También son muy escasos los que aprecian en gran medida la confortabilidad inicial del piso, pues casi todos piensan que serán capaces de adaptarlo a sus necesidades y estar cómodo en él.

Aunque son minoría, también existen los que hacen el proceso de búsqueda en sentido opuesto. Por razones familiares, históricas o por comodidad, quieren vivir en un determinado barrio, siendo generalmente éste muy céntrico o de alto *standing*.

Para conseguir su propósito, si el precio por m² de la zona es muy elevado para su capacidad adquisitiva, están dispuestos a vivir en uno muy pequeño (entre 25 y 40 m²). Por dicha razón, y porque cada vez hay más personas que buscan un piso solo para ellas, en dichos barrios el precio por m² de los más pequeños también es el más elevado.

En cualquier área de una ciudad, las indicadas preferencias determinan una relación inversa entre el importe del alquiler por m² y la superficie de la vivienda. Es la misma que existe entre ésta y el precio de compra por m². No obstante, el descuento porcentual provocado por una mayor extensión es superior en el importe del arrendamiento que en el de adquisición.

La justificación es la superior valoración de los m² de un piso que hacen los propietarios que piensan vivir en él respecto a la que realizan los inquilinos cuando lo arriendan. Dos son los motivos: el número de personas que lo habitarán será generalmente superior y su permanencia en él más larga.

Los primeros normalmente son una familia cuyos miembros oscilan entre las tres y cinco personas, los segundos es bastante usual que sean una pareja. No obstante, en las coyunturas expansivas, cada vez más una única persona. Los primeros piensan residir en él el resto de su vida o muchos años, mientras que la mayoría de los segundos o terceros normalmente solo unos pocos.

Por tanto, dado que cuanto mayor es la superficie de un piso, más descuento porcentual tiene lugar en el precio de alquiler en relación al de venta; en la inmensa mayoría de barrios, especialmente a partir de 40 m², menor es la rentabilidad obtenida cuanto mayor es su extensión.

En definitiva, ni los pisos preciosos ni los mejor ubicados ni los más grandes suelen ser los más rentables en el mercado de alquiler. No obstante, aunque a priori parezca increíble, la mayoría de los propietarios no tiene como prioridad la obtención de la máxima rentabilidad, sino la conservación de la vivienda por parte de los inquilinos.

Por dicho motivo, en cualquier edificio, excepto si el casero es un fondo de inversión o una compañía únicamente dedicada al arrendamiento de inmuebles, el importe del alquiler que paga el nuevo arrendatario es bastante superior al que sufraga el que vive en él desde hace muchos años. Es la manera en que el propietario compensa al inquilino por cuidar bien su propiedad.

3) EL MERCADO DE ALQUILER EN 2020

a) El alquiler convencional: la llegada de las grandes rebajas

Tradicionalmente, las rebajas se realizaban en enero y julio. No obstante, en el mercado de arrendamientos, este año los grandes descuentos llegaron en abril. Una gentileza de la crisis generada por la Covid – 19. No van a ser flor de un día, sino que continuarán durante bastante tiempo, pues la recuperación de los precios en el mercado de la vivienda, tanto de venta como de alquiler, casi siempre va por detrás de la del PIB.

En 2020, la caída del importe del arrendamiento tendrá una doble vertiente: la sufrida por el piso vacío y la pactada en el arrendado. En el conjunto del país, la primera será espectacular y se situará alrededor del 12%. Una bajada muy superior a cualquiera anual padecida durante la pasada crisis. La segunda, difícilmente sobrepasará el 10%, siendo la más habitual del 5%.

Los pisos vacíos casi ningún arrendador podrá alquilarlos al precio inicialmente previsto. Un gran número de ellos realizarán dos bajadas en dos distintos períodos. La inicial y visible en el anuncio del portal inmobiliario. La final e invisible después de la negociación definitiva con el inquilino.

En el actual ejercicio, el número de hogares en régimen de alquiler disminuirá. En cambio, aumentarán las viviendas ofrecidas. La crisis económica hará que casi nadie se independice de su familia original, provocará que compartan piso personas que ahora viven solas o con su pareja y supondrá el regreso de bastantes jóvenes a la casa de sus progenitores.

El incremento de los inmuebles en régimen de arrendamiento llegará por tres diferentes vías: la desestimación de su venta y una distinta utilización de las viviendas turísticas y de alquiler de temporada. En relación a la pasada crisis, dicho cambio temporal de uso constituye una novedad.

La primera estará integrada por los propietarios que no tienen prisa por venderlo y deciden esperar a una coyuntura mejor para hacerlo. La segunda y tercera vendrá determinada por la escasez de clientes, debido a la restricción de movimientos de los turistas internacionales y al menor volumen de desplazamientos de ejecutivos y trabajadores cualificados.

En el presente año, el importe del alquiler en Barcelona y Madrid bajará aproximadamente un 15%. Lo hará más que en los municipios de su periferia, las ciudades medianas y el promedio nacional. Existirán dos principales motivos: unos precios más elevados y un mayor incremento de la oferta.

> La crisis económica provocará que compartan piso personas que viven solas o en pareja y supondrá el regreso de muchos jóvenes con sus progenitores.

Los distritos con peor comportamiento serán los del centro de la ciudad y los considerados de alto *standing*. En Ciutat Vella y l'Eixample en Barcelona y Centro en Madrid, el exceso de oferta será histórico y vendrá principalmente generado por la incorporación de las viviendas turísticas y de alquiler de temporada al arrendamiento tradicional. En ellos, la caída del importe del alquiler superará por poco el 20%.

En los departamentos de Sarrià – Sant Gervasi y Les Corts - Pedralbes en la capital catalana o Retiro, Salamanca y Chamberí en la del país, la disminución del precio se situará entre el 15% y el 20%. No obstante, en las viviendas donde aquél sobrepasaba los 2.500 €, pero especialmente los 3.000 €, no será nada extraño observar caídas superiores al 25%.

El principal motivo será la elevada disminución de ingresos de numerosos pequeños empresarios, profesionales liberales y trabajadores cualificados que residían de alquiler en las anteriores zonas. Una bajada que no tienen visos de revertir en el corto plazo y les obliga a trasladarse a un barrio menos glamuroso.

Eran parejas o familias que priorizaban la localización a la tenencia. En otras palabras, preferían vivir de alquiler en los mejores departamentos de la ciudad a poseer una vivienda en uno más modesto de la misma o en cualquiera de su periferia.

En ambas capitales, la caída del importe del alquiler en casi todos los demás distritos estará entre un 10% y 15%. Como norma general, la bajada será menor cuanto más reducido previamente era el precio medio, pues habrá un elevado flujo de traslados desde los barrios caros hacia los relativamente baratos.

En definitiva, la burbuja de alquiler no ha explotado, porque nunca ha existido. Técnicamente, solo puede generarse en los mercados donde se compran y venden activos y en los que una mayor disponibilidad de crédito por parte de los inversores influye en gran medida en la variación de su precio.

No obstante, al menos durante un par de años, el importe del arrendamiento en las grandes ciudades dejará de ser un problema. Los propietarios deberán decidir entre ajustar notablemente su precio o tener el piso vacío durante un largo período. Si optan por la segunda alternativa, la rentabilidad obtenida será negativa y correrán un gran peligro: la "okupación" de su vivienda.

b) El alquiler turístico en la costa: una debacle

El año 2020 tendrá un lugar prominente en la historia, especialmente en el ámbito de la salud, la economía y el turismo. De todas las actividades, la última será la más perjudicada. En nuestro país, el segundo del mundo en 2019 en turistas extranjeros e ingresos obtenidos de ellos, en octubre nadie será capaz de recordar una campaña estival peor que la actual.

Los principales motivos de la debacle turística serán cuatro: la disminución de la renta de los hogares, una mayor propensión al ahorro sobre la renta disponible por temor al futuro, las restricciones a los movimientos internacionales de personas y el miedo a contraer la Covid – 19.

Entre julio y septiembre, los dos primeros harán que las vacaciones de los amigos, parejas y familias sean las más cortas y cicateras de la década. El tercero generará una caída del número de turistas extranjeros de alrededor del 60%, de tal forma que en un año disminuirán de 28.927.723 a aproximadamente 11.500.000.

Finalmente, el cuarto llevará a la mayoría a minimizar riesgos y a evitar localidades del extranjero que nunca han visitado. En el período indicado, un rebrote de la enfermedad en cualquier municipio provocaría un alud de cancelaciones, la imposibilidad de generar nueva demanda mediante bajadas adicionales de precios y arruinaría por completo la temporada turística.

Para cerciorarse de que no hay peligro de infección en los municipios de confianza, donde ya han estado uno o más veranos, realizarán sus reservas de alojamiento en los días previos a su llegada. Una estrategia que algunos también utilizarán para cazar oportunidades y grandes descuentos.

Por tanto, en la actual temporada estival habrá menos turistas, con un presupuesto inferior y sus vacaciones serán más cortas. A la disminución de la demanda de los extranjeros, se unirá la de los nacionales. A pesar de que muchos de los que las hacían en el exterior las realizarán en España, su número será sustancialmente inferior a los que dejan de hacerlas o reducen sus días de asueto.

En consecuencia, en el mercado de apartamentos turísticos, la oferta será un poco menor que la del pasado año y la demanda mucho más. En las ciudades, especialmente en las más grandes, algunos engrosarán el mercado de alquiler de temporada o el convencional. No obstante, el cambio de uso provisional en los municipios costeros, cuya principal actividad es el turismo, será mínimo. Así pues, tendrá lugar una gran caída en la tasa de ocupación.

Debido a ello, incluso en localidades tan emblemáticas como Calvià, Adeje, Denia, Platja d'Aro o Estepona, en las semanas centrales del mes de agosto será posible encontrar un apartamento bien situado, con buenas prestaciones, a un magnífico precio y durante

pocos días. En otras palabras, la versión moderna del "bueno, bonito, barato" y por el tiempo que quieras. Sin duda, una misión imposible en los años anteriores.

En cualquier localidad, pero especialmente en aquéllas cuya oferta de comercios, restaurantes y lugares de ocio sea escasa, los apartamentos con una deficiente localización serán los más afectados por la crisis. Son los que obligan a sus inquilinos a utilizar el automóvil para ir a la playa o pasear por sus zonas más turísticas. En muchos de ellos, la tasa de ocupación no llegará en julio, agosto y septiembre al 35%, 50% y 30%, respectivamente.

Los municipios que más padecerán la crisis serán los preferidos tradicionalmente por los extranjeros. Entre ellos, estarán casi todos los de las Islas Baleares (excepto la de Menorca) y las Canarias, así como algunos de la Costa Blanca (Benidorm, Jávea) o de la del Sol (Marbella, Torremolinos).

En cambio, los menos perjudicados serán los del norte de España. En ellos, la inmensa mayoría de los turistas son españoles y residen principalmente en la misma autonomía, en las más cercanas y en Madrid. En julio y agosto, notarán una gran diferencia de reservas entre los días laborales y los fines de semana, pues a sus localidades costeras acudirán numerosas familias que viven regularmente a pocos kilómetros de distancia para hacer una corta escapada.

Entre los propietarios de apartamentos, la diversidad es la norma. Los más avispados serán los que en la actualidad prioricen una mayor ocupación a un precio más elevado, pues en una etapa de crisis la primera generalmente tiene una mayor repercusión sobre la rentabilidad obtenida que la segunda.

Desde principios de junio, una gran número de ellos han hecho ofertas para agosto que suponen descuentos del alrededor del 20% y ya han conseguido una más que aceptable tasa de ocupación. La mayor parte obtendrá una rentabilidad anual entre un 3,5% y 4%.

La crisis económica ha conducido a la turística y ésta a la más baja ocupación y precio de los apartamentos turísticos durante la actual década.

No obstante, la mayoría ha “resistido” y mantiene el precio del alquiler del pasado año. En la primera semana de julio, el resultado es una escasísima tasa de ocupación en agosto. Por tanto, deben hacer frente a un dilema: tenerlo casi vacío en el mejor mes turístico del ejercicio o convertirlo en una oportunidad para los demandantes de última hora.

La primera opción les proporcionará una rentabilidad que no llegará al 1,5%, la segunda probablemente hasta un punto más. No obstante para conseguirla, deberán realizar bajadas de precios entre un 30% y 50%, siendo éstas más elevadas cuanto mayor dependencia del turismo extranjero tenga la localidad, menor sea su oferta de servicios y peor la ubicación del apartamento dentro del municipio.

En definitiva, la crisis económica ha conducido a la turística y ésta a la más baja ocupación y precio de los apartamentos turísticos durante la actual década. La reducción del importe del alquiler en los portales y webs especializados dependerá en gran medida de la diferencia de días entre la oferta realizada y la llegada a la vivienda de los inquilinos. A mayor distancia, menor descuento y viceversa.

En el ejercicio de 2020, la gestión de las viviendas turísticas será mucho más complicada que en años anteriores. No obstante, una premisa parece clara: casi nadie va a poder alquilar sus apartamentos el mismo número de días que en 2019 y a un idéntico precio. En el mercado inmobiliario, los buenos profesionales rectifican y lo hacen rápidamente; en cambio, los aficionados resisten. A los primeros les sale un pequeño agujero en su bolsillo, a los segundos un roto considerable.

Commercial Real Estate: Perspectivas después de la Covid - 19

Por Gonzalo Bernardos

1) INTRODUCCIÓN

Existen dos tipos de activos inmobiliarios: residenciales y comerciales. Los primeros son las viviendas y los segundos engloban al resto. Entre los últimos destacan las oficinas, *coworkings*, locales y centros comerciales, naves industriales y logísticas y hoteles.

Para un idéntico nivel de endeudamiento, los inmuebles comerciales generalmente constituyen una inversión más rentable que los residenciales en las etapas de expansión económica y más perjudicial en las recesivas. En las primeras, el precio de venta y el importe del alquiler aumentan en mayor medida y en las segundas bajan más. La principal excepción a la anterior regla la constituye un superior exceso de demanda y oferta de pisos, respectivamente.

Dicho comportamiento hace al mercado comercial más voluble que al residencial. Una superior volatilidad generada por una mayor variabilidad de los beneficios empresariales respecto a los ingresos familiares y la consideración de la vivienda como un inmueble más necesario que cualquier oficina, local o nave.

Incluso para los empresarios, la conservación de la residencia donde viven es prioritaria a la de las sedes donde operan una o varias de sus compañías. Una característica que han tenido muy clara algunos gestores de *coworkings*, cuando se han visto obligados a adoptar rápidas decisiones para reflotar sus negocios.

En la actual crisis, para suplir a los autónomos y empresas que han abandonado sus instalaciones, han reconvertido en *colivings* una parte de la superficie gestionada. Un producto inmobiliario que proporciona a sus inquilinos una distinta forma de vivir y trabajar consistente en compartir con otras personas algunos de los distintos espacios de que consta un inmueble.

Constituyen un concepto basado en las residencias de estudiantes. No obstante, se diferencian principalmente de ellas en tres aspectos: el tipo de público al que van dirigidos, su superficie (suelen ser más pequeños) y algunos de los servicios proporcionados. En los primeros, la clientela generalmente tiene entre 26 y 35 años, en los segundos entre 18 y 25.

Las anteriores razones conducen a los inversores a calificar a los activos comerciales como una inversión más arriesgada que las viviendas y a dedicar menos capital a su adquisición. Una característica que, unida a la elevada demanda por motivo uso de los pisos, hace de cualquiera de los primeros un mercado más estrecho que el segundo. La consecuencia es una variación más pronunciada al alza y a la baja del precio de sus inmuebles y del importe del alquiler.

Un criterio idéntico al de los inversores lo posee la banca. Debido a ello, las entidades financieras consideran el riesgo de impago de una hipoteca, cuya garantía es una vivienda, como inferior al de otra respaldada por una oficina, local o nave. En términos proporcionales, el resultado es una menor financiación concedida al comprador.

En las primeras, el adquirente puede conseguir fácilmente un 80% del precio de adquisición; en cambio, en las segundas, difícilmente obtendrá más del 50%. Por tanto, la inversión en vivienda permite a su propietario conseguir un mayor "efecto apalancamiento" que la realizada en inmuebles comerciales. En consecuencia, en aquélla existe una diferencia más elevada que en ésta entre la rentabilidad lograda sobre el capital invertido y la proporcionada por el activo.

En los activos de carácter comercial, una manera de aumentar la relacionada con los recursos propios consiste en convencer a la banca de la gran seguridad de la inversión proyectada. Si los compradores lo consiguen, es probable que la entidad financiera acceda a prestarles un porcentaje superior al normal y el *loan to value* se sitúe en el 70% u 80%. Una probabilidad prácticamente nula en una recesión, reducida en una coyuntura donde el incremento del PIB es escaso y bastante más probable en una etapa de gran euforia.

En definitiva, en las crisis económicas, las características de los mercados comerciales hace que éstos generalmente tengan una peor evolución que el residencial. No obstante, aquéllas suelen afectar de manera desigual a sus distintos segmentos, siendo la actual un buen ejemplo. Así, mientras la repercusión será leve sobre las naves logísticas y moderada sobre las industriales, las demás secciones quedarán muy afectadas.

El mayor perjuicio recaerá sobre los locales. El impacto será devastador y sus efectos tendrán una gran importancia tanto a corto como a medio y largo plazo. Una vez recuperada la economía, un elevado número de inversores los eliminará de su cartera de inmuebles. En los próximos meses, muchos otros rechazarán adquirirlos, a pesar de ser ofrecidos a un precio muy atractivo. A finales de 2019, un gran número de los que ahora no están interesados en comprarlos, los hubieran calificado como un gran oportunidad, si se los hubieran ofrecido al precio actual, y cerrado rápidamente la transacción.

2) UN ANÁLISIS GENÉRICO

a) Introducción

En cualquiera de sus segmentos, la cuantía del alquiler de las nuevas operaciones será inferior a la de las firmadas durante el pasado mes de febrero. La inmensa mayoría surgirán por el traslado de las sedes a otros inmuebles, ya que en las crisis la creación de empresas o su expansión constituyen una notable anomalía. Durante ellas, la principal prioridad de las compañías es la reducción de costes, siendo el del arrendamiento uno de los más fáciles y rápidos de conseguir.

La caída de los ingresos por alquileres llegará por dos vías: el descenso de las rentas mensuales y del grado de ocupación de los inmuebles. La magnitud de la disminución diferirá entre ellos y vendrá determinada en gran medida por el tipo de activo, las características de la operación y su ubicación.

En las naves logísticas de reciente construcción, la disminución del importe del arrendamiento será meramente cosmética (menor o igual al 5%) y en algunos casos incluso inexistente. Los principales motivos serán la escasa o nula reducción de los ingresos de las empresas interesadas, principalmente por el auge del comercio electrónico, la escasa oferta de naves disponibles, la baja calidad de la mayoría de las vacías y unos costes del traslado a una más barata relativamente importantes.

En cambio, en numerosos locales, oficinas y *coworkings*, la caída de la renta percibida por m² puede superar con holgura el 25%. En todos ellos, la causa será un elevada aumento de la tasa de disponibilidad y la generación de un gran exceso de oferta. Este último llevará a los propietarios a competir entre ellos para atraer a nuevos arrendatarios. El principal método utilizado consistirá en una reducción del importe mensual.

En los primeros, el aumento de la desocupación lo generará la inviabilidad de numerosos negocios. Los principales motivos serán una menor afluencia de clientes, un inferior gasto promedio y las restricciones a la realización de su actividad (bares, restaurantes y establecimientos de ocio nocturno).

> La principal prioridad de las compañías es la reducción de costes, siendo el arrendamiento uno de los más fáciles y rápidos de conseguir.

En los segundos y terceros, además de la menor facturación de las empresas arrendatarias, tendrá una gran importancia el desarrollo del teletrabajo. Aunque sea de una manera provisional, una sustancial parte de la plantilla lo realizará. Por tanto, el espacio cubierto por ésta es perfectamente amortizable y el gasto incurrido evitable.

b) Renegociaciones versus nuevas operaciones

En las nuevas operaciones, el importe del alquiler disminuirá en mayor medida que en las renegociaciones. En las primeras, el tema económico es esencial y todo lo demás tiene una importancia secundaria o nula. En las segundas, el primero es importante, pero también la facilidad de acceso de los clientes, el grado de satisfacción con el inmueble y la relación existente con el arrendador.

Las compañías con una gran caída de ingresos optarán por trasladarse a uno más barato. La necesidad de reducir costes es acuciante, una parte de la plantilla ha sido despedida, algunos están en un ERTE y otros realizando teletrabajo. Por tanto, les sobra espacio.

El nuevo edificio generalmente estará situado en una peor localización que el anterior y será menos emblemático que aquél. No obstante, permitirá conseguir una reducción del alquiler sufragado. Lo hará por dos vías: una menor superficie arrendada y un importe más pequeño por m². En el último caso, la bajada buscada será como mínimo del 30%.

Las renegociaciones principalmente tendrán lugar con las empresas con mejor situación económica y financiera, así como con perspectivas de futuro más favorables. Aunque la inmensa mayoría de ellas padecerá una disminución de sus ingresos, unas seguirán obteniendo beneficios y otras incurrirán en pérdidas. No obstante, sus directivos están convencidos de que pronto transformarán éstas en ganancias.

Aunque todas ellas pretenden reducir costes, están dispuestas a seguir en el inmueble, incluso si pagan un poco más de los que abonarían en uno relativamente cercano. Lo harán porque la ubicación les parece excelente, los ejecutivos y los trabajadores se encuentran muy cómodos en él y el arrendador responde rápidamente a las peticiones realizadas y soluciona los problemas que aparecen.

En la mayoría de los casos se conformarán con una rebaja entre el 10% y 20%. Si la reacción del arrendador es ofrecer un descuento inferior a la primera cifra y es imposible hacerle cambiar de opinión, la empresa arrendataria probablemente decidirá abandonar el edificio. A pesar de tener los suficientes recursos económicos para seguir en él, el propietario la ha decepcionado. El desencanto le llevará a escuchar otras ofertas y romper una relación que en algunos casos superaba la década.

Por regla general, las grandes empresas y los mejores comercios optarán por las renegociaciones de rentas, mientras las más pequeñas y los establecimientos con menor liquidez y capacidad de endeudamiento lo harán por el desplazamiento a otros inmuebles. Los primeros se sitúan en los edificios más modernos y mejor ubicados y los segundos en las calles más emblemáticas y transitadas. Los restantes en ubicaciones menos preferentes.

La principal diferencia entre unos y otros está en la distinta capacidad de resistencia a las crisis económicas, siendo mucho mayor la

de las grandes empresas que la de las pequeñas. Al situarse aquéllas preferentemente en las zonas *prime*, la tasa de desocupación en éstas aumentará menos que en las secundarias.

Los propietarios de los mejores inmuebles, si además de una magnífica ubicación proporcionan otras excelentes prestaciones a sus clientes, pueden conseguir una tasa de ocupación aceptable, si bajan moderadamente las rentas y lo hacen rápidamente. En cambio, a muchos de los otros, aunque reduzcan el importe del alquiler en una mayor proporción, les será imposible conseguir aquélla.

En el último caso, los principales motivos consistirán en el trabajo desde casa de numerosos autónomos, la necesidad de menos espacio por parte de muchas empresas debido a la reducción de su actividad y la desaparición de no pocas.

Por tanto, será más difícil que una multinacional textil abandone un local en Passeig de Gràcia que la única *boutique* de un diseñador lo haga en el de la Bonanova. También existirán menos probabilidades que un gran bufete de abogados deje un edificio próximo a la Plaça de las Glòries a que una pequeña empresa de cuatro trabajadores se marche de un *coworking* situado en Vila de Gràcia.

No obstante, el mercado de locales comerciales puede convertirse en una excepción parcial a la anterior regla, si la crisis afecta notablemente al turismo y los ingresos de las tiendas situadas en el centro comercial e histórico de la ciudad dependen en gran medida de los turistas, especialmente de los extranjeros. En este caso, en las calles próximas a las más transitadas y emblemáticas pueden llegar a cerrar más comercios que en las principales de los barrios.

Dicha excepción está sucediendo en la actualidad en las grandes capitales turísticas y probablemente se acentúe en los próximos meses. No la veremos en la Rambla de Catalunya de Barcelona ni en la Gran Vía de Madrid, pero probablemente si en la mayor parte del barrio Gótico de la primera y de Lavapiés de la segunda. Las empresas afectadas no serán grandes multinacionales, sino pymes nacionales, cuyos ingresos dependían en más de un 60% de los turistas, especialmente de los de otros países.

c) Tipos de traslados

Los traslados serán de dos tipos: buscados y encontrados. Los primeros vendrán generalmente generados por las discrepancias entre arrendador y arrendatario. La mayoría procederán de la nula o insuficiente bajada del importe del alquiler, después de la solicitud del inquilino de un ajuste en la renta sufragada.

En la actualidad, numerosos propietarios no son conscientes de la nueva situación del mercado o, por un propio interés malentendido, quieren hacerse los inconscientes. Creen que las empresas volverán a la normalidad en el primer trimestre de 2021, una posibilidad casi descartada por el rebrote del virus en agosto. Por tanto, estiman que para los inquilinos es una solución idónea un descuento temporal sobre el importe del alquiler o una moratoria durante unos meses.

La realidad es distinta. En la mayoría de los segmentos, el mercado ha dado un giro de 180 grados. La desaparición de muchas empresas y la hibernación de otras convierte a los arrendatarios en escasos. Los que sobreviven tienen una disposición a pagar sustancialmente inferior, pues sus ingresos también lo son y es iluso, al menos hasta finales de 2021, esperar la llegada de una intensa demanda como consecuencia de una gran creación de firmas o del crecimiento de muchas de las ya existentes.

En las crisis, excepto si los costes del traslado son elevados, la escasez de inquilinos otorga a éstos una posición preeminente en la negociación del nuevo acuerdo. Las razones son tres: tienen multitud de inmuebles a elegir, en casi todos ellos el importe del arrendamiento será más reducido que el actualmente sufragado y saben que al propietario le costará encontrar un nuevo arrendatario, aunque baje un poco la renta mensual exigida.

Para el arrendador, el último motivo es el clave, pues perderá ingresos por tener el inmueble vacío y no los recuperará cuando, después de unos meses, consiga uno que lo supla. Muy probablemente la renta sufragada por los nuevos será sustancialmente inferior a la

que abonaban los antiguos y probablemente menor a los que éstos solicitaban en la renegociación. Para su desgracia, el propietario ha tenido que sufrir numerosas bajas de inquilinos para adecuar sus pretensiones a la realidad del mercado.

Por tanto, a los arrendadores les conviene llegar a acuerdos con los actuales arrendatarios. No obstante, dicha posición no significa ceder por completo a sus pretensiones, sino establecer en los próximos tres años una fructífera relación de colaboración y mutua comprensión. Los propietarios se sacrifican cuando la economía va mal, como deberían haberlo hecho en 2020, y los inquilinos progresivamente aceptan regresar al nivel anterior de rentas cuando aquélla se recupera.

Durante dicho período de tiempo, la manera de plasmar las nuevas condiciones sería sustituir una renta estable por una mixta. En otras palabras, por una combinación de una fija y una variable. La primera parte incorporaría un elevado descuento sobre la renta anteriormente sufragada y satisfaría casi por completo las exigencias de los inquilinos. La segunda ligaría su abono a la evolución del PIB.

Así, en el año que éste vuelva a alcanzar el nivel de 2019, la renta anual establecida equivaldría exactamente a la pagada durante el pasado ejercicio. En 2021, si el crecimiento se situara por encima del 7%, el plus del importe del alquiler sería del 10%. En 2022, la cuantía extra, calculada sobre el total abonado en el año anterior, consistiría en un 5%, si la economía mejora en más de un 3%.

d) Inversión

En el mes de septiembre, el mercado de inversión se encuentra completamente paralizado. No ha dado señales de vida desde el inicio del confinamiento. La segunda oleada de la Covid - 19, una mayor dificultad para encontrar financiación bancaria, su mayor carestía, las dudas de numerosos fondos extranjeros sobre la conveniencia de adquirir activos en nuestro país y el miedo a comprar caro han convertido a los tradicionales compradores en simples observadores.

Indudablemente, los inmuebles con una más rápida salida y menor descuento son las naves logísticas ubicadas en las proximidades de las grandes ciudades y de las principales redes de transporte nacionales e internacionales. En dos décadas, han pasado de ser un activo escasamente conocido por la mayoría de los inversores a convertirse en uno refugio.

Por dicha razón, un número creciente estima que actualmente tienen un riesgo inferior al de los locales situados en las calles más comerciales de Barcelona y Madrid. Una posición impensable en febrero, pues los últimos han sido tradicionalmente considerados como “oro inmobiliario”.

El principal motivo no es un mayor riesgo de desocupación, sino la distinta expectativa de evolución de las rentas en ambos tipos de inmuebles durante el próximo lustro. Casi nadie duda de que el alquiler de las naves logísticas, ubicadas en buenos emplazamientos, crecerá sustancialmente. En cambio, en diciembre de 2025, muchos creen que el importe del arrendamiento de los anteriores locales no alcanzará el nivel de finales de 2019. Esta última es una opinión no compartida.

La estrategia de los inversores consiste en esperar y ver. Están en posición pasiva. No buscan inmuebles para adquirir, sino que únicamente se dedican a analizar las ofertas recibidas. No obstante, casi todas les parecen caras, aunque el descuento de unas pocas, respecto al período previo a la irrupción masiva de la Covid – 19, supere el 30%.

Las señales de una inequívoca mejora de la economía y la atenuación de los efectos sanitarios de la pandemia serán los que reactivarán el mercado de inversión. El pistoletazo de salida lo constituirá la compra de un activo emblemático por parte de un gran inversor, pues muchas veces la actuación de los fondos más importantes se asemeja a la de un rebaño de ovejas. A pesar de ello, casi todas las compras efectuadas incorporarán descuentos espectaculares, pudiendo llegar éstos hasta el 50%, dada la imperiosa necesidad de liquidez de muchos vendedores.

3) UN ANÁLISIS ESPECÍFICO

a) Locales y centros comerciales

1) Antes de la Covid - 19

La situación actual queda perfectamente reflejada en la expresión "llueve sobre mojado". A un segmento que ya no era lo que fue durante la pasada década, las negativas repercusiones económicas de la Covid – 19 lo pueden dejar muy malparado. No obstante, en su evolución durante los últimos años es imprescindible distinguir entre zonas *prime* y ubicaciones secundarias.

Los principales ejes comerciales de las ciudades más pobladas del país se recuperaron plenamente de la anterior crisis económica. Aunque las familias no volvieron a gastar con la alegría de los mejores años del *boom* inmobiliario, el gran auge del turismo suplió con creces la diferencia.

Por tanto, regresaron a su antiguo esplendor arterías como la av. del Portal de l'Àngel y Passeig de Gràcia en Barcelona o Preciados y Serrano en Madrid. La clave estuvo en los turistas extranjeros, quienes aumentaron su gasto de 51.589 a 71.237 millones € entre 2013 y 2019. Un incremento del que se aprovecharon en mayor medida las principales capitales que los municipios costeros, pues el turismo cultural tuvo un mayor crecimiento que el de diversión y relax.

No obstante, solo lo hicieron de forma parcial las ubicaciones secundarias, generalmente integradas por las mejores calles de los distintos barrios, pues fueron escasos los turistas que transitaron por ellas. Para disponer de inquilinos, la mayoría de los propietarios se conformó con un importe del alquiler inferior al deseado. En 2019, el resultado fue una reducida tasa de desocupación (alrededor del 3%) y unas rentas en términos reales inferiores a las de 2007.

Los menores ingresos obtenidos por numerosas empresas arrendatarias hicieron que pudieran pagar menos por los locales. Los motivos fueron diversos, siendo los principales una elevada tasa de paro, una mayor predisposición al ahorro de las familias y el desarrollo de nuevos hábitos de consumo de los ciudadanos, especialmente el aumento de las compras *online*.

2) Después de la Covid – 19

a) Locales comerciales

La irrupción masiva de la Covid – 19 en marzo y su rebrote en agosto harán que muchos negocios entren en pérdidas. Si no reciben ayudas públicas, los quebrantos sufridos y las negativas perspectivas, para los últimos meses del año y los primeros del próximo, provocarán la clausura de numerosos comercios. Según la asociación Barcelona Comerç, el 30% de los establecimientos bajará la persiana. Los motivos para su desaparición constituyen un cóctel explosivo: cierre durante una parte del estado de alarma, restricciones de capacidad incluso en el verano, una menor afluencia de consumidores nacionales y la casi desaparición de los turistas extranjeros. A diferencia de la pasada crisis, los locales en el centro de la ciudad no constituirán una excepción a la regla. Por eso, ya no son considerados un activo refugio.

Por las anteriores razones, la mayoría de los inversores solo estudiarán su adquisición si el precio es sumamente atractivo. A pesar de éste, algunos directamente descartarán la compra. Son conservadores y estiman que en la actualidad es un activo excesivamente arriesgado, pues existe una gran incertidumbre sobre los ingresos que proporcionará en el próximo futuro.

Unas dudas que principalmente proceden de la magnitud de la caída de las rentas por m² en los próximos meses, la escasa seguridad sobre la continuidad del actual arrendatario y la dificultad de encontrar rápidamente uno nuevo. El resultado será un incremento de la primera de riesgo del activo y la exigencia de los inversores de obtener un plus en la rentabilidad ofrecida por él.

En la mayoría de los casos, el aumento estará entre 1 y 2,5 puntos. Un ejemplo ayudará a entender mejor su significado. A finales de 2019, un local en la calle Sants podía encontrar fácilmente un comprador si ofrecía una rentabilidad del 5,25%. En cambio, en relación a la renta establecida en el contrato, ahora deberá ofrecer un 7,25%. Dicho incremento, unido a la expectativa de caída de los ingresos por alquileres, provocará una caída entre un 25% y 40% del precio de numerosos locales.

A pesar de lo indicado anteriormente, la caída del importe de venta será inferior en los ubicados en una zona *prime* que en una secundaria por el menor aumento de la prima de riesgo de los primeros. Una consecuencia de la mayor estabilidad de los arrendatarios, debido a su superior capacidad financiera, y a la más rápida obtención de uno nuevo.

Los locales menos afectados por la caída de alquileres y precios serán aquellos en los que las principales multinacionales puedan crear *flagships*. Para tal fin, deberán combinar una magnífica ubicación y una elevada superficie (más de 1.000 m²). Son las ventajas de poder albergar al concepto comercial de moda. Un proyecto que otorga valor añadido a la marca, permite concentrar en un solo espacio su extensa oferta y posibilita a la empresa la consecución de

Los locales menos afectados por la caída de alquileres y precios serán aquellos en los que las principales multinacionales puedan crear *flagships*.

importantes economías de escala. Su mayor inmunidad a la actual crisis viene proporcionada por su escasez, pues no es nada fácil encontrar uno que simultanee las dos anteriores características, y la superior resistencia de sus inquilinos a las recesiones. Esta última principalmente proviene de una liquidez más elevada y de su mayor facilidad para obtener financiación, ya sea de los bancos o de los fondos de inversión mediante el mercado de renta fija.

b) Centros comerciales

La presente coyuntura provocará el cierre de más de una veintena de centros comerciales en nuestro país. La mayoría de los afectados ya tenía problemas previos, creados por el auge del comercio electrónico, unos alquileres excesivamente onerosos para los ingresos generados por los arrendatarios y una tasa de desocupación creciente.

Los desaparecidos tienen una deficiente ubicación o han perdido la batalla librada con una superficie comercial cercana para atraer a la población próxima. Los primeros se sitúan en la periferia lejana de las ciudades más pobladas del país o en capitales pequeñas en las que los ciudadanos residentes en un radio de 30 km no llegan a los 250.000. La culpa del cierre de los segundos generalmente será de una oferta comercial menos atractiva, un marketing más deficiente o una accesibilidad más difícil que a su competidor.

La mayor parte del resto de centros padecerá una considerable caída de su rentabilidad y deberá hacer frente a un dilema: efectuar una gran bajada en la parte fija de los alquileres (un mínimo del 20%) o aceptar un considerable aumento de la desocupación. La crisis económica y su cierre durante el período más virulento de la pandemia harán que la recaudación por la parte variable sea nula. Para percibirla, las tiendas deben obtener unos ingresos elevados y en el año 2020 ningún comercio los conseguirá. Unos los bajarán mucho y otros bastante.

La gran disminución de su rentabilidad provocará la salida al mercado de algunos de ellos. No obstante, la oferta y la demanda difícilmente se encontrarán, pues ninguna nueva distribución de espacios asegurará un incremento de las rentas por m² y las expectativas de ingresos futuros por alquileres entre propietarios e interesados serán muy divergentes.

Los escasos con un precio atractivo serán los que su supervivencia esté comprometida. Un motivo que hará muy difícil encontrar un comprador. A diferencia del reciente pasado, la mayoría de los centros tendrán la consideración de un activo de elevado riesgo. La excepción la constituirán aquellos que poseen una muy buena localización y los que han obtenido una excelente rentabilidad en los años anteriores, a pesar de estar situados en una ubicación nada destacada.

En definitiva, los locales comerciales serán el segmento más afectado por la crisis y, junto a las oficinas, uno de los que más tardará en conseguir una recuperación completa. Para la mayoría de los inversores supondrá una inversión excesivamente arriesgada, especialmente si en la actualidad no tienen un arrendatario.

En las calles no principales de los barrios, con un aceptable grado de comercialidad, los inversores únicamente estarán dispuestos a adquirir un local vacío si creen que la rentabilidad esperada se situará en el 10%, después de alquilarlo a un importe sustancialmente inferior al que pagaba el último arrendatario, una opción que llevaría a aceptar el propietario una rebaja en el precio de alrededor del 50% respecto a diciembre de 2019.

Los centros comerciales serán escasamente rentables, incluso algunos caerán en pérdidas. A sus propietarios no les irá mejor que a los de los locales. A pesar de que su capacidad de resistencia es elevada, veremos numerosos cierres e intentos de venta. La mayoría de los segundos infructuosos, hasta que la recuperación económica esté completamente encarrilada. No obstante, peor les irá a los de ocio. Casi todos deberán hacer frente a una disyuntiva: aumentar la diversidad de su oferta (acometer una reestructuración) o desaparecer.

b) Oficinas y *coworkings*

1) Antes de la Covid - 19

A finales de 2019, en Barcelona y Madrid, los mercados de oficinas y *coworkings* pasaban por un gran momento. En el primero, las rentas de alquiler de los mejores edificios de la capital catalana superaban el récord histórico y en la del país se acercaban a él.

La magnífica coyuntura estaba basada en un elevado aumento anual de los beneficios empresariales durante el último quinquenio, la mayor apreciación por parte de la demanda de los espacios de calidad y la escasa tasa de desocupación existente en las mejores áreas de negocio, ya sea por la excelente ubicación de los edificios o por la existencia de numerosos modernos y de altas prestaciones.

En el segundo destacaba el gran incremento de su oferta, mucho más elevada que la observada en el anterior mercado. No solo en el último año, sino en cualquiera de los inmediatamente precedentes. Provenía de la transformación de inmuebles residenciales (principalmente pisos o plantas), oficinas tradicionales e incluso locales de mediana dimensión (entre 100 y 300 m²) situados en calles escasamente comerciales de muy distintos barrios.

A pesar de ello, no existía un elevado exceso de oferta. La demanda absorbía la mayor parte de la disponible y permitía que una gran número de *coworkings* tuvieran una tasa de ocupación superior al 75%. Una cuota nada fácil de conseguir en inmuebles que ofrecen espacios de trabajo flexibles, pues los arrendatarios, si avisan con un mes de antelación, pueden abandonar el inmueble sin sufrir ninguna penalización. Una facilidad que genera una rotación de inquilinos mucho más elevada que la existente en las oficinas convencionales.

La mayoría de sus usuarios eran autónomos y pequeñas empresas. No obstante, en los dos últimos años, las grandes compañías habían mostrado un creciente interés por dichos espacios. Algunos habían traslado a ellos una parte de sus trabajadores y muy pocas a todos.

Las principales claves del éxito de los *coworkings* son la flexibilidad, el acompañamiento empresarial, la interacción con otras firmas complementarias o del mismo segmento y un importe del alquiler inferior al de las oficinas. Son más rentables que éstas para los propietarios y más baratas para los inquilinos. La explicación a la primera está en unas rentas por m² sustancialmente superiores y una ocupación únicamente algo inferior, si la administración de los espacios y la gestión de la comunidad es adecuada.

Un ejemplo de ello lo ha constituido el reciente alquiler de plantas enteras de edificios de oficinas a *managers* especializados, quiénes las han comercializado como *coworkings*. A los propietarios e inquilinos les han pagado y cobrado, respectivamente, las rentas vigentes en el mercado. A pesar de ello, han conseguido una muy buena rentabilidad.

La justificación de la segunda se encuentra en el ahorro conseguido por los arrendatarios. Éste proviene de un menor número de m² alquilados (mejor ocupación de los espacios), la inexistencia de gastos suplementarios a los generados por el alquiler (mantenimiento de los elementos comunes del inmueble, seguridad, aire acondicionado, etc.) y a la nula gestión realizada por el inquilino de la superficie alquilada.

Éste contrata un "todo incluido". Por tanto, respecto al espacio arrendado, la empresa no debe preocuparse por nada (por ejemplo, un desperfecto en una de las mesas, unas sillas incómodas, escasa luminosidad, etc.), el gestor lo hará por ella y no le repercutirá ningún cargo adicional. Una opción difícil de encontrar en el mercado de oficinas.

2) Después de la Covid – 19

a) El desarrollo del teletrabajo

La aparición de la Covid – 19 ha cambiado por completo la coyuntura de mercado de ambos activos, pasando de ser brillante a convertirse en alarmante. No obstante, a medio plazo la de las oficinas será peor que la de los *coworkings*. Las primeras presentan dos grandes riesgos: uno de carácter estructural y otro circunstancial. Las segundas únicamente el último.

> El teletrabajo generará una disminución de los m² ocupados por la mayoría de compañías y el paso de fórmulas rígidas de contratación a flexibles.

El permanente viene personificado por las repercusiones del impulso del teletrabajo y el eventual surge como consecuencia de las políticas de reducción de costes aplicadas por casi todas las empresas, tanto en la actualidad como en el próximo futuro. El fomento del trabajo a distancia generará una disminución de los m² ocupados por la mayoría de compañías y el cambio desde fórmulas rígidas de contratación a flexibles.

Así pues, las oficinas quedarán damnificadas por ambas vías. No sucederá lo mismo con los *coworkings*, donde la repercusión tendrá un carácter mixto. Lo que pierdan por un lado muy probablemente será inferior a lo que ganen por el otro, una vez se haya consolidado la recuperación de la economía. La compensación la generará la fuga de empresas desde las oficinas a sus espacios para conseguir la flexibilidad en la gestión que no encuentran en las anteriores.

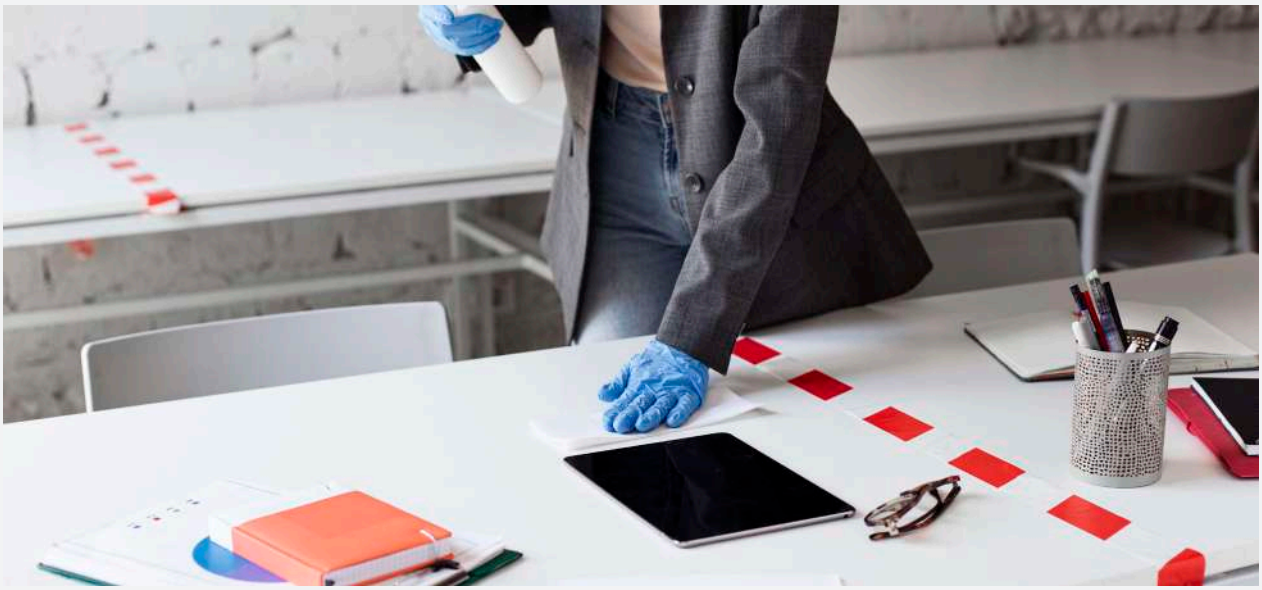
La elevada capacidad de contagio de la enfermedad, unido al confinamiento de la plantilla durante los peores meses de la pandemia, ha obligado a numerosas compañías a desarrollar el teletrabajo. En dicho período de tiempo, constituía la única manera de que sus empleados pudieran seguir cumpliendo con los cometidos asignados. Una nueva manera de trabajar que satisface a la mayoría de ellos y permite ahorrar gastos estructurales a las empresas, aunque después de la desaparición de la Covid – 19 solo se adopte durante uno o dos días de la semana.

Por tanto, si las firmas continúan realizando teletrabajo, necesitarán menos espacio, ya sea porque una parte de sus asalariados trabajará siempre a distancia o debido a que algunos otros lo harán únicamente durante unos días al mes. Si así sucede, la actividad de los primeros no consumirá ningún m² y la de los segundos menos de los que utilizaban hasta el momento.

Además, al combinar una parte de la plantilla teletrabajo y presencia en la empresa, las compañías necesitarán disponer de espacios más flexibles que los proporcionados por las oficinas convencionales, pues solo querrán pagar los realmente ocupados durante los distintos días del mes. Indudablemente, unas nuevas necesidades satisfechas en mayor medida por los *coworkings*. Por tanto, en los próximos dos años, muchas compañías se trasladarán desde unas a otros y las desplazadas serán tanto pequeñas y medianas como grandes.

b) Guerra de precios

El problema circunstancial es generado por la crisis económica. Ésta provocará una disminución de los ingresos de las empresas, la reducción de sus gastos y la desaparición de un considerable número. Una combinación que generará un gran aumento de la tasa de desocupación y una menor disponibilidad a pagar por el alquiler de espacio.



En dicha coyuntura, numerosos propietarios deberán decidir si dan prioridad a la conservación de la ocupación o al importe del arrendamiento. Aunque lo parece, no constituye un dilema. No obstante, muchos arrendadores creerán que si lo es. El motivo es la sensatez de la primera opción y lo descabellado de la segunda. En una crisis tan aguda y profunda como la actual, la conservación de las rentas por m² es imposible. Algunos de los que opten por la alternativa inicial no esperarán a que los inquilinos les soliciten una disminución del alquiler, pues ellos mismos se la ofrecerán. No obstante, en un primer momento, casi nadie estará dispuesto a realizar una rebaja en la cuota mensual superior al 20%.

A pesar de ello, la tasa de disponibilidad de sus propiedades crecerá, aunque mucho menos que a los caseros que elijan la otra alternativa. El motivo será la existencia de un número de empresas más reducido, una inferior necesidad de espacio por parte de la mayoría y un elevado aumento de la competencia entre propietarios. Éste incentivará decisivamente los traslados de un inmueble a otro, siendo el señuelo un importe del alquiler bastante más bajo que el sufragado hasta el momento.

Para conseguir ocupar el espacio vacío, los gestores o propietarios contratarán a una o más consultoras y les permitirán ofrecer mayores descuentos que los ofrecidos hasta ahora por ellos a sus inquilinos. En relación al importe vigente en febrero, algunos establecerán el límite en un 30% y unos pocos en un 50%.

Las primeras empresas a las que ofrecerán los nuevos precios serán las situadas en los edificios próximos. Su reacción será solicitar a sus arrendadores unas condiciones equivalentes para seguir ocupando sus espacios. Lo más listos aceptarán sus peticiones y les concederán la rebaja solicitada. Por tanto, la existencia de un gran exceso de oferta generará una guerra de precios.

El aumento de la disponibilidad y la percepción de un menor importe por m² alquilado disminuirán considerablemente los ingresos obtenidos por los propietarios. Las dos anteriores características del mercado provocarán un gran caída de la tasa de rentabilidad ofrecida por sus inmuebles. En numerosos casos, ésta no llegará ni al 3%. La estrategia consistente en mantener las rentas por m² conducirá al suicidio económico. Si el propietario se niega a rebajar el importe del alquiler, la caída de la tasa de ocupación después de un trimestre será espectacular. Evidentemente, el gran exceso de oferta observado y la guerra de precios desatada constituirán sus principales causas.

Al observar tantos espacios vacíos y de forma tan rápida, la propiedad rectificará. A los últimos que le han pedido la rebaja, se la aceptará y contratará a una o más consultoras para que le aporten clientes que ocupen un parte del espacio vacío. Algunas de las primeras empresas a las que se dirigirán serán las que recientemente abandonaron el edificio. No obstante, el éxito de la gestión será prácticamente nulo, a pesar de ofrecerles ahora una rebaja superior a la que buscaban cuando eran sus clientes.

c) Los *coworkings* en la crisis: ventajas y problemas

Inicialmente, la Covid – 19 afectará más negativamente a los *coworkings* que a las oficinas. La repercusión más inmediata consistirá en un mayor crecimiento de la tasa de disponibilidad. Las causas serán un menor compromiso de permanencia, un rápido y barato traslado a otra ubicación (a uno de la competencia o a la vivienda donde residen los *coworkers*) y la inferior resistencia de sus principales clientes (autónomos y pequeñas empresas) a las crisis económicas.

Una vez finalizado el confinamiento, numerosos *coworkings* perderán alrededor de la mitad de sus clientes. Por tanto, su tasa de disponibilidad se situará en torno al 50%. Los que gestionan más de uno abandonarán el que posee el peor porcentaje de ocupación e intentarán que los inquilinos del desaparecido se trasladen a alguno de los que conservan abiertos. Un propósito fácil de conseguir si los ofrecidos se sitúan cerca del clausurado, pero muy complicado de lograr si la distancia entre ellos es significativa.

No obstante, algunos intentarán convertir sus espacios en *colivings* para darles uso a los m² que han dejado vacíos empresas y autónomos. Entre ellos, estarán una parte de los mejores edificios dedicados a la fórmula del *coworking*. Sin duda, necesitarán una reconversión. En la mayoría de los espacios comunes, ésta será pequeña, pero muy notable en los despachos o salas de *coworkers* que se transformen en dormitorios.

La conversión total o parcial de los *coworkings* en *colivings* mejorará su rentabilidad. Sin embargo, ésta se situará lejos del nivel alcanzado en febrero de 2020. Para un idéntica superficie, la segunda fórmula proporciona unos ingresos inferiores a la primera. En aquélla los inquilinos necesita una habitación, en ésta solo una mesa y una silla. Por tanto, dada una similar calidad, el precio obtenido por m^2 utilizado siempre será inferior en un *coliving* que un *coworking*.

La mayoría de los desaparecidos tendrán una o varias de las siguientes características: una reducida dimensión (menos de 300 m^2), una deficiente ubicación, discretas prestaciones (escasa superficie dedicada a zonas comunes, baja calidad de las mesas y muy pocos servicios adicionales) y un *manager* que no ha sabido crear una comunidad e integrar en ella a todos sus arrendatarios.

Los menos perjudicados por la crisis serán los *coworkings* de autor, aunque el edificio en que estén situados no sea muy moderno y su ubicación diste de ser excelente. La clave estará en un mayor número de clientes fieles, quiénes valoran en gran medida el trabajo desarrollado por el equipo gestor.

Una consecuencia de su arduo y constante trabajo, pues en poco tiempo éstos han conseguido generar magníficas líneas de colaboración profesional entre los arrendatarios, creado espacios de convivencia personal y logrado un magnífico ambiente de trabajo. En otras palabras, han aplicado con éxito el concepto co de la palabra *coworking*.

De forma más concreta, han impulsado los negocios de sus clientes, ejercido gratuitamente como consultores, actuado en ocasiones como psicólogos y, mediante la generación de múltiples eventos y experiencias comunes, convertido en amigos y colaboradores a los que inicialmente solo eran inquilinos.

A pesar de ello, éstos tendrán también bajas y serán cuantiosas, estando su tasa de desocupación entre un 25% - 35%. No obstante, éste será un porcentaje inferior al obtenido por la inmensa mayoría de los tradicionales, en los que los *managers* casi única y exclusivamente se dedican a administrar los inmuebles. La práctica totalidad de los clientes perdidos será por motivos económicos, pues, para reducir costes, muchos autónomos pasarán a trabajar desde sus casas.

No obstante, las buenas referencias, las ventajas de la colaboración con otros *coworkers* y la necesidad de generar nuevos negocios o expandir los actuales permitirán una rápida recuperación de su nivel de ocupación, cuando la economía entre en una vigorosa fase de recuperación. Una parte sustancial de los recién llegados no serán extraños, pues regresarán muchos de los que abandonaron unos meses antes el *coworking* por precariedad económica.

Por tanto, entre seis y doce meses después de la desaparición o gran remisión de la enfermedad, la rentabilidad obtenida por los *coworkings* de autor se aproximará a la lograda antes de su masiva irrupción. Una opción a la que contribuirá decisivamente la lenta aparición de nuevos establecimientos y la paulatina vuelta de antiguos que recientemente fueron cerrados.

En resumen, a corto plazo, las perspectivas para oficinas y *coworkings* son francamente decepcionantes. No obstante, entre ambos conceptos existe una gran diferencia: los primeros padecen una crisis estructural, mientras que los segundos solo la poseen coyuntural. El impulso del teletrabajo afectará negativamente a ambos, pero mucho más al alquiler convencional de espacios.

Los *coworkings*, al ofrecer prestaciones distintas y muchas veces mejores que las de las oficinas, conseguirán que numerosas empresas abandonen éstas y se trasladen a ellos. Algunas lo harán por motivos económicos, otras porque buscan más flexibilidad en la gestión de espacios y unas pocas debido a las grandes ventajas que pueda generarles la colaboración entre *coworkers*. Este último es un aspecto intangible, sin embargo, algunas veces puede ser mucho más importante que los dos anteriores.

c) Naves industriales y logísticas

1) Una menor repercusión negativa

La actual crisis tendrá negativas repercusiones sobre casi cualquier sector económico, pues es parcialmente consecuencia de una gran caída de la demanda de bienes. No obstante, ni mucho menos perjudicará a todos por igual. Así, por ejemplo, la agricultura y la ganadería quedarán escasamente afectadas y la industria bastante menos que los servicios. A finales de julio, una muestra de ello

la facilitan las actividades económicas con una mayor proporción de trabajadores incluidos en un ERTE: agencias de viajes, hoteles, líneas aéreas, comercios, restaurantes y establecimiento de ocio. Todas ellas pertenecen al sector servicios y en una coyuntura normal algunas son generadoras de una escasa demanda de naves y otras nula.

Por tanto, dentro del mercado comercial inmobiliario, el segmento de naves industriales y logísticas será el menos damnificado por la gran recesión generada por la pandemia. Sin embargo, tendrá una desfavorable evolución, aunque sobre la mayoría de las primeras la repercusión será moderada y las segundas escasa. Nada que ver con la padecida por locales, centros comerciales, oficinas y *coworkings*.

Las logísticas se beneficiarán del elevado crecimiento del comercio electrónico. No obstante, la gran reducción de la actividad económica provocará una disminución de la necesidad de transporte. El primer efecto será inferior al segundo y los ingresos obtenidos por la mayoría de las empresas arrendatarias se situarán por debajo de los logrados en el último año. Por tanto, también lo será su capacidad para sufragar el importe del alquiler.

Los propietarios de naves industriales se verán especialmente afectados por los problemas observados en la industria auxiliar que proporciona componentes a la automoción y materiales a la de la construcción. Indudablemente, el motivo será la reducción del número de vehículos ensamblados, la disminución de los proyectos de reforma de pisos, la menor cifra de viviendas iniciadas y la ralentización de otras en proceso de edificación.

Un ejemplo lo proporciona el futuro cierre de algunas de las factorías que Nissan tiene en Catalunya. Si no aparece otra multinacional automovilística que la sustituya, numerosas empresas metalúrgicas que trabajan para la compañía japonesa reducirán drásticamente su producción. Algunas desaparecerán porque ya no serán viables, otras abandonarán algunas de sus instalaciones y unas pocas se trasladarán a naves más pequeñas.

2) Guerra de precios inexistente o *light*

La guerra de precios observada en los mercados de alquiler de locales, oficinas y *coworkings* no existirá o tendrá un carácter *light* en el de naves. La primera característica se dará en las logísticas, pues la escasa oferta disponible la impedirá. No obstante, la anterior información no significa que el importe se mantenga. En la mayoría de ellas, aunque no en todas, también disminuirá. No obstante, en las que lo haga, la bajada será inferior a la observada en los demás activos comerciales.

Las renegociaciones de rentas en dichas naves tendrán un resultado dual. Algunos propietarios aceptarán una reducción del importe del alquiler y otros no. La mayoría de los primeros temen que si no la acuerdan con el inquilino, éste se traslade a una nueva ubicación. Sin embargo, unos pocos la recortarán para tener un detalle o ser solidarios con sus arrendatarios, pues son conscientes que sus ingresos han bajado. Casi todos realizarán una rebaja de la renta mensual entre un 5% y 10%.

Los segundos consideran que no hay ningún motivo para disminuirla, pues la empresa no tiene buenas opciones de traslado y durante los peores meses de la pandemia ha operado casi con normalidad. Por tanto, no debería tener ninguna dificultad para continuar pagando el importe acordado. Creen que su petición no responde a una necesidad, sino que actúa de forma oportunista y utiliza la crisis como una excusa para lograr una rebaja de su renta.

En gran medida, la conveniencia o no de la reducción del importe del alquiler dependerá de la ubicación de la nave, su superficie y el tamaño de la empresa arrendataria. Cuanto mejor sea su localización, más elevada su extensión y más importante el inquilino, menos necesidad tendrá éste de lograr un descuento.

Las dos primeras características nos indican que la compañía posee escasas o nulas posibilidades de encontrar un emplazamiento alternativo, tan bien localizado como el actual y con un similar número de m². La tercera que aquélla tiende a valorar más la calidad del activo que el precio, tanto en las etapas expansivas como en las recesivas, pues su supervivencia en las últimas no suele estar en peligro.

Así, por ejemplo, el propietario de una nave logística situada en Cornellà y próxima a la Ronda de Dalt, cuya superficie supera los 10.000 m² y su usuario es una compañía multinacional que realiza el transporte de mercancías para diversas empresas, comete un error si realiza una rebaja de la renta percibida. Los motivos son una exigua probabilidad de abandono del activo y otra elevada de obtención de un nuevo inquilino en los próximos meses.

En cambio, si una nave en Vilanova tiene 1.000 m², el cliente es una pequeña empresa familiar y se dedica a proveer a otras materiales de construcción, la actuación más inteligente que el arrendador puede efectuar es una pequeña disminución del importe del alquiler (igual o inferior al10%).

Las naves logísticas se beneficiarán del elevado crecimiento del comercio electrónico.

Si se va, puede tardar bastante más tiempo que la anterior en conseguir un nuevo arrendatario. La oferta de naves logísticas de una superficie de 1.000 m² es significativamente superior a la de más de 10.000 m², especialmente en las ubicaciones periféricas, siendo ésta la consideración de cualquiera de las situadas en la ciudad del Garraf.

En las industriales se aplican los mismos parámetros que en las logísticas. No obstante, hay dos diferencias importantes: el exceso de oferta es mayor, aunque no muy elevado, y los ingresos de la mayoría de sus inquilinos han disminuido más que los que utilizan las naves logísticas. Por ambos motivos, desaconsejo a la mayoría de sus propietarios mantener el importe del alquiler, si la empresa arrendataria le ha pedido una reducción de su importe. Si está muy afectada por la crisis, una disminución adecuada sería un 20%, pudiendo ascender hasta el 30%, si su ubicación se encuentra en la periferia no próxima de Barcelona.

Por el contrario, si la compañía tiene una gran fortaleza financiera, una considerable dimensión y ocupa una nave situada en los alrededores de la capital catalana, la rebaja debería estar entre un 5% y 10%, más próxima a la primera cifra que a la segunda.

En comparación con los locales, oficinas y *coworkings*, la menor flexibilidad de los propietarios, para realizar elevados descuentos de rentas a sus inquilinos, también está sustentada en dos motivos adicionales: una mayor dificultad para encontrar un inmueble que se adapte a las características de la empresa y unos superiores costes directos e indirectos incurridos en el cambio de emplazamiento.

En primer lugar, debido a una escasa disponibilidad en las logísticas y una moderada en las industriales. Nada que ver con la gran abundancia observada en los tres anteriores mercados. En segundo, porque una sustancial parte de la oferta existente no se adecúa a sus necesidades. Finalmente, por los más elevados gastos que supone el traslado y el mayor número de días necesario para completarlo.

En la actual coyuntura, la inversión más segura son las naves logísticas y probablemente la más rentable en los próximos años.

3) El mercado de inversión: el protagonismo de las naves logísticas

En los próximos meses, las naves logísticas serán las que protagonicen las principales operaciones de inversión, si en el mercado existe oferta de calidad y las bajadas de precio de los otros activos no adquieren rápidamente un nivel espectacular (40% - 50%). El importe de la transacción tendrá un nulo o escaso descuento respecto a finales de 2019, siendo éste como máximo del 10%.

En dichas naves, los inversores observan cuatro ventajas: escasez de oferta, ocupación garantizada, mantenimiento o pequeña bajada de las rentas durante el período de crisis y expectativas de elevadas subidas una vez ésta haya acabado. La combinación de todas ellas las convierte en un activo refugio y el más deseado por numerosos compradores.

No sucederá lo mismo en las industriales. La oferta es más abundante, en los últimos meses la tasa de desocupación ha crecido bastante más y existen serias dudas sobre el futuro industrial del país. En particular, una elevada incertidumbre sobre si la participación del sector en el PIB seguirá bajando o no en los próximos años.

Por tanto, solo habrá interesados en ellas, si realmente el precio se convierte en una oportunidad. Para ello, en las proximidades de Barcelona y Madrid, e incluso en algunos de los barrios más periféricos de la segunda, la rentabilidad generada por su arrendamiento debe ser como mínimo del 6%, después de realizada la pertinente rebaja de rentas. Una tasa que en muchos casos comportará una reducción del importe de venta de alrededor del 30%.

En definitiva, en la actual coyuntura, la inversión más segura son las naves logísticas y probablemente la más rentable en los próximos años. Para los adversos al riesgo, incluso son mejores que los locales situados en la zona *prime*, aunque el precio pagado sea equivalente al de su valoración del pasado año. Además, constituye en la actualidad el activo con mayores expectativas de incremento de rentas en el próximo quinquenio.

En la actualidad, las naves industriales suelen ser una mejor opción que los locales, *coworkings* y oficinas. No obstante, la inmensa mayoría constituyen a medio plazo una inversión menos segura y rentable que las logísticas.

forcadell.cat

SERVICIOS DEL GRUPO

Comercialización de Viviendas

Inmobiliaria de Empresa

Gestión Inmobiliaria

Consultoría Inmobiliaria

Asesoría Jurídica Inmobiliaria

Correduría de Seguros

Oficina Técnica Inmobiliaria

OFICINAS

Barcelona
Oficina Central
T. 934 965 400
Pl. Universitat, 3
08007 Barcelona

Eixample
T. 934 965 408
Pl. Universitat, 3
08007 Barcelona

Sants-Les Corts
T. 931 549 690
Berlín, 26
08014 Barcelona

Sant Gervasi
T. 931 549 692
Muntaner, 500
08022 Barcelona

Gavà
T. 931 549 700
Sant Josep Oriol, 3
08850 Gavà

Granollers
T. 938 792 003
Girona, 35
08402 Granollers

Mollet del Vallès
T. 935 705 123
Anselm Clavé, 88
08100 Mollet del Vallès

Sabadell
T. 934 965 400
Sant Pere, 9
08201 Sabadell

Terrassa
T. 937 333 342
Arquímedes, 157
08224 Terrassa

Sevilla
T. 954 577 341
Av. Kansas City, 12 1ºA
41007 Sevilla

Palma de Mallorca
T. 971 718 852
Bartomeu Ferrà, 2
07002 Palma de Mallorca

Madrid
T. 917 886 880
María de Molina, 39
28006 Madrid

FORCADELL
Consultores Inmobiliarios desde 1958

Universitat
de Barcelona

SISTEMA EDUCATIVO inmoley.com DE FORMACIÓN CONTINUA PARA PROFESIONALES INMOBILIARIOS. ©

CURSO/GUÍA PRÁCTICA
FINANCIACIÓN INMOBILIARIA

Índice

¿QUÉ APRENDERÁ? 17

Introducción 18

PARTE PRIMERA. 20

Estructura de financiación de una promotora inmobiliaria. 20

Capítulo 1. La financiación inmobiliaria en España. 20

1. Análisis económico de la relación demanda - oferta inmobiliaria. 20

2. Cambios en la financiación inmobiliaria. Cada proyecto inmobiliario una solución diferente. 22

Capítulo 2. Inversión inmobiliaria en función del nivel de riesgo. 25

1. Factores de calificación el riesgo de una estrategia inmobiliaria. 25

2. Tipología de estrategias por niveles de riesgo inmobiliario. 25
Conservadora (bajo nivel de riesgo). 25
Conservadora + 26
Valor añadido 26
Oportunista 26

TALLER DE TRABAJO 28

Esquemas. Financiación de operaciones inmobiliarias y urbanísticas. 28

Capítulo 3. Estructura de financiación de una promotora inmobiliaria. 40

1. Estructura por promociones inmobiliarias o en conjunto para la promotora inmobiliaria. 40
a. Contratar la deuda ligada a una sola promoción 40
b. Contratar endeudamiento global conforme a variables de tesorería con líneas de crédito o descuentos. 40
c. La solución más habitual de los promotores inmobiliarios. 41

2. Nivel de grado de endeudamiento de una promotora inmobiliaria. 43
a. La política de endeudamiento de una promotora inmobiliaria. 43
b. Momento económico del sector inmobiliario y de la economía. 44
c. Competencia dentro del sistema financiero. 46
d. Riesgo y volumen de la operación inmobiliaria. 47

3. Grado de endeudamiento por proyectos inmobiliarios. 48

4. Los covenants o compromisos del promotor inmobiliario con el banco. 49

TALLER DE TRABAJO 52

La estructura financiera de una inmobiliaria patrimonialista. Activos inmobiliarios para su alquiler. 52

1. Inversiones en inmuebles nuevos destinados a renta 52
a. Cobros por alquileres menos los pagos de explotación 52
b. Coeficientes de ocupación > esencial en de inmuebles en proyecto o en construcción. 52
c. Valor residual del inmueble 52
d. Precio de adquisición y flujo de fondos. 53

2. Flujo anual de ingresos operativos netos (rentas de alquiler menos gastos de explotación del inmueble). 54

Capítulo 4. Financiación interna de las empresas inmobiliarias. 55

1. Financiación interna de empresas inmobiliarias. Autofinanciación. 55
Caso práctico. 56
2. Autofinanciación de mantenimiento: la amortización del activo fijo 56
a. Causas de la depreciación 57
b. La función financiera de las amortizaciones 57
3. Autofinanciación de crecimiento 58
a. Crecimiento y previsiones 58
b. Ventajas de este tipo de autofinanciación 59
c. Inconvenientes de este tipo de autofinanciación 59
4. La política de dividendos 60
Capítulo 5. Financiación externa de las empresas inmobiliarias. 62
1. Financiación externa de empresas inmobiliarias. 62
2. Financiación a través de la ampliación de capital o derechos de suscripción. 63
3. Valoración del derecho de suscripción 63
4. Financiación a través de la emisión de obligaciones. 65
5. Financiación a corto plazo. Créditos. 66
a. Créditos comerciales 66
Caso práctico. 67
b. Créditos bancarios a corto plazo. 67
6. Factoring. 68
7. Leasing. 68
Capítulo 6. Nuevas tendencias en la financiación inmobiliaria 71
1. Las soluciones financieras de siempre. 71
2. Las nuevas soluciones a la financiación inmobiliaria. 73
3. El project finance 75
a. Características 77
b. Ventajas e inconvenientes 78
c. Partes intervinientes 79
d. Estructura financiera 80
e. Tipos de financiación 80
4. La póliza de crédito 80
5. Titulización de activos 82
6. Créditos sindicados 87
7. Títulos de deuda y participación 90
PARTE SEGUNDA 91
Préstamos puente y Financiación 'mezzanine' 91
Capítulo 7. Préstamo puente en la promoción inmobiliaria. 91
1. ¿Qué es el préstamo puente? 91
2. Características del préstamo puente. 91
3. Ventajas e inconvenientes del crédito puente 92
TALLER DE TRABAJO 94
Ejemplo de caso real de contrato de préstamo a largo plazo con un sindicato de entidades financiadoras para refinanciar un crédito puente anterior. 94

Capítulo 8. Préstamos puente y Financiación 'mezzanine' en la promoción inmobiliaria. 97

1. ¿Qué es la Financiación 'mezzanine'? 97
a. Mezzanine es una financiación intermedia entre la deuda y el capital. 97
b. Devolución. 98
c. Largo vencimiento 98
d. La mezzanine está subordinada a la deuda principal. 99
e. Mezzanine utilizado como vía para maximizar el endeudamiento y el precio de compra. 99

2. ¿Cómo funciona el 'mezzanine'? 99
a. Financiación a largo plazo 100
b. Subordinada a deuda principal 100
c. No precisa de una calificación crediticia pública 100

3. Caso práctico: ¿cómo invertir en un suelo finalista cuando no se tiene el 100% de equity para comprar suelo? 100
Deuda mezzanine para comprar suelo (deuda junior). 101

PARTE TERCERA 103

Las formas tradicionales de financiación. 103

Capítulo 9. El modelo de financiación de proyectos de promoción de viviendas para venta. 103

1. Las fórmulas de financiación de proyectos inmobiliarios. 103
a. Financiación según tipología del producto inmobiliario. 104
b. Financiación según tamaño de la empresa o del proyecto inmobiliario. 104

2. Calendario de Disposiciones para la gestión del riesgo crediticio por parte del banco. 106
a. Calendario de Disposiciones 106
b. Esquema de disposiciones 107

CHECK-LIST 109
¿Qué valora un banco la empresa o el proyecto? Justifique las diferencias entre el préstamo solicitado por una PYME o una gran empresa. 109
¿Línea de crédito o préstamo promotor? 109
¿Qué es el Project finance? 109
¿Mi promoción justifica buscar fórmulas financieras complejas? 109
Desarrolle un supuesto en el que un promotor "pierde dinero" por culpa de una mala financiación y cómo se podría mejorar. ¿A partir de qué importes hablamos? 109

Capítulo 10. Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario. 110

1. Trasposición de la Directiva 2014/17/UE 110

2. Transparencia en materia de créditos hipotecarios 111
a. Transparencia y de conducta que imponen obligaciones a los prestamistas e intermediario. 111
b. Régimen legal y sanciones. 111

3. Estructura de la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario. 111

TALLER DE TRABAJO 124

Características de la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario. 124

1. La Ley 5/2019 se limita al préstamo/crédito identificada como Contrato de Crédito Inmobiliario —CCI—. 124

2. Ámbito de aplicación 124

3. Normas de transparencia 125
4. Normas de conducta de prestamistas, intermediarios de crédito inmobiliario 126
5. Forma, ejecución y resolución de los contratos 126
6. Régimen jurídico de los intermediarios 127
7. Régimen sancionador 127
8. Disposiciones adicionales 127
9. Régimen transitorio 128
10. Modificaciones legales 128
TALLER DE TRABAJO 130
Intervención del notario en la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario. 130
1. Intervención del notario en la fase precontractual. 130
2. Verificar que el prestatario comprende y acepta 130
3. Vencimiento anticipado del contrato 132
4. Disposición adicional octava. Obligaciones de notarios y registradores con ocasión de la autorización e inscripción del préstamo hipotecario. 133
5. Contratos preexistentes. 133
TALLER DE TRABAJO 135
Normas de conducta de prestamistas e intermediarios. 135
1. Personal que evalúa la solvencia y comercializa préstamos inmobiliarios. 135
2. Prohibición de ventas vinculadas. 135
3. Moneda extranjera 136
4. Forma, ejecución y resolución de los contratos. 136
5. Subrogación y la novación modificativa de préstamos 136
6. Vencimiento anticipado del contrato de préstamo y de los intereses de demora. 137
TALLER DE TRABAJO 138
La Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario 138
1. El Contrato de Crédito Inmobiliario (CCI) como único contrato regulado en la Ley 5/2019. 138
2. Condiciones de aplicación de la Ley 5/2019. 138
a. Subjetivo 139
Prestamista 139
Prestatario 139
Fiador/garante 139
b. Objetivo 139
Clases de garantía. 140
c. Finalidad del crédito 140
3. Normas de transparencia 141
a. Plazo de entrega 141
b. Ficha Europea de Información Normalizada —FEIN— 141
c. Ficha de Advertencias Estandarizadas —FiAE— 141
d. Notario 142
e. Exigencias adicionales de la legislación autonómica 143

4. Comprobación del cumplimiento del principio de transparencia. 143
a. Elección del notario 143
b. Ámbito subjetivo 143
c. Ámbito material 144
d. Tiempo 144
e. Naturaleza del acta 144
f. Objeto del acta 144
Cumplimiento de los plazos y entrega de la documentación 144
Las cuestiones planteadas por el prestatario y el asesoramiento prestado por el notario 144
Información que el notario debe prestar en todo caso 144
Otorgamiento del acta y autorización de la escritura pública de préstamo 145
Obligatoriedad del acta y contenido necesario de la misma para la autorización de la escritura 145
Control por parte del Registro de la Propiedad 145

5. Tasación inmobiliaria 146
Tipo de subasta en la venta extrajudicial 146

6. Gastos del crédito inmobiliario 146
a. Ámbito de aplicación limitado al CCI 146
b. Gastos a cargo del prestatario 147
Gastos de tasación del inmueble 147
Copias que solicite 147
b. Gastos a cargo del prestamista 147
Gestoría 147
Notaría 147
Registro 147
Impuesto 148

7. Variaciones en el tipo de interés 148
a. La cláusula suelo 148
b. La cláusula cero 148

8. Reembolso anticipado 148
a. Condiciones para el reembolso anticipado 148
b. Reducción del coste total 148
c. Pacto para el cobro de la comisión 149
d. Límite general de la posible comisión 149
e. Préstamo a tipo de interés variable 149
f. Préstamo a tipo de interés fijo 149
g. Cambio de interés variable a interés fijo 149

9. Vencimiento anticipado 150
Requisitos para el vencimiento anticipado 150

10. Intereses de demora 151

11. Subrogación y modificación de préstamos hipotecarios. 151

TALLER DE TRABAJO 152

Real Decreto 309/2019, de 26 de abril, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario y se adoptan otras medidas en materia financiera. 152
Servicios de asesoramiento 157
Obligaciones del prestamista 158
Características generales de la información 159
Información periódica 159
Información sobre modificaciones del tipo de interés aplicable 160
Medios telemáticos para la remisión de documentación por el prestamista al notario 160

TALLER DE TRABAJO 162

La Ley 5/2019, de fecha 15 de marzo, reguladora de los contratos de Crédito

Inmobiliario (LCCI) y sus efectos en el otorgamiento de escritura pública notarial. 162

1. Ley 5/2019, de fecha 15 de marzo, reguladora de los contratos de Crédito Inmobiliario (LCCI). 162

2. Ámbito de aplicación 163
a. Ámbito temporal 163
b. Ámbito subjetivo 163
Prestamista 163
Clientes 165
c. Ámbito objetivo 166
Supuestos incluidos por el tipo de negocio jurídico: préstamos o créditos. 166
Supuestos incluidos por la garantía y por la finalidad 166
Supuestos expresamente excluidos 170
Transmisión con subrogación de deudor en la obligación personal 171
Subrogación de acreedor 172

3. Normas de protección al prestatario: el acta notarial previa al otorgamiento del contrato 173
a. Inscripción de formularios en el registro de condiciones generales de la contratación 174
b. Tasación de los inmuebles 174
c. Control de transparencia material 175
Obligaciones del prestamista 175
Obligaciones del prestatario 176
Obligaciones del notario. El acta notarial 177
Responsabilidad del notario. Eficacia y valor probatorio. 178

4. Límites legales a determinadas condiciones financieras 179
a. Comisión de apertura 180
b. Comisiones por reembolso anticipado 180
c. Intereses de demora 183
d. Control de cláusulas abusivas 184

TALLER DE TRABAJO 185

Esquemas. Tabla comparativa de las normas modificadas por la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario 185

1. Modificación de la Ley Hipotecaria 185
art. 12 Inscripción de la hipoteca 185
Las cláusulas de vencimiento anticipado y demás cláusulas 185
art. 114.3 Interés de demora de las hipotecas sobre viviendas 185
art. 129.2 a) Venta extrajudicial 185
art. 129 bis [nuevo] Vencimiento anticipado de la hipoteca sobre viviendas o terrenos de uso residencial 185
art. 258.2 Información y protección al consumidor 185

2. Modificación del Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados 185

3. Modificación de la Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios 185
art. 2 Requisitos de la subrogación 186
Oferta vinculante del nuevo préstamo hipotecario 186
Aceptación de la y notificación a la entidad acreedora 186
Certificación del importe del débito 186
Ofrecimiento de modificación de las condiciones del préstamo 186
Escritura de subrogación 186
Discrepancia en cuanto a la cantidad debida 186

4. Modificación de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación 186
art. 5.5 Transparencia, claridad, concreción y sencillez 186

Nulidad de las condiciones no transparentes ____ 186
art. 11, aps. 2 y 4 Registro de Condiciones Generales ____ 186
Formularios de préstamos y créditos hipotecarios ____ 186
Inscripción de sentencias firmes que declaren la nulidad, cesación o retractación en la utilización de condiciones generales abusivas ____ 186

5. Modificación de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil ____ 186
art. 521.4 Inscripción de sentencias firmes que declaren la nulidad, cesación o retractación en la utilización de condiciones generales abusivas ____ 186

6. Modificación de la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social ____ 186
art. 43 Dos A), Régimen ap. h), ap. e) disciplinario de los Notarios ____ 186
Incumplimiento del período de información precontractual previo a la autorización de hipotecas 186

7. Modificación de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero ____ 186
art. 60, Primero ____ 186
Entidades declarantes y contenido de las declaraciones ____ 186
art. 61, Segundo ____ 186
Información sobre los datos declarados ____ 186

8. Modificación del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre ____ 186
art. 83 [nuevo párrafo] Nulidad de las condiciones no transparentes incorporadas en perjuicio de los consumidores ____ 187
Nulidad de las cláusulas abusivas y subsistencia del contrato. ____ 187

9. Modificación de la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito ____ 187
art. 1 Ámbito de aplicación ____ 187
art. 5 Obligaciones de transparencia en relación con los precios ____ 187
Préstamos o créditos hipotecarios sobre viviendas y préstamos o créditos en divisas: comisión de apertura ____ 187
Condiciones más gravosas o gastos no previstos ____ 187

10. Modificación del Real Decreto-Ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos ____ 187
art. 2 Ámbito de aplicación ____ 187

11. Modificación de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito ____ 187

12. Modificación de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito ____ 187
art. 5 Protección del cliente de entidades de crédito ____ 187
Publicidad de los servicios y productos bancarios ____ 187
Contratación electrónica ____ 187
Entidades distintas de las de crédito ____ 187
Comercialización de préstamos o créditos ____ 187
Supervisión por el Banco de España a los clientes de servicios o productos bancarios. ____ 187

13. Modificación de la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social. ____ 187
art. 6 Protección del deudor hipotecario ____ 187
Fortalecimiento de la protección del deudor hipotecario en la comercialización de los préstamos hipotecarios ____ 187

TALLER DE TRABAJO ____ 204

Condiciones generales de la contratación de préstamos y créditos hipotecarios comprendidos en el ámbito de aplicación de la Ley 5/2019 reguladora de los contratos de crédito inmobiliario. 204
Amortización anticipada: La parte deudora, podrá hacer, en cualquier momento, amortización anticipada total del Préstamo. 204
Compensación o comisión con reembolso o amortización anticipada total o parcial. 205
Distribución de gastos asociados a la concesión del préstamo. 206
Reglas para calcular el importe que corresponde como compensación 208
Causas de vencimiento anticipado 208
Vencimiento total del Préstamo 210
Cancelación de cargas y gravámenes preferentes. 211
Domiciliación 211
Pacto de Compensación 212
Obligaciones de las partes deudora e hipotecante 212
Subrogaciones 213
Extensión de la garantía hipotecaria 215
Ejecución judicial 215
Procedimiento ejecutivo 217
Procedimiento extrajudicial 217
Cesión y movilización 219
Extinción novación 220
Inimpugnabilidad de la hipoteca 220
Central de Información de Riesgos 221

Capítulo 11. Esquema de garantías tradicionales. 231

1. Hipotecar el inmueble. 231
a. Conceptos generales. 231
b. Requisitos formales de la hipoteca. 232
c. Extensión de la hipoteca. 233
d. Clases de hipotecas. 234

2. El poder irrevocable para hipotecar los bienes del deudor cuando "algo se nuble". 238

3. Prenda de títulos. 239

4. Prenda de créditos. Cesión de créditos en garantía. 240

TALLER DE TRABAJO 243

Información importante para poder evaluar y comparar ofertas. 243

1. Ficha europea de información normalizada (FEIN), el mejor análisis posible de las condiciones de la oferta de crédito hipotecario. 243
¿Qué debe incluir la FEIN? 244

2. Ficha Informativa Personalizada. Ficha de información precontractual. Fifre 245

3. Modelos FIPRE préstamo hipotecario hipoteca vivienda. Interés mixto 246

TALLER DE TRABAJO 276

Seguros de crédito hipotecario 276

TALLER DE TRABAJO 277

¿Cómo se calcula el interés de un préstamo hipotecario? 277

1. Los índices de referencia (Euribor y IRPH) 277

2. El TIN (Tipo de Interés Nominal) 277

3. El TAE (Tasa Anual Equivalente) 278

TALLER DE TRABAJO. 279

Cargas inscritas en el registro de la propiedad. 279

Hipoteca. 280
Nota marginal de ejecución hipotecaria. 280
Notas marginales de afección fiscal. 280
Nota marginal de inicio o sujeción de la finca a un proyecto de reparcelación. 280
Nota marginal acreditativa de la iniciación del expediente de expropiación, derecho de reversión. 280
Notas marginales que pueden aparecer sobre las fincas. 280
Anotaciones preventivas. 280
Anotación preventiva de embargo. 280
Anotación preventiva de prohibición de disponer. 280
Otras limitaciones administrativas: tanteos y retractos a favor de las administraciones públicas 280
Condición resolutoria 280
Pacto de reserva de dominio 280
Servidumbres 280
Normas estatutarias de la propiedad horizontal y pactos especiales 280
Opción de compra 280
Concurso de acreedores 280

TALLER DE TRABAJO 308

Distribución de préstamo hipotecario en documento privado. 308

TALLER DE TRABAJO 311

¿Puede el banco prohibir que se venda la vivienda hipotecada durante 10 años? 311

TALLER DE TRABAJO 313

La inscripción del pacto de extensión automática de la hipoteca a las fincas que se agrupen a la hipotecada. 313

TALLER DE TRABAJO 314

¿Qué es el seguro de protección de pagos de hipotecas? 314

Capítulo 12. El préstamo participativo. 316

1. Concepto. 316

2. Ventajas. 317

3. Los resultados económicos: la clave del préstamo participativo. 318

TALLER DE TRABAJO. 319

El préstamo participativo como complemento del hipotecario. 319

Caso práctico en una promoción inmobiliaria. 319

PARTE CUARTA 324

Tasación inmobiliaria para financiación. 324

Capítulo 13. Sociedades de tasación. La tasación inmobiliaria en el crediticio hipotecario. 324

1. Crédito hipotecario y la tasación inmobiliaria. 324

2. Régimen legal de las Sociedades de Tasación Homologadas 326

3. Fiscalización, control e inspección de las Sociedades de Tasación Homologadas al Banco de España. 328

TALLER DE TRABAJO 339

La importancia de conocer el método de valoración empleado. 339

1. Información sobre el comportamiento del activo en el futuro frente al estático

valor liquidativo (NAV Net Asset Value). 339

2. Valor añadido de un proceso de valoración: anticiparse al futuro gracias a bases de datos y programas de prevención de riesgos. 340

3. Estimación de los flujos de caja necesarios para cada activo inmobiliario valorado. 341

PARTE QUINTA 344

Refinanciación de la deuda. 344

Capítulo 14. Renegociación de la deuda. El director financiero de una promotora inmobiliaria. 344

1. El director financiero inmobiliario clave en caso de crisis empresarial. 344
a. Relaciones con los bancos. 344
b. Fiscalidad. 344
c. Contabilidad y control de tesorería. 345

2. Objetivos de la dirección financiera inmobiliaria. 345
a. Cash flow y liquidez. 345
b. Mejorar la financiación y optimización de recursos. 345
c. Contabilidad y administración. 346

3. Negociar con los bancos. Principios de negociación bancaria. 346

TALLER DE TRABAJO 352

Análisis económico financiero de los tiempos y costes de una promoción inmobiliaria. 352

1. Planificación de los tiempos de la operación inmobiliaria. Diagrama de Gant 352

2. Planificación de los costes de la operación inmobiliaria. Cash-flow o previsión de tesorería. 353

3. Actualización de desviaciones de la planificación de la promoción inmobiliaria. 353

TALLER DE TRABAJO. 355

Desarrollo íntegro de un proceso de financiación. Fase negociadora. Todos los pasos a seguir. 355

1. Selección de la entidad financiera 355

2. Elección del instrumento bancario 355

3. Preparación de la negociación 356

4. Fijar los objetivos de la gestión financiera. 356

5. Evaluación de las necesidades. 356

6. Calificación de la entidad bancaria. 356

7. Valoración de las relaciones históricas. 356

8. Presentación de expedientes ante la entidad bancaria. 357

9. Seguimiento del expediente dentro de la entidad 358

10. Actuación final tras la respuesta del banco. 358

TALLER DE TRABAJO. 360

Refinanciación del crédito promotor. Reglas imprescindibles de la negociación con los bancos. 360

TALLER DE TRABAJO. 363

Refinanciación del crédito promotor. Reglas imprescindibles de la negociación con

los bancos. 363
1. Refinanciación preconcursal. Ventajas y riesgos. 363
2. Análisis económico financiero. Análisis de los activos. 363
3. Acciones a realizar para cubrir el déficit 363
4. Propuesta a entidades financieras y acreedores 363
5. Estrategias de negociación. 363
6. Cronograma de un proceso de refinanciación. 363
7. Negociación y cierre de operaciones. 363
TALLER DE TRABAJO. 376
Control de las condiciones bancarias 376
1. Control de las condiciones pactadas 376
2. Estrategia de renovación 377
3. Establecimiento de aspectos a mejorar. 378
4. Máximas negociadoras 378
TALLER DE TRABAJO. 380
Financiación Problemática de las pymes. 380
CHECK-LIST 383
1. Refinanciación preconcursal 383
• Ventajas y riesgos 383
2. Análisis económico financiero 383
• Determinación del total a refinanciar y su deuda. El número de acreedores financieros de cada sociedad y la deuda de estos determinará, junto con las necesidades de tesorería, qué entidades entran dentro de la refinanciación. 383
• Estimación de los flujos de caja por parcela de negocio y totales del grupo 383
• Análisis de los activos. Activos: líquidos e ilíquidos. 383
SUELO 383
•Suelo es toda aquella parcela que no está previsto promover en un horizonte de corto plazo. 383
•Se devengan costes financieros, de gestión y de urbanización. 383
OBRA EN CURSO 383
•Se incluirán las obras en construcción del vuelo sobre las que se tenga financiación concedida. 383
•Coste de construcción, intereses, ingresos por preventas y ventas, cobertura financiera.383
OBRA TERMINADA 383
•Construcción final puesta para la venta. 383
•Coste financiero, mantenimiento de inmuebles, comercialización y otros. 383
•Suelo previsto para promover. 383
NUEVA PROMOCIÓN 384
•Realizar previsiones de ventas y costes propios de suelo y obra en curso. 384
•Dificultad para obtener financiación. 384
PATRIMONIO 384
•Activos que la empresa tiene puestos en alquiler. 384
•Costes de mantenimiento, financieros e ingresos por alquiler. 384
Análisis económico /jurídico de la empresa: Deuda: Financiera y no financiera., LTV. 384
Costes de estructura. Posibilidades del negocio. 384
Compromisos adquiridos. 384
Estimación de los flujos de caja por parcela de negocio 384
1. Obra en curso 384
Entradas 384
Salidas 384
Disposición Préstamo Promotor 384

Amortización Préstamo Promotor _____ 384
Intereses Préstamo Promotor _____ 384
2. Producto terminado _____ 384
Entradas _____ 384
Salidas _____ 384
Préstamo Promotor _____ 384
Intereses Préstamo Promotor _____ 384
3. Suelo _____ 384
Desinversiones _____ 384
Costes _____ 384
Amortización Préstamo _____ 384
Intereses Préstamo _____ 384
4. Patrimonio _____ 384
Ingresos por alquileres _____ 384
Desinversiones _____ 384
Salidas _____ 384
Amortización Préstamo _____ 384
Intereses Préstamo _____ 384
• Revisión costes ejecución de obra. _____ 384
• Costes de urbanización de suelos. _____ 384
• Compromisos compra de suelo. _____ 384
Obra en curso _____ 384
• Paralización de obras sin financiación autorizada. _____ 384
• Negociación para finalización de obra con alto grado de avance. • No inicio nuevas promociones. _____ 384
Suelo _____ 385
• Revisión de compromisos por compra de suelos. _____ 385
• Negociación financiación para cobertura de gastos de urbanización. _____ 385
Obra Terminada _____ 385
Dación en pago/Venta _____ 385
3. Acciones a realizar para cubrir el déficit _____ 385
• Reestructuración financiera: (entidades privadas como públicas)/ búsqueda de nuevos socios inversores/ operaciones corporativas. _____ 385
• Ajustes estructurales: costes, expedientes de regulación de empleo, cierre de sedes u oficinas. _____ 385
4. Propuesta a entidades financieras y acreedores _____ 385
• Propuesta a entidades financieras _____ 385
• Estrategias de negociación _____ 385
• Cronograma de un proceso de refinanciación _____ 385
• Negociación y cierre de operaciones _____ 385
• Pool Bancario. Es el conjunto de entidades financieras con las deudas del perímetro a refinanciar _____ 385
• Sirve de base para el reparto de esfuerzos entre acreedores financieros. _____ 385
• Facilita el planteamiento de estrategias en función de la concentración del Pool. _____ 385
•Las comunicaciones deben realizarse a todas las entidades, de mayor a menor y canalizar las conversaciones a través de un grupo reducido de entidades que permita alcanzar el mayor porcentaje de deuda posible. _____ 385
5. El concurso _____ 385
Riesgo de concurso/Ejecuciones singulares/Embargos preventivos _____ 385
• Valoración de la situación concursal o la refinanciación. La cuantía y proporción entre deudas con garantía real y sin garantía, el número de acreedores, así como las posibilidades del grupo para atender pagos determinarán la solución concursal o no del proceso. _____ 385
• Garantías personales: Menor poder de negociación para el empresario, ejecuciones en caso de concurso. _____ 385
El convenio anticipado como salida rápida del procedimiento concursal: _____ 385
- Rápido. _____ 385
-Más flexible. _____ 385
-Más control por parte del deudor. Los acreedores no pueden presentar sus propuestas sino sólo adherirse o no a la presentada por el deudor. _____ 385
- Favorecido por la Reforma de la Ley Concursal. _____ 385

PARTE SEXTA 386

Fiscalidad en la financiación inmobiliaria. 386

Capítulo 15. Fiscalidad en la financiación inmobiliaria. 386

TALLER DE TRABAJO 386

Tributación de la constitución de la hipoteca. 386

TALLER DE TRABAJO 388

La carencia de los préstamos no tributa AJD (Actos Jurídicos Documentados). 388

TALLER DE TRABAJO. 391

La dación en pago de viviendas a los bancos para amortizar los créditos. 391

1. Salvavidas para promotores inmobiliarios: la dación de pago de viviendas a los bancos para amortizar los créditos. 391

2. Fiscalidad de la dación en pago por promotores inmobiliarios. 394
a. Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales Onerosas 394
b. IVA 396
c. IRPF y Sociedades. 398
d. Plusvalía municipal. 399

TALLER DE TRABAJO 400

El Supremo establece que el impuesto de las hipotecas en la dación en pago se liquida sobre la deuda pendiente. 400

1. La base imponible del impuesto sobre transmisiones patrimoniales en el valor mayor entre el bien inmueble y la deuda pendiente en caso de dación en pago 400

2. Determinar si, en relación con las adjudicaciones en pago de deudas o daciones en pago sujetas al ITP, la base imponible ha de establecerse en función del valor real del inmueble que se transmite o si, por el contrario, la misma ha de coincidir con el importe de la deuda pendiente de amortizar que se extingue con la operación. 400

PARTE SÉPTIMA. 418

Formularios. 418

A) Modelo de presentación de los términos y condiciones iniciales de la oferta de financiación 418

1.- Descripción del Proyecto 418
1.1. Prestatario 418
1.2. Proyecto. 418

2.- Estructura Financiera 419
2.1. Inversión Total. 419
2.2. Fuentes de fondo. 419
2.3. Formalización. 419
2.4. Modalidad de la Financiación 419

3.- Financiación Bancaria 421
3.1. Financiación a largo plazo 421
3.1.1. Importe. 421
3.1.2. Agente. 421
3.1.3. Aseguradores. 421
3.1.4. Plazo. 421
3.1.5. Periodo de Disposición. 421
3.1.6. Disposiciones. 421
3.1.7. Amortizaciones. 421

3.1.8. Tipo de Interés. 422
3.1.9. Margen Aplicable. 422
3.1.10 Cobertura de tipos. 422
3.1.11. Up-Front Fee. 422
3.1.12. Commitment Fee. 423
3.1.13. Comisión de Agencia. 423
3.1.14 Comisión por cancelación anticipada. 423

4.- Aportaciones de los Accionistas 423
4.1. Importe. 423
Serán como mínimo el 25% del total, tal como se describen en el apartado 2.2 423
4.2 Forma. 423
Ver apartado 2.2 423
4.3. Calendario. 423

5.- Otros Términos y Condiciones 424
5.1. Garantías. 424
5.2. Distribuciones a los accionistas. 424
5.3. Cuenta de Reserva. 424
5.4. Recurso a los socios. 425

6. 0bligaciones del prestatario 425
6.1. Obligaciones del Prestatario. 425
6.2. Prohibiciones. 425
6.3. Obligaciones adicionales. 426

7.- Otros términos y condiciones 426
7.1 Condiciones Previas a la Firma de la financiación. 426
7.2. Condiciones Previas de Todas las Disposiciones. 427
7.3. Acreditaciones. 427
7.4. Causas de Resolución Anticipada. 428
7.5 Manifestaciones. 429
7.6 Asesores. 429
7.7 Impuestos y Gastos. 429

B. Modelo de prenda de acciones. 430

PARTE OCTAVA. 439

Formularios de créditos hipotecarios. 439

1. Contrato de préstamo relacionado a contrato de compraventa en garantía. 439

2. Escritura pública de préstamo relacionado a contrato de compraventa en garantía. 441

3. Escritura de préstamo hipotecario. 443

4. Escritura de préstamo hipotecario por entidad bancaria. 445
Modelo 1. 445
Modelo 2. 449

5. Escritura de préstamo hipotecario a tipo de interés variable 454

6. Escritura de crédito con garantía hipotecaria. 460

7. Escritura de subrogación en préstamo hipotecario. 472

8. Escritura de préstamo hipotecario a tipo de interés fijo. 477

9. Escritura de hipoteca de máximo. 483

10. Escritura de novación modificativa de préstamo hipotecario. 488

PARTE NOVENA. 491

Formularios de desarrollo de créditos hipotecarios. 491

Condiciones aplicables a subrogación en préstamos no promotor de personas físicas tipo variable – sin carencia (sólo carencia técnica). Condiciones financieras ____ 491
PRIMERA.- ____ 491
SEGUNDA.- ____ 491
TERCERA.- ____ 492
A) AMPLIACION DE CAPITAL ____ 492
B) AMORTIZACION ____ 492
I. Plazo. ____ 492
II. Número de cuotas, importe y periodicidad de las mismas y fechas de liquidación y pago. 492
III.- Reembolso anticipado. ____ 493
a) Reembolso anticipado parcial. ____ 493
b) Reembolso anticipado total. ____ 493
IV.- Compensación por reembolso anticipado. ____ 494
V.- Domiciliación. Compensación. ____ 495
C) INTERESES ORDINARIOS ____ 496
Fórmula para el cálculo de los intereses. ____ 497
D) INTERESES DE DEMORA ____ 498
CUARTA.- COMISIONES (Se pondrán aquellas que se hayan aprobado) ____ 499
QUINTA.- VENCIMIENTO ANTICIPADO ____ 499
SEXTA.- SEGUROS, TRIBUTOS Y CONSERVACIÓN DE LA FINCA HIPOTECADA. ____ 500
SEPTIMA.- MODIFICACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD HIPOTECARIA DE LA/S FINCA/S ____ 501
OCTAVA.- INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE PROTECCIÓN DE DATOS. ____ 502
NOVENA.- COMUNICACIÓN DE DATOS RELATIVOS AL IMPAGO. ____ 503
DECIMA.- CESIÓN. ____ 503
DECIMOPRIMERA.- ORDEN Y PRELACIÓN DE NORMAS. ____ 503
DECIMOSEGUNDA.- CONDICIÓN SUSPENSIVA. ____ 504
DECIMOTERCERA.- GASTOS ____ 504
DECIMOCUARTA.- GARANTÍA PERSONAL SOLIDARIA ____ 504
DECIMOQUINTA.- COPIAS DE ESTA ESCRITURA. ____ 505
DECIMOSEXTA.- INSCRIPCION ____ 505
DECIMOSEPTIMA.- CLÁUSULA DE REPRESENTACIÓN. ____ 505
DECIMOOCTAVA.- FÓRMULA PARA EL CÁLCULO DE LAS CUOTAS. ____ 505

¿QUÉ APRENDERÁ?

- **La financiación inmobiliaria.**
- **Préstamos puente y financiación mezzanine.**
- **El modelo de financiación de proyectos de promoción de viviendas para venta.**
- **Estructura de financiación de una promotora inmobiliaria.**
- **Sociedades de tasación. La tasación inmobiliaria en el crediticio hipotecario.**
- **Refinanciación del crédito promotor. Reglas imprescindibles de la negociación con los bancos.**
- **Fiscalidad de la financiación inmobiliaria**

Introducción

La financiación inmobiliaria es el gran reto de los promotores inmobiliarios.

Tradicionalmente el promotor financiaba con fondos propios, pero esta posibilidad es actualmente inviable económicamente, especialmente en el caso de suelo, tanto por su lento desarrollo como por imposibilitar que el promotor inmobiliario pueda invertir a 10 años vista. El capital no resiste por el coste de oportunidades y porque los fondos propios son cortos.

Otras fórmulas son el préstamo promotor y el Project finance inmobiliario, cuestiones a las que hemos dedicado guías prácticas independientes.

Hay que cambiar la estructura de financiación de proyectos inmobiliarios, como pasa en otras áreas de la actividad industrial, que se financia con una parte de fondos propios, que es mayor, y otra de créditos.

El sector promotor se ha apoyado en la banca en el pasado porque había un interés recíproco: a la banca no le gusta el sector promotor, sino el cliente final. Simplemente, presta al sector promotor como paso intermedio.

Por lo general, los promotores inmobiliarios se encuentran con grandes dificultades para poder financiar la adquisición de suelo finalista cuando no pueden demostrar ante la banca la existencia de una demanda clara por la vía de los contratos de preventas, sobre un proyecto definido en el que se haya obtenido la licencia de construcción.

Ese período de incertidumbre, o de ineficiencia del propio sistema productivo del sector residencial, convive mal con las necesidades de aportación de capital de los promotores, que hasta que puedan obtener financiación de la banca comercial pueden tener que esperar entre 12 y 18 meses.

Hay que cambiar la figura tradicional del préstamo promotor por una financiación del periodo constructor propiamente dicho, y eso tiene sus riesgos. Cada préstamo a una promoción inmobiliaria se tiene que justificar por sí mismo, eso quiere decir que hay que asegurar la refinanciación al acabar y cobrar el margen.

Hasta hace poco, los bancos habían constituido la principal fuente de financiación inmobiliaria, aportaban casi el 80% de la financiación. Ahora, el escenario ha cambiado y empiezan a surgir nuevos actores que cada vez concentran más fuerza: business angels, venture capital, private equity, inversión empresarial, emisión de acciones, emisión de bonos corporativos, bonos de proyectos, crowdfunding, financiación privada de deuda, etc.

Al margen de la banca, algunos inversores dan la posibilidad de que se pueda repartir la rentabilidad y utilizan como instrumento el préstamo participativo.

Como en cualquier tipo de inversión, la financiación inmobiliaria implica una serie de aspectos como la relación entre riesgo y retorno, la disponibilidad de diferentes estructuras para diferentes perfiles de inversor, los retornos en forma de plusvalía y flujos de caja y los incentivos fiscales.

Los riesgos asociados a la inversión inmobiliaria son aquellos inherentes al negocio, los financieros, los relativos a la naturaleza de los activos y los que tienen que ver con la macroeconomía (como la inflación), la gestión de equipo, legislación y cuestiones medioambientales.

En cuanto a las fuentes de retorno de la inversión en el sector inmobiliario, se encuentran: los propios bienes inmuebles, los flujos de caja provenientes de la renta de activos, la plusvalía en la venta del activo, los beneficios fiscales, la deuda inmobiliaria, el repago de intereses del préstamo y el repago del principal del préstamos.

Una modalidad es la financiación mezzaninne (un instrumento que se encuentra a medio camino entre la deuda y el capital) que se aplica poniendo ciertos límites a la remuneración de su financiación.

Otra vía es el acceso a los proveedores de financiación alternativa, que se centran en proveer préstamos puente para el arranque de los proyectos con el objetivo de ser reemplazados por la financiación bancaria y las cantidades entregadas a cuenta por parte de los compradores de viviendas o por los cooperativistas. Esta solución facilita al promotor residencial el necesario empuje inicial para sus proyectos sin obligarle a compartir los resultados finales del desarrollo inmobiliario que, creemos, es un esquema que podría constituir un riesgo de convivencia entre el industrial y el financiador durante el proyecto

PARTE PRIMERA.

Estructura de financiación de una promotora inmobiliaria.

Capítulo 1. La financiación inmobiliaria en España.

1. Análisis económico de la relación demanda - oferta inmobiliaria.